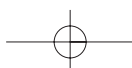


FICHES PAYS



■ Christine Riffart

Pétrole : prime de risque ou risque de prime ?

Après être resté six mois à 25 dollars, le prix du pétrole qualité Brent a franchi un nouveau pallier à la mi-août. Le baril s'échange désormais aux alentours de 28 dollars. Ce mouvement a suivi la montée des tensions entre les États-Unis et l'Irak, accusé de posséder des armes de destruction massive pouvant être utilisées à des fins terroristes, et la dégradation des relations américaines avec l'Arabie Saoudite, premier fournisseur de pétrole des États-Unis, en plus du conflit israélo-palestinien. Depuis le 16 septembre, l'acceptation par l'Irak du retour des inspecteurs de désarmement de l'ONU a relâché quelque peu la pression et surtout a permis de repositionner le débat au sein de l'ONU. La menace d'une intervention militaire américaine décrétée de façon unilatérale s'est, pour l'heure, éloignée. Selon nos hypothèses, en tout cas, nous retenons un scénario neutre. La résolution du conflit passerait par l'ONU et se ferait sans tensions majeures. L'incertitude demeure malgré tout et les marchés continuent d'exiger une prime de risque. Les prix resteraient rigides à la baisse et pourraient se maintenir sur une moyenne de 28 dollars le baril à l'horizon de la fin 2003.

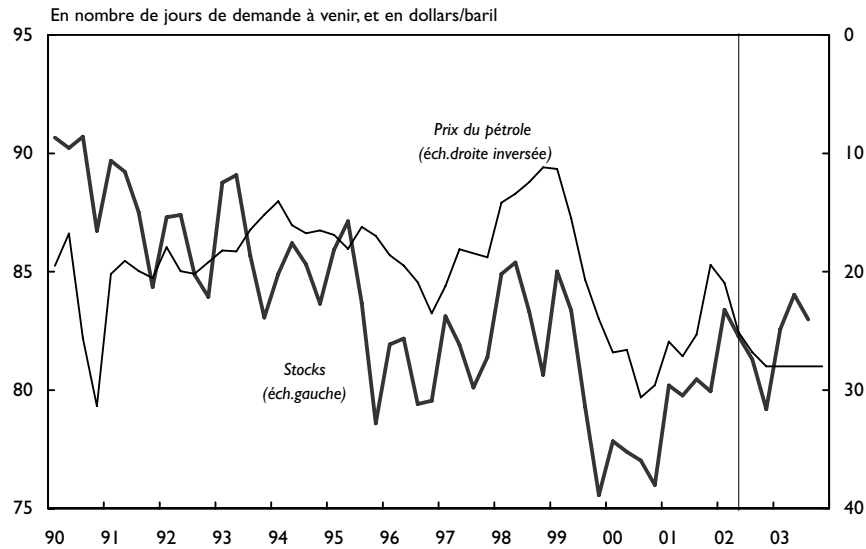
Jusqu'au début de l'été, la situation apparaissait relativement détendue à en juger par les différentes composantes du marché. Au deuxième trimestre, la consommation mondiale de pétrole a chuté de 1,3 mbj par rapport au trimestre précédent. Conforme au profil saisonnier habituel, ce mouvement n'en confirme pas moins la tendance baissière de la consommation de pétrole qui s'est installée dans les pays de l'OCDE depuis un an. Au premier semestre, la demande y a baissé de 0,6 mbj par rapport au premier semestre 2001 (Japon surtout) tandis qu'elle a augmenté de 0,3 mbj en moyenne dans les autres parties du monde (CEI et Moyen Orient surtout).

Face à cette demande déprimée, l'offre s'est ajustée. Selon les termes de l'accord conclu en décembre 2001 pour une période de trois mois et reconduit de mars à juin, la production de l'OPEP (hors Irak), de la Russie, de la Norvège, du Mexique, d'Angola et d'Oman aurait dû baisser de 1,96 mbj dès janvier. Dans les faits, la baisse des quotas n'a été respectée qu'aux deux tiers par l'OPEP : la production a reculé de 1 mbj au premier trimestre et a stagné au deuxième. Dans les pays hors OPEP, l'offre a plus ralenti que véritablement baissé. De son côté, l'Irak a vu sa production stagner à 2,5 mbj au premier trimestre et chuter de 1 mbj au second (embargo vis-à-vis des États-Unis, puis différend avec l'ONU).

Les stocks sont restés relativement élevés sur la période. Les entreprises de raffinage n'ont que faiblement puisé dans leur réserves au cours de l'hiver 2001 et le mouvement de stockage du deuxième trimestre est apparu modéré au regard des mouvements saisonniers habituels. Rapportés à la demande anticipée pour le troisième trimestre, les stocks de l'OCDE auraient accru leur taux de couverture : le nombre de jours de consommation couverts serait passé de 80 sur l'ensemble de l'année 2001 à 83 puis 82 sur chacun des deux premiers trimestres 2002, retrouvant ainsi le niveau de 1996-98 (graphique).

PÉTROLE : PRIME DE RISQUE OU RISQUE DE PRIME ? ■

Variation des stocks OCDE et prix du Brent



Les informations disponibles concernant le troisième trimestre nuancent malgré tout l'idée d'un marché protégé de toutes dérives. Comparée à une demande en produits pétroliers traditionnellement en hausse durant les mois d'été (1 mbj selon nos prévisions), la production mondiale de pétrole n'a augmenté, en moyenne juillet-août, que de 0,6 mbj par rapport au deuxième trimestre. La hausse a été freinée par la baisse de la production aux États-Unis et en mer du Nord (travaux de maintenance habituels à cette période de l'année). Heureusement, malgré le maintien des quotas décidé lors de la réunion de juin, la production de l'OPEP a augmenté de 0,6 mbj sur la période. Ce non respect peut se justifier par l'ampleur des capacités disponibles, les pertes de parts de marchés que les pays acceptent de plus en plus difficilement depuis plusieurs mois et le relèvement de la production saoudienne pour compenser le bas niveau de la production irakienne (1,56 mbj en août pour des capacités de 2 mbj).

Simultanément, les stocks des compagnies de raffinage aux États-Unis n'ont cessé de baisser pour atteindre à la mi-septembre des niveaux bas : ils se situent au même niveau que l'année dernière alors que les besoins anticipés pour le quatrième trimestre devraient être légèrement supérieurs. Des risques de tensions à court terme ne sont donc pas totalement à exclure, notamment sur le brut, dont les réserves sont particulièrement faibles. Néanmoins, nos prévisions de croissance économique pour l'économie américaine étant plutôt modérées, la demande de pétrole devrait rester suffisamment faible (à moins d'un hiver particulièrement précoce et vigoureux) pour éviter un dérapage au prochain trimestre.

