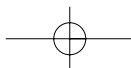
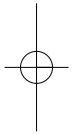
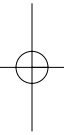


# FICHES THÉMATIQUES ET FICHES PAYS



■ Christine Riffart

## Pétrole : régulation en flux tendus

Après 24,9 dollars le baril en 2002, le prix du pétrole qualité Brent est monté à 28,7 dollars en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année. Le profil a été heurté : 26 dollars au deuxième trimestre 2003, après 31 dollars au premier et 28,2 dollars au troisième. Les prix étaient restés élevés jusqu'à l'intervention militaire américaine en Irak (20 mars au 1<sup>er</sup> mai) avant de baisser sensiblement dès lors que les incertitudes liées à l'imminence de la guerre se levaient et que les marchés retenaient comme scénario central la normalisation rapide de l'économie irakienne. À partir de juin, les prix se sont raffermis sensiblement. Alors que l'on aurait pu espérer que le baril resterait vers son prix d'équilibre, cette hausse pourrait bien signifier le retour d'une prime de risque dans les prix. En matière d'approvisionnement, le marché est plus détendu qu'au début de l'année et ne justifie pas des prix aussi élevés. Toutefois, la faiblesse des stocks signifie également une plus forte réactivité des prix à toute nouvelle information. Le marché reste donc très volatile. En 2004, sous l'hypothèse d'anticipations plus favorables sur le plan politique, on suppose que les prix de marché reviennent vers des prix proches de 25 dollars le baril de Brent.

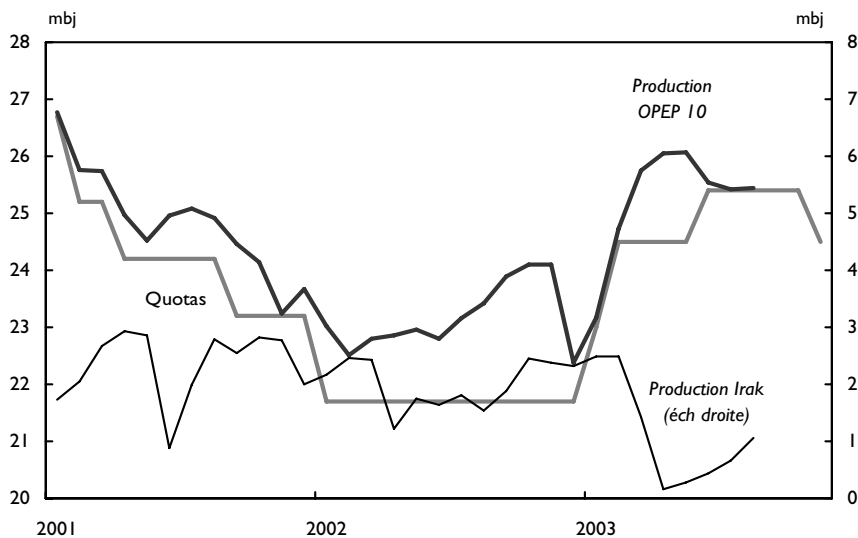
### Le retour de l'Irak détend le marché

Après un premier trimestre 2003 soutenu par la rigueur hivernale dans l'hémisphère Nord, la demande mondiale a diminué fortement (3mbj) au deuxième trimestre, sous l'effet du repli des besoins saisonniers et des conséquences du SRAS en Asie (transports aériens). Elle a repris lors de la période estivale, très consommatrice de carburants. Hors variations saisonnières, la demande de pétrole s'est accélérée, soutenue par la reprise aux États-Unis et la vigueur de la croissance en Asie.

Coté offre, alors qu'en début d'année, les marchés craignaient un défaut d'approvisionnement, la production de pétrole est restée globalement élevée. L'OPEP a eu une politique particulièrement accommodante sur le premier semestre. Par deux fois, elle a relevé ses quotas de production : de 1,3 mbj en janvier et de 1,5 mbj en février. Les pays producteurs (Arabie saoudite, Koweït et Emirats Arabes Unis notamment) ont mis au total 3,5 mbj sur le marché pour couvrir les défauts d'abord du Venezuela (décembre et janvier) puis de l'Irak (à partir de mars). Le 1<sup>er</sup> juin, une nouvelle hausse de 0,9 mbj des quotas était décidée mais sans effet sur le marché puisque conjuguée à une baisse concertée de 2 mbj de production en vue de ramener la production effective au niveau des droits à produire. De fait, pendant le troisième trimestre, la production de l'Arabie saoudite et du Koweït a baissé de 0,8 mbj tandis que celle de l'Irak augmentait d'autant sur la période (graphique 1). Hors OPEP, la production a légèrement baissé au deuxième trimestre (notamment au Royaume-Uni et en Norvège) et a repris fortement les mois suivants.

## PÉTROLE : RÉGULATION EN FLUX TENDUS ■

## I. Production et quotas de l'OPEP \*



\* Les quotas s'appliquent aux membres de l'OPEP à 10 (hors Irak).

Source : AIE.

Dans ces conditions, les stocks qui étaient à des niveaux historiquement bas au début de l'année, ont pu se reconstituer au-delà des comportements de stockage habituellement observés aux deuxième et troisième trimestres. Ils restent encore faibles, notamment aux États-Unis, car les compagnies de raffinage préfèrent fonctionner en flux tendus lorsque les prix sont élevés. Rapportés à la consommation future, les stocks de l'OCDE couvriraient au deuxième trimestre 2003, 80,5 jours de consommation contre 76,5 fin 2002 (graphique 2).

En dépit de cette relative détente, les prix ont pourtant recommencé à grimper en juin. Le mouvement a été soutenu par plusieurs facteurs : hausse de la demande saisonnière, confirmation de la reprise aux États-Unis, grèves au Nigeria mais aussi par des perspectives de nouveau brouillées par l'instabilité croissante en Irak (attentats, sabotages des installations pétrolières) et dans le reste de la région (Iran, conflit israélo-palestinien,...). Le retour des incertitudes au Moyen Orient se traduirait de nouveau par la réintégration d'une prime de risque dans les prix du pétrole.

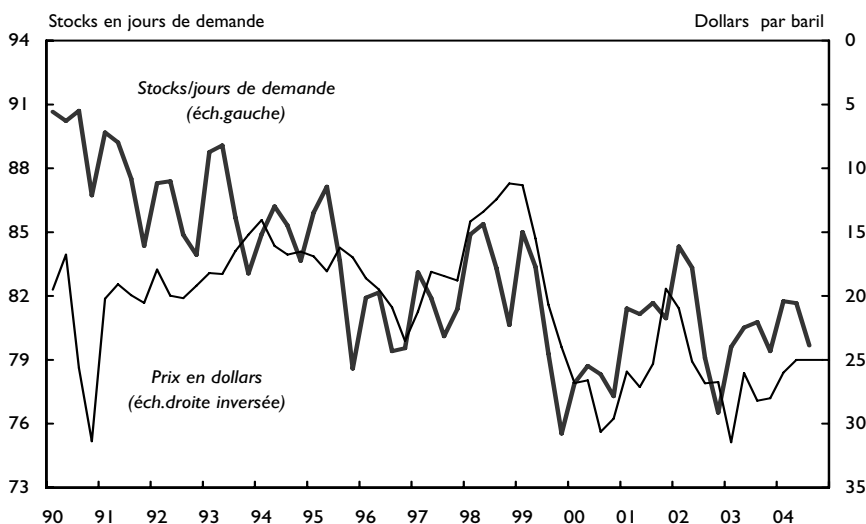
## 2004 : une recartellisation du marché ?

Estimant que la hausse ne reflète en rien une insuffisance d'offre (aux États-Unis, les stocks augmentent rapidement depuis mi-août), l'OPEP a décidé le 24 septembre dernier de réduire les quotas de production de 0,9 mbj à compter du 1<sup>er</sup> novembre, les ramenant à 24,5 mbj. Inattendue par les marchés, cette décision se veut préventive. L'OPEP préfère maintenir le marché un peu tendu, le contrôle sur les prix étant d'autant plus facile que les stocks restent bas et l'objectif de l'Organisation est de maintenir les prix autour de 25 dollars

## Christine Riffart

le baril, voire au-dessus. Il est vrai que les coupes interviendront au moment où la demande sera la plus forte mais la production devrait être suffisante pour y satisfaire, et empêcher en même temps un fort déstockage.

### 2. Prix et tensions sur le marché pétrolier



Sources : AIE, calculs OFCE.

Considérant le retour de la production irakienne durant ces derniers mois, le risque de voir s'installer un excès d'offre existe. En septembre, la production irakienne atteint 1,8 mbj, après 0,28 en mai. Les autorités prévoient de la faire passer à 2 mbj en décembre et 2,8 mbj en mai 2004. Les exportations de 0,9 mbj en septembre pourraient atteindre 1,5 mbj en décembre. Par ailleurs, la production hors OPEP devrait continuer d'augmenter rapidement dans les prochains trimestres d'autant que les projets d'investissement foisonnent (mer Caspienne, Sibérie). La Russie a promis d'étendre son réseau de pipeline et de créer un nouveau terminal pour envoyer du pétrole aux États-Unis, au Japon et dans le nord de la Chine, ce qui répond à la volonté de diversification des sources d'approvisionnement de ces pays importateurs.

Face à ces perspectives, l'OPEP ne peut assumer seule l'équilibre du marché, d'autant que plusieurs pays de l'Organisation répugnent à réduire leur production, jugeant leur plafond déjà trop bas (Algérie, Nigeria, Venezuela). En 2001 et 2002, les revenus de l'OPEP tirés des exportations de pétrole avaient été réduits de 16 % et 5 % respectivement. Aussi, le soutien des pays hors OPEP s'avère indispensable. Le 2 septembre, un accord de coopération a été signé entre la Russie et l'Arabie saoudite destiné à assurer la stabilité des marchés pétroliers. Cet accord officialise une stratégie qui a déjà été mise en pratique dans le passé. Les prochaines réunions de l'OPEP, ouvertes aux autres pays producteurs, du 4 décembre 2003 et du 10 mars 2004 pourraient donner l'occasion, si besoin était, de combiner les efforts des uns et des autres. Les pays producteurs devraient donc se donner les moyens de maintenir les prix vers 25 dollars le baril, hors tensions géopolitiques.

## Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières

Millions de barils/jour sauf mention contraire, non cvs

	2002				2003				2004				2002	2003	2004
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande mondiale	77,1	75,5	76,9	79,5	79,3	76,3	78,1	80,0	79,8	77,7	79,1	81,6	77,3	78,4	79,6
Production mondiale	76,0	75,7	76,7	78,0	78,8	78,0	79,6	79,7	80,0	79,5	80,5	81,6	76,6	79,0	80,4
Dont : OPEP	24,9	24,3	25,4	26,0	26,8	26,2	26,5	26,0	26,0	26,0	26,5	26,5	25,2	26,4	26,3
Non OPEP	47,7	48,0	47,7	48,5	48,7	48,1	49,3	49,8	50,0	49,5	50,0	50,8	48,0	49,0	50,1
NGL	3,4	3,4	3,6	3,5	3,3	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,3	3,5	3,7	4,1
Variations de stocks OCDE	-0,1	0,6	-0,8	-0,8	-0,5	1,3	1,3	-0,5	-0,8	0,8	0,4	-1,0	-0,3	0,4	-0,2
Prix du pétrole Brent <sup>1</sup>	21,0	25,1	26,8	26,7	31,5	26,0	28,2	28,0	26,0	25,0	25,0	25,0	24,9	28,4	25,3
Prix des matières premières Industrielles <sup>2</sup>	2,5	4,2	-0,3	2,8	8,6	2,1	-2,0	0	1,0	1,0	2,0	2,0	-3,3	12,4	2,8
Taux de change 1 euro= ...\$	0,88	0,92	0,98	1,00	1,07	1,14	1,12	1,12	1,11	1,09	1,07	1,05	0,95	1,11	1,08

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.

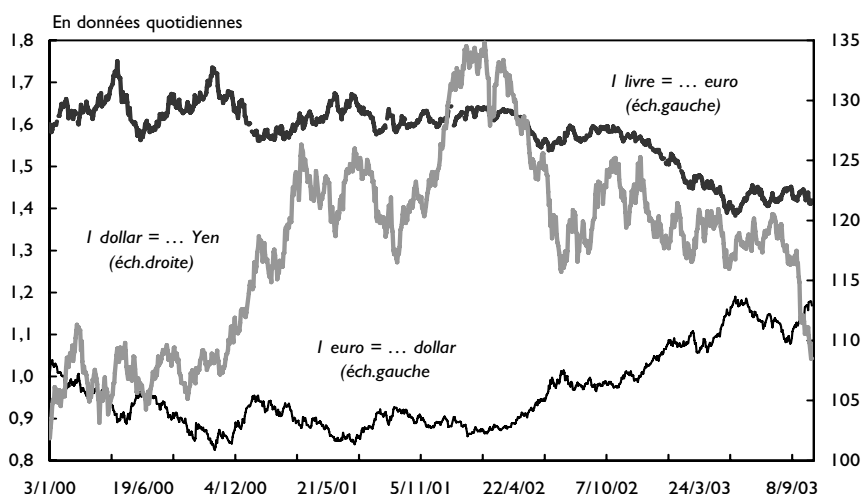
■ Hélène Baudchon

## Taux de change : charité bien ordonnée...

Les taux de change ont été soumis au cours des derniers mois à de nombreux chocs, à des influences fondamentales contraires et aux interventions de certaines banques centrales asiatiques (en particulier la Banque du Japon).

Entre la fin du conflit en Irak (1<sup>er</sup> mai 2003) et le début du mois de juin, c'est-à-dire une fois le brouillage géopolitique dissipé, le dollar a continué de se déprécier vis-à-vis de l'euro et de la livre mais est resté stable vis-à-vis du yen (graphique 1). Le bas niveau des taux d'intérêt américains et la dégradation parallèle des déficits courant et public pesaient alors lourdement dans la balance. Le différentiel de croissance, en faveur des États-Unis, n'avait guère d'influence dans un environnement mondial morose. Aux alentours de la mi-mai, le dollar a aussi pâti de la nouvelle rhétorique de John Snow (secrétaire d'État au Trésor américain) sur ce qui fait la force d'une monnaie. Ses propos, et les déclarations peu crédibles du président Bush, ont fait douter de la volonté de l'administration américaine de poursuivre la politique du dollar fort soutenue par Robert Rubin (secrétaire d'État au Trésor sous Clinton).

### I. Taux de change bilatéraux nominaux



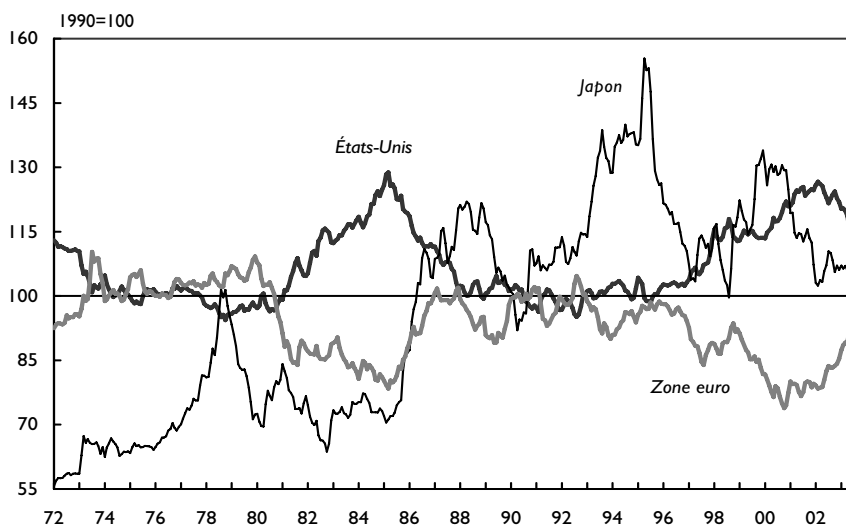
Source : Réserve fédérale.

