

FICHES THÉMATIQUES ET FICHES PAYS

Avril 2003

Revue de l'OFCE 85

Matières premières : pétrole en feu

Un marché qui reste très tendu...

En février 2003, le baril de pétrole qualité Brent s'échange à 32,7 dollars, 13 dollars de plus qu'un an plus tôt. La hausse s'est déroulée en trois temps : forte hausse entre février et mars 2002 après l'affirmation, sur fond de conflit israélo-palestinien, de l'engagement des États-Unis dans la lutte contre le terrorisme international, stabilisation au cours de l'été dernier autour de 25 dollars (28 dollars en septembre) puis nouvelle envolée en décembre alors que la menace d'un conflit en Irak se précisait. Ces hausses relèvent à la fois de la prise en compte par les marchés du risque de défaut d'approvisionnement en cas de conflit en Irak, et par des facteurs d'offre et de demande de produits pétroliers. Dans la mesure où le scénario retenu par les marchés est celui d'un conflit court (quelques semaines) et efficace (changement de gouvernement, pas de débordement dans la région), l'intervention militaire des États-Unis en Irak, déclenchée le 20 mars, a eu pour premier effet de faire chuter les prix du Brent (25,6 dollars le 21 mars). Mais ceux-ci se sont redressés les jours suivants. Même dans le scénario d'un conflit court, les risques de mauvaises nouvelles demeurent et les prix devraient encore fluctuer. Par ailleurs, les tensions sur le marché restent élevées au point de rappeler la situation de l'été 2000.

Sur l'ensemble de l'année 2002, la consommation mondiale de pétrole n'a que faiblement progressé (0,3 % par rapport à 2001 soit une hausse de 0,5 mbj). Après le tassement de 2001-début 2002, la demande s'est néanmoins accélérée au deuxième semestre, particulièrement en fin d'année. La croissance a d'abord été tirée par les régions hors OCDE (Chine principalement) puis par l'OCDE du fait notamment de la hausse des besoins saisonniers au quatrième trimestre dans l'hémisphère nord. Néanmoins, les conditions météorologiques particulièrement difficiles aux États-Unis et au Canada ont dopé plus que de coutume la consommation de pétrole. La hausse du prix du gaz aurait également encouragé la substitution de pétrole aux États-Unis. Au Japon, le renforcement du programme d'inspection bloque 14 centrales nucléaires depuis l'été 2002, accroissant la demande de pétrole.

Le profil de la production de pétrole a suivi les mouvements de la demande : baisse au premier semestre et hausse au deuxième. Hors OPEP, la production n'a cessé d'augmenter tout au long de l'année. L'ajustement a donc été réalisé par l'OPEP (hors Irak) soucieuse de ne pas saturer le marché et de maintenir les prix à des niveaux fermes. Les quotas sont restés très bas tout au long de l'année mais les pays producteurs ont augmenté leur production à partir de juillet pour profiter de la reprise de la demande. En décembre, la baisse de la production au Venezuela suite à la grève générale déclenchée le 2 décembre a réduit de 2 mbj l'approvisionnement du marché mondial.

La reprise de la production de pétrole dans le courant du second semestre s'est avérée insuffisante. Les entreprises de raffinage n'ont pu stocker suffisamment, comme elles le font habituellement au cours de l'été pour prévenir la forte demande des mois suivants. Le déstockage habituel

du quatrième trimestre a ramené les stocks commerciaux mondiaux à des niveaux faibles. Dans les pays de l'OCDE, la situation est encore plus délicate. Les entreprises ont massivement déstocké au troisième trimestre 2002, ce qui a créé de fortes tensions les mois suivants : au quatrième trimestre, les stocks de l'OCDE ne couvraient que 51 jours de la consommation attendue pour les prochains mois, contre 55 jours un an plus tôt. Le taux de couverture était revenu au niveau de l'été 2000.

Les tensions ont persisté au début de l'année 2003. Selon l'AIE, la production mondiale n'aurait augmenté que de 0,5 mbj sur les deux premiers mois du trimestre par rapport au quatrième trimestre 2002, freinée en janvier par la poursuite de la grève au Venezuela. En février cependant, l'OPEP a décidé d'un nouveau relèvement de ses quotas (après celui de janvier destiné à ramener les quotas aux niveaux de la production effective, et donc à effacer les dépassements) pour compenser le retrait de la production du Venezuela. En février, la production de l'OPEP hors Irak dépassait la production antérieure à la grève. Ultime soutien à l'offre, la production irakienne a, jusqu'à son arrêt le 17 mars, rarement été aussi élevée que depuis octobre : elle avait retrouvé ses 2,5 mbj qui apparaissent comme son maximum de production. Face à une offre qui reste insuffisante au regard des besoins, les stocks commerciaux de l'OCDE continuent de baisser. Ceux des États-Unis, tant de pétrole brut que de produits pétroliers atteignent des niveaux historiquement faibles (jamais égalés depuis le premier choc pétrolier).

... et des facteurs de risque qui demeurent forts

Si les tensions sur le marché réel restent vives au début d'année, la baisse de la demande saisonnière attendue à partir d'avril prochain (baisse attendue comprise entre 1,5 et 2 mbj) devrait se traduire par une baisse des prix sous-jacents (hors effet tensions internationales) dès maintenant. Mais encore faut-il que plusieurs hypothèses prises en compte par les marchés soient réalisées.

Ces hypothèses qui sont celles que nous reprenons ici s'appuient sur l'idée que le conflit sera court et efficace. Ce scénario malgré tout ne protège pas le marché de certaines perturbations qui pourraient arriver à court terme.

La production de l'Irak, arrêtée le 17 mars, pourrait être suspendue pendant une partie de l'année 2003 (lors du conflit de 1991, la réparation des puits incendiés au Koweït avait duré plus d'un an avant de ramener la production à son niveau initial) tandis qu'une partie de la production du nord du Koweït devrait s'interrompre le temps du conflit avant de reprendre progressivement, malgré quelques frictions encore possibles dans la région.

Si l'OPEP n'a cessé d'affirmer qu'elle compensera la baisse de production liée au conflit, ses marges de capacités disponibles restent limitées. En février, selon l'AIE, les 9 pays membres (hors Venezuela qui de toute façon ne dispose pas de capacités non utilisées) disposaient au total de 1,7 mbj de marges. Or si l'on enlève la production de l'Irak et la moitié de celle du Koweït aux capacités disponibles (soit une baisse de 3,5 mbj les premiers temps), la perte de production ne peut être couverte par les autres pays membres, même à supposer que l'Arabie saoudite augmente sa capacité de 1 mbj d'ici juin. Cette difficulté est renforcée actuellement par la situation (politique interne) au

Nigeria, qui rend la production de pétrole dans le delta du Niger plutôt incertaine. Enfin, du côté des pays hors OPEP, les marges de manœuvre sont réduites, chaque pays produisant à pleine capacité. Néanmoins, plusieurs pays de l'OPEP, principalement l'Arabie saoudite, auraient déjà constitué des stocks de précaution.

En cas de défaut d'approvisionnement, le recours aux stocks stratégiques détenus par les 26 pays membres de l'AIE pourrait être utile. Au total, l'AIE dispose de 3,8 milliards de barils de réserves stratégiques, soit l'équivalent de 114 jours de consommation. Ces réserves (détenues par les gouvernement et les compagnies de raffinage) ont été utilisées une première fois, le 17 janvier 1991 le jour où l'opération « Tempête du Désert » commençait avec le déclenchement des attaques aériennes de la précédente crise du Golfe. Selon l'intensité du recours à ces stocks, l'impact sur les prix ne sera pas neutre. Il est probable malgré tout que les pays de l'AIE restent prudents et ne recourent à ces stocks que si la situation dans la région du conflit se dégrade. Dans l'hypothèse où les stocks seraient utilisés, les prix baisseraient traduisant un changement sur les anticipations sur les conditions d'approvisionnement. Nous n'avons pas retenu un tel scénario. Seuls les États-Unis pourraient utiliser leurs stocks pour approvisionner leur marché national, comme ils l'avaient déjà fait en 2000. Les prix avaient alors peu baissé.

Dans ces conditions, les prix du pétrole devraient rester élevés encore quelques temps. Les résultats de notre modèle multivarié (voir encadré I, partie « Impact des tensions géopolitiques sur l'activité ») confirment bien le maintien d'une prime de risque liée à la crise du Golfe d'environ 5 dollars au premier trimestre. En dehors de cette prime, les prix pourraient avoisiner 27 dollars le baril. Néanmoins, la levée de la prime de risque qui a commencé avec l'intervention du 20 mars n'est pas irréversible, tout au moins dans les prochaines semaines. Il faudra probablement attendre le deuxième semestre pour que compte tenu du scénario favorable retenu ici, les prix du pétrole reviennent vers des niveaux plus en phase avec le marché réel. Ceux-ci, compte tenu des perturbations sur l'offre, devraient rester autour de 25 dollars au deuxième semestre et rester encore fermes en 2004.

Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières

	Millions de barils/jour sauf mention contraire, non cvs														
	2002				2003				2004						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande mondiale	76,6	75,4	76,7	78,6	78,7	76,7	78,0	79,9	79,7	77,7	79,0	80,8	76,8	78,3	79,3
Production mondiale	76,1	75,7	76,5	77,8	78,0	76,8	79,1	80,0	80,5	80,2	80,6	81,3	76,5	78,5	80,7
Dont : OPEP	24,9	24,2	25,3	25,9	25,9	24,3	25,8	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0	25,1	25,5	26,0
Non OPEP	47,8	48,1	47,7	48,5	49,1	49,0	49,6	50,3	50,5	50,0	50,4	51,0	48,0	49,5	50,5
NGL	3,4	3,4	3,5	3,4	3,0	3,5	3,7	3,7	4,0	4,2	4,2	4,3	3,4	3,5	4,2
Variations de stocks OCDE	-0,1	0,6	-0,8	-0,6	-0,7	0,1	1,1	0,1	-0,2	1,5	0,6	-0,5	-0,2	0,1	0,3
Prix du pétrole Brent ¹	21,0	25,1	26,8	26,7	33,0	33,0	25,0	25,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,9	29,0	24,0
Prix des matières premières Industrielles ²	2,5	4,2	-0,3	2,7	4,9	2,0	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-3,4	10,8	1,6
Taux de change 1 euro= ...\$	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. En dollars, moyenne sur la période.

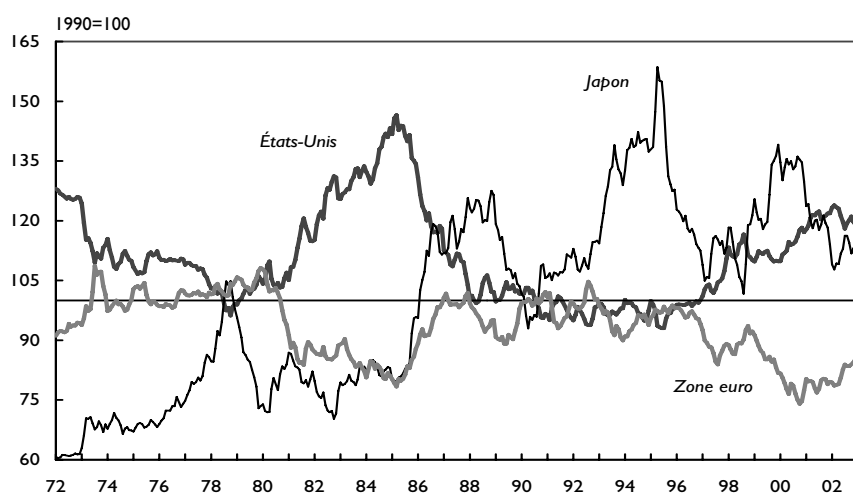
2. En %, variation par rapport à la période précédente.

Sources : Pétrole : AIE; matières premières Industrielles : indice HWWA (Hambourg), calculs et prévisions OFCE.

Taux de change : haut-bas-fragile

Entre février 2002 et la mi-mars 2003, le dollar s'est déprécié 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 %). Et en termes de taux de change effectif réel, elle se réduit à 5 %, ne corrigeant que partiellement l'appréciation du dollar survenue de 1995 à 2002 (environ +30 % entre avril 1995 et février 2002). L'euro n'a pas autant profité des influences conjuguées des monnaies de ses partenaires commerciaux puisqu'en taux de change effectif réel, son appréciation remonte à la fin 2000 et atteint ainsi 18 % (graphique 1). Ce mouvement s'explique par la forte appréciation de l'euro vis-à-vis du yen sur cette période tandis que l'appréciation vis-à-vis de la livre Sterling est plus limitée mais marque une rupture (graphique 2). De plus, la dépréciation de la livre Sterling vis-à-vis de l'euro s'est quelque peu accélérée sur les mois les plus récents, suivant le même schéma que la parité euro/dollar.

I. Taux de change effectifs réels

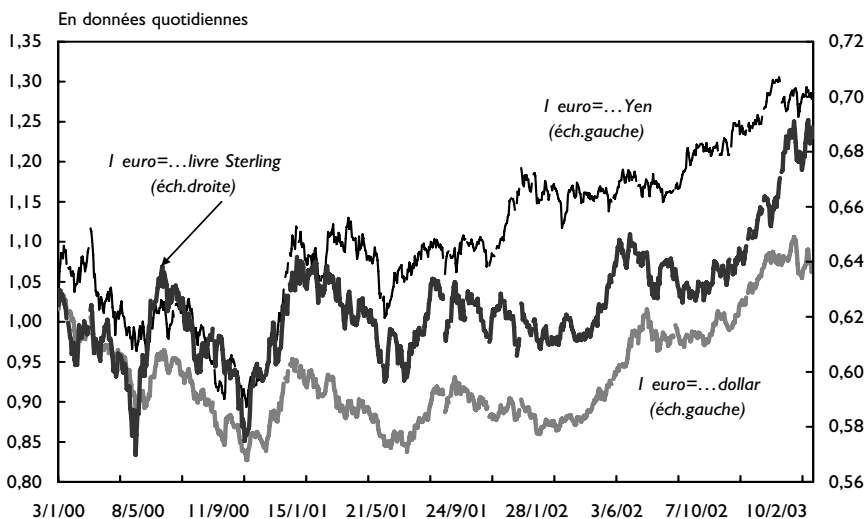


Source : OCDE.

L'actualité conjoncturelle et géopolitique joue sur les évolutions de change. La première vague de baisse du dollar (février – mi-juillet 2002) a reflété les préoccupations des marchés quant au niveau élevé du déficit courant américain. En revanche, entre fin 2002 et début 2003, la question de la soutenabilité ne préoccupait plus aussi directement les marchés financiers, alors focalisés sur les risques d'une guerre contre l'Irak et son impact sur l'économie américaine. Généralement, en période d'incertitude, le dollar fait office de valeur refuge, les capitaux fuyant vers la qualité et la sécurité. Cela ne semble plus vrai depuis la fin 2002. Une « prime de guerre » pèse sur la monnaie américaine au profit de l'euro et du yen (malgré les interventions de la Banque du Japon), accentuant la dépréciation du dollar suscitée par la question fondamentale de la soutenabilité du déficit courant. Une prime

similaire semble peser aussi sur la livre Sterling. Mais tout comme pour les États-Unis, cette prime de guerre est avant tout un prétexte, masquant les raisons fondamentales de la faiblesse de la livre (inflation supérieure à la cible de la Banque d'Angleterre, creusement des déficits budgétaire et courant, baisse surprise des taux directeurs). Révélant l'extrême sensibilité des marchés aux nouvelles sur le front (militaire et géopolitique), la levée partielle des incertitudes a fait regagner au dollar une bonne part de ce qu'il avait perdu vis-à-vis de l'euro. Le rebond de la livre a été plus timide, la monnaie britannique étant tiraillée entre ses influences américaines et européennes.

2. Taux de change bilatéraux nominaux



Tant que le marché américain était jugé plus rentable que les autres et qu'il attirait en conséquence les capitaux extérieurs, longs en particulier, le déficit courant était soutenable et le dollar était soutenu. Cet argument vaut également pour la livre Sterling. Dès qu'un changement s'est opéré dans les sources de financement du déficit, l'équilibre est devenu fragile. Le fait que cette recomposition des portefeuilles ne soit manifeste que depuis 2002 alors que le contre-choc de la « nouvelle économie » est engagé depuis le printemps 2000 explique pourquoi le dollar a résisté pendant quasiment deux ans à la dégradation de la situation conjoncturelle américaine et au renversement de l'écart de taux d'intérêt en faveur de l'Europe (encadré).

Déterminants du taux de change euro/dollar

Dans la détermination du taux de change euro/dollar, problème qui déjoue nombre d'analyses, il faut distinguer les variations de long terme répondant aux fondamentaux des économies des modifications de court terme dont la prévision est plus erratique. Il est possible d'observer un comportement de

long terme à partir d'une équation de cointégration estimée en données trimestrielles sur la période 1994-2002 :

$$\text{Change de long terme } \text{€}/\$ = 0,97 - 0,11(R_{EU} - R_{ZE}) + 0,07\Delta_{(EU-ZE)}\gamma$$

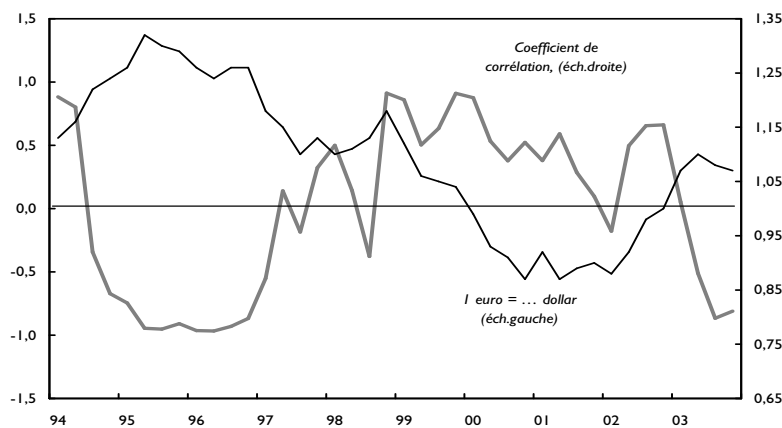
(0,02) (0,01) (0,01)

Cette relation indique que le cours de change euro/dollar réagit négativement à l'écart de taux d'intérêt longs réels (R) entre les Etats-Unis et la zone euro (des taux américains élevés entraînent une appréciation du dollar). Le cours de l'euro réagit en revanche positivement, sur la période d'estimation, au différentiel de croissance du PIB. Or, le dollar s'est fortement apprécié, révélant un manque d'objectivité des marchés dans leur interprétation du différentiel de croissance, une sur-réaction en faveur du dollar influencée par l'engouement suscité par la « nouvelle économie ». Ces résultats sont confirmés par les corrélations, calculées sur le même échantillon, entre le taux de change et diverses variables fondamentales (tableau). Pour comprendre ce comportement surprenant du marché des changes, on ne peut se limiter à ces corrélations moyennes. Le graphique ci-dessous présente la corrélation annuelle entre le différentiel de croissance et le taux de change. Il est clair que durant la période de baisse de l'euro et d'euphorie boursière américaine (1998-2001), les marchés ont modifié leur comportement sans tenir compte des fondamentaux. Avec la prise de conscience qui s'en est suivie, il semble que tout soit progressivement rentré dans l'ordre : l'indice de corrélation redevient négatif.

Corrélations entre la parité euro/dollar et fondamentaux

Corrélations États-Unis/Zone euro	Taux de change Nominal
Différentiel de croissance	0,48
Écart de taux longs nominaux	- 0,58
Écart de taux longs réels	- 0,64
Écart de taux courts nominaux	- 0,17
Écarts de taux courts réels	- 0,26
Différentiel d'inflation	0,01

Corrélation entre la parité euro/dollar et le différentiel de croissance



Sources : données Réserve fédérale, BEA, Eurostat ; calculs OFCE.

Entre la fin des années 1990 et 2002, les flux nets d'IDE entrants se sont évaporés (tableau 1). Et ce tassement n'a pas seulement frappé les États-Unis : reflétant pour partie la fin de la dernière vague de fusions-acquisitions, il est aussi visible dans la balance des paiements de la zone euro (tableau 2). En revanche, les achats nets étrangers de titres privés américains sont toujours vigoureux grâce aux achats européens et au retour des achats en provenance d'Amérique latine et du Japon (tableau 3). Les obligations privées américaines et européennes restent des valeurs refuge. Enfin, les achats nets étrangers de titres du gouvernement américain sont depuis la fin 2001 de nouveau positifs. Ces achats sont pour une part le fait des banques centrales asiatiques qui cherchent à limiter l'appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar. Au final, l'affaiblissement des investissements directs et des achats d'actions américaines par les non-résidents et le recours à l'endettement à court terme ont certes poussé à la baisse le dollar au profit de l'euro, mais la baisse est restée contenue grâce aux achats nets étrangers de titres obligataires américains. Cette prise de relais dans les mouvements de capitaux des achats d'actions par les achats d'obligations est caractéristique d'une situation où les agents sont réticents au risque. Les marchés sont plus attentifs aux efforts de contrôle de l'inflation. Les pays peu tolérants à l'égard de l'inflation (comme la zone euro ou encore le Canada) voient ainsi leur monnaie soutenue. Au contraire, la préférence de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre pour la croissance, au détriment du contrôle strict de l'inflation, n'est plus payante.