■ Christine Riffart

Des tensions à court terme

Le niveau actuel des prix résulte de deux effets : un effet « marché » qui tend à inscrire les prix implicites de court terme à la hausse, et un effet « prime de risque », délicat à estimer mais que l'on peut supposer entre 6 dollars en mars et 2-3 dollars aujourd'hui.

La combinaison des deux effets nuit à la lisibilité du marché (d'où peut-être la relative rigidité des prix), le risque étant de se laisser abuser à une période délicate par la prime de risque et de sous (ou sur)-estimer les tensions sur les stocks, compte tenu d'une demande anticipée qui reste hypothétique car liée à la croissance mondiale.

La décision de l'OPEP, le 18 septembre dernier, de laisser encore une fois ses quotas de production inchangés jusqu'à décembre 2002, montre clairement que l'Organisation reste prudente et cherche à éviter une baisse des prix. De fait, le surcroît de demande attendu pour la fin de l'année devrait rester modéré. Par ailleurs, le niveau élevé des prix offre des revenus suffisants aux pays producteurs pour leur garantir un équilibre macroéconomique satisfaisant, l'effet prix compensant l'effet volume, ce qui leur permet de différer le relèvement de production, probablement à janvier. Néanmoins, au vu de l'état des stocks en septembre aux États-Unis, la marge de déstockage pour les compagnies de raffinage américaines est étroite. Face à une demande saisonnière en hausse, le marché pourrait donc se tendre au quatrième trimestre conduisant à un relèvement probable des prix sous-jacents du pétrole (hors effet prime de risque).

À plus long terme, cependant, on suppose que ce risque n'est pas justifié. Sous l'hypothèse d'une croissance de l'économie mondiale encore terne en 2003 et d'une élasticité de la demande de pétrole au PIB légèrement supérieure à 2002, la consommation mondiale de pétrole augmenterait de seulement 0,7 mbj en 2003 par rapport à 2002, après une année de stagnation.

Simultanément, l'ampleur des capacités de production disponibles, concentrées presque exclusivement dans les pays de l'OPEP (en juillet, ceux-ci disposaient d'une marge de 6,5 mbj) permet de répondre facilement à ce surcroît de demande. Les pays hors OPEP utiliseront leurs installations au maximum mais se heurteront rapidement à des contraintes d'offre. L'OPEP qui s'est fixé comme objectif d'accompagner la demande, pourra alors utiliser cet espace pour relever ses quotas dès le mois de décembre et satisfaire aux revendications de ses pays membres.

Les tensions devraient donc être levées dès le début de l'année prochaine lorsque les marchés auront révisé leurs anticipations de demande. Les prix implicites devraient alors se détendre et revenir vers 23 dollars. Néanmoins, les tensions internationales restant présentes, nous maintenons une prime de risque qui laisse en moyenne les prix autour de 28 dollars d'ici à la fin de l'année prochaine ■

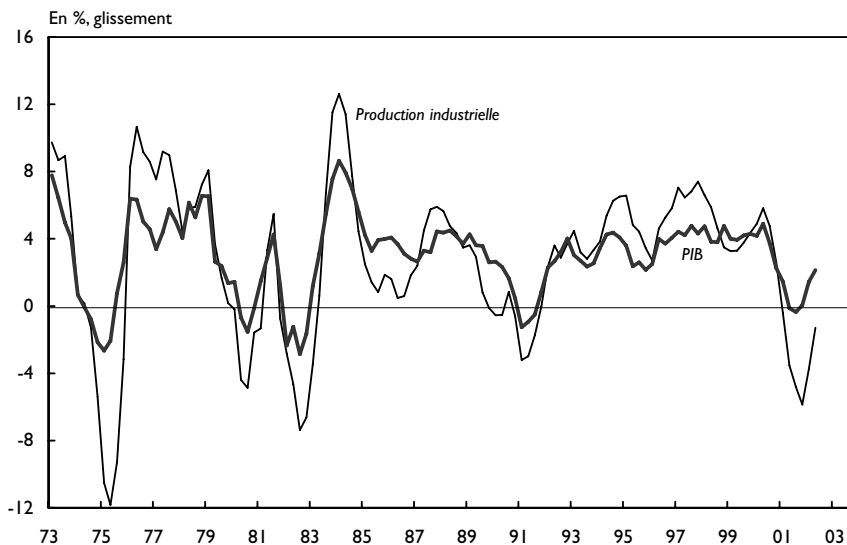
■ Hélène Baudchon

États-Unis : la reprise était presque parfaite

Une activité soutenue par la politique budgétaire

La révision annuelle de juillet 2002 des comptes nationaux américains a largement modifié le profil de croissance du PIB pour 2001. Dorénavant, la récession apparaît clairement dans les comptes (avec trois trimestres de baisse consécutive du PIB entre le premier et le troisième trimestres 2001) et le ralentissement de croissance entre 2000 et 2001 est nettement plus important que dans la zone euro. En revanche, entre la fin 2001 et le début 2002, le rebond de croissance aux États-Unis contraste avec le tassement de la croissance européenne. La vigueur de ce rebond s'est révélée néanmoins temporaire, et États-Unis et zone euro ont crû au même rythme au deuxième trimestre 2002 (0,3 % en variation trimestrielle). La récession de 2001 a été modeste selon les standards historiques. En moyenne, au cours des six récessions précédentes, la baisse du PIB a été de 1,4 % par trimestre (en rythme annualisé). Elle n'a été cette fois-ci que de 0,8 % par trimestre. En revanche, la récession dans l'industrie est tout aussi sévère que les précédentes (graphique 1).

I. Croissance comparée du PIB et de la production industrielle aux États-Unis



Sources : BEA, Réserve fédérale.

La croissance au tournant 2001-2002 a été soutenue par les dépenses publiques et la consommation des ménages, elle-même dopée par la politique budgétaire. À ces composantes sont venues s'ajouter au premier trimestre 2002 une forte progression de l'investissement résidentiel, un moindre déstockage et une augmentation des exportations (pour la première fois depuis la fin 2000). Ces tendances ne se sont pas toutes prolongées au

ÉTATS-UNIS : LA REPRISE ÉTAIT PRESQUE PARFAITE ■

deuxième trimestre 2002, expliquant en partie le tassement de la croissance. En effet, la croissance de la consommation des ménages, des dépenses publiques et de l'investissement résidentiel s'est nettement infléchie, alors que les importations explosaient¹. En revanche, exportations et variations de stocks ont continué d'apporter un soutien à la croissance. La contribution de l'investissement productif privé est toujours négative.