À la mi-juin, le discours moins pessimiste de la Réserve fédérale quant au risque de déflation a constitué un premier choc, qui s'est accompagné d'une brutale remontée des taux longs publics américains et d'une appréciation du dollar. Les meilleures perspectives de croissance outre-Atlantique ont consolidé ce mouvement jusque début septembre. Les statistiques décevantes de créations d'emplois aux États-Unis ont constitué l'amorce d'une nouvelle phase de baisse du dollar. Celle-ci aurait pu rester limitée compte tenu de la publication ultérieure de statistiques plus favorables, n'étaient venus se greffer les divers appels de pied de John Snow à plus de flexibilité dans la parité dollar/yuan. Ces déclarations se sont soldées par un appel général du G7, le

21 septembre, à plus de flexibilité sur le marché des changes. Le communiqué, et les divergences d'interprétation quant à sa portée, ont constitué un troisième choc. Les questions de rhétorique ont décidément un impact, au moins à très court terme, sur le marché des changes.

Fin septembre, en l'absence d'intervention de la Banque du Japon, le dollar est tombé à 111 yen (après plusieurs mois d'oscillations autour de 118)<sup>1</sup>. Depuis le début de l'année, le dollar a perdu 7 % vis-à-vis du yen et 17 % depuis février 2002 (début du mouvement de dépréciation du dollar). À 1,17 dollar fin septembre 2003, l'euro est revenu à un niveau plutôt élevé, gagnant 5 % vis-à-vis du dollar entre le début et la fin septembre. En revanche, il est resté quasiment stable vis-à-vis du yen. De plus, son appréciation vis-à-vis de la livre se tasse depuis le mois de mai. Depuis février 2002, l'appréciation de l'euro atteint 35 % vis-à-vis du dollar, 13 % vis-à-vis du yen et 15 % vis-à-vis de la livre.

## 2. Taux de change effectifs réels



Source : OCDE.

Les évolutions récentes devraient limiter l'appréciation de l'euro en termes de taux de change effectif, alors que celle-ci atteignait en juillet +25 % en termes réels depuis la fin 2000 (graphique 2). Côté américain, grâce aux influences conjuguées des monnaies de ses partenaires commerciaux les plus importants, la dépréciation du dollar se limite à 8 % entre février 2002 et août 2003, ne corrigeant donc que partiellement la forte appréciation antérieure. Malgré des pressions importantes à la baisse, la dépréciation du dollar reste contrôlée, l'inconvénient étant que cela en limite les effets bénéfiques sur l'économie américaine. En particulier, le dollar ne s'est guère déprécié vis-à-vis des monnaies des partenaires commerciaux dont les États-Unis souffrent le plus

1. Le 30 septembre, la Réserve fédérale de New York est intervenue pour le compte de la Banque du Japon pour empêcher que le dollar ne tombe en deçà de 110 yen. Précédemment, la Banque du Japon était intervenue pour défendre le niveau de 115 yen pour 1 dollar.

## ■ Hélène Baudchon

directement de la concurrence. C'est pour cette raison que Snow est monté au créneau, attribuant à cette concurrence les difficultés de l'économie américaine à créer des emplois et à résorber son déficit.

Les achats nets de titres obligataires publics américains (tableau 1), en particulier par les pays d'Asie (tableau 2), ont évité que le dollar ne décroche brutalement sous le coup de l'arrêt des flux nets entrants d'IDE et des achats nets d'actions. Or, la montée en puissance des pays d'Asie comme pourvoyeurs de capitaux n'est pas sans risque puisqu'elle est pour partie le fruit des banques centrales cherchant à limiter l'appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar. Si celles-ci venaient à changer de stratégie, et, avec la déclaration du G7, la pression monte pour qu'elles le fassent, le dollar perdrait un soutien efficace. Tout dépend du caractère progressif, coordonné ou non de ce changement. C'est pourquoi l'impact sur l'euro d'un tel abandon est incertain : s'il y a coordination, l'appréciation supplémentaire de l'euro resterait limitée ; s'il y a attaques spéculatives sur les monnaies asiatiques, l'euro jouerait le rôle de valeur refuge et s'apprécierait fortement. Néanmoins, le dollar continue d'être soutenu par les achats nets d'obligations privées. De plus, relativement au point bas de 2002, les évolutions sur les six premiers mois de 2003 des flux nets entrants d'IDE et des achats nets d'actions sont assez encourageantes. C'est moins net côté européen, les flux nets entrants de capitaux se maintenant sur des rythmes proches de ceux enregistrés sur 2002 (tableau 3).

En supposant que l'épiphénomène « déclaration du G7 » s'épuise rapidement au profit des déterminants fondamentaux – le différentiel de croissance et de taux d'intérêt – et compte tenu du scénario de croissance retenu pour les États-Unis, la dépréciation récente du dollar devrait laisser place à une appréciation à partir du début 2004. Fin 2004, l'euro terminerait à 1,05 dollar ; le dollar reviendrait à 120 yen (son niveau moyen des cinq dernières années) ; et la livre, suivant le dollar, se réapprécierait jusqu'à 1,48 euros.

Prévoir une appréciation du dollar n'est pas sans surprendre dans le contexte alarmiste actuel. Mais les particularités du scénario de croissance retenu pour les États-Unis (normalisation des déséquilibres grâce au maintien de gains de productivité élevés) rappellent la configuration des années « nouvelle économie » qui s'étaient accompagnées d'une nette appréciation du dollar. À l'horizon 2004, la « qualité » de la croissance américaine contraste avec la modeste croissance européenne. Si le différentiel de croissance entre les deux zones joue habituellement moins que l'écart de taux d'intérêt sur les variations de court terme des changes, il acquiert dans cette prévision une grande importance. Ceci dit, et au contraire des années « nouvelle économie », le retour des déficits jumeaux version années 1980 est une contrainte forte à une appréciation plus marquée du dollar. Et si l'histoire venait à se répéter, et que le communiqué du G7 était le pendant des accords du Plaza de septembre 1985 (c'est un grand « si »), la marge de baisse du dollar devient large : sur une période de 18 mois (temps écoulé entre le Plaza et les accords du Louvre en février 1987), elle serait de 10 % environ en termes de taux de change effectif réel, de 35 % vis-à-vis du yen et de 30 % vis-à-vis de l'euro (ce qui l'amènerait fin 2004 à 1,5 dollar).



## I. Balance des paiements des États-Unis

En milliards de dollars, données cvs non annualisées

	2000	2001	2002	2003	
				T1	T2
<b>Compte courant</b>	- 409	- 390	- 489	- 139	- 139
Compte de capital	- 1	- 1	- 1	0	0
Compte financier	456	416	528	141	149
<b>Entrées nettes de K longs</b>	456	370	418	89	196
Investissements directs	162	32	- 98	0	- 20
<i>Sortants</i>	- 159	- 120	- 138	- 34	- 32
<i>Entrants</i>	321	152	40	34	12
Investissement de portefeuille	258	338	425	48	158
<i>Sortants</i>	- 122	- 85	16	- 27	9
<i>Entrants</i>	379	423	409	75	149
Titres publics	- 77	- 7	96	15	61
Titres autres que publics	455	407	291	56	87
Actions	192	119	55	- 2	21
Obligations privées	263	287	236		
Autres	1	24	22	5	1
Entrées nettes de K officiels	36	0	91	41	57
<b>Entrées nettes de K courts</b>	0	46	110	52	- 47
Erreurs et omissions nettes*	46	24	38	2	10

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

■ Hélène Baudchon

## 2. Origines des achats nets de titres longs américains

En milliards de dollars, données annualisées

	2000	2001	2002	2003 S1
<b>Royaume-Uni</b>	166	184	186	168
Titres obligataires du Trésor	- 34	- 7	61	20
Titres obligataires des agences gouvernementales	30	44	33	43
Obligations privées américaines	111	109	77	104
Actions américaines	59	38	15	1
<b>Europe hors Royaume-Uni</b>	129	79	59	152
Titres obligataires du Trésor	- 17	- 13	- 18	44
Titres obligataires des agences gouvernementales	23	17	23	10
Obligations privées américaines	17	26	34	77
Actions américaines	106	50	18	21
<b>Japon</b>	52	57	92	154
Titres obligataires du Trésor	11	16	31	100
Titres obligataires des agences gouvernementales	24	28	38	47
Obligations privées américaines	16	6	11	7
Actions américaines	2	7	12	- 2
<b>Asie hors Japon</b>	52	111	109	148
Titres obligataires du Trésor	- 9	20	25	36
Titres obligataires des agences gouvernementales	35	54	60	79
Obligations privées américaines	7	22	16	20
Actions américaines	20	16	9	13

Source : Trésor américain.

## 3. Balance des paiements de la zone euro

En milliards d'euros, données cvs non annualisées

	2000	2001	2002	2003	
				T1	T2
<b>Compte courant</b>	- 66	- 19	60	3	- 5
Compte de capital	10	10	12	2	3
Compte financier	67	- 25	- 132	- 31	- 42
Investissements directs	- 17	- 103	- 34	- 8	3
<i>Sortants</i>	- 443	- 259	- 164	- 41	- 9
<i>Entrants</i>	427	156	130	33	12
Investissement de portefeuille	- 112	65	108	3	32
<i>Sortants</i>	- 409	- 291	- 178	- 51	- 84
Actions	- 286	- 108	- 41	10	- 23
Obligations	- 123	- 183	- 137	- 61	- 60
<i>Entrants</i>	297	356	286	54	115
Actions	50	233	88	5	21
Obligations	248	123	198	49	94
Autres flux	181	- 1	- 191	- 38	- 75
Produits financiers dérivés	- 3	- 4	- 14	0	- 4
Avoirs de réserve	18	18	- 2	12	3
Erreurs et omissions nettes*	- 11	35	61	26	44

\* 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.

■ Hélène Baudchon

## États-Unis : croissance d'élection

### Le premier semestre crée la surprise

La croissance au premier semestre 2003 a créé la surprise, contrastant avec la stagnation européenne. S'y est ajoutée l'annonce par le NBER de la fin officielle de la récession : le creux d'activité aurait été atteint en novembre 2001, faisant de cette récession une des plus courtes (8 mois) et une des moins sévères (la croissance du PIB en 2001 n'a pas été négative en moyenne).

La croissance au premier trimestre 2003 a été modeste, mais compte tenu des craintes suscitées à l'époque par l'environnement géopolitique, + 0,4 % est une performance satisfaisante. Malgré des indicateurs conjoncturels mitigés, l'activité a nettement rebondi dès le deuxième trimestre (+ 0,8 %). Mais ces rythmes tiennent pour beaucoup aux évolutions des dépenses publiques et, plus précisément, à la manière dont les comptes nationaux comptabilisent les dépenses militaires afférentes à la guerre en Irak. Malgré la poursuite de la préparation du conflit et son déclenchement le 19 mars, ces dépenses ont baissé au premier trimestre (entraînant la quasi-stagnation des dépenses publiques totales). Cela est dû au fait que les dépenses de munitions sont comptabilisées (comme consommation de biens non durables) non pas lorsqu'elles sont utilisées mais lorsqu'elles sont produites et livrées aux militaires. *A contrario*, la montée en puissance du soutien logistique aux troupes sur place, associée à la progression de la rémunération des réservistes mobilisés (du fait de leur nombre croissant), explique le bond de 10 % des dépenses militaires au second trimestre (soit la plus forte progression de ce poste depuis la guerre de Corée). Les dépenses publiques ont ainsi contribué pour moitié à la croissance du deuxième trimestre.

L'autre moitié s'explique par les autres composantes de la demande intérieure finale. Les variations de stocks, comme au premier trimestre, et le commerce extérieur ont ponctionné la croissance de quelques dixièmes de point. Les importations ont progressé en ligne avec le dynamisme de la demande intérieure, mais les exportations sont restées orientées à la baisse, le jeu de la dépréciation du dollar, en plus de délais de transmission habituellement longs, étant contrarié par la faiblesse de la demande adressée aux États-Unis. Du côté des bonnes nouvelles, la progression du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages, appuyée par une baisse de leur taux d'épargne et par les renégociations de prêts immobiliers, a alimenté une progression soutenue de leur consommation et de l'investissement logement. Au premier trimestre, le redémarrage de l'investissement productif privé, visible tout au long de l'année 2002, a trébuché, sous le coup de sa composante la plus volatile, l'investissement en équipements de transports. Mais lorsque, au deuxième trimestre, ce dernier a moins baissé alors que l'investissement en TIC continuait sur sa lancée (renouant, à 4 %, avec des rythmes de croissance similaires à ceux des années fastes) et que l'investissement en bâtiments se redressait également (pour la première fois depuis l'entrée en récession), le rebond de l'investissement productif a été conséquent.

## Les indicateurs conjoncturels aussi

Contrairement à il y a seulement quelques mois, l'orientation générale des indicateurs conjoncturels est bonne, plaidant pour une croissance encore dynamique d'ici la fin 2003. Dans ces indicateurs, on compte la confiance des entrepreneurs, aussi bien du secteur manufacturier que des services ; les commandes industrielles ; les ventes de l'industrie et du commerce ; la production industrielle ; les permis de construire, les ventes et reventes de maisons ; le revenu des ménages ; et l'indicateur composite avancé, dont l'indice de diffusion sur 6 mois était, en août, largement au dessus de 50 %, révélant une solide base de croissance.

Plusieurs éléments viennent tempérer cet enthousiasme. L'élément très positif qu'ont constitué les renégociations de prêts (et les liquidités qu'elles dégageaient) va s'épuiser avec la remontée des taux longs. Les prix de l'immobilier pourraient s'en trouver affectés et donc la richesse nette des ménages. Le dynamisme de leur consommation et de l'investissement logement devrait s'en ressentir, même s'il n'est guère possible de savoir précisément avec quelle ampleur. À ceci s'ajoute la confirmation d'une reprise sans créations d'emplois (voir encadré « L'état incertain du marché du travail américain » dans la partie « Les entreprises sous de meilleurs auspices »). Et le niveau encore élevé du taux de chômage (6,1 % en septembre) pèse sur la confiance des ménages. Enfin, les indicateurs étaient également bien orientés au tournant de 2001-2002, et pourtant la reprise s'est tassée dans le courant de 2002.

## (Dés)équilibres de la croissance

Certes, à l'automne 2003, la Bourse est mieux orientée qu'elle ne l'était en 2002 ou même début 2003 (disparition de l'aversion au risque), mais certains des déséquilibres, hérités du cycle précédent, qui ont fait vacillé l'économie en 2002, pèsent toujours sur l'économie. Ils concernent l'ensemble des agents : surendettement des ménages (avec une dette brute représentant presque 80 % du PIB), alors que leur patrimoine brut a tout juste retrouvé son niveau d'avant l'éclatement de la bulle (soit l'équivalent d'un peu moins de 5 fois le PIB) ; endettement des entreprises à peine stabilisé en points de PIB (à environ 68 %), alors que la faiblesse historique du TUC révèle des excès de capacités rampants ; creusement du déficit public (2,4 % du PIB en 2002, 4,3 % attendus en 2003) ; déficit courant sur la corde raide (à 5 % du PIB).

Et le *policy mix*, franchement expansionniste, joue avec le feu. Le soutien de la croissance, par le biais de taux d'intérêt particulièrement bas et de réductions d'impôts et mesures fiscales diverses, se fait au prix d'un entretien de ces déséquilibres. En même temps, la situation n'est pas si noire puisque ces taux bas ont permis de restructurer les dettes et d'en stabiliser le service. Et la préférence pour l'endettement à très long terme (30 ans) à taux fixes fait que les ménages sont relativement prémunis contre une hausse des taux. Entre deux maux (enlisement de la croissance virant au risque de déflation et endettement excessif), la Réserve fédérale et l'administration Bush ont choisi de soigner celui qui leur semblait le plus coûteux en bien-être s'il survenait (la déflation), repoussant à plus tard la gestion du second (supposant qu'il resterait maîtrisé tant qu'il y aurait de la croissance et des taux d'intérêt bas).