Il n'est pas possible de distinguer explicitement dans la dépréciation du dollar ce qui relève de la « prime de guerre » de ce qui tient aux fondamentaux et donc de savoir jusqu'où le dollar se serait déprécié hors incertitudes géopolitiques. L'euro, aussi bien vis-à-vis du dollar que de la livre Sterling, va continuer 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. L'appréciation du dollar qui s'amorce alors est supposée graduelle compte tenu des influences contraires qui pèsent sur la monnaie américaine. Le différentiel de croissance est en faveur des États-Unis alors que l'écart de taux d'intérêt ne joue positivement qu'à partir du début 2004. Quant au déficit courant américain, il continuerait de peser sur le dollar comme il l'a fait en 2002, sans provoquer de décrochage brutal. À 1,08 dollar et 0,68 livres en moyenne en 2003, l'euro gagnerait quand même 14 % par rapport au dollar et 8 % par rapport à la livre Sterling. En 2004, il se replierait à 1,02 dollar et à 0,67 livres¹. La parité dollar/yen resterait proche de 120, soit son niveau moyen sur les cinq dernières années.

Les incertitudes entourant l'issue du conflit en Irak et son impact sur l'économie américaine sont susceptibles de changer la donne. Dans le cas d'un conflit long, l'impact sur les déficits budgétaire et courant américains pourrait être important, accentuant le recours aux capitaux extérieurs et le creusement de la dette extérieure nette. L'attractivité des États-Unis pourrait être remise en cause et le dollar affaibli.

1. Pour des éléments sur l'entrée du Royaume-Uni dans la zone euro, voir dans ce même dossier la fiche « Royaume-Uni : entre deux eaux ».

I. Balance des paiements des États-Unis

En milliards de dollars, données cvs non annualisées

	2000	2001	2002	2002 S1	2002 S2
Compte courant	- 410	- 393	- 503	- 240	- 263
Compte de capital	1	1	1	0	0
Compte financier	409	382	474	160	314
Entrées nettes de K longs	418	332	361	170	191
Investissements directs	129	3	- 93	- 50	- 43
Sortants	- 178	- 128	- 124	- 64	- 59
Entrants	308	131	30	14	16
Investissement de portefeuille	252	329	362	167	194
Sortants	- 128	- 95	2	- 8	10
Entrants	379	424	359	175	184
Titres publics	- 77	- 8	53	- 12	66
Titres autres que publics	455	408	285	175	109
Actions	192	119	56	36	19
Obligations privées	263	288	229	139	90
Autres	1	24	22	12	10
Entrées nettes de K officiels	36	0	93	54	40
Entrées nettes de K courts	- 8	50	113	- 10	123
Erreurs et omissions nettes*	0	- 11	- 29	- 79	51

* La somme du compte courant, du compte de capital et du compte financier est nulle aux erreurs et omissions nettes près.

Source : BEA.

2. Balance des paiements de la zone euro

En milliards d'euros, données brutes non annualisées

	2000	2001	2002	2002 S1	2002 S2
Compte courant	- 60	- 14	62	15	47
Compte de capital	10	9	12	7	5
Compte financier	70	- 40	- 171	- 56	- 116
Investissements directs	- 12	- 101	- 21	- 23	2
Sortants	- 436	- 256	- 151	- 102	- 49
Entrants	424	154	130	79	51
Investissement de portefeuille	- 115	38	50	6	45
Sortants	- 411	- 288	- 176	- 125	- 51
Actions	- 288	- 109	- 37	- 47	10
Obligations privées	- 123	- 179	- 139	- 78	- 61
Entrants	296	326	227	131	96
Actions	51	231	76	61	15
Obligations privées	245	95	150	69	81
Autres flux	182	9	- 184	- 40	- 144
Produits financiers dérivés	- 2	- 4	- 14	- 1	- 12
Avoirs de réserve	18	18	- 2	4	- 6
Erreurs et omissions nettes*	- 19	45	97	34	63

* La somme du compte courant, du compte de capital et du compte financier est nulle aux erreurs et omissions nettes près.

Source : Banque centrale européenne.

3. Balance des paiements du Japon

En milliards de yen, données brutes non annualisées

	2000	2001	2002	2002 S1	2002 S2
Compte courant	129	107	142	79	64
Compte de capital	- 10	- 3	- 4	- 3	- 1
Compte financier	- 84	- 58	- 76	- 41	- 35
Investissements directs	- 25	- 39	- 28	- 16	- 12
<i>Sortants</i>	- 34	- 47	- 39	- 24	- 16
<i>Entrants</i>	9	8	12	8	4
Investissement de portefeuille	- 38	- 56	- 127	- 49	- 78
<i>Sortants</i>	- 89	- 131	- 100	- 3	- 97
<i>Entrants</i>	51	74	- 27	- 47	20
Autres flux	- 16	35	76	28	48
Produits financiers dérivés	- 5	2	3	- 4	7
Variation des avoirs de réserve	- 53	- 49	- 58	- 44	- 14
Erreurs et omissions nettes*	18	5	- 5	9	- 13

* La somme du compte courant, du compte de capital, du compte financier et des variations des avoirs de réserves est nulle aux erreurs et omissions nettes près.

Source : Banque du Japon.

Commerce mondial : croissance Pacifique

Mi-2002 : coup d'arrêt à la reprise

La reprise du commerce mondial de marchandises qui s'était amorcée au premier trimestre 2002 pour accélérer vivement au deuxième, a marqué un coup d'arrêt à l'été (tableau 1). L'accélération des importations avait été impulsée par la reprise de la production dans les pays industriels, au premier rang desquels les États-Unis. La pause du second semestre a été généralisée à la quasi-totalité des zones de l'économie mondiale. Le commerce mondial aura progressé d'un peu plus de 3 % en moyenne en volume en 2002, après à peine de plus de 0 % en 2001.

La récession qui a frappé plusieurs pays d'Amérique latine (Argentine, Venezuela, Uruguay) place la zone en bas de classement en termes de progression des importations, avec une baisse en volume de plus de 5 % en moyenne en 2002, et de près de 15 % hors Mexique et Brésil. Les importations européennes ont aussi figuré au rang des moins dynamiques des pays industriels (+ 0,6 %), ceci résultant de la persistance d'une faible demande intérieure dans la zone euro et d'un tassement des taux de pénétration dans plusieurs pays (dont le Royaume-Uni). Les importations des autres pays industriels se sont placées en position intermédiaire. Les importations ont été les plus dynamiques dans les pays d'Europe centrale et orientale, tirées par la demande intérieure, et plus encore dans les pays d'Asie en développement. Les importations chinoises continuent leur course en tête, avec une hausse de plus 20 % en volume en 2002. L'économie chinoise reste apparemment à l'écart des soubresauts de l'économie mondiale, avec une demande intérieure et des exportations dynamiques.

La croissance ralentie des importations mondiales au second semestre 2002, reflet d'une croissance « molle » dans les pays industrialisés et malgré le dynamisme persistant dans les pays d'Asie en développement, se poursuivrait au début de 2003. Ce cycle de commerce mondial contraste avec le précédent, qui, porté par le cycle exceptionnel des produits de haute technologie, avait vu les flux de commerce mondial atteindre une hausse maximum de 14 % en volume sur un an à la mi-2000. Il s'agit cette fois d'un redémarrage plus lent, qui place à nouveau les pays d'Asie-Pacifique en tête de la croissance mondiale. Les ventes de semi-conducteurs sont reparties à la hausse en 2002. Elles auraient augmenté de 2,3 % en dollars en 2002 à l'échelle mondiale, selon les estimations d'octobre dernier de *World Semiconductor Trade Statistics* (WSTS), après une chute de 32 % en 2001. Les ventes auraient progressé de 31 % dans les pays d'Asie-Pacifique hors Japon, qui sont en amont des processus de production. Les prévisions du WSTS de l'automne dernier tablaient sur une croissance de 16 % des ventes mondiales en 2003 et de 19 % en 2004, un rythme plus modéré que lors du cycle précédent (+ 37 % en 2000).

Les flux de commerce de marchandises connaîtraient une croissance moyenne, au regard de leurs évolutions des trente dernières années, de l'ordre de 6 % par an à l'horizon 2004. La croissance des importations serait du même ordre pour l'ensemble des zones développées et du monde en développement, avec toutefois la poursuite de « tendances lourdes » pour

certaines zones. Le point le plus marquant en serait la poursuite du dynamisme des pays d'Asie-Pacifique. Sortant de récession, les pays d'Amérique latine connaîtraient une accélération de leurs échanges en 2004. Les importations des pays industriels convergeraient vers une croissance de 6 % l'an.

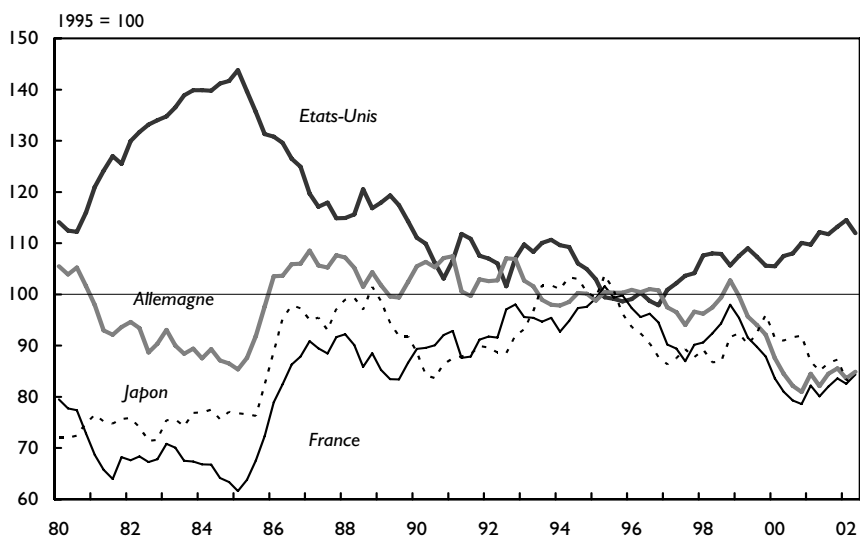
Compétitivité-prix et parts de marché : un certain rééquilibrage

La dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro depuis un peu plus d'un an (– 20 % entre février 2002 et mars 2003) et vis-à-vis du yen (– 10 %), a permis une amélioration de la compétitivité-prix des produits américains, mise à mal par l'appréciation continue du taux de change effectif du dollar depuis 1997 (graphique 1). *A contrario*, la baisse du dollar s'est traduite par une dégradation de la compétitivité-prix des exportateurs de la zone euro. Les exportateurs britanniques ont bénéficié de la baisse de la livre face à l'euro, mais ont vu la devise britannique s'apprécier face au dollar, laissant bon an, mal an le taux de change effectif de la livre à un niveau élevé. Les prix de production évoluant de façon similaire dans les grands pays européens et aux États-Unis, l'évolution des taux de change a un rôle déterminant dans l'évolution des positions compétitives. Dans la zone euro, les pays qui connaissent les inflations les plus fortes (Pays-Bas, Espagne, Irlande) ont vu depuis leur entrée dans l'Union monétaire une dégradation de leur compétitivité intra-zone. Comme il s'agit de pays qui étaient entrés dans la zone euro avec des positions compétitives favorables, cela ne posait pas initialement de problème majeur pour les producteurs des pays considérés. L'Irlande semble pouvoir continuer à gagner des parts de marché, mais l'Espagne n'en gagne plus et les Pays-Bas ont commencé à en perdre.

La dépréciation passée du dollar devrait permettre l'arrêt de la baisse des parts de marché américaines en 2003, et conduirait à une dégradation de celles des producteurs de la zone euro (graphiques 2 et tableau 2). Les exportateurs britanniques resteraient pénalisés par le niveau de la livre et, même si la forte baisse des parts de marché est probablement surestimée selon les estimations actuelles des exportations du quatrième trimestre 2002, les exportateurs stabiliseraient difficilement leurs parts de marché à l'horizon de la fin 2004.

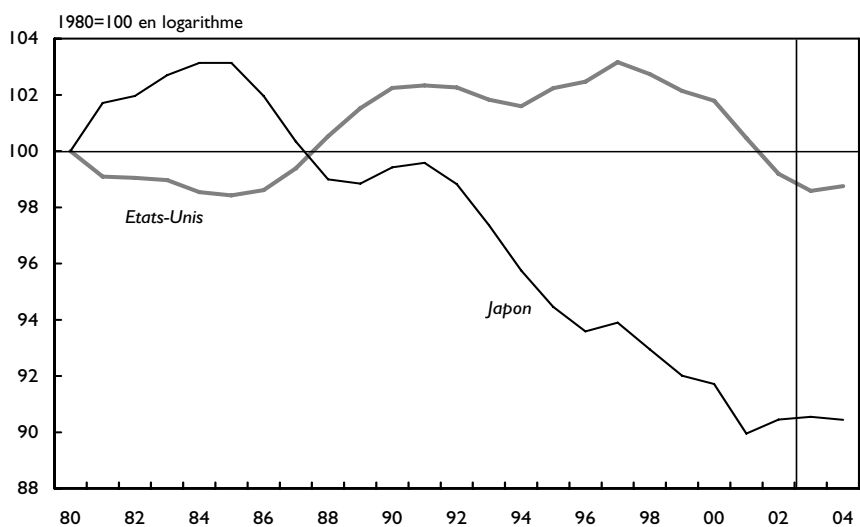
Le Japon reste le grand bénéficiaire parmi les pays industriels en termes de croissance des marchés extérieurs, grâce au poids élevé de ses exportations à destination du reste de l'Asie et des États-Unis (tableau 3). La progression des parts de marché japonaises serait néanmoins freinée par un yen restant élevé. Les exportateurs chinois continueraient à gagner des parts de marché. Les dépréciations passées des monnaies en Amérique latine permettraient aux producteurs de la zone de bénéficier de gains de parts de marché.

I. Prix relatifs à l'exportation

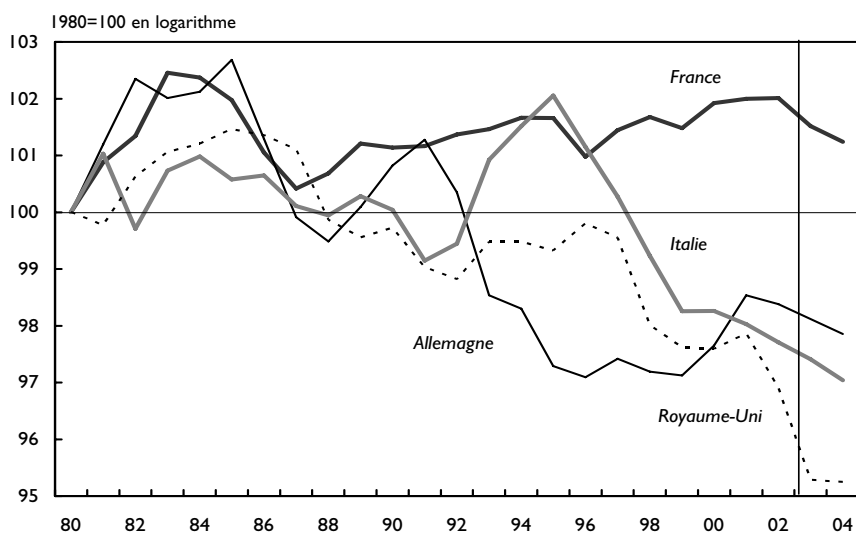


Sources : FMI, OCDE sources nationales, calculs et prévisions OFCE.

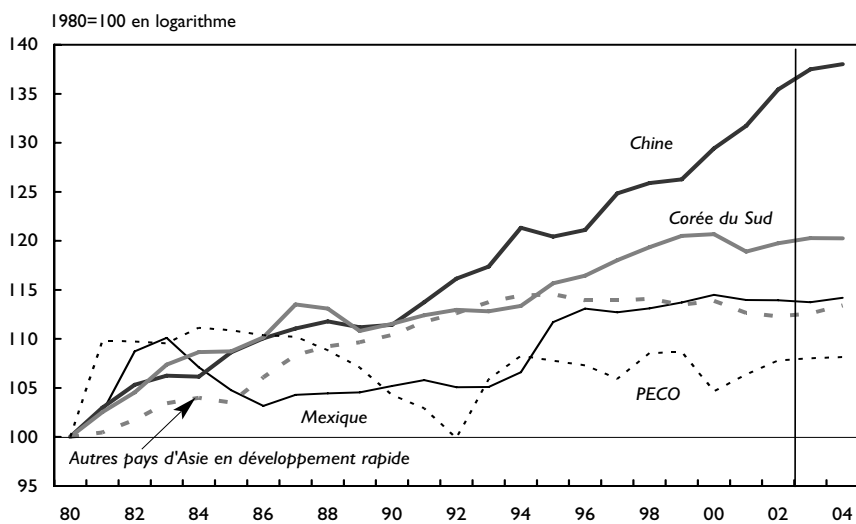
2a. Parts de marché



2b. Parts de marché



2c. Parts de marché



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

I. Importations de marchandises (en volume)

	Part dans le commerce En 1999	Variations par rapport à la période précédente, en %																							
		2002				2003				2004				2002				2003				2004			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Monde	100,0	1,0	3,8	1,8	1,2	0,8	1,0	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	3,2	5,4	5,4	6,6	3,2	5,4	5,4	6,6
Pays industrialisés	69,6	0,1	3,5	1,6	1,1	0,5	0,7	1,0	1,2	1,4	1,5	1,6	1,6	1,4	1,5	1,6	1,6	1,9	4,2	4,2	5,4	1,9	4,2	4,2	5,4
Union européenne	38,2	-0,3	1,7	1,6	1,0	0,3	0,6	0,9	1,1	1,3	1,4	1,5	1,6	1,3	1,4	1,5	1,6	0,6	3,4	3,4	5,1	0,6	3,4	3,4	5,1
États-Unis	17,6	0,9	6,3	0,8	1,5	0,8	0,8	1,2	1,4	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6	3,9	5,5	5,5	6,1	3,9	5,5	5,5	6,1
Japon	5,5	-0,5	3,3	2,4	1,8	0,1	0,3	0,6	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6	1,0	1,2	1,4	1,6	1,1	4,2	4,2	4,1	1,1	4,2	4,2	4,1
Autres pays industriels ¹	8,3	0,2	6,6	2,5	0,1	0,6	0,9	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	1,5	1,6	1,7	1,7	4,7	5,2	5,2	5,9	4,7	5,2	5,2	5,9
PED	30,4	3,1	4,4	2,3	1,4	1,5	1,8	1,9	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,2	2,3	2,3	2,4	6,0	7,8	7,8	9,0	6,0	7,8	7,8	9,0
Amérique latine ²	5,2	0,4	-0,8	-1,1	-0,5	-0,4	0,5	1,0	1,3	1,9	2,1	2,3	2,3	1,9	2,1	2,3	2,3	-5,5	-0,4	-0,4	7,0	-5,5	-0,4	-0,4	7,0
Asie	16,7	3,5	6,5	5,3	2,5	2,3	2,2	2,3	2,5	2,6	2,5	2,6	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	9,0	12,2	12,2	10,3	9,0	12,2	12,2	10,3
Afrique	1,9	6,3	0,5	0,5	-0,8	0,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	4,1	1,8	1,8	4,9	4,1	1,8	1,8	4,9
Moyen-Orient	2,2	1,5	1,5	1,5	1,0	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5	2,5	2,5	2,0	2,5	2,5	2,5	7,5	6,0	6,0	9,1	7,5	6,0	6,0	9,1
Ex-URSS	1,4	5,8	1,6	-7,3	-0,4	0,8	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	8,4	-0,8	-0,8	7,0	8,4	-0,8	-0,8	7,0
PECO	3,0	3,6	6,8	-2,7	1,0	1,0	1,3	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	7,9	4,2	4,2	6,6	7,9	4,2	4,2	6,6

1. Australie, Canada, Islande, Israël, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suisse, Turquie.

2. Y compris Mexique.

Sources : OCDE, sources nationales, estimations et prévisions OFCE.