La forte progression des dépenses publiques au quatrième trimestre 2001 est surtout le fruit d'un artefact comptable. Par contre, la hausse des dépenses militaires fédérales est une réalité : en moyenne sur les trois derniers trimestres, elles ont contribué à hauteur de 0,4 point de pourcentage à la croissance (qui sur la même période a été en moyenne de 2,9 % en rythme trimestriel annualisé). Cette forte contribution reflète les mesures d'urgence votées suite aux attentats du 11 septembre, la lutte contre le terrorisme. Elles sont complétées par l'accroissement des dépenses de sécurité intérieure.

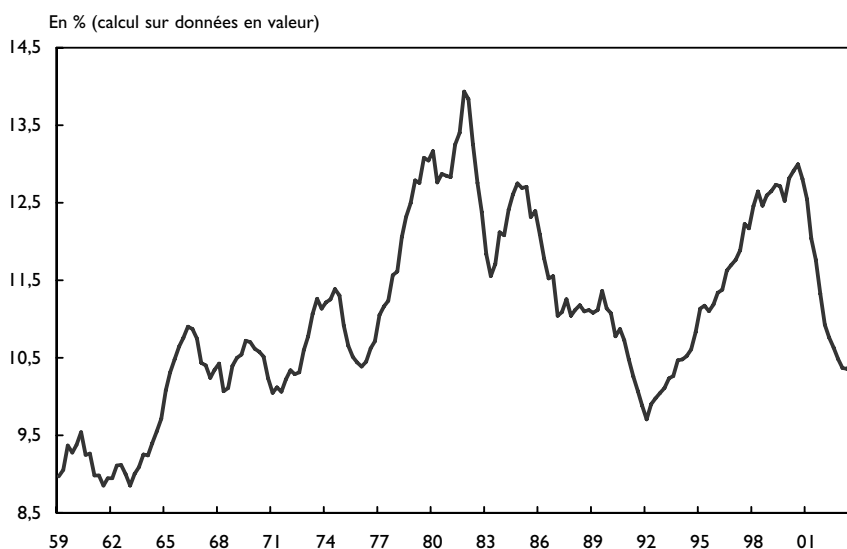
Le dynamisme de la consommation des ménages et de l'investissement résidentiel s'appuie sur une base commune : la croissance du revenu disponible réel, le bas niveau des taux d'intérêt, la valorisation du patrimoine immobilier. La croissance du revenu est soutenue par la faiblesse de l'inflation, le dynamisme des revenus hors revenus du travail (dont les transferts et les dividendes) et les baisses d'impôts. Le revenu disponible a été dopé par deux fois par des remboursements d'impôts suite à l'introduction du nouveau taux de l'IRPP de 10 % : au troisième trimestre 2001 et au premier trimestre 2002. Ces sommes, en partie consommées, ont surtout fait progresser le taux d'épargne de 2 points en un an. Par ailleurs, les conditions d'accès au crédit restent favorables. Les taux d'intérêt sur les crédits automobiles à 2 ans, les taux sur les crédits à la consommation et les taux hypothécaires sont en baisse depuis la mi-2000. À 6,3 % en août 2002, les taux hypothécaires ont atteint leur plus bas niveau depuis la fin des années 1960. La forte baisse des taux s'est accompagnée d'une vague de renégociations des emprunts hypothécaires, libérant des sommes importantes qui sont allées en grande partie soutenir la consommation. Les banques prêtent encore volontiers aux ménages. Cela se traduit par une progression importante de l'endettement des ménages (de l'ordre de 9 % en glissement) et par un taux d'endettement à un niveau historique de 95 %. Mais grâce à la baisse des taux, la charge de la dette (en pourcentage du revenu disponible) est un peu redescendue du sommet atteint fin 2001 (égalant alors le record du milieu des années 1980) et est tout juste égale à 14 %. Enfin, la progression des prix de l'immobilier est venue renflouer le patrimoine des ménages, fortement entamé par la chute de la Bourse. La possibilité d'hypothéquer son emprunt sur un collatéral revalorisé a constitué un levier d'endettement supplémentaire. Sur la première moitié de 2001, le prix de l'immobilier a progressé jusqu'à 9 % en glissement, avant de revenir sur un rythme plus raisonnable de 6,5 % au deuxième trimestre 2002. Le patrimoine immobilier des ménages a ainsi progressé de 10 % en 2000 et de 8 % en 2001. Les plus-values immobilières sont loin de compenser totalement les moins-values boursières, mais elles ont permis d'amortir la chute de la richesse nette. La solvabilité des ménages ne tient cependant qu'à un fil. Le ratio dette/actifs financiers est à un niveau historiquement élevé.

1. En partie par crainte d'une grève des dockers de la côte Ouest américaine.

■ Hélène Baudchon

La frénésie de dépenses des ménages, financée par un endettement croissant, s'oppose à la prudence et aux efforts de désendettement des entreprises. Cette prudence est liée à des conditions de financement de l'investissement difficiles alors que les perspectives de débouchés restent incertaines. L'ajustement de l'investissement productif s'est donc poursuivi. Le taux d'investissement (en valeur) a perdu un peu plus de deux points, soit une baisse comparable aux récessions précédentes. Il se situe aujourd'hui un peu en deçà de 11 %, soit à peu près le même niveau qu'avant le boom (graphique 2).

2. Taux d'investissement aux États-Unis



Sources : BEA, prévisions OFCE.