## ■ Hélène Baudchon

Notre scénario de croissance leur donne raison (la croissance américaine sera plutôt dynamique d'ici la fin 2003 et en 2004), au bémol près de l'évolution de l'emploi, freinée par le maintien de gains de productivité élevés. Cette hypothèse implique une baisse limitée du taux de chômage mais un soutien à la croissance des salaires. Combinée à une progression également soutenue des autres composantes du revenu et à un ralentissement de l'inflation, cette évolution permet une accélération de la croissance du pouvoir d'achat du revenu des ménages entre 2003 et 2004. Si ces derniers semblent partis pour consommer une bonne part des nouvelles réductions d'impôts, elles constituent aussi une opportunité pour reconstituer leur épargne (*dixit* les chiffres de juillet et d'août) et engager, dans de plutôt bonnes conditions, un processus de désendettement. Le taux d'épargne gagnerait ainsi un peu plus de 1 point entre 2003 et 2004 tandis que la croissance de la consommation n'accélérerait pas au-delà de 3 %. Et ce n'est pas la stabilisation du déficit des administrations publiques en 2004 au même niveau qu'en 2003 (soit 4,3 % du PIB) qui peut les inciter à desserrer davantage les cordons de leur bourse. Cette stabilisation se fait sous l'hypothèse, assez héroïque, surtout pour une année électorale, que l'administration Bush parvient à tenir la discipline annoncée en matière de dépenses discrétionnaires, et que les finances locales se rétablissent. Le coût du *Jobs and Growth Tax Reconciliation Act* de mai 2003 est intégré, ainsi que les 87 milliards de dollars supplémentaires demandés par Bush début septembre pour financer les opérations militaires en Irak et en Afghanistan et la reconstruction de ces pays. L'impulsion budgétaire est encore largement positive en 2003 mais disparaît presque en 2004<sup>1</sup>.

L'amélioration des déterminants réels et financiers de l'investissement, combinée à des incitations fiscales, autorise une prise de relais de la consommation par l'investissement productif privé. La remontée du taux d'investissement, amorcée au deuxième trimestre 2003, s'engage ainsi nettement à partir du début 2004. Ce renouveau de l'investissement s'accompagne d'un restockage progressif et donc d'une croissance soutenue des importations. Or les exportations profitent en même temps du redressement de la demande adressée aux États-Unis et de légers gains de parts de marché. Croissant un peu plus vite que les importations, elles permettent une stabilisation du déficit courant à 5 % du PIB.

Ce scénario, qui se solde par une croissance du PIB de 2,5 % en 2003 puis de 3,2 % en 2004, est moins optimiste que d'autres car il suppose la normalisation de certains déséquilibres. La croissance avoisine son rythme potentiel, mais comme elle ne le dépasse pas durablement, l'*output gap* ne se referme pas. Aux évolutions du pétrole près, l'inflation reste orientée à la baisse. La Réserve fédérale peut et doit, dans ces conditions, appliquer à la lettre son discours et maintenir, « pour une durée considérable », les taux d'intérêt à leur niveau actuel.

1. Pour plus de détails voir les encadrés « Détails du *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act* » et « De l'état délicat des finances des États » dans la partie « Convergence vers la neutralité budgétaire ».

## 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				
<b>PIB</b>	1,2	0,3	1,0	0,3	0,4	0,8	1,1	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,3	2,4	2,5	3,2
Consommation des ménages	0,8	0,4	1,0	0,4	0,5	0,9	1,2	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	2,5	3,1	2,9	2,8
Dépenses publiques <sup>1</sup>	1,4	0,4	0,7	1,1	0,1	2,1	0,2	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	3,7	4,4	3,3	1,9
FBCF totale	-0,3	-0,3	-0,1	1,0	-0,2	1,7	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4	2,0	-4,0	-3,5	2,5	5,4
Dont																
Logement	3,4	0,7	0,3	2,3	2,4	1,6	1,5	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	3,9	6,8	3,2
Productive privée	-1,5	-0,6	-0,2	0,6	-1,1	1,8	0,8	1,2	1,6	1,7	1,7	2,5	-5,2	-5,7	1,1	6,1
Exportations de biens et services	0,9	3,4	1,1	-1,5	-0,3	-0,2	2,0	2,2	1,9	1,9	2,0	2,0	-5,4	-1,6	1,3	7,6
Importations de biens et services	2,1	5,1	0,8	1,8	-1,6	2,1	2,3	1,7	1,6	1,6	1,6	1,9	-2,9	3,7	4,6	7,2
Variations de stocks, en points de PIB	-0,3	0,1	0,2	0,3	0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,7	0,1	0,0	0,2
<b>Contributions</b>																
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,3	0,8	0,7	0,3	1,3	1,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	1,6	2,3	3,1	3,2
Variations de stocks	0,7	0,3	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-1,2	0,6	-0,1	0,3
Commerce extérieur	-0,2	-0,4	0,0	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,7	-0,6	-0,4
Prix à la consommation <sup>2</sup>	1,2	1,3	1,6	2,2	2,2	2,2	2,2	2,4	1,9	2,1	1,9	1,7	2,8	1,6	2,4	1,9
Taux de chômage, en %	5,6	5,9	5,8	5,9	5,8	6,2	6,1	6,2	6,3	6,3	6,2	6,1	4,8	5,8	6,1	6,2
Solde courant, en points de PIB	-4,1	-4,7	-4,7	-4,9	-5,2	-5,1	-4,9	-4,9	-4,9	-4,9	-5,0	-5,0	-3,9	-4,6	-5,0	-5,0
Solde public, en points de PIB													0,4	-2,4	-4,3	-4,3
Impulsion budgétaire													0,6	2,9	1,8	0,2
PIB zone euro	0,3	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	1,6	0,9	0,5	1,6

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, comptes définitifs du deuxième trimestre 2003-26 septembre 2003), Bureau of Labor Statistics (BLS), Congressional Budget Office (CBO), prévisions OFCE.

■ Elena Stancanelli

## Japon : l'économie réelle l'emporte sur les prix

Le PIB japonais a augmenté plus rapidement que prévu aux deux premiers trimestres de l'année 2003, respectivement de 0,6 % et de 1 % en volume. Le taux de croissance de l'économie japonaise s'améliore progressivement depuis une année et demie, après avoir touché un point bas au premier trimestre 2002. Cependant la croissance du PIB en valeur est de 0 % au premier trimestre 2003 et de 0,3 % au deuxième, reflétant des variations encore négatives du déflateur du PIB.

Le rebond de croissance s'explique en partie par des facteurs de nature temporaire, tels que : une forte diminution des importations suite à la chute des voyages de japonais à l'étranger par peur du SRAS ; l'augmentation de la consommation privée de cigarettes en anticipation de leur augmentation de prix ; l'augmentation des achats de voitures diesel par les entreprises avant la date butoir d'octobre pour l'introduction de nouvelles normes environnementales ; une brusque augmentation en juin 2003 des investissements en logement, de nouvelles normes de construction s'appliquant à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2003.

Au-delà de ces facteurs exceptionnels, l'investissement productif privé (+ 6,8 %, en volume au premier semestre 2003) a tiré la croissance. En valeur, la hausse est plus faible mais positive (2,7 %), le déflateur des investissements productifs chutant de - 3,8 % au premier semestre 2003 (graphique). Le rebond des investissements productifs est alimenté par la baisse des prix et porté par l'augmentation d'achats de véhicules diesel. Toutefois, la confiance des investisseurs s'est nettement améliorée, à la suite de la remontée des profits et du rebond des indices boursiers (le Nikkei est au dessus de 10 000 en septembre 2003, contre moins de 9 000 auparavant).

### La déflation s'atténue

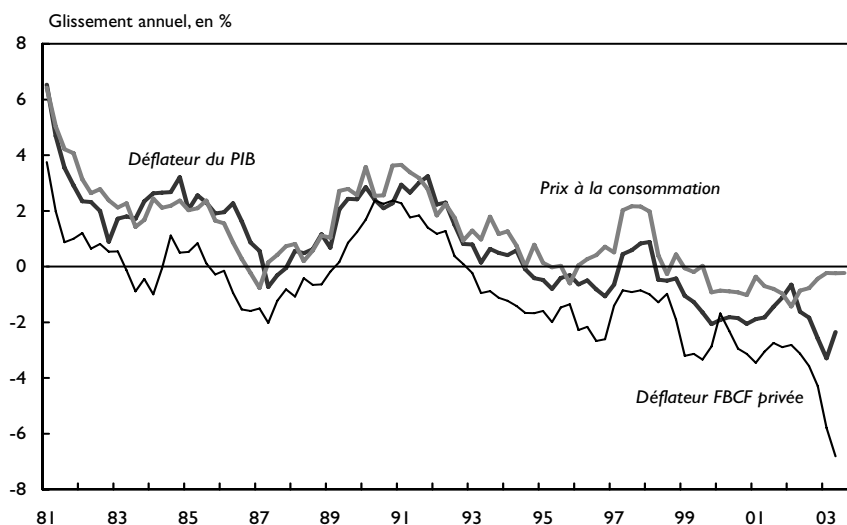
On enregistre un infléchissement des tendances déflationnistes, dû essentiellement à des facteurs transitoires, tels que l'augmentation du prix du pétrole et les fluctuations du déflateur des dépenses publiques, le mois du paiement des bonus aux employés du secteur public ayant été changé. La baisse des prix à la consommation se ralentit, enregistrant une variation négative de - 0,2 % aux deux premiers trimestres 2003, en glissement annuel (contre - 1,4 % l'année précédente). La réforme du système de santé a augmenté la proportion de frais médicaux payés par les ménages, poussant à la hausse l'indice des prix à la consommation.

Tandis que la déflation ralentit, dans l'économie réelle les tendances suivantes se dégagent.

La consommation des ménages a augmenté dans la première moitié de l'année 2003 de 0,4 % par trimestre, en volume, après avoir enregistré une croissance trimestrielle nulle à la fin 2002. Cette progression s'explique par la stabilisation du taux de chômage (5,3 %) et la progression des salaires réels. En juin 2003, le salaire réel était en hausse de 2,9 %, en glissement annuel, et les bonus de 6,3 %.



## Évolution des prix



Sources : Economic and Social Research Institute, Cabinet Office ; Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications.

La consommation publique a augmenté au premier trimestre 2003 de 0,4 % (contre 0 % fin 2002), pour diminuer dans le second trimestre de 0,1 % suite à la réforme du système de santé. Les remboursements de médicaments ont touché tous les assurés, y compris les retraités.

Les investissements en logement ont diminué pour le sixième trimestre consécutif. Cette tendance à la baisse perdure depuis trois ans. Toutefois, une forte augmentation a été enregistrée en juin 2003. De nouvelles normes de construction pour la prévention des allergies aux contenus chimiques de matériaux de construction sont entrées en vigueur au 1er juillet 2003. La réduction de l'impôt sur les prêts immobiliers s'arrête à la fin 2003.

Les investissements publics ont diminué fortement au deuxième trimestre 2003, marquant le cinquième trimestre de variation fortement négative sur la période précédente, le gouvernement japonais essayant d'améliorer son solde public (- 7,1 % en 2003).

Les importations ont augmenté faiblement au premier trimestre 2003 et diminué nettement au deuxième trimestre, enregistrant une variation négative de 1,6 %. Cette dernière est essentiellement due à une diminution des importations de services, attribuée au SRAS. Malgré l'appréciation du yen, les exportations japonaises ont augmenté, tirées par les IDE japonais en Chine (exportations de services).

■ Elena Stancanelli

## La croissance serait au-dessus du potentiel

Certaines tendances positives se dégagent et laissent entrevoir un rebond de l'économie japonaise. Les profits des entreprises se rétablissent, permettant le remboursement de dettes. Le nombre de faillites est en forte diminution, enregistrant une variation annuelle négative de - 12,3 % sur la moyenne de janvier à août 2003, et de - 19,8 % pour le seul mois d'août 2003. Les banques reprennent espoir quant à la qualité des créances et les conditions de crédit se détendent. La bourse se reprend et entretient un cercle vertueux. Le taux d'intérêt sur les obligations publiques à dix ans augmente à 1,5 à la mi-septembre 2003, en rupture avec les baisses continues des dernières années (0,5 en juin 2003). Le taux court reste toujours quasi nul, mais le taux interbancaire se tend.

Selon nos prévisions, la croissance serait au-dessus du potentiel (estimé à 1,3 par l'OCDE) en 2003 et en 2004, tirée par les exportations, qui repartiraient à partir du troisième trimestre 2003. Le fort rebond des croissances américaine et asiatique participe au dynamisme des exportations japonaises. Ces dernières seraient aussi poussées à la hausse par la poursuite des IDE japonais en Chine.

L'investissement productif privé s'ajusterait au deuxième semestre 2003 pour compenser le gonflement du premier semestre et redémarrerait en 2004, tiré par le rebond de la confiance. Cependant, il existe encore dans l'économie japonaise, des excès de capacité productive et des problèmes structurels frappant surtout les petites et moyennes entreprises (endettement, rupture de liens traditionnels avec les grands groupes). Ce sont surtout les grandes entreprises qui investissent.

La consommation privée resterait modérée au deuxième semestre 2003 et en 2004, à la suite de la baisse du pouvoir d'achat des retraités et aux faibles progressions des salaires réels. Les entreprises poursuivraient l'ajustement de l'emploi surtout dans l'industrie en 2004.

Le budget 2004 (mars 2004-avril 2005) serait fortement déficitaire (- 7 %) selon les premières indications, mais il n'existe pas encore de sources officielles sur les prévisions de dépenses et recettes publiques pour l'année fiscale 2004. Nous avons écarté la possibilité que les autorités japonaises profitent du rebond de la croissance pour réduire leur déficit, car elles ne souhaiteraient pas déprimer davantage la consommation privée, dans un climat encore déflationniste.

Le yen s'apprécierait encore légèrement vis-à-vis du dollar (1 dollar valait 116 yens à la mi-septembre 2003 contre 122 fin 2002), pour se déprécier en 2004.

Selon nos prévisions, le processus déflationniste devrait se prolonger, alimenté par la faiblesse de la demande et la rapidité du progrès technologique. Toutefois les pressions déflationnistes seraient moins prononcées qu'auparavant. La baisse des prix à la consommation continuerait de ralentir par effet de la hausse du prix des cigarettes, due à l'augmentation de la taxe sur le tabac, et de la hausse du prix du riz, due aux conditions climatiques défavorables de l'été 2003.