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

	Variations par rapport à la période précédente, en %															
	2002				2003				2004				2002 2003 2004			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2002	2003	2004	
France	2,6	2,0	1,6	-0,6	0,4	0,5	0,7	1,0	1,2	1,3	1,4	1,5	2,2	2,3	4,5	
Demande adressée	0,1	2,6	2,1	1,2	0,4	0,8	1,1	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	2,2	4,6	5,8	
Allemagne	1,1	0,1	3,8	0,3	0,1	0,3	0,6	0,9	1,3	1,5	1,5	1,6	2,5	3,0	4,7	
Demande adressée	1,0	3,4	1,3	0,6	0,6	0,9	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	3,2	4,2	6,0	
Italie	-2,5	4,2	4,1	-1,0	0,1	0,3	0,5	0,7	1,1	1,3	1,5	1,6	1,0	3,0	4,2	
Demande adressée	0,4	3,0	1,6	1,0	0,5	0,8	1,1	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	2,5	4,5	5,9	
Royaume-Uni	0,1	5,6	-3,5	-5,5	0,3	0,6	1,0	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	-2,1	-3,1	5,7	
Demande adressée	0,8	3,0	1,4	1,1	0,6	0,9	1,1	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	2,4	4,4	5,9	
États-Unis	-0,9	3,8	1,0	-2,9	0,7	1,1	1,5	1,8	1,9	2,1	2,0	2,0	-3,6	1,9	7,6	
Demande adressée	1,1	3,6	1,8	0,8	0,7	1,0	1,2	1,5	1,7	1,9	1,9	2,0	2,3	4,8	6,7	
Japon	5,4	7,8	-1,5	6,4	0,5	1,0	1,5	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	7,9	8,4	7,6	
Demande adressée	2,0	5,2	2,9	1,7	1,4	1,5	1,7	1,9	2,1	2,1	2,1	2,2	5,5	7,9	8,1	
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	
Importations totales																

Sources : OCDE, sources nationales, prévisions OFCE.

3. Contributions à la progression des demandes adressées
(marchandises, en volume)

Exportateurs	Demande en provenance de...	Part dans les exportations 1995	1995-2000*	Taux de croissance en %		
				2002	2003	2004
France	Total	100,0	6,8	2,2	4,6	5,8
	Alena	6,9	0,7	0,3	0,4	0,5
	UE	63,4	4,4	0,7	2,7	3,2
	Japon	2,0	0,1	0,0	0,1	0,1
	Asie	6,9	0,4	0,6	0,9	0,8
	Amérique latine	3,4	0,2	-0,4	-0,1	0,2
	Europe de l'Est	2,6	0,3	0,2	0,1	0,2
	Reste du monde	14,8	0,8	0,7	0,6	0,9
Allemagne	Total	100,0	7,0	3,2	4,2	6,0
	Alena	8,2	0,9	0,3	0,5	0,6
	UE	57,4	3,9	0,7	1,5	2,8
	Japon	2,5	0,1	0,0	0,1	0,1
	Asie	8,1	0,5	0,8	1,1	1,0
	Amérique latine	2,1	0,1	-0,2	0,0	0,1
	Europe de l'Est	8,5	1,0	0,8	0,4	0,7
	Reste du monde	13,2	0,6	0,7	0,7	0,8
Italie	Total	100,0	7,1	2,5	4,5	5,9
	Alena	8,7	0,9	0,4	0,5	0,6
	UE	56,6	4,1	0,3	1,9	2,8
	Japon	2,5	0,1	0,0	0,1	0,1
	Asie	7,0	0,4	0,7	0,9	0,8
	Amérique latine	3,4	0,1	-0,3	-0,1	0,2
	Europe de l'Est	6,9	0,8	0,7	0,3	0,6
	Reste du monde	15,0	0,8	0,8	0,7	0,9
Royaume-Uni	Total	100,0	6,9	2,4	4,4	5,9
	Alena	13,6	1,4	0,6	0,8	1,0
	UE	57,3	4,0	0,4	1,9	2,9
	Japon	2,7	0,1	0,0	0,1	0,1
	Asie	8,4	0,4	0,6	0,9	0,8
	Amérique latine	1,7	0,1	-0,2	-0,1	0,1
	Europe de l'Est	2,5	0,3	0,2	0,1	0,2
	Reste du monde	13,9	0,7	0,8	0,7	0,9
Etats-Unis	Total	100,0	7,0	2,3	4,8	6,7
	Alena	27,6	2,9	0,6	1,1	1,9
	UE	21,8	1,6	0,1	0,7	1,1
	Japon	11,5	0,4	0,1	0,4	0,4
	Asie	19,4	1,0	1,8	2,4	2,2
	Amérique latine	9,1	0,5	-1,0	-0,3	0,5
	Europe de l'Est	1,1	0,1	0,1	0,0	0,1
	Reste du monde	9,5	0,5	0,6	0,5	0,6
Japon	Total	100,0	7,2	5,5	7,9	8,1
	Alena	30,1	3,1	1,3	1,8	2,0
	UE	15,4	1,1	0,0	0,5	0,7
	Japon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Asie	43,3	2,4	4,0	5,4	4,8
	Amérique latine	3,5	0,2	-0,4	-0,1	0,2
	Europe de l'Est	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
	Reste du monde	7,2	0,4	0,5	0,4	0,5

* Taux de croissance moyen annuel.

Sources : OCDE, sources nationales, Chelem, estimations et prévisions OFCE.

FICHES PAYS

États-Unis : résolution

Le rebond de croissance en 2002 (2,4 % en moyenne annuelle après 0,3 % en 2001) est étonnant, surtout comparé à la croissance de la zone euro. Cette performance masque un profil irrégulier, résultant des à-coups de la consommation des ménages. Cette dernière a été un moteur essentiel à la croissance, portée pour une bonne part par les achats d'automobiles, eux-mêmes temporairement dopés par les offres promotionnelles des constructeurs automobiles. En 2002, hors production d'automobiles, la croissance aurait été de 2,1 %.

Comme anticipée début 2002, la reprise technique a bien eu lieu, mais le restockage s'est essouffé en fin d'année, révélant l'absence de consolidation des perspectives de croissance. En particulier, le redémarrage de l'investissement productif s'est avéré trop lent pour impulser une solide dynamique de croissance. Sa contribution à la croissance est régulièrement 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 et aussi, mais de manière plus irrégulière, par les autres types d'investissement. Cette reprise de l'investissement s'est appuyée sur un effort de contrôle des coûts et de gains de productivité, empêchant une amélioration sensible du marché du travail, et donc pesant sur la consommation des ménages. Le mécanisme du multiplicateur ne s'est donc pas enclenché et celui de l'accélérateur a été contraint par des taux d'utilisation encore très bas, des conditions de financement de l'investissement encore difficiles et des perspectives de croissance sans cesse revues à la baisse. En revanche, l'investissement résidentiel a été un soutien inhabituel à la croissance.

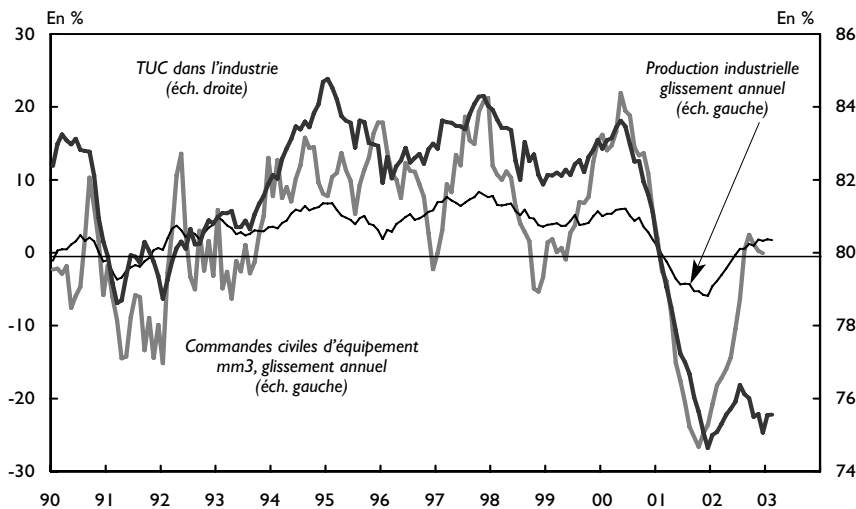
Depuis les attentats du 11 septembre 2001, la mobilisation du gouvernement mais aussi des agents privés tels que les constructeurs automobiles à soutenir la croissance est indéniable. L'engagement de l'administration Bush dans la lutte contre le terrorisme puis le déploiement de troupes américaines autour de l'Irak se traduisent par une contribution significative des dépenses publiques à la croissance en 2002 (pour 0,8 point, soit un tiers), majoritairement soutenues par les dépenses militaires (à hauteur de 60 %, soit autant que durant les années de guerre froide). Ce poids de l'incertitude générée par le risque d'une guerre en Irak n'est en revanche pas visible dans les autres composantes du PIB. Il l'est plus dans les indicateurs conjoncturels.

Les indicateurs ont perdu le Nord

Entre la fin 2002 et le début 2003, un glissement s'est produit dans l'orientation générale des indicateurs conjoncturels, un plus grand nombre d'entre eux étant mal orientés. Cette dégradation est pour partie le résultat des incertitudes géopolitiques, mais pour partie aussi le résultat d'un hiver particulièrement rigoureux. La confiance des ménages est en chute depuis le début 2002, se retrouvant en mars 2003 à un plus bas niveau encore que celui atteint après les attentats, proche en fait de celui atteint en réaction à l'invasion du Koweït par l'Irak à l'été 1990. Le taux de chômage finit l'année 2002 à 6 %. Un frein a été mis à la progression de l'indicateur composite avancé, et surtout l'indice de diffusion sur six mois est de nouveau sous la

barre des 50 %, signifiant une plus grande fragilité de la croissance. Le tassement en janvier de la progression des ventes de détail totales pouvait être relativisé par la forte croissance des ventes hors automobiles. Mais en février, les ventes de détail totales et hors automobiles ont fortement baissé (respectivement de 1,7 et 1,1 %). La confiance des directeurs d'achat du secteur manufacturier et dans les services s'est érodée depuis deux mois, mais l'enquête indique toujours une croissance de l'activité. Les commandes industrielles flirtent de nouveau avec des taux de croissance négatifs, interrompant assez brutalement leur forte progression engagée à la mi-2001 (graphique). Il en va donc de même pour la production industrielle, empêchant tout redressement significatif des taux d'utilisation.

Investissement et tensions



Sources : Réserve fédérale, US Census Bureau.

Une croissance sous haute surveillance

Début mars 2003, les perspectives de croissance à l'horizon de la fin de l'année sont incertaines. Pour partie conséquences des incertitudes géopolitiques, l'absence de reprise durable et soutenue de la Bourse, le manque de confiance et la montée du prix du pétrole sont aujourd'hui des contraintes fortes à une consolidation rapide de la croissance. La dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro, également conséquence de ces incertitudes, joue elle dans le bon sens. Début 2003, on pourra néanmoins encore compter sur le dynamisme de l'investissement résidentiel (grâce aux mises en chantier passées et au refinancement des prêts hypothécaires) et aussi sur les dépenses publiques. Ces dernières continuent d'être dopées par les frais engagés par la préparation de l'intervention militaire et ensuite par l'intervention elle-même. Le coût de cette intervention est supposé d'environ 80 milliards de dollars. Aucune hypothèse particulière n'a en revanche été retenue quant au coût de l'après-guerre en l'absence de chiffre fiable : la croissance des dépenses publiques en 2004 revient sur son rythme moyen de la fin des années 1990.

Le tassement de la consommation des ménages tient à la hausse du taux d'épargne au motif d'une épargne de précaution, face à la progression du taux de chômage jusque fin 2003 et à l'absence d'amélioration notable de leur richesse nette. Conscient et soucieux de leur mauvaise situation financière, les ménages américains restent prudents sur tout l'horizon de la prévision. L'évolution du pouvoir d'achat de leur revenu disponible leur est favorable, bien que soumise à des influences contraires. La croissance du revenu nominal avant impôt est quelque peu freinée par l'amélioration lente du marché du travail, mais le revenu disponible est soutenu par de nouvelles baisses d'impôts. Il est supposé que parmi les nombreuses mesures proposées par Bush dans son budget de février, seules celles relatives à l'accélération des réductions d'impôts de l'*Economic Growth and Tax Reconciliation Act* de juin 2001 seront votées. Cela correspond à environ 25 milliards de dollars en 2003 et à 80 milliards en 2004. L'inflation, poussée à la hausse par le prix du pétrole et par la dépréciation du dollar, vient aussi grignoter la progression du revenu. Mais cette accélération reste contenue par le creusement de l'*output gap* en 2003 et son annulation seulement fin 2004 (lorsqu'il est mesuré avec un filtre Hodrick-Prescott). En moyenne, elle atteint 3 % en 2003 et 2,5 % en 2004.

La baisse de l'investissement productif sur le premier semestre 2003 reflète le tassement des commandes de la fin 2002 et la dégradation de conditions de financement de l'investissement déjà difficiles. Les efforts de contrôle des coûts touchent leur limite en l'absence de marge de manœuvre sur les prix, les gains de productivité parvenant plus difficilement à contenir la progression du coût salarial et le prix du pétrole faisant monter les autres coûts de production. A ces éléments s'ajoute la poursuite de l'apurement des bilans des sur-valeurs. L'ajustement de l'investissement continuera de porter sur les investissements de capacités et les investissements de rationalisation seront mis en attente. La levée supposée de l'incertitude à partir de la mi-2003 déblocuera la situation, laissant le champ libre à l'investissement pour une reprise graduelle.

Au final, la reprise, à partir de la mi-2003, est nette mais contenue par la prudence des consommateurs et des entrepreneurs. Cette reprise s'appuie aussi sur les exportations qui, grâce à une demande adressée dynamique (soutenue par l'Amérique latine et l'Asie) et à quelques gains de parts de marché, renouent avec une croissance vraiment vigoureuse, supérieure même à celle des importations en 2004. Si 2003 s'annonce en retrait par rapport à 2002 (avec une croissance en moyenne de 2,1 %), 2004 renoue presque avec la croissance potentielle. 2003 est encore une année sous perfusion budgétaire (avec une impulsion de l'ordre de 1,6 point) et monétaire (la Réserve fédérale laissant à la croissance le temps de se consolider). 2004 serait l'année de la reprise, libérée de ces béquilles (impulsion budgétaire négative et resserrement de la politique monétaire). Ce scénario est un scénario central décrivant les évolutions sous-jacentes, conditionné par des hypothèses fortes et arbitraires sur la guerre.

États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2002				2003				2004				2001	2002	2003	2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	1,2	0,3	1,0	0,3	0,4	0,4	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,3	2,4	2,1	2,9
Consommation des ménages	0,8	0,4	1,0	0,4	0,0	0,1	0,7	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	2,5	3,1	1,6	2,9
Dépenses publiques ¹	1,4	0,4	0,7	1,1	2,0	2,0	1,5	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	3,7	4,4	5,9	2,8
FBCF totale	-0,3	-0,3	-0,1	1,0	0,4	-0,4	0,4	0,7	1,0	1,1	1,1	1,3	-4,0	-3,5	1,1	3,3
Dont																
Logement	3,4	0,7	0,3	2,3	3,5	-1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	3,9	5,2	1,6
Productive privée	-1,5	-0,6	-0,2	0,6	-0,6	-0,2	0,4	0,8	1,2	1,3	1,3	1,5	-5,2	-5,7	-0,3	3,9
Exportations de biens et services	0,9	3,4	1,1	-1,5	0,7	0,9	1,2	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	-5,4	-1,5	2,6	6,6
Importations de biens et services	2,1	5,1	0,8	1,8	0,7	0,7	1,6	1,5	1,7	1,5	1,6	1,6	-2,9	3,7	5,5	6,3
Variations de stocks, en points de PIB	-0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,7	0,1	0,3	0,4
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,3	0,8	0,7	0,4	0,4	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	1,6	2,3	2,4	3,1
Variations de stocks	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-1,2	0,6	0,3	0,1
Commerce extérieur	-0,2	-0,4	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,6	-0,3
Prix à la consommation ²	1,2	1,3	1,6	2,2	2,9	2,9	3,0	3,1	2,8	2,5	2,4	2,4	2,8	1,6	3,0	2,5
Taux de chômage, en %	5,6	5,9	5,8	5,9	5,8	6,0	6,1	6,2	6,2	6,2	6,1	6,1	4,8	5,8	6,0	6,1
Solde courant, en points de PIB	-4,4	-4,9	-4,8	-5,2	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,4	-5,3	-5,3	-5,3	-3,9	-4,8	-5,3	-5,3
Solde public, en points de PIB													0,4	-2,2	-4,0	-3,3
Impulsion budgétaire													0,6	2,7	1,6	-0,7
PIB 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	1,4	0,8	0,9	1,8

1. Conformément aux comptes nationaux américains, le poste dépenses publiques inclut ici la consommation et l'investissement publics.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), Congressional Budget Office (CBO), prévisions OFCE.

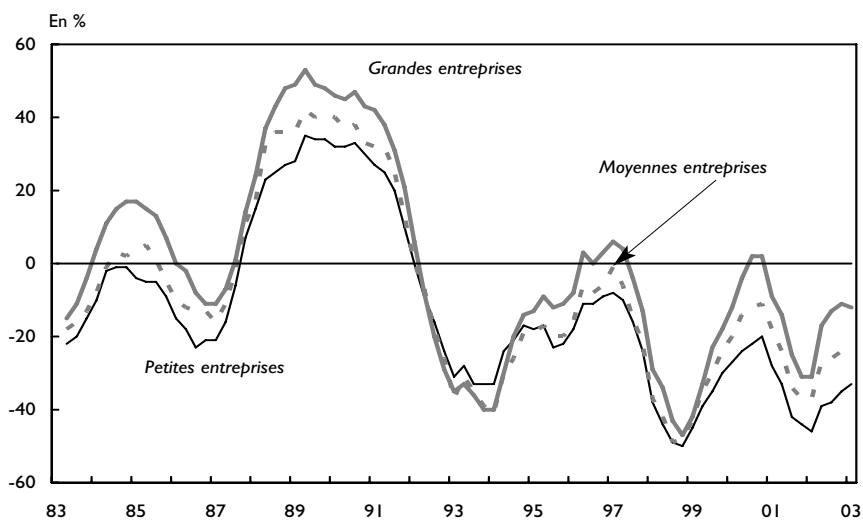
Japon : une croissance douteuse ?

Le PIB japonais a augmenté en 2002 de 0,3 % en volume, tandis que le PIB nominal a diminué de 1,4 %. Cette faible croissance du PIB réel, supérieure néanmoins aux attentes, est due en partie à la révision du déflateur du PIB et en partie à la forte progression des exportations, surtout vers le reste de l'Asie. Les exportations vers la Chine ont augmenté de presque 12 % en volume, en moyenne, en 2001 et de plus de 35 % en 2002, tandis que celles vers les États-Unis ont diminué de 8 % en 2001 et de 0,5 % en 2002. La contribution de la demande interne à la croissance a été modérée en 2002 : la consommation a augmenté faiblement, les investissements productifs privés ont été plutôt timides, tandis que les investissements publics ont baissé fortement et ceux en logement ont continué à diminuer. La conjoncture au Japon est toujours marquée par la déflation et la crise structurelle, l'Asie apportant une bouffée d'oxygène.

Les PME et les ménages en difficulté

Les difficultés de reprise de l'économie affectent davantage les petites et moyennes entreprises (PME) et les ménages qui voient leur situation se détériorer de plus en plus dramatiquement (graphique 1). Les PME accusent d'énormes difficultés de financement, le recours au crédit se faisant dans des conditions extrêmement fragiles, ce qui vient s'ajouter à l'affaiblissement du support donné aux PME par les « keiretsus », conglomérats qui associent traditionnellement unités de production de différentes tailles, banques de financement et sociétés de commerce international, eux aussi en crise.

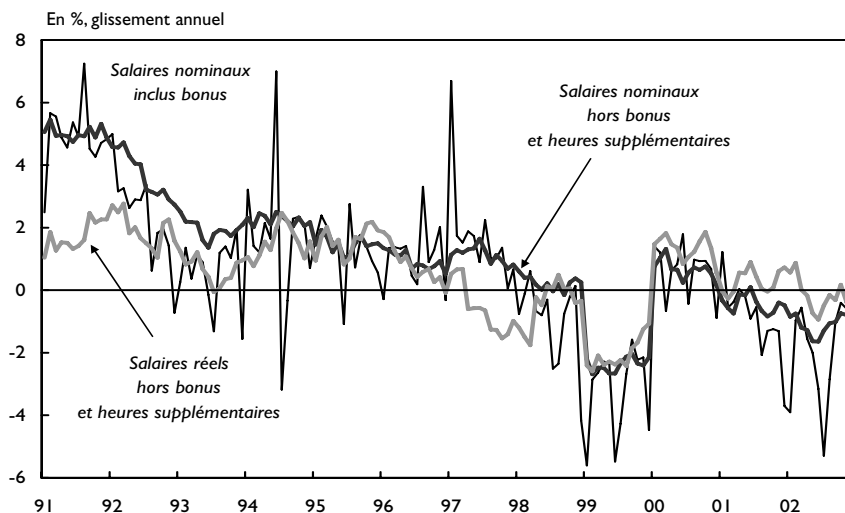
I. Soldes d'opinions sur les conditions économiques



Sources : Tankan Short-term economic Survey of Enterprises in Japan, Banque du Japon.