La remontée du taux de marge, amorcée au printemps 2001, s'est essouffée dès la fin 2001, les entreprises souffrant d'une absence totale de marge de manœuvre sur leurs prix. Au deuxième trimestre 2002, le déflateur de la valeur ajoutée a même baissé de 0,6 % en glissement. La rentabilité reste sur sa tendance baissière, amorcée en 1997, et retrouve, en 2001, son niveau du début des années 1990. Suite aux restrictions d'accès au crédit imposées par les banques à partir du début 2000, les entreprises ont fortement réduit leurs emprunts sur le marché du crédit, mais sans pour autant réussir à réduire significativement leur taux d'endettement (mesuré par le ratio encours de dette sur PIB). La prime de risque sur les obligations privées est de nouveau en hausse depuis le début 2002 : la baisse nette des taux longs publics ne s'est pas répercutée sur les taux privés, en particulier sur les obligations des entreprises notées BAA. Cette évolution, combinée à la baisse de la rentabilité a encore dégradé la profitabilité des entreprises. La baisse prolongée de la Bourse rend l'accès au marché des capitaux tout aussi difficile. Ces conditions ne doivent pas masquer les rares évolutions favorables à l'investissement. Pour la première fois depuis le début

ÉTATS-UNIS : LA REPRISE ÉTAIT PRESQUE PARFAITE ■

des années 1990, les entreprises ont procédé, au deuxième trimestre 2002, à des émissions nettes d'actions. Le taux d'auto-financement est en progression nette depuis début 2001 : à 65 %, il est revenu au niveau de sa moyenne historique. Depuis la fin 2001, les banques déclarant avoir resserré leurs conditions de prêts aux entreprises industrielles et commerciales sont de moins en moins nombreuses. Enfin, les efforts pour maîtriser les coûts portent leur fruit. La combinaison de gains de productivité horaire élevés et d'une progression contenue de la rémunération horaire réelle permet aux coûts salariaux unitaires de baisser depuis la mi-2001.

Des indicateurs conjoncturels plutôt mal orientés

L'évolution récente des quatre indicateurs coïncidents (production industrielle, emplois salariés non agricoles, ventes de l'industrie et du commerce et revenu réel des ménages avant transferts) suggère que la récession amorcée en mars 2001 a pris fin au tournant 2001-2002. Sur les sept premiers mois de l'année, l'orientation générale des indicateurs conjoncturels, bien qu'hésitante, était plutôt favorable à une reprise nette à partir de l'automne. Mais un changement s'est opéré entre juillet et août, en partie en réaction aux turbulences boursières. Avec les statistiques du mois d'août, et en particulier le Livre Beige de la Réserve Fédérale, la reprise n'apparaît plus ni franche ni vigoureuse. Le qualificatif de *jobless recovery*, en allusion à la récession de 1990-1991, a même refait surface.

Les créations d'emplois ne décollent pas : leur progression est quasi-nulle depuis mars 2002. Le taux de chômage se retrouve en août à son niveau de mars (5,7 %). La confiance des industriels, du secteur manufacturier comme du secteur des services, et la confiance des consommateurs sont en retrait depuis l'été. La reprise de la production industrielle s'est interrompue en août, et la croissance est tout juste positive en glissement. Bien qu'à 76 % le TUC reste bien en deçà de sa moyenne de long terme, sa remontée, par rapport à un point bas de 74 %, est nette. Les mises en chantier ont baissé en août pour le troisième mois consécutif et les permis de construire (véritable indicateur avancé) ont aussi baissé (pour la première fois depuis mars). Les nouvelles commandes de biens d'équipements civils n'affichent toujours pas de tendance haussière nette. L'indicateur avancé a de nouveau baissé en août (pour le troisième mois consécutif). Avec cette baisse, le glissement sur six mois passe en deçà de zéro et l'indice de diffusion sur six mois sous la barre des 50 %. L'exception à ce panorama sont les ventes de détail, artificiellement dopées par les nouvelles offres de prêt à taux zéro des constructeurs automobiles.

La fin du tunnel pour l'investissement ?

La croissance au troisième trimestre 2002 est donc encore soutenue par la consommation des ménages et, dans une moindre mesure, par les dépenses publiques. Le léger rebond de croissance par rapport au deuxième trimestre s'explique surtout par l'infléchissement de la croissance des importations. Entre la fin 2002 et le début 2003, l'évolution des différentes composantes du PIB rendent la croissance particulièrement fragile. En particulier, la consommation des ménages se tasse et l'investissement productif n'est pas encore

■ Hélène Baudchon

à même de prendre le relais. Ce n'est qu'à partir du deuxième trimestre 2003 qu'un mouvement de reprise solide s'enclenche. Cette reprise reste néanmoins molle en l'absence d'une accélération nette de la demande intérieure.

La croissance de la demande intérieure est en effet contrainte par celle de la consommation des ménages et des dépenses publiques. Seules les exportations, portées par la demande adressée, en particulier en provenance du Canada et des pays d'Asie, font preuve d'un dynamisme un peu soutenu. Une accélération de la consommation des ménages n'est guère envisageable compte tenu du niveau d'endettement des ménages, de la chute de la Bourse, de la baisse de la confiance des ménages et de la hausse du taux de chômage. La modération de la consommation des ménages est la contrepartie des excès passés. Il en va de même pour l'investissement résidentiel. Côté dépenses publiques, la progression des dépenses fédérales est en partie contrecarrée par les efforts de restriction des États fédérés. Alors que les contraintes pesant sur la consommation se font plus lourdes, celles pesant sur l'investissement se lèvent progressivement. D'ici la fin 2002, la poursuite de l'ajustement des capacités combinée au maintien de la demande intérieure conduit les TUC à se tendre progressivement. Le maintien de la demande intérieure permet aux entreprises de réviser à la hausse leurs perspectives de débouchés. Enfin, les conditions de financement de l'investissement s'améliorent. Ces éléments autorisent un redémarrage de l'investissement productif privé à partir du printemps 2003. La reconstitution des stocks se poursuit régulièrement, accompagnant la croissance.

Dans ce scénario, l'économie américaine, sous perfusion depuis une bonne année, se réanime progressivement. Certes, l'impulsion directe par les dépenses publiques se tarit, mais les incitations fiscales à l'investissement, les réductions d'impôts déjà votées et l'impulsion monétaire maintiennent la perfusion. L'impulsion de politique économique, forte et à point nommé, vient donc à bout des problèmes d'offre. Cela ne suffit néanmoins pas à retrouver le potentiel fin 2003. La croissance reste juste en deçà de 3 %, n'entraînant pas de baisse nette du taux de chômage ■