## JAPON : L'ÉCONOMIE RÉELLE L'EMPORTE SUR LES PRIX ■

JAPON

## 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				
<b>PIB</b>	0,2	0,9	0,8	0,6	0,6	1,0	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,2	2,5	1,4
Consommation des ménages	0,5	0,2	0,7	0,0	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,7	1,3	1,3	1,2
Consommation publique	0,5	0,2	0,8	0,0	0,4	-0,1	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	2,5	2,3	1,0	1,3
FBCF totale	-0,5	-0,8	0,4	1,5	0,7	2,6	-0,6	-0,8	0,0	0,1	0,3	0,5	-1,2	-4,7	3,3	0,1
Dont																
Productive privée	-1,1	-0,2	1,9	3,6	2,5	4,7	-0,5	-1,0	0,5	1,0	1,2	1,5	1,0	-4,7	9,4	2,4
Logement	-2,4	-0,4	-0,1	-0,8	-1,0	-0,3	-2,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-5,4	-4,8	-3,2	-4,3
Publique	2,0	-2,6	-2,8	-2,5	-3,2	-1,9	0,0	0,0	-1,0	-2,0	-2,0	-2,0	-4,1	-4,9	-8,3	-4,4
Exportations de biens et services	5,4	6,9	0,1	4,3	0,6	0,8	2,0	1,5	1,8	2,0	2,1	2,1	-6,0	8,1	7,6	7,4
Importations de biens et services	0,9	3,6	2,6	1,4	0,6	-1,6	2,0	1,5	1,2	1,0	1,0	1,0	0,1	2,0	4,1	4,5
Variations de stocks, en points de PIB	-1,0	-0,4	0,0	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,1	-0,1
<b>Contributions</b>																
Demande intérieure hors stocks	0,2	-0,1	0,6	0,4	0,4	0,9	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	1,0	-0,2	1,7	0,9
Variations de stocks	-0,5	0,5	0,4	-0,2	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,3	0,0
Commerce extérieur	0,5	0,4	-0,2	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,7	0,7	0,5	0,5
Prix à la consommation *	-1,4	-0,9	-0,8	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,7	-0,9	-0,2
Taux de chômage, au sens du BIT	5,3	5,3	5,4	5,4	5,3	5,4	5,3	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,0	5,4	5,4	5,4
Solde courant, en points de PIB													2,3	2,9	3,1	3,5
Solde public, en points de PIB													-6,1	-7,1	-7,3	-7,3
Impulsion budgétaire													-0,5	0,9	0,3	-0,1
PIB zone euro	0,3	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	1,6	0,9	0,5	1,6

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

Sources : Economic and Social Research Institute, Cabinet Office (comptes publiés le 16 septembre 2003) ; Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications ; Ministry of Health, Labor and Welfare ; prévisions OFCE.

■ Éric Heyer

## Asie : l'ombre chinoise

En 2003, malgré l'épidémie de SRAS, les incertitudes économiques, le risque de déflation et la menace terroriste, la croissance de la zone devrait être proche de celle de l'an passé (6 %). Les pertes enregistrées au cours du premier semestre seraient compensées par une politique budgétaire axée sur la dépense publique et des exonérations fiscales, combinée à une politique monétaire accommodante et une stratégie de change agressive, un dynamisme des échanges lié à la reprise attendue dans la deuxième partie de l'année aux États-Unis, où les pays d'Asie de l'est écoulent entre 20 et 30 % de leurs exportations et à l'amélioration de la situation conjoncturelle au Japon.

### I. Zone Asie détaillée : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : FMI, prévisions OFCE.

### Qui a le plus souffert du SRAS ?

Désormais sous contrôle, la maladie n'a eu qu'un impact modéré sur la croissance de la région. Selon la Banque asiatique de développement, le SRAS va coûter à peine un demi point de croissance à la région cette année. Les effets négatifs du syndrome varient bien sûr d'un État à l'autre, en fonction du poids du secteur touristique et du degré d'ouverture de l'économie. Les trois pays les plus touchés sont Hong Kong (- 1,8 point de croissance), Singapour (- 1,1) et Taïwan (- 0,9). Et les plus résistants, la Chine (- 0,2) et la Corée du Sud (- 0,2).

Les raisons du dynamisme des échanges commerciaux sont de deux ordres : d'une part, celui-ci est auto-entretenu. Le commerce intra zone représente 40 % des échanges asiatiques. La Chine joue à cet égard un rôle prépondérant en absorbant 20 % des exportations intra zone. D'autre part, la reprise des exportations est due à une dépréciation du taux de change effectif réel qui reflète une stratégie différente selon les pays : ceux qui ont opté pour un régime de change variable (Philippines, Thaïlande, Singapour,

Taiwan) ont bénéficié d'une forte stimulation monétaire grâce à des taux d'intérêt faibles ; les autres, dont la monnaie est arrimée au dollar, ont bénéficié du repli de la devise américaine (Chine, Hong Kong et Malaisie).

## 2. Zone Asie : résumé du commerce extérieur

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
Importations	- 1,7	7,5	11,1	10,5
Exportations	- 4,2	10,4	10,9	13,6
Demande adressée	- 0,6	4,3	7,2	7,8

Sources : FMI, prévisions OFCE.

### Les risques sont de deux natures

L'important soutien budgétaire depuis la crise de la fin des années 1990 se traduit depuis 2000 par un déficit budgétaire pour l'ensemble des pays d'Asie à l'exception de la Corée du Sud. Le soutien de l'activité par une politique budgétaire expansionniste pourrait être limité dans l'avenir par crainte de la réaction des marchés. En Chine, plusieurs facteurs risquent de freiner à moyen terme le recours à des mesures budgétaires : le fardeau de la dette (120 milliards d'euros) pourrait apparaître moins tenable à terme ce qui pourrait entamer la confiance envers les banques qui détiennent des montants importants d'obligations d'État.

Le poids de la Chine est-il trop important ? Entre 1991 et 2002, la part du pays dans le PIB de la région a plus que doublé, dépassant 17 %. Les exportations chinoises ont récemment augmenté plus vite que celles des autres économies émergentes d'Asie et le flux d'investissement en direction de l'Asie s'est concentré sur la Chine. Cette dernière, déjà bien placée pour les produits manufacturés à forte intensité de main-d'œuvre, devrait gagner une large part du marché mondial de l'habillement et des textiles qui sera libéralisé en 2005. Enfin, elle incorpore davantage de valeur ajoutée et ses exportations de machines et de biens à haute technologies s'accroissent rapidement, notamment dans l'électronique : elle concurrence à cet égard la Malaisie et Singapour : certaines unités de production des secteurs de haute technologie se sont déplacées des économies émergentes de l'est asiatique ou du Japon vers la Chine. La persistance du dynamisme exportateur de la Chine pose la question de la réévaluation du yuan qui est arrimé au dollar depuis 1994 par le biais d'importantes réserves de change (316 milliards de dollars en mai 2003) et qui profite de la chute du billet vert depuis deux ans. Si la réévaluation du yuan semble conforme aux fondamentaux économiques, elle ne résoudrait qu'une partie du déséquilibre : la compétitivité chinoise repose principalement sur de faibles coûts salariaux unitaires, avec des coûts de production 35 fois inférieurs à ceux des États-Unis et 10 fois en dessous de ceux de Taïwan. Par ailleurs la moitié des exportations chinoises sont générées par des entreprises étrangères installées en Chine.

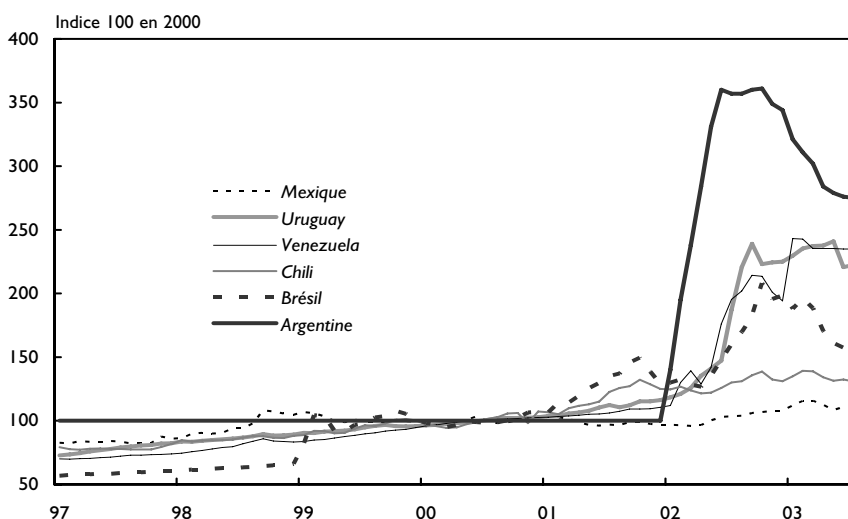
■ Christine Riffart

## Amérique latine : convalescence

Après une année 2002 de récession, la levée de certaines incertitudes, notamment politiques (Brésil, Argentine, Venezuela,..) laisse entrevoir une amélioration en 2003. Néanmoins, les rythmes de croissance demeurent insuffisants pour insuffler une dynamique vertueuse et réduire les sources d'instabilité. Les ajustements structurels se poursuivent et pèsent sur les performances économiques des pays tandis que les avantages de compétitivité engrangés par la dépréciation des monnaies en 2001 et 2002 s'épuisent.

Les capitaux étrangers, hors investissements directs, sont revenus progressivement vers la zone au premier semestre 2003. Avec le retour d'anticipations plus favorables, les primes de risques sur le marché des titres de dette souveraine ont baissé, favorisant ainsi de nouvelles émissions. Le retour des capitaux combiné à une balance des opérations courantes en nette amélioration (l'équilibre est prévu pour 2003) ont soutenu le marché des changes. À l'exception du bolivar vénézuélien mis sous contrôle strict en février dernier, les autres monnaies se sont raffermies par rapport au dollar, profitant de son affaiblissement face aux autres devises fortes (graphique).

Indices de taux de change par rapport au dollar



Source : FMI.

Malgré l'amélioration des variables financières, l'activité reste déprimée. Le PIB brésilien a baissé tout au long du premier semestre (-1,3 % au deuxième trimestre sur un an). Au Mexique et au Chili, l'activité s'est ralentie (0,2 % et 2,7 % respectivement sur la période). Seule l'Argentine, après une baisse de 20 % de son PIB sur quatre ans, connaît un rebond d'activité depuis le milieu 2002 (6,6 % sur la même période). Au Venezuela, la reprise s'est amorcée avec la fin de la grève générale en février dernier (-9,4 % sur la période). Les troubles de 2002 ont engendré des pressions inflationnistes et

## AMÉRIQUE LATINE : CONVALESCENCE ■

des dérapages dans les finances publiques que les politiques économiques tentent de résorber. Dans tous les pays, l'inflation est sous contrôle au prix de politiques monétaires très restrictives, sauf au Chili. La baisse des taux d'intérêt est amorcée mais les taux réels restent élevés (au Brésil, le taux Selic est passé de 26,5 % en juin à 20 % mi-septembre mais le taux réel est à 12 %). La dégradation des finances publiques a conduit à des politiques d'ajustement pro-cycliques destinées à dégager d'importants excédents primaires et stabiliser les ratios de dette. Dans ce contexte, les demandes intérieures sont asphyxiées. Seules, les exportations fournissent un soutien à l'activité. En 2001 et 2002, d'importants gains de parts de marché ont été réalisés, notamment par le Brésil et l'Argentine. Le Mexique, par contre, pénalisé par son taux de change et la concurrence chinoise sur le marché des États-Unis, enregistre une détérioration de ses parts.

## Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
PIB	0,1	- 0,6	1,6	3,6
Argentine	- 4,4	- 10,9	6,0	3,5
Brésil	1,4	1,5	0	3,5
Mexique	- 0,3	0,9	1,8	3,7
Importations	2,8	- 4,6	2,5	6,6
Exportations	5,1	5,0	6,9	8,8
Demande adressée	1,4	0,3	6,2	7,1

Sources : FMI, calculs et prévisions OFCE.

En 2003 et 2004, la reprise de la demande adressée devrait donc soutenir les exportations. En l'absence de nouveaux chocs, la demande intérieure se raffermirait progressivement sous l'effet de la détente monétaire et du maintien de la confiance des investisseurs étrangers. En 2004, la croissance du PIB de la région s'accélérerait à 3,6 %. En **Argentine**, la croissance sera vive en 2003 et pourrait s'essouffler en 2004. Le 20 septembre, un nouvel accord a été conclu avec le FMI pour un prêt de 12,55 milliards de dollars sur trois ans (21 milliards avec l'ensemble des organismes multilatéraux ) et destiné au refinancement de la dette envers le Fonds. Simultanément, les autorités ont présenté à leurs créanciers privés un plan de restructuration portant sur les 94,3 milliards de titres en défaut depuis décembre 2001. Un abandon de 75 % de la valeur faciale des titres est proposé, ce qui réduirait de moitié le taux d'endettement du secteur public. Néanmoins, les problèmes de la recapitalisation du secteur bancaire et de la dette des entreprises privées restent en suspens. Au **Brésil**, même sous l'hypothèse d'une reprise au second semestre, l'activité devrait stagner en 2003. Des discussions sont en cours avec le FMI pour un nouvel accord, l'actuel arrivant à échéance en décembre prochain. Au **Mexique** la croissance devrait tirer parti de celle des États-Unis. Au **Chili, Pérou et autres petits pays plus ouverts**, la reprise du commerce mondial et le raffermissement du prix des matières premières hors pétrole devraient jouer positivement sur l'activité.

■ Gaël Dupont

## Europe centrale et orientale : bienfaits de l'élargissement

Après le succès des référendums d'adhésion en Estonie et en Lettonie en septembre 2003, les huit pays d'Europe centrale et orientale candidats<sup>1</sup> ont franchi la dernière étape du processus d'adhésion à l'Union européenne (UE) avant l'entrée effective en mai 2004. Des progrès considérables ont été réalisés sur le plan structurel en un peu plus de dix ans, accélérés par la perspective de l'élargissement. L'intégration commerciale avec l'UE a été très rapide et la convergence des niveaux de vie est en cours. Depuis plusieurs années, la perspective d'entrée dans l'Union stimule les entrées de capitaux qui financent les déficits courants et favorisent l'investissement et les gains de productivité. Ces derniers permettent de concilier une croissance rapide des revenus et une amélioration de la compétitivité.

Malgré la persistance de ces facteurs structurels favorables, les pays d'Europe centrale et orientale ont subi le ralentissement mondial en 2002. En 2003, la reprise est stimulée par le commerce extérieur et l'investissement. La politique économique reste assez accommodante, du fait de la dépréciation des taux de change et du maintien des déficits publics. L'économie russe est sur une dynamique de croissance forte stimulée par la bonne tenue des secteurs exportateurs.

### Accélération progressive

En 2002 et 2003, le commerce extérieur des pays d'Europe centrale a pâti non seulement des difficultés de la faible conjoncture européenne, mais aussi de la forte appréciation des taux de change réels depuis la fin des années 1990. Mais au cours du premier semestre 2003, la plupart des pays candidats à l'UE ont vu leurs devises se déprécier par rapport à l'euro. La baisse a été sensible en Pologne et en Hongrie : de l'ordre de 12 % entre le début de l'année et mi-juillet 2003.

La reprise fin 2003 est la conséquence de la hausse de la demande adressée, mais aussi des gains de compétitivité engendrés par l'évolution des taux de change, et de l'assouplissement des conditions monétaires. L'inflation avait été très basse en 2002 pour des raisons en partie conjoncturelles (produits alimentaires et prix internationaux). Au second semestre 2003, les prix accélèrent légèrement, notamment en Pologne, où l'inflation était nulle en glissement annuel mi 2003, et en République tchèque, où elle était même négative. Cela réduit les taux d'intérêt réels, d'autant que les banques centrales devraient poursuivre la baisse des taux d'intérêt nominaux, particulièrement en Pologne où les taux réels sont encore élevés. En Hongrie, en revanche, les autorités monétaires auront du mal à réduire les taux bien qu'ils soient encore élevés du fait de la persistance de l'inflation.

1. Pologne, République tchèque, Hongrie, Slovaquie, Slovénie et les trois républiques baltes (Lettonie, Estonie et Lituanie) ; la Roumanie et la Bulgarie doivent intégrer l'UE en 2007.



## EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE : BIENFAITS DE L'ÉLARGISSEMENT ■

PECO

L'objectif de la plupart des gouvernants est de modifier l'équilibre du policy mix par un durcissement de la politique budgétaire. Les déficits budgétaires des huit pays entrant dans l'UE en 2004 ont représenté 4,7 % de leur PIB en 2002. Mais la réduction des déficits s'avère difficile économiquement (restructurations, investissements en infrastructures, réforme des systèmes sociaux) et politiquement, notamment en Pologne, où le parti de l'Alliance Démocratique dirige un gouvernement minoritaire. En définitive, la politique économique reste relativement accommodante.