Les ménages font face à un chômage croissant, qui atteint un niveau record de 5,5 % au début 2003 et à une baisse progressive de leur pouvoir d'achat (graphique 2) du fait de la baisse des salaires réels, qui diminuent en 2002 de 1,4 % en moyenne, tandis que l'emploi recule de 1 % et que presque un salarié sur cinq avait un emploi temporaire en décembre 2002 (environ 17 % des salariés : 9 % des hommes et 30 % des femmes). Les salaires réels hors bonus et heures supplémentaires baissent en 2002 de 0,2 %, en moyenne, tandis que les bonus, qui constituent environ 1/5 des revenus salariaux, (payés deux fois par an, en été et en hiver) enregistrent une chute de 7 % en termes réels sur la même période.

2. Évolution des salaires par tête



Sources : Ministry of Health, Labour and Welfare, Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications, calculs OFCE.

Le scénario économique sous-jacent demeure négatif

Les mesures de restructuration économique et, en particulier, de liquidation de mauvaises créances annoncées par le Premier ministre, Junichiro Koizumi, restent largement inappliquées sans doute car les conditions économiques ne sont pas favorables. Le changement d'équipe à la tête de la Banque du Japon qui voit Toshihiko Fukui remplacer Masaru Hayami, auquel on reproche de ne pas avoir su arrêter la déflation, ne donne pas de signaux nouveaux en terme de politique inflationniste de la banque, tout en décevant les attentes d'une politique vigoureuse de cible d'inflation, évoquée à plusieurs reprises comme la seule sortie possible du processus déflationniste.

Les prix à la consommation continuent à baisser, moins toutefois grâce à l'augmentation du prix du pétrole qui pousse les prix des importations à la hausse. L'écart des taux d'intérêt nominaux se réduit progressivement : le taux des obligations publiques à dix ans n'est que de 0,8 en début 2003 tandis que le taux interbancaire à trois mois s'élève à peine à 0,06. Le taux de change yen/dollar se situant dans la fourchette 117-119 yen pour 1 dollar au début mars 2003. Les cours boursiers continuent de chuter : le Nikkei et

le Topix ont atteint en mars 2003 leurs valeurs *minima* depuis 1985. Le nombre de nouvelles faillites est toutefois en diminution en février 2003, de 13 % en glissement annuel et de 8 % par rapport à la moyenne 2002.

La demande intérieure reste faible

Les perspectives d'investissement productif sont peu favorables, malgré la baisse des coûts de production et le déstockage important de 2002 — la variation des stocks en 2002 étant de l'ordre de moins 0,4 point de PIB — car les marchés financiers sont en chute et l'accès au crédit est restreint par les fortes incertitudes sur le processus de restructuration des banques et des autres opérateurs de crédit. L'offre de crédits bancaires était en baisse en février 2003 de presque 5 % en glissement annuel et de 2 % par rapport à la moyenne 2002. La croissance de l'investissement en logements après plusieurs années de baisse reste encore très freinée, tandis que les prix de l'immobilier continuent de chuter. Les investissements publics continuent à diminuer et en particulier les dépenses de travaux publics, qui ont baissé dans le budget 2002 de presque 11 %, devraient diminuer encore de 3,7 % selon le budget affiché pour 2003 et qui entrera en vigueur en avril. La consommation publique resterait relativement soutenue et les dépenses publiques en 2003/2004 seraient presque constantes par rapport à 2002, en valeur.

Les négociations salariales (*shunto*) du printemps 2003 pourraient conduire à une légère amélioration des conditions salariales des travailleurs précaires sans cependant affecter la tendance générale à la baisse des salaires nominaux tandis que le ratio des offres d'emplois par demandeur est en légère augmentation en début 2003. De plus, le gouvernement, dans son budget 2003, réduit les prestations retraite de 1 %, montant correspondant aux baisses des prix dans le courant 2002, et relève de 20 à 30 % les frais médicaux à la charge de l'assuré. Les perspectives des dépenses des ménages sont donc très limitées à l'horizon 2003-2004.

En 2004 les exportations continueraient à tirer la croissance

Dans un scénario de réformes structurelles progressives à partir de la fin 2003, les investissements privés pourraient redémarrer à un rythme lent en 2004, tandis que les exportations, surtout vers l'Asie, continueraient à tirer l'économie. La consommation des ménages resterait faible car le processus de restructuration pèserait négativement sur l'emploi. Selon le budget 2003-2004 la politique budgétaire serait neutre, mais les émissions d'obligations publiques seraient supérieures à celles du budget 2002, suite à la forte réduction des recettes fiscales, qui enregistreraient une baisse de plus de 10 % en 2003/2004. Il est anticipé que les obligations publiques en cours, y comprises celles des collectivités locales, seront de l'ordre de 686 trillions de yen (450 trillions de yen hors collectivités locales), s'élevant ainsi à 138 % du PIB en valeur, à la fin de l'exercice fiscal 2003 (31 mars 2004). Cela pourrait exercer des tensions à la hausse des taux d'intérêt longs qui se sont cependant établis sur des niveaux très bas en début 2003 car la Banque du Japon avait acheté un grand nombre de nouvelles obligations émises.

La réforme du système de santé public devrait exercer une pression à la hausse sur le prix des médicaments, ce qui pourrait aussi contribuer à ralentir la baisse des prix à la consommation.

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002				2003				2004				2001	2002	2003	2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,1	1,4	0,8	0,5	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	1,1	0,9
Consommation des ménages	0,4	0,4	0,8	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,7	1,4	0,4	0,4
Consommation publique	0,6	0,1	0,6	0,0	0,5	0,6	0,6	0,7	0,5	0,1	0,2	0,2	2,5	2,3	1,7	1,7
FBCF totale	-0,8	0,4	0,3	1,2	-0,2	-1,5	-0,9	-0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	-1,2	-4,0	-0,6	-0,3
Dont																
Productive privée	-0,6	1,6	1,3	2,6	0,1	-2,0	-1,0	0,1	0,5	0,9	1,0	1,2	1,1	-3,6	1,1	1,0
Logement	-2,8	-0,3	0,3	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-5,4	-4,8	-0,8	-0,4
Publique	-0,1	-2,2	-1,9	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,2	-4,7	-4,8	-3,9
Exportations de biens et services	5,4	6,9	0,1	4,1	0,5	1,0	1,5	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	-6,1	8,1	7,4	7,6
Importations de biens et services	0,7	3,5	2,8	1,6	0,1	0,3	0,6	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6	0,1	2,0	4,3	4,1
Variations de stocks, en points de PIB	-1,0	-0,4	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,2
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,4	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	1,0	0,1	0,7	0,6
Variations de stocks	-0,5	0,6	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	0,0
Commerce extérieur	0,6	1,0	0,3	0,6	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	-0,7	0,7	0,5	0,5
Prix à la consommation (IPCH) [*]	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Taux de chômage, au sens du BIT	5,3	5,4	5,4	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4	5,0	5,4	5,5	5,4
Solde courant, en points de PIB													2,3	2,9	3,2	3,7
Solde public, en points de PIB													-7,1	-7,8	-8,1	-8,1
Impulsion budgétaire													-0,5	0,7	0,1	-0,1
PIB 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	1,4	0,8	0,9	1,8

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : EPA, OCDE, prévisions OFCE.

Asie devant !

Le modèle de croissance asiatique d'industrialisation par les exportations, après une crise de doutes (1997) et un retour euphorique de flamme (1999) qui a masqué ses limites et différé de nécessaires réformes, a vu sa vulnérabilité au cycle mondial confirmée en 2001. En 2002, l'Asie retrouve un rythme de croissance soutenu proche de 6 % (tableau 1).

I. Zone Asie détaillée : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2001	2002	2003	2004
Corée du Sud	8,0	3,0	5,9	5,0	5,4
Asie Rapide	19,8	1,5	3,6	3,7	4,2
Taïwan	3,2	- 2,2	3,3	3,2	3,7
Hong-Kong	1,6	0,6	1,9	2,9	3,3
Singapour	0,8	- 2,0	2,3	3,8	4,9
Thaïlande	4,0	1,9	4,7	4,1	4,4
Indonésie	7,1	3,3	3,4	3,6	4,1
Malaisie	1,6	0,4	4,1	4,7	5,4
Philippines	1,6	3,2	4,0	3,9	4,2
Chine	42,6	7,3	8,0	7,5	7,6
Autres Asie	29,5	5,4	5,2	6,0	6,2
Asie hors Chine	57,4	3,7	4,7	5,1	5,4
Total	100	5,2	6,1	6,1	6,3

Sources : FMI, prévisions OFCE.

La Chine, locomotive de l'Asie

Les raisons du dynamisme asiatique sont, dans l'ordre, une demande intérieure solide soutenue par un *policy mix* accommodant — plans de relance budgétaire dans plusieurs pays alors que la sagesse des prix a permis un assouplissement monétaire dans la zone — et un fort dynamisme des échanges commerciaux. Ce dernier, s'il s'est enclenché fin 2001 grâce au rebond américain, s'est maintenu et poursuivi en 2002 avec la reprise des ventes de semi-conducteurs. Celui-ci s'accélère en Asie (25,7 % en 2002) grâce surtout à une forte stimulation régionale, le commerce intra-zone représentant 40 % des échanges asiatiques. La Chine joue à cet égard un rôle prépondérant dans la dynamique et l'intégration régionale. Avec une croissance de 8 % par an s'appuyant sur des gains de parts de marché sur ces principaux partenaires régionaux — Hongkong et Taïwan en particulier, la Chine peut peser à terme sur l'économie de ses voisins asiatiques. Mais avant de devenir le premier exportateur d'Asie, la Chine est d'abord un fort importateur régional absorbant 20 % des exportations intra-zone.

De leur côté, les marchés financiers asiatiques ont connu une année 2002 satisfaisante au regard des chutes enregistrées sur les actions américaines, européennes ou japonaises : la bourse thaïlandaise a gagné plus de 15 %, celle de la Corée du Sud n'a perdu que 8 %. Cette bonne résistance est le résultat de la réallocation d'une partie des portefeuilles des investisseurs internationaux sur ces marchés. Les sociétés qui y sont cotées ont bénéficié d'une demande domestique peu affectée par les cycles économiques internationaux et orientée dans le secteur des matières premières dont les prix ont augmenté en 2002.

2003-2004 : une croissance consolidée

À l'horizon de notre prévision, les multiples signes de reprise se confirment, dessinant un scénario de croissance sans heurts. À l'exception de la Corée du Sud, l'inflation dans la zone devrait rester maîtrisée et, compte tenu de la stabilité des changes dans la région, autorisera le maintien de taux d'intérêt faibles favorables à la dynamique interne. À la faveur d'une reprise des ventes mondiales dans le secteur de l'électronique en 2003, les exportations se maintiennent à un rythme élevé (tableau 2).

2. Zone Asie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
Importations	5,8	6,7	6,7	7,0
Exportations	5,2	6,1	6,1	6,3
Demande adressée	13,2	-0,7	0,5	6,6

Sources : FMI, prévisions OFCE.

Les risques sont de trois ordres

La croissance asiatique résiste aux aléas extérieurs, mais il est prématuré de prétendre que la région a acquis son autonomie. Les économies de cette région étant fortement exportatrices, la vigueur de la croissance aux États-Unis et dans une moindre mesure en Europe reste déterminante pour ces pays. Un fort ralentissement mondial au cours du premier semestre 2003 modèrera les rythmes de croissance dans la région asiatique.

À l'exception de l'Indonésie et de la Malaisie, les pays asiatiques sont importateurs nets de pétrole. Une forte hausse du prix du pétrole liée aux incertitudes géopolitiques pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages et sur les coûts de production des entreprises.

Enfin, certaines économies d'Asie (Chine, Singapour, Taïwan et Hongkong), représentant près de 50 % du PIB de la zone, connaissent des évolutions négatives de leurs prix à la consommation. Si le risque de déflation peut être écarté en Chine où la baisse des prix résulte davantage de gains de productivité liés au développement de cette économie, il est réel dans les trois autres économies.

Amérique latine : toujours en berne

Après une année de stagnation en 2001, l'activité a reculé en Amérique latine de 0,6 % l'année dernière. La récession est concentrée dans trois pays : Argentine (- 11,1 %), Uruguay (- 10,7 %) et Venezuela (- 8,7 %) mais en dépit d'une croissance positive, les performances des autres pays ne sont guère brillantes. Le point bas de la crise semble aujourd'hui dépassé mais les prévisions pour 2003 et 2004 restent moroses.

L'année 2002 a été marquée par une série de facteurs négatifs : enlèvement de la crise argentine, défiance des investisseurs étrangers à partir de mai vis-à-vis du candidat en tête aux élections présidentielles au Brésil, mauvaise conjoncture aux États-Unis et en Europe, crise politique au Venezuela. La combinaison de chocs négatifs financiers et réels a entraîné l'ensemble de la région dans une spirale récessive. La crise en Argentine et le ralentissement au Brésil ont destabilisé les pays voisins (Uruguay notamment) tandis que le renchérissement des taux d'intérêt internationaux réduisait l'accès aux sources de financements. Selon l'Institute of International Finance (IIF), les flux nets de capitaux privés en direction de l'Amérique latine ont été divisés par deux à 25,2 milliards de dollars en 2002.

Cet environnement récessif s'est traduit par une perte de valeur des monnaies dans un grand nombre de pays (entre décembre 2001 et mars 2003, les monnaies ont chuté face au dollar de 70 % en Argentine, 55 % au Venezuela et en Uruguay, de 30 % au Brésil et au Paraguay, de 16 % au Mexique). Pour contrer l'inflation importée, les taux d'intérêt ont été relevés. En même temps, les politiques d'ajustement budgétaire se sont durcies pour mieux contrôler les déficits publics. Or, alors que ces politiques visent à stabiliser leur économie et à rassurer les marchés, elles pourraient avoir des effets contre-productifs si elles venaient à perdurer.

Au **Brésil**, le nouveau gouvernement, qui bénéficie toujours d'une cote de popularité favorable, poursuit la politique de rigueur de son prédécesseur. Mais la hausse des taux d'intérêt (+ 8 points depuis octobre) et l'orthodoxie budgétaire (que le président a renforcé sous couvert de rassurer les marchés — l'objectif d'excédent primaire est passé de 3,75 % du PIB à 4 % pour cette année) pourraient bien trouver leurs limites. En même temps qu'il cherche à stabiliser son économie, le gouvernement renchérit le service d'une dette publique intérieure indexée à la fois sur l'inflation et sur les taux d'intérêt, et surtout à échéance très courte. Or, à trop vouloir bien faire, il pourrait bien casser toute possibilité de reprise et alimenter la défiance des marchés. Si cette situation venait à se poursuivre, un défaut sur la dette intérieure qui se propagerait à la dette extérieure ne serait alors pas à exclure. Actuellement, les *spreads* sur le marché de la dette souveraine obligatoire sont aussi élevés pour le Brésil que pour le Venezuela.

L'**Argentine** reste toujours plombée par sa situation financière. L'activité réelle a atteint un point bas au premier trimestre 2002. Depuis, elle est stable. Les bénéfices escomptés de la dévaluation sur les exportations restent encore limités. La reprise des liens avec le FMI en janvier dernier (signature d'un accord de transition couvrant les besoins de financement jusqu'à août 2003) est une étape incontournable avant de penser le règlement de la dette

avec les créanciers privés. Mais rien n'est prévu d'ici à la fin de l'année. Les élections présidentielles d'avril prochain ne facilitant pas l'accélération des négociations, l'attentisme demeure.

À la différence des deux grands pays précédents, le **Mexique**, qui est dans sa troisième année de stagnation, est peu exposé à des problèmes de financement. Il subit davantage le tassement de la conjoncture des États-Unis et la déception des investisseurs sur la capacité du gouvernement Fox à faire passer la réforme fiscale promise. La baisse du peso visible depuis avril est plutôt une bonne chose car elle vient corriger la surévaluation de la monnaie, qui favorise la montée de la concurrence des produits chinois aux États Unis. Pour l'heure, aucun signe de reprise n'est détectable.

Les perspectives pour l'année 2003 et 2004 restent moroses. Les politiques économiques devraient rester restrictives afin de résorber les déséquilibres internes et externes et de regagner la confiance des marchés financiers, condition nécessaire à la baisse des taux d'intérêt et au retour des capitaux étrangers. Mais les tensions internationales ne vont pas dans le sens d'un apaisement et les pays émergents restent assimilés à des zones à risque. Contrepartie des dépréciations des monnaies face au dollar en 2002, l'avantage de compétitivité devrait permettre de gagner de nouvelles parts de marché à l'exportation, sur fond de reprise de la demande adressée, en phase avec la reprise plus soutenue de la croissance américaine. Par ailleurs, l'amélioration des comptes externes devrait continuer de profiter de la hausse du prix des matières premières hors pétrole.

Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
PIB	0,1	- 0,6	2,1	2,9
Argentine	- 4,4	- 11,1	2,8	3,8
Brésil	1,5	1,5	1,8	2,3
Mexique	- 0,3	0,9	2,1	3,0
Importations	- 1,4	- 5,4	- 0,7	6,9
Exportations	3,6	3,0	4,5	7,5
Demande adressée	- 2,0	1,1	4,1	6,2

Sources : FMI, calculs et prévisions OFCE.

Europe centrale et orientale : dynamisme autonome

Le 1^{er} mai 2004, l'Union européenne comptera 25 membres, dont 8 pays d'Europe centrale et orientale (Peco). Entre temps, actuels et futurs membres auront signé un traité d'adhésion (le 16 avril 2003 à Athènes) et ratifié ce traité. La Roumanie et la Bulgarie ne devraient intégrer l'Union que trois ans plus tard. Ceci est l'aboutissement d'un processus d'une dizaine d'années, au cours duquel les structures économiques de ces anciens pays communistes ont été profondément bouleversées. L'intégration commerciale et financière et la convergence nominale et réelle avec l'Union européenne ont été très rapides.

Les Peco sont relativement bien passés à travers le ralentissement de 2001-2002, hormis la Pologne. La robustesse de la consommation privée et la forte dépense publique ont permis de compenser le ralentissement de la demande externe. La perspective d'entrée dans l'Union a stimulé les entrées de capitaux qui ont financé les déficits courants. L'appréciation des taux de change, conjuguée à une politique monétaire restrictive, a permis de réduire sensiblement l'inflation. L'année 2003 a débuté sur un rythme ralenti par le contexte européen. À partir du second semestre, la croissance va accélérer, stimulée par la reprise du commerce extérieur et de l'investissement et par la détente monétaire. La politique budgétaire sera moins expansionniste. La hausse des taux de changes réels sera nettement ralentie et l'Union européenne, principal client des Peco, sortira progressivement du marasme. La productivité restera dynamique, alimentant le pouvoir d'achat des ménages et les profits des entreprises. Hormis en Pologne et en République tchèque, où il n'y a plus d'inflation, la désinflation se poursuivra en 2003 et 2004. Cela stimulera les salaires réels et la consommation privée. Le principal risque pesant sur notre scénario concerne l'environnement international : les Peco seraient affectés si la conjoncture européenne était moins bonne que prévu ou si le prix du pétrole augmentait beaucoup.

Vers une réorientation du *policy mix*

En 2002, les déficits de plusieurs pays d'Europe centrale ont fortement augmenté, atteignant presque 10 % du PIB en Hongrie et plus de 7 % du PIB en République tchèque. Dans le même temps, les conditions monétaires (taux d'intérêts et taux de change) se sont durcies. Les taux d'intérêts nominaux ont parfois été réduits, mais, en général, moins que l'inflation, ce qui a eu pour conséquence des augmentations de taux d'intérêts réels. La hausse des taux de change s'explique par des flux d'entrées de capitaux. Les investisseurs internationaux sont disposés à investir en Europe centrale car le processus de rattrapage induit des besoins d'investissement et doit se traduire par une appréciation des taux de change réels (effet Balassa Samuelson). Par ailleurs, la perspective de baisse des taux d'intérêt consécutive à l'entrée dans l'Union européenne, fait espérer des plus-values obligataires. Les risques de perte de compétitivité ont motivé des baisses de taux d'intérêt depuis fin 2001 en République tchèque et en Pologne, et

mi-2002 en Hongrie et en Slovaquie. En janvier 2003, la Banque centrale de Hongrie a été contrainte à des interventions énergiques (baisse du taux d'intervention de 200 points de base, interventions sur le marché monétaire, contrôle des capitaux à court terme) pour éviter que le florint ne sorte par le haut de la fourchette de fluctuation cible. L'enjeu de la politique économique est de relâcher la politique monétaire pour stimuler l'investissement et réduire les déficits publics, mais sans faire repartir l'inflation. À partir de 2003, on peut s'attendre à la poursuite de la diminution des taux d'intérêt, surtout en Pologne où les taux courts réels sont encore élevés et où l'inflation a disparu. On peut également prévoir un durcissement de la politique budgétaire. Dans un contexte de ralentissement de l'inflation, des déficits de 7 à 10 % du PIB sont difficilement soutenables. Il reste que les besoins en infrastructures et la disponibilité des crédits internationaux justifieront la persistance de déficits.