ÉTATS-UNIS : LA REPRISE ÉTAIT PRESQUE PARFAITE ■

États-Unis : résumé des prévisions

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

	2001				2002				2003				2000	2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,2	-0,4	-0,1	0,7	1,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,5	0,7	0,7	3,8	0,3	2,2	2,0
Consommation des ménages	0,6	0,3	0,4	1,5	0,8	0,5	0,8	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	4,3	2,5	3,1	1,9
Dépenses publiques ¹	1,4	1,4	-0,3	2,5	1,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,7	3,7	4,1	2,0
FBCF totale	-0,7	-3,0	-1,2	-2,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	0,8	1,4	1,6	6,3	-4,0	-4,0	1,0
Dont																
Productive privée	-1,4	-3,8	-1,5	-2,8	-1,5	-0,7	-0,5	-0,5	-0,3	0,9	1,8	1,9	7,8	-5,2	-6,1	1,0
Logement	2,0	-0,1	0,1	-0,9	3,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	1,1	0,3	3,3	1,3
Exportations de biens et services	-1,5	-3,3	-4,6	-2,5	0,9	2,9	1,3	1,6	1,6	1,8	1,9	2,0	9,7	-5,4	-1,1	7,1
Importations de biens et services	-2,0	-1,7	-3,1	-1,3	2,1	5,3	1,4	1,0	0,7	1,2	1,6	1,8	13,2	-2,9	3,9	5,7
Variations de stocks, en points de PIB	-0,3	-0,6	-0,7	-1,1	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,7	-0,7	0,0	0,2
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,5	-0,1	0,0	1,0	0,7	0,3	0,6	0,4	0,3	0,5	0,6	0,7	4,5	1,6	2,1	1,8
Variations de stocks	-0,8	-0,3	0,0	-0,3	0,7	0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-1,4	0,7	0,2
Commerce extérieur	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,2	-0,8	-0,1
Prix à la consommation ²	3,4	3,4	2,7	1,9	1,2	1,3	1,6	2,4	2,7	2,6	2,8	2,8	3,4	2,8	1,6	2,7
Taux de chômage, en %	4,2	4,5	4,8	5,6	5,6	5,9	5,8	5,9	5,9	6,0	6,0	5,9	4,0	4,8	5,8	6,0
Solde courant, en points de PIB	-4,3	-3,9	-3,6	-3,7	-4,4	-5,0	-5,0	-4,9	-4,9	-4,8	-4,8	-4,8	-4,2	-3,9	-4,8	-4,8
Solde public, en points de PIB													2,3	0,4	-1,9	-2,3
Impulsion budgétaire													-0,3	0,6	2,3	0,0
PIB zone euro	0,5	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	3,5	1,5	0,7	1,8

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

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

Sources : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Congressional Budget Office, prévisions OFCE.

■ Xavier Timbeau

Japon : difficile de sortir de la crise

La conjoncture japonaise s'est améliorée depuis le printemps. Ce sont les exportations qui, portées par la demande étrangère en provenance du reste de l'Asie, expliquent le rebond de l'industrie. La relative faiblesse du yen a contribué à doper la croissance. Cependant, il est peu vraisemblable que cette reprise soit suffisante pour faire sortir le pays d'une crise qui dure depuis plus de dix années. La croissance restera modérée, soutenue par le commerce extérieur, alors que les composantes internes de la demande sont bridées. Ainsi, le déficit public important et la dette galopante limitent les marges de manœuvres budgétaires. Les ménages et les entreprises restent prudents et la déflation, après une brève accalmie, reprend. Les plans anti-déflation ne fonctionnent pas et la crise structurelle du système financier se poursuit.

Une récession en 2001, une reprise timide en 2002

La publication de nouveaux comptes, issus d'une nouvelle méthode, à la fin de l'été 2002 change en partie le diagnostic sur l'économie. L'année 2002 est ainsi très nettement révisée en baisse. La chute de l'investissement est moins soudaine et moins profonde, mais s'inscrit dans un mouvement plus long, plus conforme au diagnostic de crise structurelle alors que la version précédente des comptes nationaux accreditait plutôt l'impact exceptionnel des attentats du 11 septembre. Le début de l'année 2002 a été fortement révisé à la baisse, tempérant le diagnostic sur la reprise en cours.

En effet, les exportations ont nettement repris, et la contribution extérieure pour le premier semestre de l'année 2002 s'élève à 0,8 point, et est supérieure à la croissance du PIB. Sans la contribution positive de l'extérieur, la récession se serait prolongée deux trimestres de plus. La demande dynamique en provenance de l'Asie et les gains de compétitivité apportés par la faiblesse du yen sont à l'origine de la vigueur du commerce extérieur japonais.

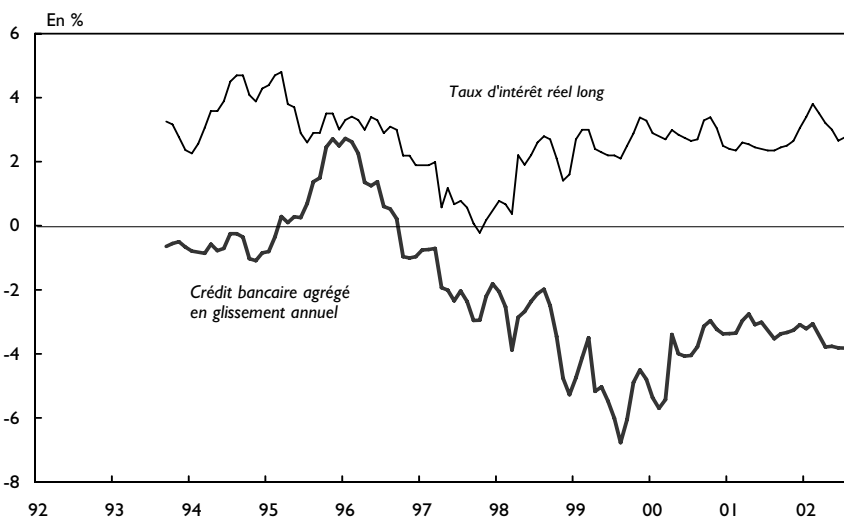
Cette bouffée d'oxygène explique le retournement des indicateurs concernant l'industrie. La production industrielle et les capacités de production remontent aux niveaux atteints à l'automne 2001. La confiance des industriels ou les perspectives de production telles que mesurées par l'enquête TANKAN de juin 2002 sont en nette amélioration. Le creux de l'activité enregistré au printemps semble être dépassé. Mais ces signes ne permettent cependant pas d'augurer un mécanisme de reprise forte, en particulier axée sur une reprise de l'investissement. Même si les capacités se tendent légèrement, l'enquête TANKAN indique toujours des projets d'investissements plus bas pour l'année 2002 que pour 2001 (- 5 % en rythme annuel). Les perspectives d'emploi sont aussi en repli. L'accès au crédit déjà difficile se resserre de plus en plus sauf pour les grandes entreprises qui notent un léger assouplissement des conditions d'attribution du crédit. Les crédits bancaires accordés par les banques sont en régression continue (graphique 1).