Le principal risque pour l'année 2004 et les années ultérieures concerne le coût social des réformes structurelles. Jusqu'à présent, le relatif consensus politique en faveur de l'adhésion à l'UE a favorisé des réformes rapides. Mais si le coût social des réformes venait à croître, les mécontentements pourraient augmenter, et ralentir le rythme des réformes, surtout une fois l'adhésion réalisée.

## 1. Europe centrale et orientale détaillée : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2001	2002	2003	2004
Europe centrale	52	2,8	2,9	3,3	4,1
<i>Pologne</i>	22	1,0	1,6	2,9	3,9
<i>République tchèque</i>	7,0	3,1	2,0	2,4	3,3
<i>Hongrie</i>	6,0	3,8	3,3	2,6	3,3
<i>Roumanie</i>	5,0	5,3	4,9	4,6	5,0
Russie	38	5,0	4,3	6,0	4,6
Autres ex URSS	10	9,3	6,4	6,4	5,8
Total	100	4,3	3,8	4,7	4,4

Sources : FMI, prévisions OFCE

En 2003 et 2004, l'économie russe bénéficie du niveau élevé des cours des matières premières, ainsi que de la politique budgétaire expansionniste, qui alimentent les revenus et stimulent la demande intérieure. La conjoncture industrielle est bien orientée, particulièrement dans les secteurs exportateurs. L'investissement connaît une reprise, essentiellement dans le secteur pétrolier. La Russie se contente d'être une économie de rente. Hors pétrole et gaz, l'investissement reste faible ainsi que les capacités de production industrielle.

## 2. Europe centrale et orientale : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001	2002	2003	2004
Importations	9,2	13,7	5,1	7,8
Exportations	0,9	15,8	4,6	7,6
Demande adressée	4,0	6,4	5,4	6,6

Sources : FMI, prévisions OFCE,

■ Catherine Mathieu

## Royaume-Uni : la croissance dans sa bulle

Le Royaume-Uni n'a pas échappé au ralentissement de l'activité mondiale du tournant 2002/2003. Mais la croissance du PIB a été malgré tout de 1,8 % en glissement sur un an au deuxième trimestre 2003, soit à nouveau intermédiaire entre celles des États-Unis (+2,5 %) et de la zone euro (+0,4 %). Les effets du ralentissement mondial sur les exportations ont été atténués par le maintien d'une demande intérieure soutenue.

### Des perspectives d'exportations plus favorables

Les exportations de biens et services ont contribué négativement à la croissance (-1,8 point de PIB sur un an au deuxième trimestre 2003). Les exportations de marchandises ont connu une chute de près de 10 % en volume sur un an, particulièrement prononcée vers l'Union européenne (-16 %), qui en absorbe 60 %. Pénalisés par le niveau élevé de la livre depuis 1997, les exportateurs britanniques ont perdu des parts de marché jusqu'en 2003. La contrainte de change s'est allégée depuis un an et demi avec la remontée de l'euro : le taux de change nominal effectif de la livre a baissé de 7 % entre février 2002 et juin 2003, grâce à une dépréciation de 13 % de la livre par rapport à l'euro et malgré une hausse de 17 % par rapport au dollar. Mais les prix relatifs à l'exportation de marchandises restent élevés et les exportateurs ne parviendront probablement pas à stopper l'érosion de leurs parts de marché à l'horizon 2004. Les perspectives de croissance des marchés extérieurs conduisent cependant à envisager une contribution positive des exportations à la croissance de près de 1,5 point en 2004.

De nouveaux débouchés seront les bienvenus pour l'industrie manufacturière qui sort doucement de la récession : la production y est simplement stabilisée depuis le début 2002, tandis que celle de services progresse à des rythmes de 2,5 % l'an. Les enquêtes auprès des industriels se sont orientées à la hausse après l'invasion de l'Irak, à l'exception des perspectives d'investissement restées atones. Les entreprises ont d'ailleurs continué de réduire leurs investissements (-4 % en volume en glissement sur un an au deuxième trimestre 2003). La baisse a été plus prononcée dans l'industrie manufacturière (-13 %), où le maintien du taux d'utilisation des capacités de production à des niveaux inférieurs de 2 points à leur moyenne des vingt dernières années, ne laisse pas non plus présager une remontée rapide des investissements à court terme<sup>1</sup>. L'investissement des entreprises devrait rester très modéré à l'horizon 2004.

1. Selon la CBI (*Focus on Investment, The Impact of Pension Deficits*, juin 2003), la progression de l'investissement des entreprises non financières du secteur privé serait aussi freinée d'ici 2005 par des contributions accrues aux fonds de pension à prestations définies pour compenser les effets passés de dévalorisation boursière. La CBI estime que ces contributions seraient de 8 milliards de livres en 2003 et 12 milliards en 2004 (soit 10 % des investissements annuels). L'effort à fournir est cependant difficile à chiffrer, d'une part parce qu'il dépend de l'évolution à venir des prix des marchés financiers, d'autre part parce qu'il pourra porter sur d'autres coûts des entreprises (rémunérations et impôts - les contributions étant déductibles).

## Vers une demande intérieure moins soutenue

Avec une augmentation de près de 4 % en volume, la consommation des ménages est restée le principal moteur de la croissance. En 2002, le ralentissement de la progression du pouvoir d'achat du revenu (2,5 % contre plus de 5 un an plus tôt) s'est accompagné d'une baisse du taux d'épargne, qui n'était plus que de 4,7 % en 2002 contre 5,7 % en 2001. En 2003, plusieurs facteurs soutiennent la consommation, au-delà de la progression des salaires nominaux de 3 % seulement : le taux de chômage qui reste bas (5,1 % au sens du BIT en août 2003, stable depuis 2001) et les effets richesse. Les prix des actifs boursiers ont augmenté de 20 % d'avril à septembre, ceux de l'immobilier de 20 % en rythme annuel. Sous l'hypothèse d'une progression limitée des prix des actifs boursiers et d'un ralentissement progressif de ceux de l'immobilier, la consommation ralentirait à l'horizon 2004, ce qui permettrait une remontée d'un demi-point du taux d'épargne.

Les dépenses publiques restent le deuxième moteur de la croissance. Les engagements du gouvernement en matière de remise à niveau des systèmes de santé, d'éducation et d'infrastructures se sont traduits par une forte progression des dépenses publiques. Le solde public est devenu déficitaire d'1,4 point de PIB au sens de Maastricht en 2002, soit une dégradation de 2,2 points de PIB et une impulsion budgétaire de près de 2 points de PIB. La part de l'investissement public net dans le PIB est passée de 0,5 % en 2000 à 1 % en 2002 et le gouvernement souhaite l'amener à 2 % du PIB en 2004-2005.

Selon le budget 2003, l'investissement public augmenterait de 47 % en volume cette année et de 8 % l'an prochain. Nous avons supposé que la progression serait un peu moins rapide, comme c'est le cas depuis plusieurs années. La consommation publique croîtrait de 3,75 % en volume cette année et de 4 % l'an prochain, comme prévu dans le budget. L'impulsion budgétaire resterait positive cette année (0,5 point de PIB) et deviendrait pratiquement nulle en 2004 (0,2). Le déficit public serait de 2,7 % du PIB en 2004.

## Politique monétaire : prudence, prudence...

Les conditions monétaires se sont détendues au Royaume-Uni en 2003 mais elles restent plus restrictives que dans la zone euro ou aux États-Unis. Le taux de change effectif réel est supérieur de 7 % à sa moyenne des vingt dernières années ; les taux d'intérêt nominaux et réels à court terme sont plus élevés qu'aux États-Unis et dans la zone euro. La Banque d'Angleterre a porté son taux directeur à 3,5 % le 10 juillet, soit une deuxième baisse de 0,25 point en 2003, suivant celle de même ampleur du 6 février. Les baisses de taux reflètent la prise en compte de risques d'une croissance plus faible que ne le prévoyaient les autorités monétaires britanniques en début d'année en dehors, comme au Royaume-Uni. Pourtant, l'inflation est restée proche de 3 % depuis la fin 2002, donc au dessus de la cible de politique monétaire fixée à 2,5 % pour l'indice des prix de détails hors intérêts hypothécaires (RPIX), alors qu'elle était voisine de 2 pendant les douze mois précédents.

## ■ Catherine Mathieu

Au regard d'une règle de Taylor, la politique monétaire apparaît à peu près neutre à l'automne 2003 (en considérant la cible actuelle de la politique monétaire et l'écart de production estimé à 1,4 par l'OCDE, le taux neutre serait proche de 4). 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 maintiendrait son taux inchangé jusqu'au printemps prochain et l'augmenterait d'un demi-point au second semestre 2004.

En termes d'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), l'inflation n'est par ailleurs que de 1,4 %, inflation qui n'a pas autant accéléré que l'indice RPIX. Les différences d'évolution entre les deux indices résultent pour partie de la méthode d'agrégation (près de 0,5 point dans la période récente), et pour partie des composantes. L'écart n'est donc pas constant, mais, en moyenne, a été de 1 point depuis 1997. Dans la période récente, la prise en compte de coûts liés au logement dans l'indice RPIX et non dans l'IPCH explique à elle seule plus d'un point de l'écart des taux de croissance des deux indices. Les britanniques ont longtemps mis en avant le fait que l'indice RPIX soit une meilleure mesure des prix à la consommation que l'IPCH, mais ce débat appartiendra bientôt au passé. Le gouvernement a en effet annoncé qu'il adoptera une nouvelle cible de politique monétaire lors de la présentation du pré-budget en novembre 2003 : la cible sera dorénavant fixée en terme d'IPCH, dans la perspective d'une entrée, un jour, dans l'Union monétaire... En attendant, la question de la valeur de la nouvelle cible est ouverte.

Le scénario d'un dégonflement progressif des prix de l'immobilier reste central dans notre prévision. Le ralentissement de la hausse des prix a marqué le pas pendant l'été, demeurant proche de 20 % (contre 30 % en octobre 2002, pour l'indice Halifax). Les prix de l'immobilier rapportés au déflateur de la consommation des ménages continuent donc d'augmenter et dépassent le niveau précédant l'éclatement de la bulle du début des années 1990. Le ratio de l'endettement des ménages au revenu a atteint des niveaux très élevés, mais il a jusqu'ici sa contrepartie dans la valorisation de la richesse des ménages. Les taux d'intérêt sont bas et les risques d'un durcissement monétaire sont nettement plus limités qu'il y a treize ans.

La croissance serait de 1,8 % cette année et de 2,5 % l'an prochain. Après deux années de contribution négative, les exportations contribueraient enfin à la croissance du PIB en 2004. Le rééquilibrage « en douceur » des composantes interne et externe de la croissance britannique reste fortement conditionné à l'évolution des prix de l'immobilier et des taux d'intérêt et à la croissance chez les principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni.

## 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				
<b>PIB</b>	0,3	0,6	0,9	0,5	0,1	0,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	2,1	1,9	1,8	2,5
Consommation des ménages	0,5	1,0	0,8	1,0	0,2	1,3	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	4,1	3,7	3,1	2,3
Consommation publique	1,6	1,1	0,3	0,9	2,5	1,1	0,3	1,0	1,0	1,0	0,8	0,8	2,5	3,3	4,3	3,6
FBCF totale <sup>2</sup>	-1,1	2,3	-0,1	0,2	-1,1	-0,3	1,0	1,4	0,9	0,9	1,1	1,2	1,2	-1,0	0,1	4,0
Dont																
Productive privée	-4,1	2,8	-2,6	-0,4	-1,2	-0,8	0,0	0,4	0,6	0,8	1,1	1,2	2,0	-5,7	-2,6	2,1
Logement	8,2	5,3	9,6	4,6	-8,8	1,1	1,1	1,1	0,8	0,8	0,6	0,6	-5,5	21,2	1,5	3,5
Publique <sup>3</sup>	12,4	-6,8	5,3	-2,9	13,9	1,6	8,1	8,4	3,1	2,0	2,0	2,0	4,5	9,9	20,8	17,5
Exportations de biens et services	0,5	3,4	-0,6	-3,9	2,2	-2,9	0,9	1,0	1,4	1,5	1,6	1,7	0,9	-0,9	-1,8	4,3
Importations de biens et services	1,8	1,3	0,1	0,4	0,7	0,5	0,7	1,3	1,3	1,5	1,5	1,6	2,3	2,1	2,4	5,1
Variations de stocks, en points de PIB	0,2	-0,7	-0,2	0,9	0,1	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,0	0,0	0,4	0,6
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,9	0,6	0,9	0,4	1,0	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	3,4	3,0	3,0	3,0
Variations de stocks	0,3	-0,9	0,6	1,0	-0,7	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,4	0,1
Commerce extérieur	-0,5	0,6	-0,3	-1,5	0,4	-1,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-1,1	-1,6	-0,7
Prix à la consommation <sup>4</sup>	2,4	1,9	2,0	2,6	2,9	2,9	2,9	2,7	2,5	2,5	2,5	2,4	2,1	2,2	2,9	2,5
Taux de chômage, au sens du BIT	5,1	5,1	5,3	5,1	5,1	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1	5,2	5,2	5,1	5,2	5,1	5,2
Solde courant, en points de PIB	-1,3		-0,6		0,0		-0,8		-0,8		-0,8		-1,3	-0,9	-0,4	-0,8
Solde public, en points de PIB													0,8	-1,4	-2,4	-2,7
Impulsion budgétaire													1,0	2,0	0,5	0,2
PIB, zone euro	0,3	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	1,6	0,9	0,5	1,6

1. Y compris ISBLM. 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 (UK output, income and expenditure, 2nd quarter 2003, 22 août 2003), prévisions OFCE.

■ Valérie Chauvin et Odile Chagny

## Zone euro : l'Union ne fait pas la force

En 2002 et 2003, les évolutions économiques dans la zone euro ont confirmé qu'une union monétaire ne permet pas nécessairement d'isoler ses membres des fluctuations extérieures de croissance et de taux de change quand la politique économique ne contrebalance pas leurs effets sur la demande interne. En effet, le commerce extérieur a été la cause principale du ralentissement observé à partir du deuxième semestre 2002.

### Des chocs...

Après un rebond au premier semestre 2002, la croissance de la zone euro s'est effilochée jusqu'au deuxième trimestre 2003. La demande intérieure a accéléré, passant d'un rythme de croissance trimestriel de 0,0 % au premier trimestre 2002 à 0,4 % au début de 2003, sous l'impulsion de la consommation privée. L'arrivée à échéance d'une mesure de soutien à l'investissement en Italie a soutenu momentanément l'investissement européen et les échanges de biens d'équipement au deuxième semestre 2002. Cette accélération de la demande interne a été bien plus modeste dans la zone euro qu'aux États-Unis du fait de la faiblesse de soutien de la politique économique. La Banque centrale européenne a mené une politique monétaire prudente, en ligne avec la règle de Taylor alors que les difficultés sur les marchés financiers et l'appréciation de l'euro lui offraient des marges de manœuvre plus grande. La politique budgétaire a été légèrement expansionniste en 2002, pour revenir vers la neutralité, ou une très légère restriction en 2003.

Pour ce qui concerne l'activité globale, l'accélération de la demande interne a été contrebalancée par la dégradation du commerce extérieur (graphique). La contribution de ce dernier à la croissance est passée de 0,2 point de PIB au début de 2002 à -0,4 point au premier trimestre 2003. L'appréciation de l'euro, si elle a eu dans un premier temps des effets bénéfiques en limitant la hausse des prix domestiques, a entraîné des pertes de parts de marché du fait d'une compétitivité dégradée (avec un retard de 6 à 9 mois sur l'appréciation de l'euro). Enfin, le commerce mondial a ralenti à partir de la deuxième moitié de 2002. Cet infléchissement a été plus marqué pour la demande adressée à la zone euro, notamment du fait d'une spécialisation vers les Pays d'Europe centrale et orientale.