En 2002, l'économie russe a bénéficié de la remontée des prix du pétrole. Le niveau élevé des cours depuis décembre 2002 alimente les revenus et stimule la demande intérieure. Le secteur des services en bénéficie particulièrement. À l'inverse, la conjoncture industrielle est difficile début 2003. L'appréciation du taux de change réel, du fait de l'inflation persistante, pèse sur la compétitivité. Et les structures industrielles sont très détériorées. L'économie russe reste une économie de rente ; hors pétrole et gaz, l'investissement est faible ; le retard reste important en matière institutionnelle et de respect de la loi et des contrats. Malgré le potentiel de croissance important, la Russie continue à exporter des capitaux.

I. Europe centrale et orientale détaillée : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2001	2002	2003	2004
Europe centrale	51,7	2,8	2,7	3,1	3,8
<i>Pologne</i>	21,6	1,0	1,3	2,4	3,3
<i>République tchèque</i>	6,9	3,3	2,5	2,7	3,6
<i>Hongrie</i>	6,3	3,8	3,3	3,1	3,9
<i>Roumanie</i>	4,9	5,3	4,9	4,1	4,7
Russie	37,9	5,0	4,3	3,3	4,2
Autres ex URSS	10,4	9,2	6,2	4,7	4,9
Total	100,0	4,3	3,7	3,3	4,1

Sources : FMI, prévisions OFCE

2. Europe centrale et orientale : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
Importations	9,2	8,0	2,6	6,7
Exportations	-0,6	10,8	4,3	6,4
Demande adressée	4,2	4,3	4,3	6,5

Sources : FMI, prévisions OFCE.

Royaume-Uni : entre deux eaux

La croissance de l'économie britannique s'est établie à 1,8 % en moyenne en 2002, à mi-chemin entre celles de la zone euro (0,8 %) et des États-Unis (2,4). De 2,2 % en glissement sur un an à la fin 2002, la croissance n'était que de 0,4 % au quatrième trimestre. Le ralentissement de l'activité mondiale a freiné les exportations au second semestre, laissant à la seule demande intérieure le soin de tirer la croissance.

Exportations : en attendant la reprise de la demande mondiale...

Les exportations ont contribué négativement à la croissance en 2002 (-0,5 point de PIB), augmentant rapidement au premier semestre, pour se replier rapidement ensuite. La forte chute des exportations de biens et services en volume au quatrième trimestre, et plus encore des seules marchandises (-5,7 %) reflète pour partie seulement le ralentissement des importations mondiales. Le reste peut difficilement être entièrement imputé à des pertes de parts de marché. Ainsi les exportations de marchandises à destination des États-Unis ont baissé plus de 9 % en valeur au quatrième trimestre, contribuant à hauteur de 1,4 point à la baisse des exportations, mais cette baisse ne se retrouve pas dans les importations américaines en provenance du Royaume-Uni. Les données de janvier 2003, qui indiquent un net redressement des exportations en volume, pourraient annoncer une correction à la hausse au premier trimestre. En faisant abstraction de ces fluctuations particulièrement erratiques, les exportateurs ont cependant probablement perdu des parts de marché en 2002, et parviendraient difficilement à les stabiliser à l'horizon 2004. Le taux de change effectif de la livre reste élevé, en termes nominaux comme réels. Le taux de change effectif réel est resté pratiquement stable depuis un an (mesuré selon l'indice des prix à la consommation, par l'OCDE) tandis que le taux de change effectif nominal baissait (-5,6 % entre février 2002 et février 2003), grâce à une baisse de 8,3 % de la livre par rapport à l'euro et malgré une appréciation de 13,4 % par rapport au dollar.

La production manufacturière n'affichait plus qu'un léger recul en janvier 2003 par rapport à son niveau de janvier 2002 (-0,3 % contre -6,9 % un an plus tôt), mais le mouvement de reprise s'est interrompu au second semestre 2002. Les opinions des industriels, qui s'étaient redressées au premier semestre 2002, ont aussi recommencé à se dégrader à partir de l'été. La production de services a progressé à des rythmes de 2,2 % l'an, contre plus de 3 % en 2001.

Les entreprises ont continué de réduire leurs efforts d'investissement en 2002 (-5,4 % en volume en glissement au quatrième trimestre), et plus encore dans l'industrie manufacturière (-12 %), ce qui semble plus prononcé que suggéré par les enquêtes auprès des industriels. Après plusieurs années de forte croissance (1995-1998), l'investissement des entreprises rapporté au PIB a retrouvé à la fin 2002 un niveau proche de sa valeur de longue période en volume (mais a atteint un point bas en valeur).

Consommation privée et dépenses publiques tirent la croissance

La consommation des ménages est restée soutenue en 2002 par la progression des revenus (de l'ordre de 3 % en termes réels), un taux de chômage resté bas (5 % au sens du BIT en janvier 2003) et une baisse d'un demi-point du taux d'épargne (qui n'était plus que de 5,1 % en 2002). La baisse cumulée des cours boursiers entre le point haut de mars 2000 et mars 2003 a été de 45 % mais, avec une progression des prix immobiliers de près de 50 %, qui s'est accélérée à partir de l'automne 2002, la baisse de la richesse nette des ménages a probablement été limitée au cours des derniers mois. Les incertitudes géopolitiques ont sans doute pesé dans la dégradation du moral de ménages depuis le début de l'année, mais les ventes de détail en volume ont aussi marqué le pas, et ne progressaient plus de 3,3 % sur un an en février (au lieu de 6 % il y a un an). La consommation est probablement en cours de ralentissement au début de 2003. Une progression du pouvoir d'achat moins forte, sous l'effet de l'augmentation des prix du pétrole et de la hausse annoncée pour avril d'un point des taux de cotisations sociales employés, des perspectives moins favorables en matière de créations d'emplois conduiraient au ralentissement de la consommation et à une remontée du taux d'épargne à l'horizon de la prévision.

En 2002, la consommation publique aurait progressé de 3,8 % en volume et l'investissement public de plus de 11 % en volume. Pour la première année depuis 1997, le solde public est devenu déficitaire en 2002, d'1,2 point de PIB au sens de Maastricht (après un excédent de 0,9 point en 2001). La dégradation de 2,1 points de PIB du solde public en 2002 résulte pour partie de la faiblesse de la croissance (0,5 point de PIB) et surtout de la politique discrétionnaire (1,6 point). Le gouvernement s'est engagé dans des programmes de remise à niveau des systèmes de santé, d'éducation et d'infrastructures qui se traduisent par une progression rapide des dépenses publiques¹. Le Royaume-Uni est le pays de l'UE qui a la plus faible part de l'investissement public dans le PIB : 1,2 % pour l'investissement brut des administrations publiques en 2001 (année où il a été rejoint par l'Autriche), contre 2,6 dans la zone euro. Le gouvernement souhaite porter ce ratio à 2,1 % du PIB en 2005, en faisant porter l'effort en 2002-03 et 2003-04.

Si les orientations budgétaires sont confirmées dans le budget 2003 (qui sera présenté le 9 avril), l'impulsion budgétaire sera encore positive en 2003 (0,5 point de PIB) et pratiquement nulle en 2004 (0,2). Nous avons fait l'hypothèse que la consommation publique progresserait comme indiqué dans le *Pre-budget* (3,75 % en 2003 et 3 % en 2004 en volume). Le gouvernement prévoyait une augmentation de 36 % des investissements publics en volume en 2003 et de 8 % en 2004 après 25 en 2002, mais nous avons supposé que la hausse des dépenses d'investissement public serait plus faible que prévu par le budget, comme c'est le cas depuis plusieurs années. Le déficit public approcherait 2,5 % du PIB en 2004.

1. Pour une analyse des orientations budgétaires à moyen terme, voir Catherine Mathieu, « Politique économique : la clé anglaise », *Lettre de l'OFCE*, n° 233, mars 2003.

Politique monétaire : des marges de manœuvre ?

La hausse des prix de l'immobilier, après avoir atteint 30 % au second semestre 2002, a « décéléré » à 23 % au premier trimestre 2003. Les prix de l'immobilier rapportés au déflateur de la consommation des ménages ont dépassé en 2002 leur point haut de 1989 mais, contrairement à la situation de la fin des années 1980, les risques d'un durcissement monétaire sont limités vu la faiblesse de la croissance mondiale et de l'inflation. Ceci pourrait laisser le temps aux prix de l'immobilier de retrouver des progressions plus raisonnables, sans éclatement de la bulle comme cela fut le cas à la fin des années 1980. Les prix à la consommation ont certes légèrement accéléré au cours des derniers mois sous l'effet de la hausse des prix des produits pétroliers et des coûts des loyers. L'inflation était de 3 % en février sur un an pour l'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires et de 1,6 pour l'indice des prix à la consommation harmonisé. Le retour des prix du pétrole autour de 25 dollars le baril et la poursuite de la décélération des prix de l'immobilier ramèneraient l'inflation vers la cible de 2,5 % de la Banque d'Angleterre à l'horizon des prochains mois.

La Banque d'Angleterre a abaissé de 0,25 point son taux directeur le 6 février dernier, considérant que les risques d'une plus faible demande mondiale étaient plus importants que ceux d'un dérapage inflationniste résultant de la vigueur de la demande intérieure et des prix de l'immobilier. Les conditions monétaires restent plus restrictives au Royaume-Uni que dans la zone euro ou aux États-Unis. Le taux de change effectif réel est supérieur de 11 % à sa moyenne des vingt dernières années ; les taux d'intérêt nominaux et réels à court terme sont plus élevés au Royaume-Uni que dans la zone euro et aux États-Unis. La politique monétaire peut être jugée à peu près neutre au premier trimestre 2003.

La croissance serait de 1,9 % cette année et de 2,3 % en 2004. Avec une politique budgétaire moins expansionniste, et si le ralentissement des prix de l'immobilier se confirme, la Banque d'Angleterre pourrait disposer de marges de manœuvre pour baisser les taux d'intérêt et apporter un soutien à la croissance. Cependant, c'est évidemment du côté de la reprise de la demande mondiale que se trouve la meilleure chance de rééquilibrage des composantes interne et externe de la croissance britannique.

Le Trésor britannique livrera ses conclusions sur les conditions économiques d'une entrée dans la zone euro en juin prochain. Si ces conclusions sont favorables, le gouvernement pourrait soumettre la question de la participation à l'Union monétaire au Parlement et au peuple britannique. Mais les divisions au sein des partis politiques, les opinions défavorables des sondages et, peut-être pour un certain temps aussi, le positionnement du gouvernement dans la guerre contre l'Irak ne semblent pas propices à une adhésion rapide. Aussi avons-nous supposé que cette entrée ne se ferait pas d'ici la fin 2004.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002				2003				2004				2001	2002	2003	2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,1	0,6	1,1	0,4	0,2	0,4	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	2,1	1,8	1,9	2,3
Consommation des ménages ¹	0,6	1,1	0,8	1,1	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	4,1	3,8	2,8	2,3
Consommation publique	2,1	-1,4	0,4	1,0	1,7	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	2,5	3,8	3,7	3,0
FBCF totale ²	-2,2	0,3	0,6	-0,2	0,4	0,5	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,2	-3,3	1,7	4,4
Dont																
Productive privée	-6,0	1,1	0,4	-0,9	-0,9	-0,5	0,0	0,5	0,9	1,1	1,1	1,3	2,0	-7,5	-1,4	3,0
Logement	6,5	5,8	0,7	1,6	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	0,6	-5,5	13,7	5,4	3,1
Publique ³	19,7	-12,9	1,6	3,1	10,0	7,0	6,0	5,6	2,9	2,0	2,0	2,0	4,5	11,0	20,4	15,3
Exportations de biens et services	0,2	4,0	-1,1	-3,6	0,3	0,6	1,0	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	0,9	-1,0	-0,8	5,5
Importations de biens et services	1,2	1,3	0,2	0,2	0,5	0,6	1,2	1,3	1,3	1,5	1,5	1,6	2,3	1,5	2,5	5,4
Variations de stocks, en points de PIB	-0,1	-0,8	0,0	0,7	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,1
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,7	0,6	1,0	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	3,4	2,8	3,0	3,0
Variations de stocks	0,1	-0,8	0,8	0,8	-0,4	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,1	0,1	-0,2
Commerce extérieur	-0,4	0,8	-0,4	-1,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,9	-1,2	-0,4
Prix à la consommation ⁴	2,4	1,9	2,0	2,6	2,6	2,7	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,1	2,2	2,7	2,5
Taux de chômage, au sens du BIT	5,1	5,1	5,3	5,1	5,2	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,2	5,2	5,1	5,2	5,3	5,3
Solde courant, en points de PIB	-0,9		-0,9		-1,2		-1,5		-1,6		-1,6		-1,3	-0,9	-1,4	-1,6
Solde public, en points de PIB													0,9	-1,2	-2,1	-2,5
Impulsion budgétaire													0,8	1,6	0,5	0,2
PIB 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	1,4	0,8	0,9	1,8

1. Y compris ISLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Y compris NHS Trusts.

4. Indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires (RPIX). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : ONS (Quarterly national accounts - 4th quarter and year 2002, 27 mars 2003), prévisions OFCE.

Zone euro : en ordre dispersé

L'année 2002 aura été pour la zone euro celle d'une reprise avortée. Avec 0,8 % en moyenne en 2002, la croissance est restée très inférieure à celle des États-Unis (2,4 %). Cette piètre performance en moyenne annuelle s'explique par la faiblesse de la reprise engagée au premier trimestre 2002. Entre le quatrième trimestre 2001 et le quatrième trimestre 2002, le glissement annuel du PIB est passé de 0,3 % à 1,3 %. Dans le même temps, il passait de - 0,3 % à 2,8 % aux États-Unis. Ces mauvais résultats trouvent leur origine dans la poursuite des ajustements engagés en 2001, dans un environnement où, à la différence des États-Unis, la contrainte imposée par la grande déprime des marchés financiers n'a pas été compensée par un *policy mix* offensif.

Des ajustements nécessaires

L'ajustement des dépenses d'investissement s'est poursuivi tout au long de 2002, accompagné d'un ralentissement modéré du déstockage. Au quatrième trimestre 2002, la contribution cumulée sur quatre trimestres des dépenses d'investissement totales se montait à - 0,4 point de PIB dans la zone euro. Aux États-Unis, cette même contribution était de + 4 points de PIB.

Le recul de l'investissement productif trouve son origine dans la faiblesse des débouchés, et tout particulièrement de la consommation privée des ménages, dont la croissance s'est élevée à 1 % à peine entre le quatrième trimestre 2001 et le quatrième trimestre 2002 (contre 2,6 % aux États-Unis sur la même période). Ce différentiel de croissance avec les États-Unis résulte du relâchement limité des politiques économiques dans la zone euro en 2002, alors que dans le même temps, la consommation privée des ménages et la croissance américaine étaient dopées par des stimuli budgétaires et monétaires. Dans la plupart des pays de la zone, les entreprises ont ajusté leurs effectifs en 2002. Au troisième trimestre 2002, la croissance sur un an des effectifs se montait ainsi dans la zone euro à peine à 0,3 %, contre 1,2 % un an auparavant. Ces ajustements ont induit un fort ralentissement du pouvoir d'achat de la masse salariale (+ 2,7 % en glissement annuel fin 2000, + 0,8 % au troisième trimestre 2002). Aux États-Unis, l'essentiel de l'ajustement de l'emploi a été concentré sur le second semestre 2001.

Les entreprises ont également été confrontées à un redressement très limité du commerce mondial, notamment vers les États-Unis et le Royaume-Uni. L'appréciation du taux de change effectif de l'euro engagée à la fin 2001 a continué de peser sur l'évolution des parts de marché et sur les marges à l'exportation.

Les corrections opérées n'ont cependant été que partielles. L'ajustement de l'emploi a été d'une ampleur inégale selon les pays (voir partie « Emploi européen : des schémas divers pour les saisons à venir »), si bien que le taux de marge pour la zone euro s'est modérément redressé en 2002, et reste en deçà de son niveau atteint début 2000. Or la correction des déséquilibres de bilan et la contrainte de financement externe induites par

l'effondrement des marchés financiers et l'éclatement de la bulle technologique imposent aux entreprises une amélioration probablement plus radicale de leur rentabilité opérationnelle que lors des précédents cycles.

Une situation contrastée début 2003

Aussi, les éléments d'une reprise autonome vive dans la première moitié de 2003 ne sont pas présents, comme l'indiquent les indicateurs conjoncturels.

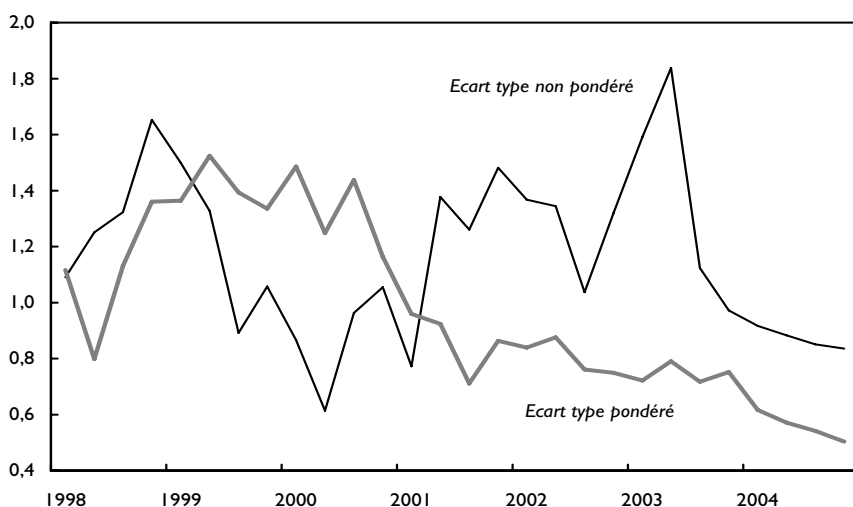
Depuis juillet 2002, les enquêtes de conjoncture auprès des industriels et du commerce de détail se sont stabilisées à un niveau moyen pour les premières, bas pour les secondes. Les enquêtes PMI (purchasing manager index réalisées par Reuters) confirment cette évolution dans le secteur manufacturier, tandis qu'elles se sont encore légèrement dégradées dans les services en février, tout en restant légèrement supérieures à 50. L'enquête ménages, qui reflète les évolutions des revenus des ménages, s'est redressée au cours de la première moitié de 2002, du fait de la reprise de l'activité, pour diminuer ensuite avec le ralentissement des revenus salariaux dans la zone euro. Dans certains pays, une forte dégradation a été observée en février 2003. Elle a pu être induite par la Guerre en Iraq, sans que cela traduise vraiment une dégradation de la situation financière (voir partie « L'impact des tensions géopolitiques sur l'activité »). Cependant, tout ceci augure d'une croissance molle à court terme. L'indicateur avancé de l'OFCE confirme cette tendance générale, en prévoyant une croissance d'à peine 0,3 % pour le cumul des deux premiers trimestres de 2003.

Autour de cette image globale de la zone, la diversité des situations conjoncturelles nationales est grande au début de l'année 2003, tant du point de vue des ajustements passés que des contraintes structurelles. Cela se traduit par une forte dispersion des enquêtes. Les soldes d'opinion sont élevés en Grèce et en Espagne, où la dynamique de rattrapage se fait toujours sentir. Les entrepreneurs sont particulièrement moroses aux Pays-Bas, où l'emballement de la croissance dans les années 1998-2000 a buté sur une spirale inflationniste, mais aussi par exemple au Portugal, contraint dès 2002 à de forts efforts de consolidation budgétaire. Parmi les grands pays, l'Allemagne reste à la traîne de la France et de l'Italie, où les enquêtes et la croissance se sont mieux tenues du fait de l'ajustement moins brutal de l'emploi.

Une dynamique de convergence progressive

Les pays de la zone euro sont soumis à des contraintes différentes qui pèseraient au cours des prochains trimestres sur la croissance de l'ensemble de la zone, du fait de la forte imbrication des économies. L'Allemagne démarre avec une dynamique de la consommation très faible, du fait de l'ajustement passé de l'emploi et des salaires, qui a été rapide. En France et aux Pays-Bas, les ajustements de l'emploi et des salaires individuels en cours se poursuivraient, ce qui pèserait sur la consommation. L'Italie et l'Espagne sont parvenues en 2002 à maintenir leur croissance au prix d'une progression rapide des coûts salariaux, qui se poursuivrait à l'horizon de la prévision. Mais cela pèserait sur leur compétitivité et viendrait amputer leur croissance.