Si la confiance des consommateurs est remontée après le creux de la fin de l'année 2002, la hausse est modeste et l'indicateur de confiance des ménages ne retrouve que le niveau qu'il avait atteint au début de l'année

JAPON : DIFFICILE DE SORTIR DE LA CRISE ■

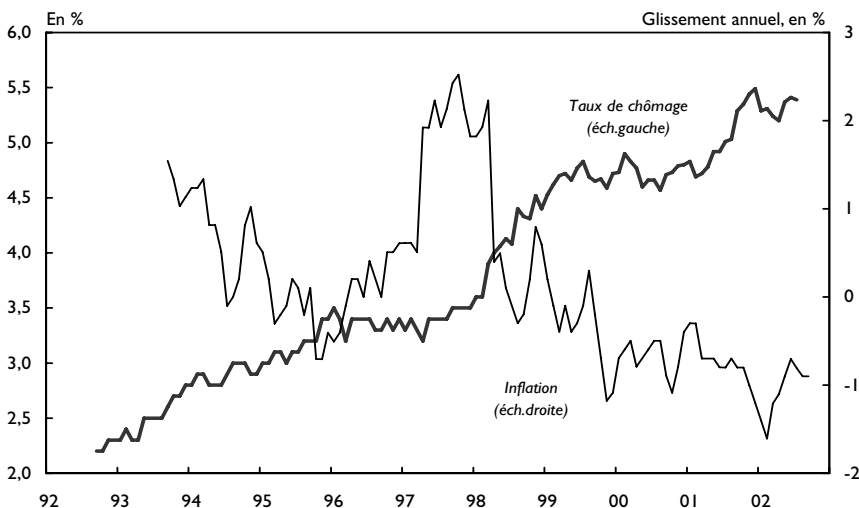
2001. Les indicateurs sur les revenus restent atones ou négatifs : les revenus salariaux continuent de décroître en terme réel, L'ajustement de l'emploi, mais surtout des salaires (par les primes de fin d'année et les bonus) est toujours fort et pèse sur le revenu des ménages. La baisse du taux d'épargne a apporté un soutien temporaire à la consommation. L'efficacité des plans de lutte contre la déflation reste encore à prouver au vu de l'évolution récente des prix à la consommation (graphique 2). Le chômage continue sa progression et le repli du début de l'année 2002 est effacé. La crise financière se poursuit donc.

I. Crédit bancaire et taux d'intérêt réel long



Source : Banque du Japon.

2. Inflation et chômage



Source : Banque du Japon.

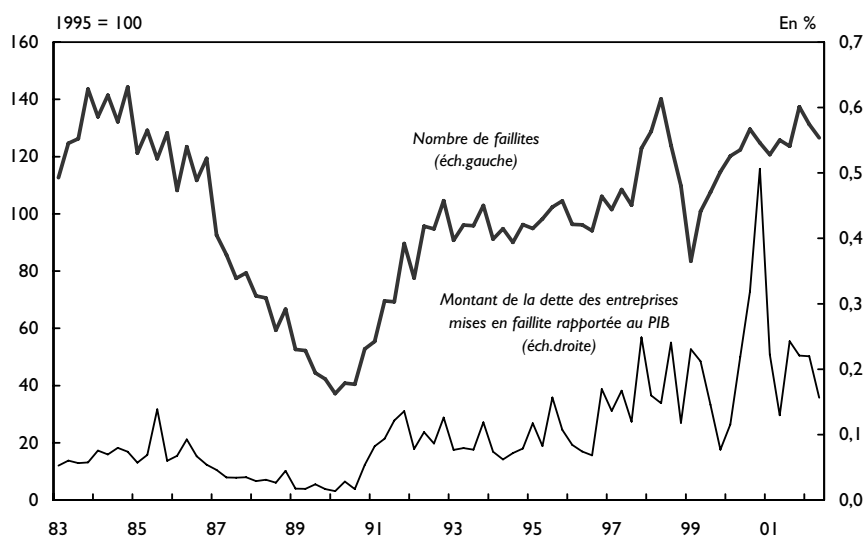
■ Xavier Timbeau

Comment sortir de la crise ?

La demande publique est contrainte par le niveau du déficit public et l'évolution de la dette publique. Pour l'année 2003, le déficit devrait s'établir à près de 8 % du PIB et la dette de l'État dépasserait 120 %. De plus, la dette publique peut être largement augmentée si l'État devait apporter sa garantie en cas de faillites trop importantes ou touchant au système bancaire. Le rachat d'actions des banques japonaises par la Banque centrale du Japon, tel qu'il a été proposé récemment, est un levier par lequel l'endettement potentiel de l'État devrait être reconsidéré s'il devait recapitaliser les banques, en tant qu'actionnaire, ou garantir leurs engagements. Le dernier plan proposé par le gouvernement avalise le renoncement au soutien de la demande. Il se tourne vers des mesures d'offre (incitations à l'investissement) qui risquent fort d'être sans effet.

Par ailleurs, la crise financière et bancaire n'est pas consommée. Le rythme des faillites s'est ralenti et le pic du début de l'année 2001 est passé. Cependant, le flux de dettes des entreprises mises en faillite dans le trimestre reste à un niveau élevé en point de PIB (graphique 3). Le soutien récent que la Banque centrale se propose d'apporter aux banques commerciales peut se heurter à l'aléa moral et n'encourager aucune solution au problème de fond de l'économie japonaise ■

3. Faillites d'entreprises japonaises



Source : Banque du Japon.