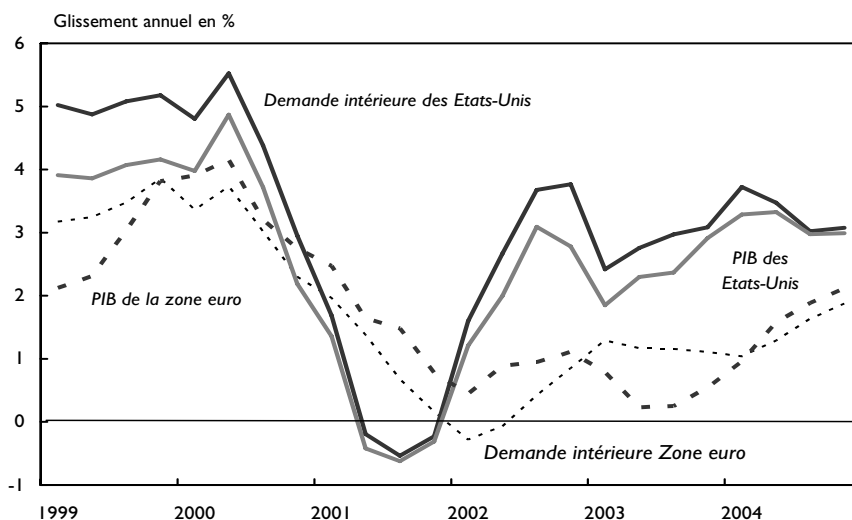
### ... qui se diffusent dans la zone en 2003

Ces chocs et les ajustements internes ont eu un impact différent selon les pays et les secteurs. La France, l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas ont convergé vers un taux de croissance plus faible, tandis que d'autres pays n'ont pas ou que peu suivi le mouvement (Belgique, Espagne, Grèce). Le scénario global décrit précédemment cache donc des écarts de conjoncture encore forts au sein de la zone euro.

Les premiers pays touchés par les évolutions du commerce international ont été les Pays-Bas, la Belgique et l'Allemagne. Leur contribution extérieure a baissé dès le deuxième trimestre 2002. En Italie, Autriche et Finlande, le mouvement a eu lieu plus tard, au quatrième trimestre 2002 et au premier

trimestre 2003, tandis que la France a été beaucoup moins affectée que ses partenaires. Ces disparités s'expliquent en partie par les spécialisations géographiques (l'Allemagne représente plus de 20 % des exportations belges et néerlandaises, les PECO, 12 % des exportations allemandes) et sectorielles (dans les biens d'équipement pour l'Allemagne). Les éléments de compétitivité ont aussi influé. Les fortes progressions passées des coûts salariaux en Italie et aux Pays-Bas ont rendu ces pays plus sensibles aux évolutions du dollar.

### Demande intérieure et PIB



Sources : Eurostat, BEA, OFCE.

Le taux d'investissement a baissé dans tous les pays, sauf l'Italie, tandis que le taux d'épargne des ménages a progressé. Mais malgré des comportements similaires des agents, les dynamiques internes ont été diverses du fait des ajustements à l'œuvre, pour aboutir à un resserrement de l'éventail des rythmes de croissance de la demande intérieure au début de 2003. L'effort de rétablissement des marges des entreprises en France et aux Pays-Bas a amené un fort ralentissement de la masse salariale, ce qui s'est traduit par un net ralentissement de la consommation en France. Au contraire, le pouvoir d'achat des ménages a bénéficié du maintien de l'emploi en Italie et du dynamisme des revenus des intérêts et dividendes en Allemagne, ce qui a soutenu la consommation.

Les récents gains de productivité et la hausse du chômage qui en a découlé ont pesé sur la croissance des coûts salariaux. Ainsi, l'inflation a diminué dans tous les pays, à l'exception de l'Italie. L'inflation sous-jacente (hors alimentation, tabac et énergie) de la zone euro se stabiliserait à son niveau actuel de 1,7 % à l'horizon de la prévision.

À l'été 2003, le secteur manufacturier, qui a été affecté par les évolutions de taux de change et du commerce mondial, se retrouve dans une situation moins favorable que les services marchands ou le commerce de détail. Dans

## ■ Valérie Chauvin et Odile Chagny

ces deux derniers secteurs, les enquêtes au niveau de la zone euro se sont retournées depuis mars ou avril 2003. Au contraire, les signes de retournement dans l'industrie datent au plus tôt de juin et se limitent à quelques pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, Pays-Bas, Irlande, Finlande). Ces signaux sont confirmés par les indicateurs nationaux du mois d'août qui ont été publiés (Belgique, Allemagne). La légère dépréciation de l'euro que nous prévoyons et le maintien d'une croissance européenne inférieure à celle de ses partenaires permettrait une amélioration du solde extérieur, déjà visible dans les chiffres du mois de juillet en France et en Allemagne, et assurerait la reprise. Cependant celle-ci resterait molle, faute de relais interne, contrairement aux États-Unis.

### Pas de soutien interne en 2004

Les principaux éléments qui permettraient une reprise vive font en effet défaut dans la zone euro. Premièrement, les retournements de la croissance sont en général initiés par un mouvement de stockage : l'amélioration des perspectives de débouchés nécessite une augmentation des stocks pour faire face à la demande anticipée. Cependant, le fort ralentissement de la première moitié de 2003 a amené un stockage involontaire et les niveaux de stocks sont jugés élevés par les industriels à la fin de l'été 2003. La contribution des stocks à la croissance resterait limitée.

Deuxièmement, la consommation restera bridée à l'horizon de la prévision, malgré le pouvoir d'achat dégagé par la baisse des cours du pétrole et le ralentissement de l'inflation sous-jacente. D'une part, des ajustements restent encore à réaliser en matière d'emploi après le fort ralentissement de l'activité, notamment en France et aux Pays-Bas. Cela pèserait sur l'évolution du pouvoir d'achat des ménages. D'autre part, ces derniers se montreraient prudents. En particulier, ils ne diminueraient pas leur taux d'épargne pour accompagner la reprise.

Troisièmement, la croissance de l'investissement resterait modérée à l'horizon de la prévision. En effet, le taux d'utilisation des capacités de production est inférieur à sa moyenne de longue période (80,6 au deuxième trimestre 2003 contre 82 de 1987 à 2002). De plus, les perspectives de débouchés restent peu dynamiques, tirées par l'extérieur. Après une baisse de 1,5 point sur 2 ans, le taux d'investissement resterait stable à partir de mi-2003, malgré l'amélioration de la situation financière des entreprises et le retour de conditions de financement favorables.

*Last but not least*, la politique économique n'apportera pas de soutien à la croissance à un moment où cela serait crucial. La Banque centrale resterait très prudente en diminuant ses taux directeurs de 0,25 point au début 2004. La politique budgétaire serait neutre à légèrement restrictive du fait des contraintes du Pacte de stabilité et de croissance. De plus, des annonces contradictoires ont enlevé toute lisibilité à l'orientation générale des politiques, si bien qu'elles sont incapables de restaurer la confiance.



## ZONE EURO : L'UNION NE FAIT PAS LA FORCE ■

ZONE EURO

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

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

Ce compte est obtenu par agrégation des données des pays-membres disponibles le 9 septembre, ce qui assure l'équilibre comptable des emplois et des ressources. Le profil du PIB peut donc légèrement s'écarter de celui publié à cette date par Eurostat du fait des arrondis.

Sources : Eurostat, OFCE.

■ Odile Chagny

## Allemagne : la sortie du tunnel

### Une reprise bien cachée

Avec une baisse cumulée de 0,3 % du PIB au cours des deux premiers trimestres de 2003, l'économie allemande a connu sa seconde récession en moins de deux ans. Une telle configuration ne s'était pas observée depuis le début des années 1990, et place l'Allemagne parmi les pays de la zone euro qui ont le plus souffert de l'essoufflement de la reprise engagée dans le courant de 2002.

La reprise des exportations entamée au second trimestre 2002 a fait long feu. Les exportations de biens et services ont stagné au troisième trimestre 2002, avant de reculer de 2,6 % sur le cumul des deux premiers trimestres de 2003. En glissement annuel, le recul des exportations se monte à 1,6 % au second trimestre 2003. Il est d'une ampleur équivalente à celui de la zone euro, mais le plus important constaté en Allemagne depuis la récession de 1992-1993. Trois raisons principales expliquent ces évolutions.

Le restockage constaté tant dans la zone euro qu'aux États-Unis dans le courant 2002 avait permis aux exportations de biens intermédiaires de renouer avec des évolutions positives à partir du second trimestre 2002. Or au premier semestre 2003, ce mouvement s'est tassé dans la zone euro et a même laissé place à un déstockage assez important aux États-Unis. Ceci s'est traduit par un net tassement des exportations de biens intermédiaires, pouvant contribuer à l'infléchissement des exportations à destination des États-Unis constaté depuis le quatrième trimestre 2002.

Fortement spécialisées en biens d'équipements (46 % des exportations en 2002, contre par exemple 24 % pour la France), les entreprises exportatrices ont par ailleurs vu la croissance de leurs débouchés pénalisée par l'absence quasi générale de reprise de l'investissement des principaux partenaires économiques en 2002, à l'exception notable de l'Italie, en raison de facteurs fiscaux exceptionnels. Or la déception sur les perspectives de croissance a conduit de nombreuses entreprises de la zone euro à contracter leurs dépenses d'investissement au premier semestre 2003, ce qui a contribué à la baisse de 4 % des exportations en biens d'équipement au premier semestre 2003.

Pénalisées par leur spécialisation produit, les entreprises allemandes n'ont que peu tiré bénéfice de leur réorientation géographique vers l'Europe de l'est (12 % des exportations en 2002), où le ralentissement de la croissance s'est soldé au tournant 2002/2003 par une légère contraction des importations. Enfin, elles ont aussi souffert de l'appréciation quasiment continue du taux de change effectif de l'euro entre la fin 2002 et le printemps 2003, qui s'est traduite, comme pour la plupart des pays de la zone euro, par une érosion des parts de marché.

La mauvaise orientation des exportations a induit une forte contribution négative des échanges extérieurs à la croissance au premier semestre 2003 et a masqué les évolutions plus positives de plusieurs composantes de la demande interne privée. La reprise de la demande intérieure (totale) engagée au second trimestre 2002 est certes d'une ampleur limitée (+ 0,7 % en

glissement annuel pour la demande intérieure totale au second trimestre 2003), mais a permis à l'Allemagne d'effacer une partie du différentiel de croissance constaté depuis 2000 avec ses principaux partenaires européens.

Ces évolutions sont pour l'essentiel imputables à l'accélération de la croissance de la consommation privée des ménages, ainsi qu'au retour à des évolutions positives des dépenses d'investissement productif. Dans le même temps, la situation financière précaire des communes et la lente résorption de l'excès d'offre dans le secteur résidentiel se sont en effet soldées par une poursuite de la baisse des composantes publique et résidentielle de l'investissement.

L'accélération des dépenses de consommation des ménages est d'autant plus frappante qu'elle s'est produite dans un contexte de destructions encore fortes d'emplois (- 2 % pour le glissement annuel de l'emploi salarié au second trimestre 2003), de hausse des prélèvements sociaux et d'accélération de l'inflation, sous l'effet du relèvement de plusieurs taxes indirectes et de la hausse des prix énergétiques. Elle est cependant en ligne avec l'évolution du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages, soutenu à la fois par l'entrée en vigueur d'un certain nombre d'accords salariaux et par une forte progression des revenus de la propriété et de l'entreprise.

### Des perspectives de croissance modérées pour 2004

Le redressement de la consommation privée et de l'investissement productif témoigne à plusieurs égards de l'assainissement de la situation des entreprises et de l'arrivée à terme d'un certain nombre d'ajustements. En 2001 et 2002, les ajustements tant de l'emploi que de l'investissement au ralentissement de l'activité ont été plus amples que dans les autres pays de la zone euro. Ces évolutions ont pesé sur la croissance, mais ont permis aux entreprises d'atteindre en 2002 des niveaux de taux de marge et d'autofinancement élevés. Elles ont autorisé un moindre effort d'ajustement de l'investissement productif dès le premier semestre 2002, puis la légère remontée constatée depuis le premier trimestre 2003. Le redressement de la situation de profit des entreprises a également été favorisé par l'entrée en vigueur en 2001 de la réforme de l'impôt sur les sociétés. Afin de profiter de la baisse rétroactive du taux de l'impôt sur les sociétés (IS), les entreprises avaient en effet distribué massivement des dividendes en 2001, ce qui s'est soldé pour l'État par de fortes réductions de revenus au titre de l'IS. Cette politique de distribution de dividendes a connu un net coup d'arrêt en 2002, ce qui a contribué à la forte baisse des revenus de la propriété reçus par les ménages (- 5 % en 2002). La progression des revenus de la propriété et de l'entreprise des ménages privés constatée au premier semestre 2003 laisse à penser que cette tendance se serait inversée au cours des derniers mois.

L'amélioration de la situation des entreprises plaide pour un retournement du cycle conjoncturel dès le début 2003. Ce retournement a fait défaut, en raison du recul des débouchés externes. À l'automne 2003, un certain nombre d'éléments positifs sont détectables. Les commandes étrangères adressées à l'industrie manufacturière se sont réorientées à la hausse depuis juin 2003. Les exportations de marchandises ont progressé de 10 % entre mars et juillet 2003, en même temps que se multiplient les signes de

## ■ Odile Chagny

reprise de l'activité dans la zone euro et aux États-Unis. Les perspectives de production se sont fortement redressées dans l'industrie manufacturière entre juin et août 2003, alors que depuis le début de l'année, seules les composantes commerce de gros et de détails de l'enquête IFO s'étaient réorientées à la hausse. Des signes de retournement sont également visibles du côté de l'indice de production industrielle. Sur deux mois, la progression de l'indice est particulièrement nette dans le bâtiment, où l'annonce de la suppression possible de la prime d'accession à la propriété avait induit un fort gonflement des permis de construire au premier semestre.

L'ensemble de ces éléments laisse attendre une croissance positive dès le troisième trimestre 2003, impulsée pour l'essentiel par les échanges extérieurs. L'assainissement marqué de l'économie allemande par rapport à plusieurs de ses partenaires de la zone euro justifierait une croissance assez dynamique en 2004, et ce d'autant plus que le regain des marchés financiers et le bas niveau des taux d'intérêt à court terme lèvent progressivement l'hypothèque de contrainte d'accès aux ressources externes pour les entreprises. Nos prévisions tablent cependant sur une croissance égale à la moyenne de la zone euro (1,6 %) et à peine supérieure à celle de la France, pour trois raisons principales.

Plusieurs branches ont conclu en 2002 et 2003 des accords salariaux courant jusqu'en 2005, et qui prévoient des hausses de salaires modérées pour 2004. La mauvaise situation du marché du travail et la fragilisation de certains syndicats (notamment de la métallurgie) devraient se solder par des progressions de salaires conventionnels plus faibles en 2004 par rapport à celles qui avaient été négociées pour 2003 (2 % selon nos prévisions, après 2,4 % en 2003 et 2,6 % en 2002). Ces éléments seraient partiellement compensés par un contenu plus fort de la croissance en emploi, mais la progression du pouvoir d'achat de la masse salariale des ménages privés resterait encore modérée en 2004 (0,8 % selon nos prévisions).

L'avancement d'un certain nombre de projets d'investissement tirerait la composante résidentielle de l'investissement en 2003, mais ce secteur reste encore dominé par un excès d'offre, ce qui se ressentirait en 2004.