Indicateurs de dispersion des taux de croissance dans la zone euro



Sources : Eurostat, prévisions et calculs OFCE.

La croissance de la zone sera également contrainte par le retour à une orientation restrictive de la politique budgétaire, tant en 2003 qu'en 2004, que la baisse des taux directeurs inscrite dans notre prévision ne compenserait que partiellement. Dans l'ensemble de la zone euro, la reprise serait progressive et modérée à partir de la seconde moitié de 2003. En 2003, la croissance serait à peine supérieure à celle de 2002 (0,9 %). Elle resterait en deçà de la croissance potentielle en 2004 (1,8 %, contre 2,2 % pour la croissance potentielle). Cette médiocre performance se traduira par une hausse du taux de chômage jusqu'au premier trimestre 2004. La divergence particulièrement marquée des taux de croissance, tout particulièrement hors du noyau dur européen (graphique), s'estomperait progressivement d'ici la fin 2004.

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002				2003				2004				2001	2002	2003	2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	1,4	0,8	0,9	1,8
Consommation des ménages	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	1,8	0,6	1,1	1,7
Consommation publique	0,7	0,9	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	2,1	2,5	1,5	1,0
FBCF totale	-0,2	-1,3	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	-0,6	-2,5	-0,3	2,2
Exportations de biens et services	0,2	1,7	2,1	0,0	0,2	0,5	0,8	1,0	1,3	1,4	1,5	1,5	2,8	1,2	2,7	4,8
Importations de biens et services	-1,0	1,5	1,8	0,6	0,3	0,6	0,8	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	-0,3	3,1	4,9
Variations de stocks, en points de PIB	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	1,3	0,3	0,9	1,6
Variations de stocks	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,1
Commerce extérieur	0,4	0,1	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,6	0,0	0,1
Prix à la consommation (IPCH) [*]	2,5	2,0	2,1	2,3	2,3	2,4	2,0	2,1	1,7	1,7	2,1	2,2	2,4	2,2	2,2	1,9
Taux de chômage, au sens du BIT	8,1	8,2	8,3	8,5	8,7	8,9	8,9	8,9	9,0	8,9	8,8	8,7	8,0	8,3	8,8	8,9
Solde courant, en points de PIB													-0,2	0,9	0,8	0,8
Solde public, en points de PIB													-1,6	-2,3	-2,6	-2,2
Impulsion budgétaire													0,2	0,4	-0,4	-0,5
PIB USA	1,2	0,3	1,0	0,4	0,4	0,4	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,3	2,4	2,1	2,9

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Eurostat, OFCE.

Allemagne : si vertueuse...

Une reprise décevante en 2002

Avec 0,2 % à peine, la croissance de l'économie allemande a été l'une des plus faibles de la zone euro en 2002. Une telle contre-performance ne s'était pas vue depuis la récession de 1992-1993. Ces piètres résultats en moyenne annuelle se sont cependant accompagnés d'une reprise de l'activité dans le courant de l'année. Pour une part, ce regain témoigne de l'arrivée à terme d'un certain nombre d'ajustements enclenchés en 2001. Mais il est resté d'une ampleur limitée et a connu un certain essoufflement en fin d'année.

L'accélération du glissement annuel du PIB constatée entre le quatrième trimestre 2001 et le quatrième trimestre 2002 (0,1 % à 0,7 %) est dans son intégralité imputable à une contribution positive des échanges extérieurs et des variations de stocks. La croissance des exportations au premier semestre 2002 est restée modérée au regard des périodes de retournement antérieures, mais elle a été l'élément déclencheur de la reprise, dans un contexte de fort recul de la demande intérieure. Elle a favorisé le retournement des soldes d'opinion sur les perspectives de production, conduit les entreprises à réviser leur appréciation sur leur niveau de stocks, ce qui a à son tour permis un fort ralentissement du déstockage dans le courant du premier semestre 2002. À partir du second trimestre 2002, le fort ralentissement de l'inflation, puis la conclusion pour près de 80 % des salariés couverts par une convention collective de progressions salariales en nette accélération par rapport à 2000 et 2001 (2,6 % pour le salaire horaire conventionnel, après 2 % en 2000 et 2001) ont permis à la consommation des ménages de renouer avec des évolutions positives, après trois trimestres de baisse consécutive. La reprise de la consommation privée s'est cependant opérée à un rythme très modéré, car l'accélération du rythme des destructions d'emplois a freiné la progression du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages. Au quatrième trimestre 2002, le glissement annuel sur l'emploi salarié marchand était de - 1,7 %, contre - 0,5 % un an auparavant et la dégradation de la situation du marché du travail a incité de nombreux conseils d'établissement à ne pas répercuter intégralement les hausses de salaires négociées.

Les très mauvaises performances en termes d'emploi résultent d'un certain nombre de facteurs. Elles reflètent en premier lieu le marasme prolongé du secteur du bâtiment, mais s'expliquent également par une nette accélération des gains de productivité dans le courant 2002, tant dans l'industrie que dans les services marchands. Dans l'industrie, ces évolutions ont permis à l'Allemagne de poursuivre la restauration de sa compétitivité au sein de la zone euro. Enfin, l'ajustement de l'emploi au ralentissement de l'activité a été nettement plus net que dans les autres grands pays de la zone euro dans les services. L'ampleur de ces ajustements s'explique notamment par le fait que le segment des petits emplois, encore très dynamique jusqu'à la mi-2000, a depuis lors quasiment cessé de contribuer aux créations nettes d'emploi. Ces évolutions ont pesé sur la croissance, mais ont permis aux entreprises de dégager fin 2002 un taux de marge proche de celui de 1998, soit quasiment le niveau le plus élevé depuis la

réunification, de sorte que les entreprises allemandes abordent le début de l'année 2003 sans contrainte de reconstitution des marges, à la grande différence de leurs homologues françaises.

Accentué sur l'emploi en 2002, l'ajustement avait également été marqué pour l'investissement productif dès 2001. Ces évolutions ont autorisé un moindre effort d'ajustement de l'investissement productif dès le second trimestre 2002, suivi même en fin d'année d'une légère remontée. La fin de l'année 2002 a également été marquée par une remontée de l'investissement résidentiel. Les reconstructions consécutives aux inondations de l'été, ainsi que l'avancement de certains projets d'investissement, en anticipation du durcissement de plusieurs mesures d'incitation prévues par le projet de loi sur la suppression des avantages fiscaux adoptée par le gouvernement en novembre 2002, en seraient la cause.

Une situation contrastée début 2003

Début 2003, la situation de l'économie allemande est contrastée. L'assainissement a été plus ample que dans d'autres pays de la zone euro en 2002, élément qui plaide pour un retournement plus rapide du cycle conjoncturel. Les premiers indicateurs conjoncturels disponibles pour janvier 2003 sont assez bien orientés, mais des facteurs exceptionnels ont joué pour la production industrielle et l'orientation de l'indice IFO du climat général reste incertaine. Enfin, les carnets de commandes étrangères sont orientées à la baisse depuis le milieu de l'année 2002. Le marché du travail reste toujours mal orienté, mais le rythme de baisse des offres d'emploi vacantes tend à se ralentir depuis octobre 2002, ce qui plaide pour une poursuite du recul de l'emploi au premier trimestre 2003, quoique à un rythme plus modéré qu'à la fin 2002. La dynamique de retournement endogène repose donc sur des bases fragiles, et ce d'autant plus que l'accélération de l'inflation au premier trimestre contraste avec la quasi stagnation des mois précédents, ce qui pèsera sur le pouvoir d'achat des ménages.

Au-delà, deux éléments seront déterminants pour le rythme de reprise au cours des prochains trimestres : l'ampleur de la contrainte de financement à laquelle seront confrontées les entreprises, l'orientation de la politique budgétaire. Les ajustements réalisés en 2002 ont permis à la rentabilité économique du capital physique de retrouver son niveau élevé de 1991. Pour autant, la détérioration de la rentabilité des banques, confrontées à une progression record du nombre des faillites et à une forte chute de la valeur de leurs actifs, est susceptible d'exercer une forte contrainte de financement externe sur les entreprises. La stagnation, voire même la légère baisse du crédit aux entreprises observée depuis 2001 signifierait ainsi un rationnement du crédit. Les études empiriques et les enquêtes conduites auprès des entreprises ne permettent cependant pas de trancher clairement en faveur de cette hypothèse. La forte progression des émissions nettes d'obligations privées en 2001 et 2002 incite à penser que les entreprises ont pu se reporter sur le marché obligataire. Enfin, dès 2001, la remontée du taux d'autofinancement a permis une réduction du taux d'endettement des entreprises. Mais les primes de risque sur les obligations privées sont élevées, et des contraintes d'accès aux crédits bancaires sont signalées pour les petites entreprises. Ces arguments pèseraient sur l'évolution de l'investissement au cours des prochains trimestres.

Prise de distance avec le Pacte de stabilité

La faiblesse de la croissance et les effets rétroactifs de la réforme de l'impôt sur les sociétés se sont soldés en 2002 par une forte dégradation du solde des administrations publiques. Le non respect des critères de Maastricht a conduit le conseil Ecofin à engager en janvier 2003 une procédure de déficit excessif contre l'Allemagne. Dès l'automne 2002, le gouvernement avait réagi à la dégradation des comptes publics par une stratégie tous azimuts de consolidation budgétaire (projet de loi sur la suppression des avantages fiscaux du 20 novembre 2002, projet de réforme du système d'assurance sociale à partir de 2004, réduction des prestations chômage en 2003). Venant se surajouter aux mesures déjà prévues (relèvement des taux de cotisation retraite et maladie, revalorisation du plafond des cotisations à l'assurance retraite, hausse de plusieurs taxes indirectes), ainsi qu'aux engagements de contrôle de la progression des dépenses publiques pris dans le cadre du conseil de planification financière par les administrations locales (+ 1 % à moyen terme pour les Länder et les communes), ces dispositions impliquaient une forte impulsion négative (1 point de PIB) tant en 2003 qu'en 2004, à même de grever fortement les perspectives de croissance. Or cette position s'est avérée au fil des mois de plus en plus difficile à soutenir. À partir du début janvier 2003, un changement de cap s'est ainsi dessiné au sein de la coalition, faisant valoir dans un premier temps la possibilité de laisser jouer les stabilisateurs automatiques, avant de déboucher le 14 mars 2003 sur l'annonce par le chancelier G. Schröder d'un plan de relance de l'investissement en bâtiment de 15 mrd d'euros (7 à destination des communes, 8 pour le logement résidentiel) financé par la banque publique KfW. Le même jour, la chambre basse rejetait le projet de loi portant suppression des avantages fiscaux. S'il est à peu près certain que la situation financière précaire des communes, soumises au respect de la règle d'or, devrait se solder par des dépenses effectives d'investissement très en deçà de l'enveloppe prévue¹, et qu'un accord sera trouvé sur certains points en commission de conciliation sur certaines mesures fiscales, il est quasiment acquis que l'effort de consolidation budgétaire sera nettement réduit (-0,6 point selon nos estimations en 2003, -0,7 en 2004). Le déficit des administrations publiques serait ainsi quasiment inchangé en 2003 (-3,6 %), et tout juste égal à 3 % en 2004.

La prise de distance relative avec le Pacte de stabilité, jointe à un ajustement passé plus précoce et ample que dans plusieurs pays de la zone euro, autoriseraient une reprise modérée de l'activité. La consommation des ménages se ressentirait début 2003 de l'accélération de l'inflation et de la poursuite des ajustements de l'emploi. La levée des incertitudes liées au conflit en Irak permettrait un recul du prix du pétrole au troisième trimestre 2003 et participerait à la reprise. Une croissance plus riche en emploi soutiendrait la consommation privée, et consoliderait la reprise des dépenses d'investissement, mais la remontée du taux d'investissement productif serait limitée (à peine 0,2 point entre la fin 2002 et la fin 2004). La croissance serait de 0,6 % en 2003, 1,7 % en 2004.

1. L'institut IfW de Kiel chiffre l'investissement public supplémentaire à 1 mrd d'euros (0,05 point de PIB) sur les deux années 2003 et 2004.

Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002				2003				2004				2001	2002	2003	2004	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,2	0,6	1,7
Consommation des ménages	-0,7	0,2	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	-0,6	0,5	1,3
Consommation publique	0,7	0,6	0,2	-0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	1,5	0,8	1,2
FBCF totale	-1,9	-3,5	-0,2	0,8	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	-4,9	-6,5	0,1	1,8
Dont	-2,2	-1,2	-0,9	1,2	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	-4,1	-7,2	1,5	2,7
Productive privée	-1,0	-5,6	0,0	1,2	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	-6,9	-5,6	-2,1	-0,3
Logement	-3,6	-10,6	4,5	-2,9	0,4	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-3,4	-5,4	-1,4	2,2
Publique	0,6	1,2	2,9	0,3	0,1	0,4	0,7	0,8	1,4	1,4	1,6	1,6	1,7	5,4	2,7	2,9	5,0
Exportations de biens et services	-3,6	1,7	2,1	1,9	0,2	0,5	0,8	1,0	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,3	-2,1	4,2	5,1
Importations de biens et services	-1,2	-0,5	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,8	-0,7	-0,4	0,0
Variations de stocks, en points de PIB	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,2	0,6	1,7
Contributions																	
Demande intérieure hors stocks	-0,7	-0,5	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,0	-1,4	0,5	1,3
Variations de stocks	-0,4	0,7	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,1	0,3	0,1
Commerce extérieur	1,4	-0,1	0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	1,4	1,6	-0,2	0,2
Prix à la consommation (IPCH)*	1,9	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	0,7	0,8	0,3	0,3	0,5	1,2	1,4	2,0	1,3	0,9	0,9
Taux de chômage, au sens du BIT	7,6	7,7	7,8	8,0	8,2	8,4	8,3	8,2	8,2	8,2	8,0	7,9	7,7	7,3	7,8	8,3	8,0
Solde courant, en points de PIB														0,1	2,5	2,8	2,8
Solde public, en points de PIB															-3,6	-3,6	-3,0
Impulsion budgétaire															0,4	-0,6	-0,6
PIB zone euro	0,4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	1,4	0,8	0,9	1,8

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévisions OFCE.

L'économie française au repos

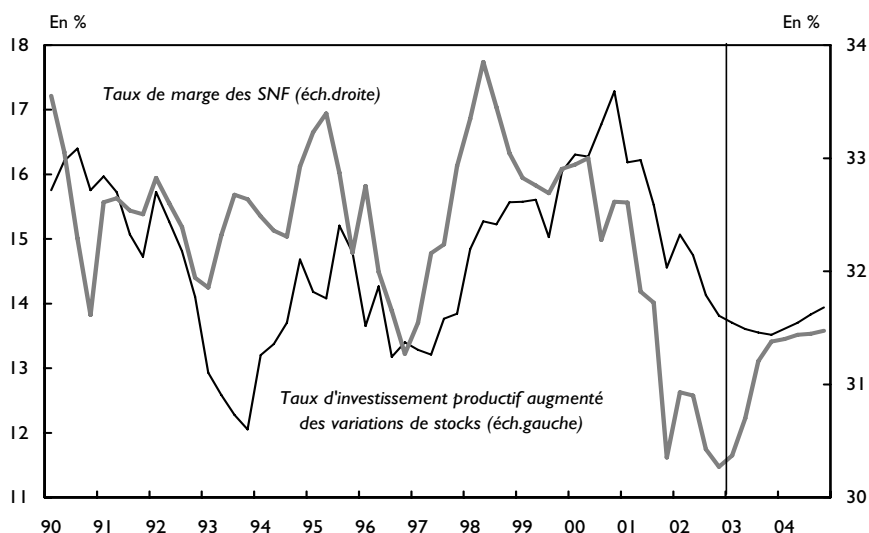
Après une année de croissance record en 2000 (4,2 % en moyenne annuelle), la France a connu, en 2001, un ralentissement économique (1,8 %) qui s'est prolongé en 2002 (1,2 %). En 2003, la situation conjoncturelle française continuerait de se détériorer. La croissance serait de 0,8 % en moyenne annuelle. A partir de 2004, l'économie française devrait doucement se redresser et croître de 1,6 %. L'année 2003 serait donc une année de transition : les entreprises devraient continuer à ajuster leurs capacités de production à la faiblesse de la demande contrainte par une impulsion budgétaire négative et à un environnement extérieur morose sur lequel les incertitudes géopolitiques pèseront fortement. L'année 2004 verrait un redémarrage lent de la croissance, le retour progressif de l'investissement des entreprises réenclenchant une dynamique conjoncturelle vertueuse.

2002, année de purge des excès passés...

Le ralentissement économique entamé en 2001 a été stoppé au 1^{er} trimestre 2002 par une reprise technique (+ 0,7 % en glissement) offrant un regain d'optimisme aux marchés financiers. Dès le 2^e trimestre 2002, les espoirs d'un retour de la croissance se dissipent avec la correction massive des anticipations de profit et la nécessité de purger les capacités de production accumulées pendant la période de forte croissance. Les incertitudes géopolitiques faisant suite aux événements du 11 septembre 2001 et la perte de confiance dans les comptes des entreprises vinrent renforcer le ralentissement de l'économie française et mondiale. Parallèlement, l'indice CAC40 a perdu 34 % de sa valeur au cours de l'année, payant aussi les excès récents de la bulle des nouvelles technologies.

Dans ce climat d'incertitude généralisée, le dynamisme de l'emploi et des salaires a contenu le ralentissement de la consommation des ménages dont les dépenses ont contribué à un point de croissance sur l'année. La hausse des coûts salariaux a entraîné une dégradation du taux de marge des entreprises et une baisse de leur autofinancement, accentuant de ce fait le repli de l'investissement.

La politique budgétaire a soutenu l'économie en 2002. Les baisses d'impôts et les dépenses publiques, en redistribuant du pouvoir d'achat aux ménages, ont contribué au dynamisme du revenu et de la consommation. Au total, l'impulsion budgétaire en 2002 a été estimée à 1,1 point de croissance. Le déficit budgétaire a atteint 3,0 %. Ceci devrait contraindre les politiques publiques dans un environnement conjoncturel morose.

Taux d'investissement augmenté des variations de stocks
et taux de marge

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

...qui se prolonge en 2003

Le creux de la croissance serait atteint en 2003 avec 0,8 % en moyenne annuelle. La situation financière dégradée des entreprises, la faiblesse de la demande interne, les contraintes de débouchés à l'exportation et la politique budgétaire restrictive feraient plonger la croissance de l'économie française.

Les entreprises, dont le taux de marge a atteint un point bas au quatrième trimestre 2002 (30,3 %) devraient rétablir leur situation financière en 2003. Contraintes par les perspectives de débouchés, les gains de productivité des sociétés passeraient alors par un ajustement brutal sur l'emploi. Le marché du travail devrait se contracter, détruisant ainsi près de 150 000 emplois. Le traitement social du chômage, qui a pu jouer un rôle d'amortisseur par le passé, se révélerait moins actif en 2003, ce qui devrait amplifier la remontée du chômage. L'année devrait se caractériser par une remontée importante du taux de chômage qui passerait de 9,0 % au 4^e trimestre 2002 à 10 % à la fin 2003.

La consommation des ménages serait affectée par le ralentissement de la masse salariale. Le pouvoir d'achat serait, de plus, effrité par le pic d'inflation du 1^{er} trimestre (+ 0,9 % en rythme trimestriel), faisant suite à la hausse des prix du pétrole et du tabac. En revanche, les ménages français pourraient puiser dans leur épargne, historiquement élevée (17,1 % en 2002 puis 16,6 % en 2003), ce qui permettrait aux dépenses des ménages de croître à un rythme assez soutenu (+ 1,7 % en moyenne annuelle en 2003) au regard de la conjoncture.

Les investissements des entreprises (graphique) devraient continuer à se dégrader en 2003. D'une part, les perspectives réduites de croissance, accentuées par les tensions géopolitiques, inciteraient les entreprises à continuer de désinvestir. D'autre part, la dégradation des bilans des entreprises, associée à des difficultés de financement pèseraient sur la politique d'investissement des entreprises. La FBCF des sociétés non financières reculerait ainsi de 2,4 % en 2003.

La politique budgétaire qui avait soutenu la croissance en 2002 serait contrainte en 2003 par la règle des 3 % de déficit public du Pacte de stabilité. La politique budgétaire pour 2003 serait restrictive, avec une impulsion budgétaire estimée à - 0,3 point de PIB. Le déficit public devrait se creuser et atteindre 3,7 % du PIB en moyenne sur l'année.