JAPON : DIFFICILE DE SORTIR DE LA CRISE ■

JAPON

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001				2002				2003				2000	2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	1,0	-1,2	-0,7	-0,7	0,0	0,5	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	2,2	-0,3	-0,6	1,2
Consommation des ménages	1,9	-0,3	-0,1	0,1	0,5	0,3	0,25	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	0,9	1,2
Consommation publique	1,1	0,5	0,6	0,7	0,4	0,8	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,6	2,8	1,9	0,2
FBCF totale	-0,3	-2,4	-1,4	-2,3	-1,7	-0,6	-0,7	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	-2,1	-5,6	-1,2
Dont																
Productive privée	-2,7	2,5	-2,7	-4,0	-2,0	-0,5	-1,0	-0,5	-0,25	0,0	0,25	0,5	10,3	0,5	-6,6	-1,0
Logement	-5,2	-4,1	-0,2	0,7	-2,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	1,6	-6,0	-4,1	-3,9
Publique	8,9	-12,7	1,2	0,4	-0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-9,8	-6,2	-3,6	-0,2
Exportations de biens et services	-1,8	-5,2	-3,2	-1,7	4,8	5,8	1,0	1,0	1,8	1,8	2,2	2,2	12,4	-6,6	5,5	7,7
Importations de biens et services	-0,4	-3,6	-3,0	-2,2	-0,1	3,8	0,8	0,4	0,5	0,7	0,8	0,8	9,6	-0,6	-1,0	3,3
Variations de stocks, en points de PIB	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1	-1,5	-1,4	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,4	-0,7	-1,2	-1,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	1,1	-0,7	-0,3	-0,4	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	1,7	0,7	-0,7	0,4
Variations de stocks	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,6	0,0
Commerce extérieur	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,5	0,3	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,5	-0,7	0,7	0,0
Prix à la consommation (PCH)	-0,4	-0,7	-0,7	-1,0	-1,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,5
Taux de chômage, au sens du BIT	4,8	4,9	5,1	5,4	5,3	5,3	5,3	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	4,7	5,0	5,2	5,2
Solde courant, en points de PIB													2,5	2,1	2,5	2,5
Solde public, en points de PIB													-7,2	-7,1	-7,4	-7,9
Impulsion budgétaire													0,4	-0,5	0,0	0,2
PIB zone euro	0,5	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	3,5	1,5	0,7	1,8

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

■ **Éric Heyer**

Asie : croissance tous azimuts !

Le décollage économique spectaculaire de l'Asie en développement s'est appuyé et s'appuie encore sur un modèle de croissance tirée par les exportations à destination des pays industrialisés. Très dépendante en conséquence de leur commerce extérieur, la croissance des économies d'Asie a buté, en 2001, sur le ralentissement du commerce mondial et la crise du marché des semi-conducteurs. La demande intérieure s'est également ralentie dans la zone : la crainte du chômage a affecté la confiance des ménages et leur consommation. Cette baisse de la demande conjuguée à la persistance de surcapacités de production dans certains secteurs ont conduit les entreprises à réduire leurs investissements. Hong-Kong, Singapour, Taiwan, et la Malaisie, pays les plus engagés commercialement avec les États-Unis et/ou spécialisés sur le secteur de l'électronique, sont les plus touchés par le ralentissement (tableau 1).

Dans cette zone, la Chine a tout de même réussi à maintenir un taux de croissance supérieur à 7%. La baisse du dollar, auquel le yuan est arrimé, a dopé ses exportations. Les investissements directs étrangers, dopés par l'entrée de la Chine dans l'OMC restent élevés (15% de hausse en 2001) tout comme les dépenses gouvernementales d'infrastructure (routes, infrastructures et aéroports). La Corée du Sud a bénéficié, quant à elle, de son avance dans le secteur des technologies et des services pour jouer l'intégration et la complémentarité avec la Chine.

I. Zone Asie détaillée : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2000	2001	2002	2003
Corée du Sud	8,0	8,8	3,0	6,1	5,8
Asie Rapide	19,8	5,8	0,6	3,5	4,3
Taiwan	3,2	5,9	-2,2	3,2	3,8
Hong-Kong	1,6	10,5	0,6	1,8	3,3
Singapour	0,8	9,9	-2,0	4,0	5,5
Thaïlande	4,0	4,4	1,8	4,0	4,0
Indonésie	7,1	4,8	3,3	3,5	4,2
Malaisie	1,6	8,3	0,4	4,3	5,6
Philippines	1,6	4,0	3,2	4,0	3,9
Chine	42,6	8,0	7,3	7,7	7,6
Autres Asie	29,5	7,0	5,4	5,1	5,9
Asie hors Chine	57,4	6,8	3,4	4,7	5,3
Total	100	7,3	5,1	6,0	6,3

Sources : FMI, prévisions OFCE.

ASIE : CROISSANCE TOUS AZIMUTS ! ■

2002-2003 : une reprise sans heurts...

À l'horizon de notre prévision, les signes de reprise se multiplient dessinant un scénario de croissance sans heurts. Du côté de la demande intérieure, compte tenu de la modération de la reprise internationale, du faible niveau d'utilisation des capacités qui prévaut globalement, et de la stabilité des changes dans la région, l'inflation dans l'Asie hors Chine devrait restée maîtrisée autorisant un maintien de taux d'intérêt faibles favorables à la reprise. Par ailleurs, les exportations retrouvent progressivement leur croissance, soutenues notamment par la reprise des ventes des semi-conducteurs (tableau 2).

2. Zone Asie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2000	2001	2002	2003
Importations	18,3	0,5	2,7	10,0
Exportations	18,6	-2,7	5,5	9,7
Demande adressée	13,9	-0,6	2,0	6,9

Sources : FMI, prévisions OFCE.

... grâce au retour à la croissance du marché mondial des semi-conducteurs

Si les perspectives d'activité dans le secteur de l'électronique restent très marquées par la conjoncture américaine, elles semblent toutefois montrer quelques signes d'autonomie. Selon les statistiques de l'association des industries de semi-conducteurs, les ventes se sont stabilisées depuis le troisième trimestre 2001 et des signes de redressement sont visibles en Europe et en Asie hors Japon. De son côté, le World Semiconductor Trade Statistics, prévoit pour 2002 une progression de 2,3 % des ventes mondiales et de 25,7 % des ventes de la zone Asie. Pour 2003, les prévisions de vente restent sur une tendance élevée : 21,7 % pour la zone Asie, ce qui devrait se retrouver dans les carnets de commandes étrangères à partir du milieu de l'année 2002.

Les risques sont de deux natures

D'un point de vue conjoncturel, hors choc pétrolier suite à un éventuel conflit irakien, des risques sont à prendre en compte en Corée du Sud (surchauffe) et en Indonésie, où l'inflation à deux chiffres continue d'inquiéter.