En dépit de l'avancement de l'étape 2005 de la réforme de l'impôt sur le revenu (+ 0,8 point de PIB), l'orientation de la politique budgétaire sera encore légèrement restrictive en 2004. Les mesures d'économies prévues dans le cadre de l'agenda 2010 du gouvernement (réforme de l'assurance maladie et de l'assurance chômage, gel des pensions de vieillesse), jointes au relèvement de la taxe sur le tabac ainsi qu'aux économies de dépenses de personnel et d'investissement représentent en effet une impulsion négative de l'ordre de 0,7 point de PIB. Comme une partie des allègements de l'impôt sur le revenu serait financée par le durcissement de plusieurs avantages fiscaux (à hauteur de 0,3 point de PIB), l'impulsion *ex ante* serait donc légèrement négative (- 0,2 point de PIB). L'étape 2005 de la réforme de l'impôt sur le revenu bénéficiant par ailleurs surtout aux revenus élevés, l'impulsion *ex post* serait plus restrictive (- 0,7 point de PIB).

Après deux années de stagnation (0,2 % en 2002, 0 % en 2003), l'économie allemande renouerait donc avec une croissance positive en 2004 (1,6 %) et ces évolutions permettraient à l'Allemagne de voir s'éloigner, du moins à court terme, le risque de déflation.

### 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				
<b>PIB</b>	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	1,0	0,2	0,0	1,6
Consommation des ménages	-0,9	0,2	0,1	0,0	0,5	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	-1,0	0,8	1,2
Consommation publique	-0,1	0,3	0,5	-0,6	-0,1	1,3	-0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,0	1,7	0,4	0,4
FBCF totale	-1,9	-3,2	-0,2	0,2	-1,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-3,9	-6,5	-1,6	1,5
Dont	-2,7	-0,8	-0,9	-0,2	0,6	0,1	0,2	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	-3,0	-7,4	0,0	2,2
Productive privée	-0,7	-5,2	0,0	0,5	-2,7	0,8	1,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,0	-5,4	-2,3	1,3
Logement	-1,5	-11,3	3,7	1,5	-8,1	-1,3	-1,5	-0,9	-0,6	-0,2	0,0	0,0	-2,5	-4,1	-10,0	-2,5
Public	1,0	2,1	2,1	0,1	-0,3	-2,3	0,8	1,2	1,5	1,7	1,7	1,7	6,1	3,4	0,3	4,9
Exportations de biens et services	-3,0	3,3	1,0	0,9	1,5	-1,1	0,3	1,0	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2	-1,6	3,0	3,8
Importations de biens et services	-1,7	-0,8	-1,2	-0,9	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,3	-1,1	-0,5	0,0
Variations de stocks, en points de PIB	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	1,0	0,2	0,0	1,6
<b>Contributions</b>																
Demande intérieure hors stocks	-0,9	-0,5	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	-1,6	0,2	1,0
Variations de stocks	-0,2	0,9	-0,4	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,1	0,6	0,0
Commerce extérieur	1,3	-0,2	0,4	-0,3	-0,6	-0,5	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	1,7	1,7	-0,8	0,5
Prix à la consommation (IPCH) <sup>*</sup>	2,0	1,2	1,1	1,2	1,1	0,9	1,4	1,0	0,5	0,8	0,9	1,1	1,9	1,3	1,1	0,8
Taux de chômage, au sens du BIT	7,8	8,0	8,2	8,4	8,7	8,9	9,0	8,9	8,9	8,7	8,5	8,3	7,4	8,1	8,9	8,6
Solde courant, en points de PIB	2,3	3,6			1,7	1,9			2,2	2,6			0,3	3,0	1,8	2,4
Solde public, en points de PIB																
Impulsion budgétaire																
PIB zone euro	0,3	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	1,6	0,9	0,5	1,6

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

■ Division économie française

## La France emmêlée

Le ralentissement de l'économie démarré en 2001 (2,1 %) s'est poursuivi en 2002 (1,2 %). En 2003, la croissance française se détériore (0,4 %). Le creux conjoncturel serait atteint au milieu de l'année. 2003 serait une année d'ajustement pour les entreprises : réduction des capacités de production pour répondre à l'atonie de la demande interne et au ralentissement de l'économie mondiale sur laquelle les tensions géopolitiques ont largement pesé. L'ajustement sur l'emploi, qui avait été moins brutal en France que chez ses principaux partenaires européens en 2002, serait plus fort en 2003. Ainsi, la croissance française, supérieure à celle de la zone euro en 2002 (0,9 %), serait inférieure à celle-ci en 2003 avec une impulsion budgétaire identique (- 0,1 point de PIB). L'année 2004 verrait un retour progressif de la croissance enclenché par un rebond du commerce mondial, une amélioration de la situation financière des entreprises et un retour de la demande interne. La croissance française serait de 1,5 % en moyenne annuelle en 2004 et rattraperait le rythme de croissance de la zone euro à partir du deuxième semestre.

### 2002 : croissance sous perfusion

Le ralentissement économique entamé en 2001 avait été stoppé au premier semestre 2002 par une reprise technique. Ce rebond contrastait avec la situation financière des entreprises, des plus grandes notamment : France Télécom, Vivendi Universal, Suez. Dès le troisième trimestre 2002, les espoirs d'un retour de la croissance se dissipent avec la révision à la baisse des anticipations de profits et la nécessité de purger les excès passés. Dans une logique d'allègement de leurs dettes, les entreprises ont dû réduire leur investissement productif (- 2,8 % en moyenne annuelle).

La consommation des ménages a cependant résisté (contribution à la croissance de 0,8 point de PIB) bénéficiant d'un marché du travail relativement dynamique (196 000 emplois créés) et d'une politique budgétaire largement expansionniste (+ 1,3 point de PIB d'impulsion budgétaire contre + 0,5 dans la zone euro). Ces éléments expliquent le surplus de croissance entre la France et la zone euro en 2002 (+ 0,3 point de PIB). La contrepartie à ce différentiel positif est une dégradation du taux de marge des entreprises et une montée du déficit budgétaire français (- 3,1 points de PIB en moyenne annuelle en 2002).

Les tensions géopolitiques, ainsi que la perte de confiance dans les comptes des entreprises, après les affaires Enron et Worldcom, vinrent renforcer le ralentissement de l'économie mondiale et française. Parallèlement, l'indice CAC40 perdait 34 % de sa valeur au cours de l'année 2002.

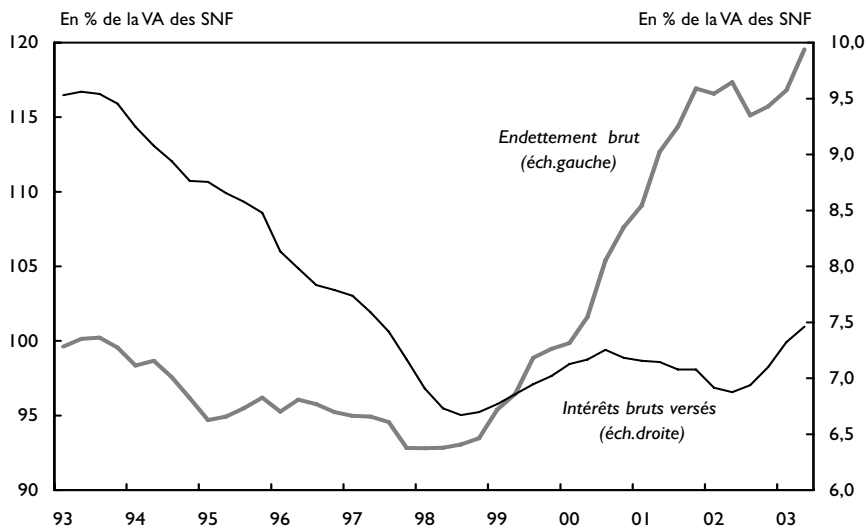
### 2003 : passage à vide

La croissance française atteindrait son plus bas en milieu d'année 2003. Plusieurs éléments viennent noircir le tableau en 2003 : un redressement probable du taux de marge des entreprises qui va s'accompagner d'une forte remontée du chômage, un désendettement des sociétés non financières qui

nécessite un ajustement de l'investissement, une contribution négative du commerce extérieur, une demande interne atone avec une contraction de la consommation des ménages au deuxième trimestre, plus de soutien budgétaire à l'activité (- 0,1 point de PIB d'impulsion en 2003).

Le rétablissement du bilan des entreprises continue en 2003. Les sociétés non financières, dans une logique de restriction des coûts, réduiraient leurs investissements jusqu'à la fin de l'année (- 2,6 % en moyenne annuelle en 2003). Cependant, si l'endettement des entreprises reste élevé, elles bénéficient pleinement de la baisse des taux directeurs entamée en 2001, limitant ainsi le montant des intérêts versés (graphique).

#### Endettement bancaire et intérêts versés par les SNF



Sources : Banque de France, INSEE, calculs OFCE.

Les entreprises, dont le taux de marge a atteint un point bas au deuxième trimestre 2003 (31,3 %), rétabliraient leur situation financière à partir du troisième trimestre. Contraints par les perspectives de débouchés, les gains de productivité des sociétés passeraient alors par un ajustement brutal sur l'emploi. L'économie française détruirait 150 000 emplois au deuxième semestre 2003 et le taux de marge des entreprises se redresserait de 0,8 point d'ici à la fin de l'année. Le taux de chômage atteindrait 10,1 % de la population active fin 2003 faute de soutien direct à l'emploi.

La croissance de la consommation des ménages serait faible (contribution de 0,1 point de PIB aux troisième et quatrième trimestres 2003). Le pouvoir d'achat serait bridé par la masse salariale subissant la restructuration financière des entreprises. Le taux d'épargne des ménages se maintiendrait à un niveau élevé jusqu'à la fin de l'année (17,1 %). Plusieurs facteurs peuvent justifier ce niveau de l'épargne : la montée du chômage, l'incertitude concernant le montant futur des retraites, la possible augmentation des prélèvements futurs.

## ■ Division économie française

La politique budgétaire qui avait fortement soutenu la croissance en 2002 ne joue plus son rôle d'amortisseur en 2003 : elle serait légèrement restrictive, avec une impulsion budgétaire estimée à  $-0,1$  point de PIB. Le déficit public se creuserait et atteindrait  $4,0\%$  du PIB en moyenne sur l'année 2003.

La croissance a été affaiblie par une contribution négative du solde extérieur au premier semestre 2003 ( $-0,5$  et  $-0,1$  aux premier et deuxième trimestres 2003). Les pertes de part de marché, en partie liées à l'appréciation de l'euro, sont à l'origine de ce phénomène. Cependant, au deuxième semestre 2003, le rebond de la demande mondiale apporterait un ballon d'oxygène à l'atonie de la demande intérieure, le commerce extérieur contribuant positivement à la croissance de  $0,2$  et  $0,1$  point de PIB aux troisième et quatrième trimestres.

### Prudente montée de la croissance en 2004

L'année 2004 devrait permettre à l'économie française d'enclencher progressivement la dynamique d'une croissance à son potentiel. L'investissement des entreprises et la consommation des ménages prendraient le relais du commerce extérieur. La croissance du PIB s'établirait en moyenne annuelle à  $1,5\%$  avec un rythme annuel de  $2,4\%$  au dernier trimestre. Les incertitudes concernant les politiques monétaire et budgétaire soumises aux contraintes européennes n'autoriseraient cependant pas en 2004 la franche reprise nécessaire à une nette baisse du chômage et au rétablissement des finances publiques.

Le retour de la croissance mondiale initierait une reprise de l'activité en France au cours de 2004. L'amélioration de la situation financière des entreprises leur permettrait de profiter — avec prudence — du retour des exportations pour rétablir leurs marges et accélérer leurs investissements ( $+1,1\%$  en moyenne annuelle). Elles pourraient donc relancer progressivement les embauches, stabilisant de ce fait le taux de chômage à  $10,1\%$  au premier semestre avant que celui-ci n'entame une légère baisse ( $9,8\%$  à la fin de l'année). La reprise de l'emploi et des salaires alimenterait la consommation des ménages ( $+1,5\%$  en moyenne annuelle en 2004).

Les obligations de la France vis-à-vis de ses partenaires européens la placeraient dans une position difficile en 2004. Le Pacte de stabilité et de croissance et les engagements pris auprès de la Commission européenne nécessiteraient une réduction du déficit public. Les incertitudes entourant la politique fiscale suivie par le gouvernement et les inquiétudes quant aux réformes sociales freineraient la reprise économique : le maintien du taux d'épargne à un niveau élevé traduirait ainsi la prudence des ménages français. La croissance du PIB demeurerait modérée, au-dessous de son rythme potentiel, et entraînerait une légère dérive du déficit public à  $-4,1\%$ .



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

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.

■ Paola Monperrus-Veroni

## Italie : à la traîne

### Après le feu de paille

En juin 2003, l'Italie enchaîne son deuxième trimestre consécutif de croissance négative entrant ainsi en récession technique pour la première fois depuis 1993. Cette sombre performance résulte des à-coups engendrés par le comportement exceptionnel d'accumulation du capital et des stocks des entreprises italiennes à la fin 2002. Il trouve son origine dans un ralentissement de la demande extérieure, que des politiques de soutien à la demande interne ont essayé de contenir. Elles n'ont pas pour autant produit les effets attendus sur la croissance, du fait d'une forte pénétration croissante des importations.

Au premier semestre 2003, l'économie italienne retrouve son évolution du premier semestre 2002 : une contribution nulle de la demande intérieure et une contribution négative des échanges qui compense la forte accumulation des stocks. L'évolution du PIB en fin 2002 avait été faussée par une contribution très positive de la demande intérieure, tirée par l'investissement productif et par un vigoureux comportement de destockage (-1,2% en contribution au dernier semestre 2002). En effet, les mesures d'incitation fiscale à l'investissement et aux immatriculations (loi Tremonti-bis), qui prenaient fin en décembre 2002 ont été correctement perçues comme temporaires par les entreprises. Celles-ci ont donc satisfait la plus forte demande par le destockage, plutôt que par la hausse de l'activité, comme le confirme l'écart positif entre l'indice du volume des ventes des produits manufacturés et l'indice de la production industrielle. Aux deux premiers trimestres 2003, au contraire, le recul des volumes des ventes est plus fort que celui de l'indice de la production industrielle. En effet l'effondrement de la demande interne hors stocks au premier trimestre, ayant probablement souffert d'un sur-ajustement de l'investissement productif, a été contrecarré par le nouveau cycle de reconstitution des stocks. Les effets de ces à-coups sur la demande interne se sont estompés au deuxième trimestre. La consommation des ménages est restée plutôt dynamique, malgré l'écroulement de la composante de consommation en biens durables. Cette dernière a aussi été perturbée par les incitations fiscales aux immatriculations, qui se greffaient sur un cycle en creux depuis l'année 2000. Seul le fort recul du taux de pénétration des importations au premier trimestre a empêché une contribution des échanges encore plus négative. La demande extérieure a accentué sa baisse déjà entamée en fin 2002, notamment celle en provenance des marchés hors Union européenne. Elle pâtit de la spécialisation des exportations italiennes sur le marché américain, mais aussi sur le marché des biens de consommation, qui a été très peu dynamique.