Une croissance contrainte en 2004

Notre prévision de croissance pour 2004 s'établit à 1,6 % en moyenne annuelle, au-dessous du potentiel de croissance de la France (2,2 %). L'ajustement de l'économie ne serait pas terminé au début 2004. Les contraintes pesant sur la croissance seraient encore trop importantes pour permettre un redémarrage vigoureux.

Cependant, un environnement plus favorable aux entreprises se découvrirait peu à peu : les perspectives de débouchés s'éclaircirait et leurs taux de marges continueraient de se rétablir. L'investissement redémarrerait donc progressivement au cours de l'année 2004 (+ 2,1 %), enclenchant une dynamique vertueuse.

L'atonie de l'emploi en 2004 limiterait la dynamique de consommation des ménages. Cette dernière serait, par ailleurs, marquée par un fort resserrement de la dépense publique pour tenter de satisfaire aux critères du Pacte de stabilité. L'impulsion budgétaire serait négative (- 0,7 point de PIB) affaiblissant la reprise économique. La croissance inférieure à son potentiel ne permettrait pas d'abaisser le taux de chômage et de rétablir les recettes publiques. Le déficit public se réduirait faiblement pour s'installer à 3,5 %.

France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002				2003				2004				2001	2002	2003	2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,7	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	1,8	1,2	0,8	1,6
Consommation des ménages	0,3	0,4	0,7	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	2,8	1,8	1,5	1,9
Consommation publique	1,2	1,0	0,5	1,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	2,4	3,5	1,6	0,3
FBCF totale	0,3	-0,1	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,7	0,8	2,6	-0,6	-1,7	1,4
Dont																
Productive privée ¹	0,0	1,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,3	-0,7	0,5	0,1	0,4	0,5	0,4	3,0	-1,1	-2,4	2,2
Logement	0,3	0,5	-1,1	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,9	0,3	-0,5	0,6
Publique	0,3	-0,7	-0,8	-0,8	-1,0	-0,7	0,1	0,2	0,8	0,9	1,1	1,2	6,1	0,2	-0,9	-0,2
Exportations de biens et services	1,9	1,8	1,6	-0,3	0,4	0,4	0,7	1,0	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	2,4	4,5
Importations de biens et services	3,0	1,6	0,6	-0,3	0,4	0,4	0,6	1,0	1,2	1,3	1,5	1,5	0,9	1,3	1,7	4,5
Variations de stocks, en points de PIB	-0,5	-0,6	-1,0	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,2	-0,8	-1,0	-0,9
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,5	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	2,6	1,7	0,9	1,4
Variations de stocks ²	0,4	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,6	-0,2	0,1
Commerce extérieur	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1
Prix à la consommation (IPI) ²	2,3	1,7	1,7	2,1	2,2	2,4	2,1	2,2	1,7	1,7	2,1	2,0	1,8	2,0	2,3	1,9
Taux de chômage, au sens du BIT	8,8	8,9	9,0	9,0	9,2	9,5	9,8	10,0	10,1	10,2	10,2	10,1	8,7	8,9	9,6	10,1
Solde courant, en points de PIB													1,6	2,0	2,1	2,1
Solde public, en points de PIB													-1,4	-3,1	-3,7	-3,5
Impulsion budgétaire													-0,3	1,1	-0,2	-0,7
PIB 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	1,4	0,8	0,9	1,8

1. Prévisions réalisées sous l'hypothèse d'une contribution neutre des stocks à la croissance.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : INSEE, Eurostat, prévisions OFCE.

Italie : sans brio

En 2002 l'évolution presque stagnante de l'économie italienne a annulé l'écart positif de croissance avec la zone euro, cumulé depuis 2001 (+ 0,4 % contre + 0,8 % dans la zone euro). Le parcours cyclique a été marqué par des comportements anormaux des agents, conditionnés par des facteurs transitoires. La demande intérieure a contribué plus fortement à la croissance en Italie (+ 0,7 %) que dans l'ensemble de la zone, mais la consommation des ménages italiens (+ 0,4 %) est restée à la traîne. L'affaiblissement de la croissance du revenu disponible réel des ménages est liée à l'accélération de l'inflation (+ 2,6 %), supérieure à celle de la zone euro (+ 2,2 %). Le creusement du déficit des APU, contribuant à renforcer les incertitudes sur l'évolution des finances publiques et sur la mise en place des baisses d'impôt promises, a alimenté l'épargne plutôt que la consommation. Pour la troisième année consécutive l'investissement a été plus dynamique en Italie, où le moindre ajustement a permis le maintien d'un taux de croissance positif en 2002 (+ 0,5 %), qui s'est accompagné d'une contribution positive des variations des stocks (+ 0,4 %). Le dynamisme de l'emploi italien (+ 1,5 %) a aussi été en contre-tendance, autant avec les performances des marchés du travail dans la zone euro, qu'avec l'évolution de l'activité, notamment dans l'industrie. Un paradoxe italien semble se dessiner : les entreprises italiennes accumulent du capital, mais la rétention de main-d'œuvre induit une croissance molle.

2002 : signes trompeurs de reprise et ajustements manqués

Le creux de la croissance italienne se situe au quatrième trimestre 2001, mais la reprise apparaît particulièrement lente avec un premier semestre 2002 de croissance nulle. Il est déprimé par la consommation des ménages en baisse, alors que l'inflation décélère, et par un ajustement à la baisse de la FBCF (- 1,5 %). La croissance s'accélère au deuxième semestre (+ 0,6 %) tirée par la consommation de ménages (+ 1,4 %) et l'investissement (+ 4,1 %).

Avec six trimestres consécutifs de stagnation des dépenses, les consommateurs italiens ont maintenu un comportement assez similaire à celui de la récession de 1992-1993, notamment dans les biens non durables et les services. La relative bonne tenue de la consommation de biens durables, après un cycle très long (depuis 1997), est soutenue par une plus forte propension des ménages à l'endettement. L'évolution du revenu disponible réel, bien qu'en ralentissement, est restée pourtant plus dynamique que dans les précédentes phases de ralentissement. Le taux d'épargne a augmenté après vingt années de recul ininterrompu. Le rebond de la consommation des ménages au deuxième semestre 2002 survient malgré une résurgence de l'inflation mal anticipée en fin d'année. Peu de facteurs semblent confirmer cette évolution des dépenses. Si d'un côté l'enquête dans la distribution montre un cadre favorable, la valeur des ventes au détail croît moins vite que les prix et l'indice de confiance des ménages a plus reculé que dans les autres grands pays de la zone euro. La très bonne performance des immatriculations en fin d'année, résultant en partie de la FBCF des indépendants en voitures privées, stimulée par les incitations fiscales à l'investissement, s'interrompt en janvier.

L'année 2002 se solde avec une baisse de la production industrielle. L'indice, qui a baissé de 2,1 %, s'est positionné au niveau de 1998, effaçant ainsi la croissance accumulée en 1999 et 2000. Les anticipations de production des entrepreneurs, en hausse au premiers mois de l'année, ne se sont donc pas concrétisées. Pourtant l'emploi industriel est resté très dynamique (+ 1 %) et a commencé à ralentir seulement au dernier trimestre. Cette reprise des créations d'emplois intervient après des destructions d'emplois presque ininterrompues depuis 1999. Plutôt qu'une erreur d'anticipation des entrepreneurs, qui impliquerait un fort ajustement de l'emploi dans les prochains mois, ce sont des facteurs plus structurels qui ont empêché le retournement de l'emploi dans la phase de ralentissement. Depuis la fin 2000 les pénuries de main-d'œuvre perçues par les entreprises manufacturières ont beaucoup crû et sont restées très hautes jusqu'à la fin 2001. Bien que cette contrainte se relâche en 2002, elle reste tendue. De plus, le taux de vacances dans l'industrie est aussi élevé que dans les pays à faible chômage et le nombre d'entreprises ayant déclaré au moins un poste vacant est maximal dans l'industrie (23,8 %). Dans le bassin industriel du Nord de l'Italie, où se concentre 65 % de l'emploi industriel, le taux de chômage est à 4 % et les créations d'emploi ont été plutôt dynamiques (+ 0,5 %), bien que freinées par la destruction continue d'emplois dans les grandes entreprises (- 4,3 %) et par la crise de Fiat.

À l'inverse, l'ajustement de l'investissement a été fort (- 1,5 %) au premier semestre 2002, alors que les obstacles à la production dus aux contraintes des capacités étaient perçus en hausse. Suite aux annonces d'introduction d'incitations fiscales à l'investissement (en juillet 2001), les entreprises italiennes ont moins investi échappant ainsi à la suraccumulation. Cela leur aurait évité le plus fort ajustement qui a eu lieu dans les autres pays de la zone euro. Le rebond « technique » de l'investissement au deuxième semestre (+ 4,1 %, dont + 6,3 % en biens de transport) est lié à la fin du dispositif d'incitation en décembre 2002. Les incitations à l'investissement auraient donc joué un rôle contra-cyclique tardif en fin 2002, soutenant en réalité plus la consommation que l'investissement.

Début 2003 : l'horizon n'est pas dégagé

Le rebond de l'investissement n'est pas le signe d'un retour immédiat de l'accumulation de capital. Les indicateurs dans l'industrie ne montrent aucune amélioration du côté des commandes et des perspectives de production depuis mai 2002. Les stocks de produits finis ne sont plus considérés trop bas. Le taux d'utilisation des capacités, tout en demeurant encore élevé, notamment par rapport aux autres pays, a fléchi et les capacités sont restées presque inchangées par rapport à 2001. D'autre part, si le taux de marge s'est contracté en 2002, il demeure à un niveau assez élevé depuis 2000. Néanmoins l'augmentation des coûts salariaux unitaires dans l'industrie, plus rapide que celle des principaux partenaires européens, résulte de l'accélération du salaire par tête et d'une productivité en baisse. L'étau se resserre donc autour des entreprises italiennes, qui n'ont pas pu continuer à répercuter la hausse des coûts sur les prix. Les prix à l'export ont fléchi plus que les prix à la production, marquant une inversion de la tendance des marges à l'exportations. Ces dernières, qui avaient fortement augmenté en

2001 face à une stabilisation du taux de change effectif réel, ont du se replier en 2002 en conformité avec l'appréciation de ce dernier.

2003-2004 : les contraintes de l'héritage

Le parcours de l'économie italienne diffère de celui la zone euro. Les différences marginales dans le court terme, résultent de l'héritage de 2002 (moindre performance de la consommation, signaux de reprise de l'investissement), mais l'importance des ajustements à réaliser par l'Italie conditionnent des perspectives moins favorables de croissance. La prévision se fonde sur l'hypothèse que les partenaires sociaux ne dénoncent pas la modération salariale et que les négociations collectives aboutissent à une évolution des coûts salariaux comparable à celle des deux dernières années (+ 3,2 % et + 3,0 % respectivement pour le salaire par tête en 2003 et 2004). La dégradation de la productivité ne serait que partiellement et temporairement résolue avec la reprise de l'activité, mais aucun ajustement sur l'emploi n'aurait lieu (+ 0,6 % en 2003 et + 1 % en 2004). La consommation des ménages ne repartirait qu'en fin 2003, lors du ralentissement de l'inflation (+ 2,3 % en 2003 et + 1,8 % en 2004), en l'absence d'accélération du revenu disponible nominal (+ 4,2 %). L'impulsion négative de la politique budgétaire et la hausse du taux d'épargne (16 % en 2003 et 16,6 % en 2004) ne seraient pas un soutien. Le moteur de la reprise est l'accumulation de capital qui redémarre après l'ajustement en début 2003. Par contre l'Italie ne profiterait pas entièrement de la reprise des échanges et la contribution du solde extérieur resterait négative en 2003 et en 2004 (respectivement -0,5 % et -0,1 %) du fait d'une inflation plus élevée en Italie qu'en Europe. La perte de parts de marché cesserait en 2004 seulement dans les marchés extérieurs à l'Union européenne.

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002				2003				2004				2001	2002	2003	2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,0	0,2	0,3	0,4	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	1,8	0,4	0,8	1,6
Consommation des ménages	-0,3	0,2	0,8	1,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	1,0	0,4	1,7	1,6
Consommation publique	0,6	0,2	0,1	-0,6	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	3,5	1,7	0,2	0,8
FBCF totale ¹	-1,5	0,5	2,8	2,1	-0,6	-0,2	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	2,6	0,5	2,7	2,8
Dont																
Productive	-2,0	0,4	4,3	3,0	-1,2	-0,7	0,5	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0	2,2	0,6	3,0	2,9
Bâtiment	-0,6	0,6	0,7	0,6	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	3,2	0,3	2,3	2,8
Exportations de biens et services	-3,9	5,2	3,3	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,8	1,2	1,4	1,5	1,6	1,1	-1,0	3,8	4,6
Importations de biens et services	-0,6	3,7	2,4	2,1	0,6	0,8	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5	1,6	1,0	1,5	5,6	4,9
Variations de stocks, en points de PIB	1,2	0,7	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,4	0,1	0,1
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,4	0,3	1,1	0,9	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	1,8	0,7	1,6	1,7
Variations de stocks	1,3	-0,5	-1,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,3	0,0
Commerce extérieur	-1,0	0,4	0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,7	-0,5	-0,1
Prix à la consommation (IPCH) ²	2,5	2,4	2,6	2,9	2,5	2,6	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,9
Taux de chômage, au sens du BIT													9,5	9,0	8,9	8,7
Solde courant, en points de PIB													0,0	-0,3	0,0	0,3
Solde public, en points de PIB													-2,6	-2,9	-2,7	-2,4
Impulsion budgétaire													0,3	0,5	-0,4	-0,3
PIB 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	1,4	0,8	0,9	1,8

1. Les comptes nationaux trimestriels italiens ne permettent pas d'isoler la FBCF publique. La FBCF en logement étant fournie avec un trimestre de retard par rapport aux autres composantes, on présente le total bâtiment.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur.

Espagne : rattrapage toujours à l'œuvre

Poursuite du ralentissement en 2002

Comme dans le reste de la zone euro, la croissance espagnole a ralenti en 2002. La progression du PIB a en effet été de 2 % seulement en 2002, après 2,7 % en 2001. Elle est restée cependant nettement supérieure à la moyenne de la zone euro (0,8 %), en raison d'une meilleure résistance de la demande intérieure. La dynamique de rattrapage est donc toujours à l'œuvre.

La consommation des ménages a bien résisté en 2002, avec un taux de croissance de 1,9 %, après 2,5 % en 2001. L'emploi a en effet moins ralenti qu'en 2001, notamment dans l'industrie. En revanche, la consommation privée a pâti de l'accélération de l'inflation, qui a entraîné un ralentissement de la croissance du pouvoir d'achat des ménages. La bonne tenue de la consommation des ménages a limité la décélération de l'investissement. La croissance de l'investissement a certes continué de ralentir en 2002 (1,4 %, après 3,2 % en 2001), mais elle s'est redressée au second semestre 2002 par rapport au semestre précédent (1,5 %, après 0,5 %). C'est maintenant l'investissement productif qui prend le relais de l'investissement en construction, moins vigoureux. En effet, la progression de l'investissement en bâtiment, bien qu'encore forte (2,3 % au second semestre 2002), se tasse, tandis que l'investissement productif ne se contracte plus (0,6 % au second semestre 2002, après -1,9 % au premier semestre).

La spirale inflationniste, amorcée à la mi-2000, ne s'est pas résorbée en 2002, malgré la dégradation de la situation sur le marché du travail. En effet, les coûts unitaires sont restés élevés, en raison de la dégradation des gains de productivité et ce même si les salaires ont décéléré (3,8 % en 2002, après 4,2 % en 2001). En plus des 3 % de hausses de salaires prévues par les conventions collectives, les clauses de garantie de salaire ont entraîné une hausse de 0,8 % des salaires, en raison de l'accélération de l'inflation (3,6 % en 2002, après 2,8 % en 2001). L'emploi s'est moins ajusté qu'en 2001 dans les secteurs principalement marchands, entraînant une dégradation des gains de productivité. Le taux de chômage harmonisé a cependant fortement augmenté depuis son plus bas niveau du troisième trimestre 2001, pour atteindre 11,9 % au dernier trimestre 2002. Pour améliorer leurs marges, les entreprises ont augmenté leurs prix, comme en témoigne l'évolution du déflateur de la valeur ajoutée principalement marchande (4,5 % en 2002, après 4,4 % en 2001).

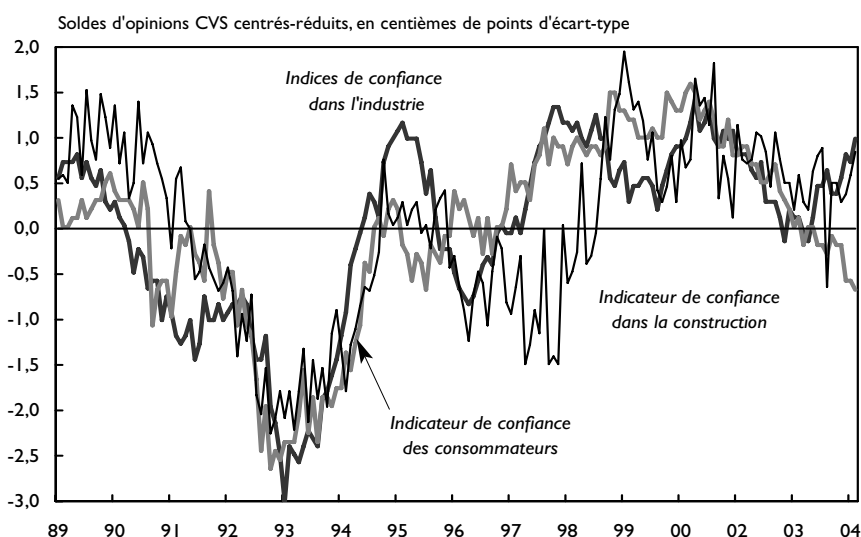
Le rythme de croissance des exportations (1,4 %) et des importations (2,2 %) a continué de décélérer en 2002. Les exportations sont cependant restées dynamiques vers l'Italie et le Royaume-Uni. De plus, la réduction par les entreprises de leurs marges à l'exportation a permis une augmentation des parts de marché espagnoles en 2002. La croissance des exportations et des importations s'est très nettement redressée au second semestre 2002, la forte hausse des importations ayant permis un mouvement de restockage. La contribution du commerce extérieur est restée négative en 2002 (-0,3 %), en ligne avec une demande intérieure espagnole plus dynamique que celle de ses partenaires.

Indicateurs conjoncturels : l'industrie rit, la consommation pleure

Les résultats des dernières enquêtes de la Commission européenne sont contrastés en ce qui concerne la demande intérieure. En effet, tandis que le moral des consommateurs chute, les indices de confiance dans l'industrie, la construction et le commerce de détail sont orientés à la hausse. Les enquêtes espagnoles restent en tout cas mieux orientées que celles de la zone euro.

La confiance des consommateurs, après avoir atteint un pallier à partir de mars 2002, s'est fortement dégradée en décembre 2002, en lien avec la mauvaise orientation des soldes d'opinions sur la situation économique générale et sur leur situation financière. De plus, l'inflation reste élevée, à 3,8 % en février 2003. Après la forte baisse d'août 2002, l'indice de confiance dans le secteur de la construction s'est nettement redressé. Les soldes d'opinions sur les carnets de commandes ont fortement augmenté depuis le début de l'année 2003. Après une légère pause en septembre et en octobre 2002, la hausse du moral des industriels, amorcée en mai 2002, s'est poursuivie. Cependant, les résultats de l'enquête dans l'industrie sont contrastés. En effet, si les perspectives de production sont en hausse, les soldes d'opinion sur les carnets de commande sont en baisse. Du côté des débouchés extérieurs, les soldes d'opinions sur les carnets de commandes étrangères sont orientés à la hausse depuis le début de l'année 2002. Malgré un léger fléchissement en février 2003, les débouchés espagnols restent mieux orientés que ceux de la zone euro.

Enquêtes en Espagne



Source : Commission européenne.

Une croissance favorisée par la politique économique

Contrairement aux autres grands pays de la zone euro, l'Espagne dispose de marges de manœuvre budgétaire, lui permettant de mener une politique budgétaire neutre en 2003 et 2004. De plus, elle bénéficie de fonds structurels européens et de conditions monétaires accommodantes, en raison de sa forte inflation. Cette dernière, même si elle bénéficiera du ralentissement du prix de l'énergie, probable à la fin du conflit en Irak, ne devrait que peu ralentir en 2003 et 2004, la spirale inflationniste n'étant pas résorbée. En effet, les accords salariaux signés entre le patronat et les syndicats prévoient une hausse des salaires d'environ 3 % en 2003¹, en dehors des clauses de garantie du pouvoir d'achat.

La croissance de la consommation des ménages ralentirait encore au premier semestre 2003, en raison du ralentissement du rythme de créations d'emplois. Elle se redresserait ensuite avec l'amélioration prévue sur le front de l'emploi et les réductions d'impôts à hauteur de 0,5 % du PIB en 2003. Cependant, elle subirait les conséquences d'une légère érosion du pouvoir d'achat des ménages, liée à la non répercussion de l'ensemble des clauses d'indexation en raison du chômage élevé (12,5 % en 2003). La croissance de la consommation privée atteindrait 2,5 % en 2004, après 1,4 % en 2003.

L'investissement en bâtiment continuerait de se tasser. En effet, même s'il restera soutenu par les fonds structurels européens (0,9 % du PIB en 2003, 0,8 % en 2004) dans le cadre du plan de modernisation et de développement des infrastructures, il pâtirait d'une moins bonne tenue de l'investissement résidentiel, la demande ralentissant après plusieurs années exceptionnelles. La croissance de l'investissement productif accélérerait en 2003 et 2004 (1,1 % et 3,4 % respectivement). En effet, les taux d'utilisation des capacités de production se sont redressés fin 2002, et l'ajustement de l'emploi début 2003 permettrait aux entreprises de reconstituer leurs marges.

Les exportations bénéficieraient de la reprise du commerce mondial au cours de l'année 2003. Il y aurait cependant une légère érosion des parts de marché. La contribution du commerce extérieur serait négative en 2003 et 2004, en ligne avec une demande intérieure supérieure à celle de ses partenaires.

La progression du PIB espagnol resterait supérieure à celle de la zone euro, avec des taux de 1,6 % en 2003 et de 2,5 % en 2004, mais elle ne retrouverait pas encore les taux de croissance de la période 1996-2000 supérieurs à 4 %.

1. Cette hausse des salaires est fonction de l'inflation prévue par le gouvernement (soit 2 %) et des gains de productivité attendus (environ 1 %).

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002				2003				2004				2001	2002	2003	2004	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,5	0,5	0,8	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	2,7	2,0	1,6	2,5
Consommation des ménages	0,3	0,3	0,2	1,0	0,1	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8	1,0	1,1	1,1	2,5	1,9	1,4	2,6
Consommation publique	1,1	0,8	0,8	1,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	3,1	3,8	3,1	2,9
FBCF totale ¹	0,8	1,0	1,4	-0,6	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	3,2	1,4	2,4	3,0
Dont																	
Productive	0,4	-0,1	1,7	-2,1	1,0	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	1,0	1,3	1,3	0,3	-2,2	1,1	3,4
Bâtiment	1,1	1,8	1,1	0,5	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	5,8	4,5	3,4	2,6
Exportations de biens et services	-2,3	1,4	5,9	1,1	-1,0	0,6	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	3,4	1,4	4,1	4,4
Importations de biens et services	-0,8	-0,1	4,2	4,0	-0,7	0,4	0,6	0,9	1,2	1,5	1,8	2,0	2,0	3,5	2,2	5,1	4,9
Variations de stocks, en points de PIB	0,8	0,2	0,0	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,4
<i>Contributions</i>																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	2,8	2,1	2,0	2,8
Variations de stocks	0,4	-0,5	-0,2	0,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,1
Commerce extérieur	-0,4	0,4	0,4	-1,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3
Prix à la consommation (IPCH) ²	3,2	3,6	3,6	4,0	3,9	3,7	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2	2,9	2,9	2,8	3,6	3,6	3,1
Taux de chômage, au sens du BIT	11,1	11,2	11,5	11,9	12,3	12,5	12,6	12,6	12,6	12,5	12,4	12,3	12,3	10,7	11,4	12,5	12,5
Solde courant, en points de PIB														-2,6	-2,6	-2,7	-2,6
Solde public, en points de PIB														-0,1	-0,1	-0,4	-0,3
Impulsion budgétaire														-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
PIB 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	0,6	1,4	0,8	0,9	1,8

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : INE, prévisions OFCE.

Pays-Bas : l'ange déchu

À la charnière de 2002 et 2003, les Pays-Bas sont, avec le Portugal, un des pays de la zone euro où la situation économique s'est le plus dégradée.

Les salaires n'ont que peu ralenti depuis 2000, tout comme les entreprises ont longtemps retardé l'ajustement de l'emploi. Cela a pesé lourdement sur leurs comptes, qu'elles doivent maintenant assainir avant de pouvoir investir. Par ailleurs, la hausse des coûts salariaux a alimenté une spirale inflationniste, qui a pesé sur la compétitivité des produits néerlandais. Les ajustements sur les salaires et l'emploi ont démarré, mais seront coûteux pour la croissance à court terme, d'autant que leurs effets sur la compétitivité ne se feraient pas sentir à l'horizon de la prévision.

2000-2003 : la descente aux enfers

D'une croissance bien supérieure à celle de la zone euro, (3,9 % en rythme annualisé contre 2,4 % de 1995 à 1999), les Pays-Bas sont passés à une croissance comparable en 2000 et 2001. Enfin, au cours de 2002, les indicateurs d'activité et de confiance néerlandais se sont progressivement écartés de la moyenne de la zone euro pour arriver à des niveaux bien plus bas, disputant le dernier rang au Luxembourg et au Portugal.

Ainsi, le taux de croissance du quatrième trimestre 2002 est le plus faible publié actuellement dans la zone euro (0,2 % de croissance annualisée) et l'indice de production industrielle s'est stabilisé à un niveau bas en janvier. Les perspectives d'activité de court terme se sont encore obscurcies. En février, l'indice de confiance dans l'industrie a plongé, à la suite des indicateurs concernant la consommation (enquête commerce de détail et confiance des consommateurs) qui avaient chuté à l'été et restent orientés à la baisse.

Compte tenu de ce ralentissement, l'emploi est resté étonnamment dynamique : le taux de chômage a continué de baisser en 2000 et 2001 (de 2,8 % à 2,4 %), et n'a que peu augmenté en 2002 (2,7 %). Au cours de ces trois années, les entreprises n'ont pas cherché à ajuster l'emploi, de peur de ne pas retrouver la main-d'œuvre au moment de la reprise économique, dans un marché du travail resté tendu. En effet, le nombre de postes vacants en 2000 et 2001 est resté au niveau le plus haut observé depuis 1990.

L'absence d'ajustement de l'emploi a empêché l'ajustement des salaires réels, qui n'ont pas baissé en 2001 et ont encouragé une forte accélération de l'inflation (de 2,3 % en 2000 à 5,1 % en 2001). Celle-ci avait été initiée par des facteurs exogènes comme le prix du pétrole et des produits alimentaires et les hausses de taxe indirecte au 1^{er} janvier 2001, mais l'augmentation des prix observée au final a dépassé de beaucoup l'impact de ces chocs.

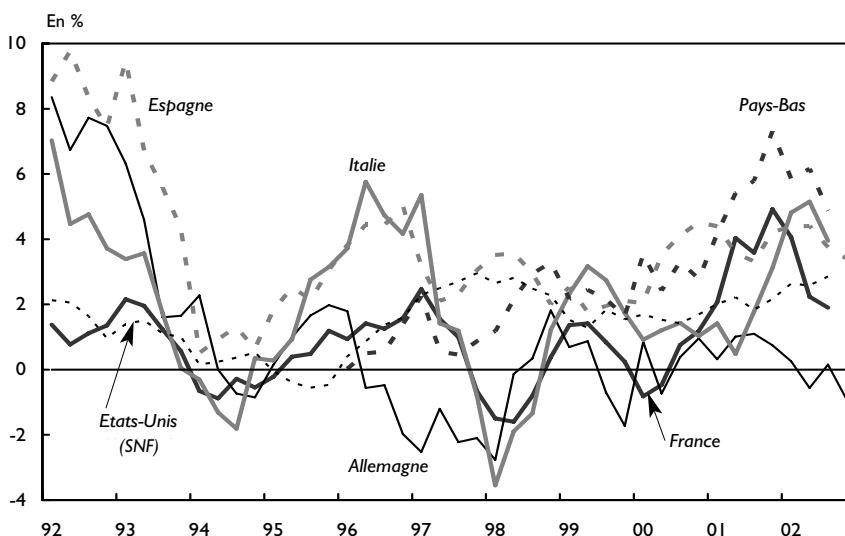
Ainsi, dans une économie en surchauffe, le ralentissement a été source de déséquilibres importants, tant au niveau de l'inflation, qui a pesé sur la compétitivité, que du compte des entreprises, qui n'ont pas pu répercuter dans leurs prix la totalité de la hausse de leurs coûts salariaux.

Exportations et investissement en berne

L'accélération de l'inflation a été bien plus forte aux Pays-Bas que dans la zone euro, ce qui a dégradé fortement leur compétitivité. En effet, le taux de change effectif réel a fortement progressé entre la fin 1999 et 2002 (+ 9 %), alors que le taux de change effectif nominal a peu évolué sur la même période (+ 1,5 %).

Ainsi, les exportations néerlandaises ont connu un ralentissement beaucoup plus marqué que celles de la zone euro : elles ont crû respectivement de près de 8 % et 14 % entre le quatrième trimestre de 1999 et de 2002. Une partie de ce phénomène est aussi attribuable au fort ralentissement des réexportations, dont le contenu en produits des nouvelles technologies de l'information et de la communication est important, et qui ont subi de plein fouet le retournement de ce marché.

Coûts salariaux unitaires principalement marchands (sauf États-Unis : SNF)



Sources : Comptes trimestriels nationaux.

L'investissement a aussi été très touché. Le taux d'investissement a chuté de 22,5 % au début 2000 à 20,4 % à la fin 2002 (contre 22 % à 20,5 % pour la zone euro). Celui-ci continuerait de se dégrader jusqu'à la fin 2003 et se stabiliserait en 2004. Le manque de perspectives de débouchés, tant en ce qui concerne la consommation que les exportations, ne permettrait pas d'envisager une reprise de l'investissement. Le taux d'investissement dépendant de la croissance, son ajustement est plus marqué aux Pays-Bas que dans la zone euro, car leur économie croissait à un rythme bien supérieur. Dans la seconde moitié de 2002, le taux d'utilisation des capacités de production est le plus faible de la zone euro. Par ailleurs, la dégradation de la situation financière des entreprises néerlandaises a rendu plus contraignante encore la difficulté, commune à l'Europe et aux États-Unis, de trouver des financements externes sur les marchés financiers et auprès des banques.

Paradis perdu ?

Certains ajustements, qui ont permis notamment le ralentissement des rémunérations versées par les entreprises, ont commencé au cours de 2002 et devraient se poursuivre à l'horizon de la prévision. L'emploi a ralenti, permettant des gains de productivité à partir de la mi-2002. Ce mouvement s'accroîtrait au cours de 2003, au prix d'une hausse du taux de chômage plus rapide. Par ailleurs, les négociations collectives qui ont eu lieu le 28 novembre 2002 permettraient un ralentissement des salaires contractuels de près de 1 point (les nouveaux contrats signés en 2003 seraient revalorisés de 2,5 %). L'évolution des coûts salariaux ne seraient pas aussi favorable que celle de la masse salariale brute, du fait de la hausse des cotisations au système de retraite par capitalisation nécessaire pour compenser l'effet de la baisse des marchés financiers.

La consommation, qui a déjà ralenti, continuerait de progresser lentement du fait de l'évolution peu favorable du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages. Le commerce extérieur contribuerait encore positivement à la croissance, mais dans une proportion moindre. En effet, la compétitivité des Pays-Bas se dégrade en 2003 du fait de l'appréciation du dollar. Son amélioration ne peut être que lente par la suite puisqu'elle pâtit encore à l'horizon de la prévision des évolutions passées de l'inflation. Cependant, la faible croissance de la demande intérieure aux Pays-Bas relativement à celle de ses partenaires conduit à une contribution extérieure (faiblement) positive.

Après des années d'orthodoxie monétaire (les Pays-Bas ont arrimé le florin au mark en 1984), le cadre de la monnaie unique n'a pas permis aux autorités monétaires d'adapter leur politique à la situation de surchauffe spécifique des Pays-Bas. Ainsi, les nouveaux mécanismes d'ajustement, qui passent par la perte de compétitivité, la hausse du chômage et une prise de conscience collective des dangers de l'accélération de l'inflation, ont pris plus de temps à se mettre en place que les ajustements découlant d'une politique monétaire indépendante. Cependant, il semble que la concertation entre les partenaires sociaux et le gouvernement ait permis de répondre de façon collective au risque de croissance forte des coûts salariaux. Cette réponse est coûteuse à court terme du fait de l'ajustement de l'emploi et des salaires individuels, mais se révélera gagnante à plus long terme. Dans ce cadre, le rôle de la politique budgétaire n'est pas de relancer la demande, mais de limiter l'impact négatif du cycle sur le déficit par la hausse des cotisations sociales (réforme du système de santé) et la baisse des dépenses d'assurance sociale (réforme de l'indemnité d'invalidité).

Pays-Bas : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002				2003				2004				2001	2002	2003	2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,0	0,3	0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	1,3	0,3	0,1	1,1
Consommation des ménages	-0,1	0,0	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	1,0	0,6	1,3
Consommation publique	0,6	2,2	0,1	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	3,1	3,8	1,8	0,8
FBCF totale	-1,4	-0,8	-2,1	-1,9	-1,6	-1,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,8	-3,7	-5,0	0,7
Dont																
Productive privée																
Logement public																
Exportations de biens et services	-0,9	1,3	0,7	0,0	0,2	0,3	0,5	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7	-1,3	1,5	4,4
Importations de biens et services	-1,3	1,6	0,6	-0,5	0,0	0,3	0,5	1,1	1,4	1,4	1,4	1,4	1,9	-2,2	1,1	4,7
Variations de stocks, en points de PIB	-1,0	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,2	0,0	-0,8	-0,6
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	-0,2	0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1	0,5	-0,3	1,0
Variations de stocks	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,7	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
Prix à la consommation (IPCH)*	4,6	3,9	3,8	3,5	3,0	3,0	2,4	2,5	2,1	1,9	2,2	2,1	5,1	3,9	2,7	2,1
Taux de chômage, au sens du BIT	2,5	2,7	2,8	2,9	3,2	3,5	3,8	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9	2,4	2,7	3,7	4,6
Solde courant, en points de PIB													3,4	3,0	2,5	2,5
Solde public, en points de PIB													0,1	-1,1	-1,4	-1,0
Impulsion budgétaire													-0,6	-0,4	-0,5	-0,9
PIB 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	1,4	0,8	0,9	1,8

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : CBS, Eurostat, OFCE.

Belgique : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
PIB	0,8	0,7	1,4	1,7
Consommation des ménages	1,0	1,0	0,6	1,1
Consommation publique	2,1	2,1	1,8	2,2
FBCF totale	0,5	0,5	-2,3	-0,2
Exportations de biens et services	1,1	-0,8	2,3	4,9
Importations de biens et services	0,8	-1,4	2,8	5,0
Variations de stocks, en points de PIB	-0,7	-0,6	0,1	-0,2
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	1,1	0,2	1,0	1,7
Variations de stocks	-0,5	0,1	0,6	-0,2
Commerce extérieur	0,3	0,4	-0,2	0,2
Prix à la consommation (IPCH)	2,4	1,6	1,1	1,0
Taux de chômage, au sens du BIT	6,7	7,3	7,7	7,4
Solde courant, en points de PIB	4,0	5,5	4,5	5,0
Solde public, en points de PIB	0,4	0,0	-0,2	0,2
Impulsion budgétaire	0,3	-0,1	0,3	-0,4
PIB zone euro	1,4	0,8	0,9	1,8

Sources : Belgostat, Eurostat, prévisions OFCE.

Autriche : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
PIB	0,2	0,9	1,0	1,7
Consommation des ménages	1,5	0,6	0,5	1,2
Consommation publique	-0,5	1,4	0,9	0,8
FBCF totale	-2,5	-7,5	-2,1	3,3
Exportations de biens et services	6,9	1,3	2,9	4,6
Importations de biens et services	6,2	-2,1	1,2	4,6
Variations de stocks, en points de PIB	0,1	0,3	0,4	0,4
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	0,1	-1,1	0,0	1,5
Variations de stocks	-0,3	0,2	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,4	1,8	1,0	0,2
Prix à la consommation (IPCH)	2,3	1,7	1,7	1,3
Taux de chômage, au sens du BIT	3,6	4,1	4,3	4,2
Solde courant, en points de PIB	-2,2	0,4	1,0	1,0
Solde public, en points de PIB	0,3	-0,6	-0,7	-0,5
Impulsion budgétaire	-2,3	0,2	-0,5	-0,5
PIB zone euro	1,4	0,8	0,9	1,8

Sources : Eurostat, prévisions OFCE.

Finlande : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
PIB	0,6	1,6	2,3	3,3
Consommation des ménages	1,7	2,1	2,5	2,6
Consommation publique	1,2	4,0	1,7	1,2
FBCF totale	3,7	- 1,0	- 0,2	3,2
Exportations de biens et services	- 2,3	5,6	4,4	6,2
Importations de biens et services	- 0,2	1,7	1,3	5,4
Variations de stocks, en points de PIB	- 0,2	- 2,1	- 3,0	- 2,9
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	1,7	1,6	1,5	2,1
Variations de stocks	- 0,1	- 2,0	- 1,0	0,0
Commerce extérieur	- 1,0	2,0	1,7	1,2
Prix à la consommation (IPCH)	2,7	2,0	2,0	1,8
Taux de chômage, au sens du BIT	9,1	9,2	9,5	9,4
Solde courant, en points de PIB	6,4	6,5	6,5	7,6
Solde public, en points de PIB	5,1	4,7	2,7	2,4
Impulsion budgétaire	1,1	- 0,4	1,5	0,3
PIB zone euro	1,4	0,8	0,9	1,8

Sources : Statistics Finland, prévisions OFCE.

Grèce : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
PIB	4,1	3,5	3,5	3,8
Consommation des ménages	3,2	3,0	3,0	3,3
Consommation publique	0,5	1,1	0,5	0,5
FBCF totale	5,9	7,3	8,0	7,4
Exportations de biens et services	- 1,3	1,0	4,0	6,0
Importations de biens et services	- 1,9	2,2	5,0	6,0
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	0,0	0,0	0,1
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	3,7	4,0	4,1	4,3
Variations de stocks	0,1	- 0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,3	- 0,5	- 0,6	- 0,5
Prix à la consommation (IPCH)	3,7	3,9	3,5	3,4
Taux de chômage, au sens du BIT	10,4	10	9,9	9,6
Solde courant, en points de PIB	- 6,2	- 6,1	- 6	- 5,9
Solde public, en points de PIB	- 1,4	- 1,2	- 1,1	- 0,6
Impulsion budgétaire	0,4	0,1	0,0	- 0,2
PIB zone euro	1,4	0,8	0,9	1,8

Sources : Eurostat, prévisions OFCE.

Portugal : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
PIB	1,6	0,5	- 1,4	1,6
Consommation des ménages	1,2	0,7	- 1,1	1,3
Consommation publique	3,4	3,2	0,3	0,0
FBCF totale	0,1	- 5,2	- 4,2	1,4
Exportations de biens et services	0,8	2,0	1,2	4,2
Importations de biens et services	0,9	- 0,4	- 2,2	2,5
Variations de stocks, en points de PIB	0,8	0,8	- 0,2	- 0,2
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	1,4	- 0,4	- 1,7	1,2
Variations de stocks	0,0	0,0	- 1,0	0,0
Commerce extérieur	0,2	0,9	1,4	0,4
Prix à la consommation (IPCH)	4,4	3,7	3,0	2,4
Taux de chômage, au sens du BIT	4,1	5,0	6,1	6,3
Solde courant, en points de PIB	- 9,6	- 8,0	- 6,5	- 6,2
Solde public, en points de PIB	- 4,2	- 2,7	- 3,0	- 2,5
Impulsion budgétaire	0,9	- 2,2	- 2,8	- 1,1
PIB zone euro	1,4	0,8	0,9	1,8

Sources : Eurostat, prévisions OFCE.

Irlande : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
PIB	5,7	4,3	3,9	4,4
Consommation des ménages	5,0	3,7	3,7	4,5
Consommation publique	10,5	7,0	3,5	3,5
FBCF totale	- 0,4	0,0	1,5	5,5
Exportations de biens et services	6,7	6,0	6,1	6,5
Importations de biens et services	6,1	5,1	6,0	7,0
Variations de stocks, en points de PIB	0,3	0,4	0,6	0,6
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	3,9	2,8	2,6	3,7
Variations de stocks	- 0,4	0,2	0,2	0,0
Commerce extérieur	1,6	1,8	1,1	0,6
Prix à la consommation (IPCH)	4,0	4,7	5,1	4,8
Taux de chômage, au sens du BIT	3,9	4,4	5,2	5,4
Solde courant, en points de PIB	- 0,3	- 0,4	- 0,4	- 0,6
Solde public, en points de PIB	1,1	- 0,1	- 0,6	- 1,2
Impulsion budgétaire	2,8	1,3	- 0,3	0,4
PIB zone euro	1,4	0,8	0,9	1,8

Sources : CSO, Eurostat, prévisions OFCE.