### De faibles ressorts en 2003

Si un redressement des exportations se dessine au deuxième trimestre 2003 notamment à destination de la zone euro, peu d'autres éléments confirment un retournement tiré par la demande extérieure. C'est le dynamisme des commandes nationales auprès de l'industrie qui conduit à

pencher plutôt vers une normalisation de la demande intérieure, alors que les anticipations d'exportations des entrepreneurs sont en baisse. Cette dynamique endogène de retournement repose sur des bases fragiles. L'indice de production industrielle récupère en juin et juillet toute la baisse engrangée depuis novembre 2002. La reprise entamée depuis le deuxième trimestre par les secteurs producteurs de biens de consommation durable et de biens d'équipement, se diffuse en juillet à toutes les composantes de l'activité. Néanmoins le fort rebond de la confiance des entrepreneurs en août ne fait que stabiliser l'indice sur sa moyenne de 2002. La dégradation du taux de marge dans l'industrie en cours depuis le début 2002 a été plus forte qu'en France et en Allemagne. La stagnation du déflateur de la valeur ajoutée n'est pas suffisante pour maintenir la rentabilité face à la hausse des coûts salariaux unitaires (+ 4 % en glissement annuel au premier trimestre 2003). La conclusion de la presque totalité des conventions collectives dans l'industrie a néanmoins permis la décélération des coûts salariaux par tête (+ 2 % en glissement annuel au premier trimestre 2003). Elle a eu lieu dans un contexte de dégradation croissante de la productivité et de poursuite des créations d'emplois salariés, à l'exception des grandes entreprises, où le nombre de travailleurs inscrits au dispositif de chômage temporaire est en hausse. À cette dégradation de la rentabilité opérationnelle s'oppose une situation financière des entreprises redressée et un relâchement apparent de la contrainte de financement externe signalé par la reprise du crédit aux entreprises.

Les perspectives de redémarrage de l'investissement sont confortées par la plus faible progression des capacités en Italie qu'en France et en Allemagne en 2001 et 2002, en dépit du moindre ajustement de l'investissement productif. En revanche, la baisse du taux d'utilisation des capacités au premier semestre 2003 pèse sur la probabilité d'une reprise immédiate et vigoureuse de leur accumulation ; et les capacités sont considérées à ce jour plus que suffisantes dans les enquêtes.

### Richesse de l'emploi et impasse du politique

Le scénario de prévision, qui situe le creux conjoncturel au premier semestre 2003, repose sur une reprise de la demande intérieure dans le contexte d'une contribution à peine positive du solde extérieur à la croissance. Si l'élément déterminant pour le retournement est la relance de l'accumulation, le rythme inscrit dans la prévision plaide pour une reprise lente en 2003 et pour une accélération en 2004.

La contribution de la consommation des ménages à la croissance du PIB serait plus importante que dans le passé récent. L'emploi resterait le principal moteur d'expansion du revenu disponible des ménages, mais l'évolution de la masse salariale serait contenue par le ralentissement des créations d'emplois et par une moindre vigueur des revendications salariales. Une baisse des effectifs est prévue dans le secteur manufacturier, touché par la crise de l'automobile alors que les perspectives de croissance de l'emploi dans le bâtiment se réduiraient avec l'épuisement de la longue phase d'expansion du secteur. L'accord sur le maintien de la modération salariale (Pacte pour la compétitivité) entre les partenaires sociaux, couronné par l'impasse de l'action réformatrice du gouvernement, normaliserait le climat social. Notre prévision table sur une décélération de la croissance du salaire par tête dans

## ■ Paola Monperrus-Veroni

les services marchands et dans l'industrie. Ainsi 96,8 % de l'industrie est couverte par la récente renégociation des conventions collectives qui entérine ces évolutions salariales.

Le pouvoir d'achat des salaires se dégraderait dans un contexte de moindre décélération de l'inflation. La désinflation reste en effet liée aux évolutions du taux de change, alors que le sous-jacent continue de progresser à un rythme plus rapide que l'indice. L'évolution des prix dans les services marchands retarderait la décélération des prix à la consommation, amplifiant en 2003 l'écart par rapport à l'indice de la zone euro et à son sous-jacent. En 2004, le pouvoir d'achat des salaires et le revenu disponible réel des ménages arrêteraient leur décélération.

L'impulsion budgétaire positive, qui participe à la dégradation des comptes publics, en cours d'année, se caractérise par un impact presque nul sur la demande. Pour l'année en cours, la baisse des recettes, corrigées de la composante conjoncturelle et des recettes exceptionnelles liées à l'amnistie fiscale, indiquerait une hausse de la fraude fiscale. Ce moindre prélèvement ne se serait pourtant pas traduit par une accélération de la consommation. La dégradation structurelle des comptes publics italiens, cachée au niveau des soldes nominaux par des mesures *one-off* (titrisations, amnisties fiscales) qui n'affectent pas l'évolution tendancielle du solde public, ne serait que très marginalement contrecarrée par la Loi de finances pour 2004. Celle-ci, faute de moyens, reporte à une date non définie le deuxième volet de la réforme de l'IRPP prévu initialement pour 2004. Des facteurs d'incertitude sur l'évolution des finances publiques et sur la réforme des retraites lèstent encore le comportement de consommation des ménages. Mais le retour d'un effet richesse positif, engendré par la reprise de la valorisation des actifs compenserait cette prudence et interromprait la hausse du taux d'épargne en cours depuis 2001.

La tendance des exportateurs italiens à ne compresser que faiblement les marges à l'exportation en phase d'appréciation de la devise s'est confirmée au cours des premiers mois de 2003. La perte de parts de marché s'expliquerait aussi par des facteurs plus structurels de compositions des marchés d'exportation par bien et par pays, du fait d'une moindre présence italienne dans les pays (Asie du Sud-Est) et dans les secteurs plus dynamiques (NTIC et biens d'équipement) en phase d'accélération du cycle.

L'Italie ne profiterait donc pas pleinement des potentialités offertes par le retournement du cycle mondial et, freinée par la détérioration de sa compétitivité, resterait à la traîne d'une reprise européenne, elle-même à la traîne des États-Unis.

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

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.

■ Sabine Le Bayon

## Espagne : la course en tête

### Le ralentissement est derrière nous

Contrairement au reste de la zone euro, la croissance espagnole a été relativement soutenue au premier semestre 2003, avec une légère accélération par rapport au deuxième semestre 2002 (2,3 % en glissement annuel, après 2 %). Cette bonne performance est le fait d'une demande intérieure soutenue, qui a compensé les contributions négatives des variations de stocks et du commerce extérieur.

L'accélération de la consommation des ménages au premier semestre 2003 s'explique par la conjugaison de plusieurs facteurs positifs. Tout d'abord, la masse salariale a été tirée tant par les salaires que par l'emploi. D'une part, les salariés ont bénéficié au premier trimestre 2003 d'un rattrapage salarial après la forte inflation de 2002. D'autre part, les créations d'emplois salariés ont été dynamiques (1 %, après 0,6 % au second semestre 2002), en particulier dans le bâtiment et les services marchands, malgré les destructions d'emplois dans l'industrie. Ensuite, la croissance du déflateur de la consommation privée a ralenti au deuxième trimestre 2003, en lien pour partie avec la baisse du prix du pétrole, libérant du pouvoir d'achat pour les ménages. Enfin, la poursuite de la hausse des prix immobiliers a soutenu la richesse des ménages.

La bonne tenue de la consommation des ménages a permis une croissance de l'investissement dynamique, même si celle-ci a ralenti au premier semestre 2003 par rapport au second semestre 2002 (0,9 %, après 2,3 %). Si l'ajustement de l'investissement productif initié à la mi-2001 a été partiellement compensé par l'investissement en construction, ce dernier commence aujourd'hui à se tasser (croissance de 1,5 % au premier semestre 2003, après 2,1 %), tandis que l'investissement productif est plus vigoureux.

Contrairement à l'investissement productif, l'ajustement de l'emploi au ralentissement de l'activité a été limité par rapport aux autres pays et la productivité est restée faible (0,5 % au premier semestre 2003). Comme les salaires ont continué de croître à des rythmes élevés dans le même temps (3,9 %), les coûts salariaux unitaires sont restés forts (3,4 %). La décélération du prix de la valeur ajoutée (4,2 % au premier semestre 2003, après 4,7 % au second semestre 2002) a entraîné une légère dégradation des taux de marge. Ces derniers restent néanmoins élevés, sauf dans l'industrie où la productivité a certes accéléré, mais où le prix de la valeur ajoutée est faible comparé aux autres secteurs. Globalement, les entreprises n'ont donc pas de contraintes particulières de reconstitution de leurs marges. Leur situation financière est cependant plus mitigée bien qu'elles bénéficient d'un fort effet de levier d'endettement. En effet, leur taux d'endettement a continué d'augmenter, mais leur taux d'autofinancement s'est stabilisé en 2002 après une dégradation continue depuis 1995 (passant de 98,4 % à 68,8 %) et le coût de leur financement a diminué (le ratio des intérêts et dividendes nets versés sur la valeur ajoutée atteint 10,6 % en 2002).

Les rythmes de croissance des exportations et des importations du premier semestre 2003 ont été moindres qu'au second semestre 2002, mais

sont cependant restés dynamiques. La contribution du commerce extérieur est toujours négative, en ligne avec une croissance de la demande intérieure plus rapide que celle de ses principaux partenaires. Malgré l'appréciation de l'euro, les parts de marché espagnoles ont légèrement augmenté, les entreprises contractant leurs marges à l'exportation.

### Des indicateurs bien orientés à la mi-2003

À la mi-2003, différents indicateurs conjoncturels plaident pour une croissance relativement soutenue dans les mois à venir. En ce qui concerne la demande intérieure, les enquêtes espagnoles de juillet 2003 de la Commission européenne restent mieux orientées que celles de la zone euro. L'indice de confiance des consommateurs est relativement bas, mais il s'est redressé depuis avril 2003. Ceci est en lien avec l'amélioration des perspectives d'emploi et de prix. En effet, l'inflation a davantage ralenti que dans la zone euro, passant de 4 % en décembre 2002 à 3,1 % en août 2003. De plus, contrairement au reste de la zone euro, le taux de chômage a légèrement diminué au premier semestre 2003 à 11,4 %. Sa hausse a donc été relativement limitée et concentrée sur l'année 2002. La confiance dans la construction continue de s'inscrire en hausse depuis le dernier trimestre 2002, même si elle ne retrouve pas les niveaux du premier semestre 2000. Le moral des industriels est relativement élevé. Après la dégradation du deuxième trimestre 2003, il s'est redressé en juillet. Cependant, les résultats de l'enquête dans l'industrie sont contrastés : si les perspectives de production sont en hausse, les soldes d'opinions sur les carnets de commandes sont en baisse. Parmi les autres signaux positifs, la production industrielle ne se contracte plus depuis le dernier trimestre 2002 et le taux d'utilisation des capacités de production est supérieur à sa moyenne de long terme. Du côté des débouchés extérieurs, même si la baisse des soldes d'opinions sur les carnets de commandes étrangères initiée en février 2003 se poursuit, les débouchés espagnols sont mieux orientés que ceux de la zone euro.

### Croissance vigoureuse en 2004

À la bonne orientation de la plupart des indicateurs conjoncturels viennent s'ajouter d'autres facteurs positifs plus structurels. D'une part, le budget espagnol étant équilibré, l'Espagne n'a pas d'effort à faire dans ce domaine, contrairement aux autres grands pays de la zone euro. De plus, elle continue de bénéficier de conditions monétaires favorables et des fonds structurels européens. Ces facteurs lui ont permis de connaître un moindre ralentissement que ses principaux partenaires, l'ajustement de l'investissement et de l'emploi étant resté limité. Ils continueraient de favoriser une croissance espagnole nettement supérieure à la zone euro en 2003 et en 2004.

La consommation des ménages serait soutenue par une croissance toujours riche en emplois. Par ailleurs, les ménages continueraient de bénéficier de la baisse de l'impôt sur le revenu mise en place en 2003 et du gel des taxes indirectes. De plus, de nouvelles mesures fiscales pourraient être adoptées après les élections législatives de mars 2004. Le scénario de croissance repose sur un maintien des taux d'intérêt à un bas niveau,

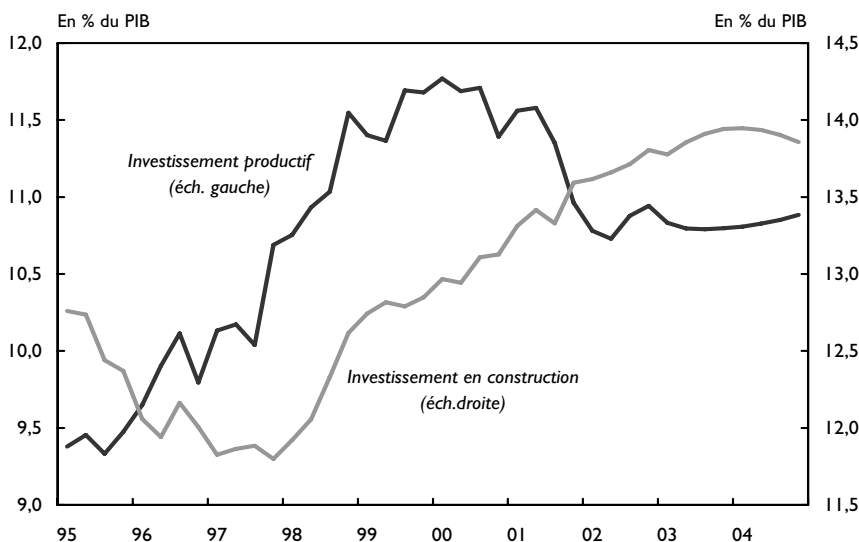
## ■ Sabine Le Bayon

permettant aux prix de l'immobilier de rester soutenus et aux frais financiers liés à l'endettement des ménages de rester maîtrisés (le taux d'endettement représentait 79,7% de leur revenu disponible en 2002). La croissance de la consommation privée atteindrait 3,2% en 2003 comme en 2004. La contribution du commerce extérieur serait négative en 2003 et en 2004, mais elle se réduirait légèrement en 2004 en raison d'un moindre différentiel de croissance avec ses principaux partenaires.

Les débouchés, tant du côté des ménages que de l'extérieur, seraient donc plus favorables pour les entreprises. Le haut niveau du taux d'utilisation des capacités de production et des taux de marges favoriserait une nette reprise de l'investissement productif. Les coûts salariaux seraient toujours élevés, mais les entreprises pourraient les répercuter sur leurs prix et ce, d'autant plus qu'elles bénéficieraient de l'appréciation du dollar. L'inflation ne se résorberait donc pas. Dans la construction, la demande ralentirait après plusieurs années de forte croissance, les ménages ayant désormais des capacités de financement réduites (leur taux d'épargne financière a atteint 0,8% de leur revenu disponible en 2002). Cependant, ce secteur continuerait de bénéficier des fonds gouvernementaux et européens dans le cadre du plan d'infrastructures couvrant la période 2000-2006. De ce fait, l'investissement en bâtiment subirait un léger tassement, mais resterait dynamique. Le taux d'investissement en construction diminuerait donc légèrement au cours de l'année 2004, tandis que le taux d'investissement productif repartirait (graphique). Après le creux de 2001, le taux de croissance de la FBCF accélérerait en 2003 et en 2004 (2,8% et 3% respectivement).

La croissance du PIB serait de 2,2% en 2003 et de 2,7% en 2004. Celui-ci croîtrait donc quasiment comme son potentiel en 2004 (2,8%). Le différentiel de croissance avec la zone euro resterait élevé (1,7% en 2003 et 1,1% en 2004), permettant à l'Espagne de poursuivre son rattrapage.

### Taux d'investissement



Sources : Comptes trimestriels nationaux, prévisions OFCE..



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

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.

## ■ AUTRES PAYS

**Pays-Bas** : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : CBS, Eurostat, prévisions OFCE.

**Belgique** : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : Belgostat, Eurostat, prévisions OFCE.

**Autriche : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : Eurostat, prévisions OFCE.

**Finlande : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : Statistics Finland, Eurostat, prévisions OFCE.

## ■ AUTRES PAYS

**Grèce : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : Eurostat, prévisions OFCE.

**Portugal : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : INE, Eurostat, prévisions OFCE.

**Irlande : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : CSO, Eurostat, prévisions OFCE.