Par ailleurs, le retournement conjoncturel ne doit pas masquer les limites à la croissance asiatique et différer des réformes rendues nécessaires par la mutation en cours dans la région. Par exemple, la montée de la Chine remet en cause les acquis des économies les plus spécialisées. Un choc de croissance de l'économie chinoise se fera au détriment des « petites » économies de la zone. Conscientes de l'essoufflement de leurs spécialisations, les autorités de Singapour et de Taïwan ont d'ailleurs annoncé de nouvelles stratégies de spécialisation pour soutenir la croissance dans les années à venir ■

■ Christine Riffart

Amérique latine : quand la finance se mêle à la politique

Depuis le printemps dernier, l'Amérique latine connaît une nouvelle crise de défiance de la part des marchés financiers qui conduit à une forte dégradation des anticipations de croissance pour 2002 et 2003. L'aversion au risque financier depuis la crise argentine se double aujourd'hui d'une aversion au risque politique, cristallisée sur les élections brésiliennes d'octobre, lesquelles verraient la victoire du candidat de l'opposition Lula da Silva. Le Brésil n'a quasiment plus accès au marché international des capitaux, et les critères de solvabilité se détériorent, amplifiant ainsi les craintes des investisseurs. Pour désamorcer cette nouvelle crise de confiance et éviter la propagation de la crise financière à l'ensemble de la région, le FMI est intervenu massivement au mois d'août au Brésil (par un prêt de 30 milliards de dollars), en Uruguay et au Paraguay. Malgré ces mesures, la situation reste fragile car la récession économique, induite par l'instabilité financière, fragilise les agents et continue d'alimenter la défiance des investisseurs.

À la différence de l'hiver dernier où le Brésil avait bien résisté à la crise argentine, le rapprochement des échéances électorales et la victoire possible du candidat de l'opposition ont rendu les marchés financiers inquiets. Le real a perdu 35 % de sa valeur depuis avril et la dette publique dont une grande partie est indexée sur le dollar et les taux d'intérêt, est passée de 53 % du PIB en 2001 à 61,9 % en juillet 2002, malgré une politique budgétaire rigoureuse (excédent primaire attendu à 3,75 % du PIB cette année). Pour éviter le pire, la communauté internationale (organismes multilatéraux et banques privées internationales) s'est mobilisée et les candidats à l'élection se sont engagés à prendre à leur compte, les engagements vis-à-vis du FMI et à maintenir la rigueur monétaire et budgétaire. En attendant, la croissance s'est ralentie : sur un an, le PIB a progressé de 1 %, ce qui correspond à peu près à nos prévisions de croissance.

L'Argentine reste confrontée à un grave problème de liquidités qui empêche toute reprise de l'activité. Au premier trimestre, le PIB a décliné de 16 % sur un an. La consommation privée pourrait reculer cette année de 15 % et l'investissement qui a déjà baissé de 30 % au cours des trois dernières années pourrait encore chuter de 40 %. En cessation de paiements vis-à-vis des créanciers privés depuis décembre dernier, le pays tente de renégocier avec le FMI la reprogrammation des engagements financiers auprès des organismes multilatéraux (6,5 milliards de dollars) jusqu'à mars prochain, date des prochaines élections. Pour le moment, l'horizon reste bouché. Le taux de change s'est néanmoins stabilisé à 3,6 pesos pour 1 dollar depuis juin dernier. Mais l'inflation sur un mois, alimentée par la hausse des produits importés, continue d'augmenter. Pour le moment, on n'observe pas de reprise de l'hyperinflation, c'est-à-dire d'accélération des rythmes mensuels des hausses pour des raisons d'indexation des prix sur le taux de change. En août, l'inflation atteint 36,5 % sur un an.

La crise économique et financière dans les deux plus grandes économies d'Amérique latine a profondément déstabilisé le reste de la région. Les autres pays sont relativement ouverts sur l'extérieur (25 % du PIB au Chili et

AMÉRIQUE LATINE : QUAND LA FINANCE SE MÊLE À LA POLITIQUE ■

Venezuela, 16 % en Colombie,...) et intégrés commercialement : 25 % de leurs exportations restent dans la zone. Cette part est encore plus importante pour les deux pays du Mercosur, l'Uruguay et le Paraguay qui exportent près de 50 % de leur produits chez leurs voisins-partenaires. Les contre performances économiques dans ces pays sont manifestes, et créent de graves crises financières. En Uruguay, le peso a chuté de 35 % face au dollar depuis mai et le système bancaire a évité de justesse la déroute. Le gouvernement annonce une récession de 11 % cette année contre 5 % annoncée en avril.

Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2000	2001	2002	2003
PIB	4,3	0,1	- 1,3	2,7
Importations	12,9	- 1,4	- 6,4	5,5
Exportations	10,9	3,6	- 3,2	9,2
Demande adressée	13,3	- 2,0	- 1,7	6,2

Sources : FMI, calculs et prévisions OFCE.

L'année 2003 devrait être une année de reprise. Une fois levée l'incertitude sur les résultats des élections brésiliennes, on suppose que les marchés valideront la formation et la politique du prochain gouvernement et permettront progressivement le retour du Brésil sur le marché financier international. Par ailleurs, le redressement des économies américaine et asiatiques, combiné aux gains de parts de marché espérés de l'amélioration de la compétitivité-prix tirée des dépréciations pourraient agir positivement sur les exportations. Enfin, les pays étant exportateurs de produits primaires (énergétiques, miniers et agricoles) devraient profiter de la reprise des cours mondiaux déjà visibles au début de cette année.

Néanmoins, la situation est loin d'être parfaitement dégagée. La défiance des investisseurs étrangers devrait persister en raison du maintien de facteurs de fragilité (vulnérabilité des secteurs bancaires, réformes insuffisantes des finances publiques). Les entrées de capitaux resteront donc modérées et sélectives. Le Mexique, bénéficiant de l'effet ALENA et d'une politique monétaire et budgétaire stricte a été à peu près épargné par les turbulences des marchés. Il devrait continuer d'afficher, avec le Chili, les meilleurs scores pour 2003, même si ceux ci restent très en deçà de leurs performances passées. Dans les autres pays, la croissance restera positive mais faible ■

■ Gaël Dupont

PECO : reprise modérée

En 2001 et en 2002, les pays en transition ont bien résisté au ralentissement mondial, grâce au dynamisme de la demande interne. En 2001, la croissance a été de l'ordre de 3 % à 4 % pour les pays d'Europe centrale et même davantage en Bulgarie et en Roumanie et dans les pays de l'ex URSS. En 2002, les performances seraient sensiblement équivalentes malgré un ralentissement dans les économies les plus dynamiques. La seule exception est la Pologne qui a connu deux années très difficiles. Après le ralentissement du début d'année 2002, les économies d'Europe centrale et orientale retrouvent une dynamique de croissance bénéficiant de la reprise des exportations et de l'investissement et de la forte stimulation budgétaire. Les parts de marchés augmenteraient légèrement en 2003.

La perspective de l'entrée dans l'Union européenne (UE) est un élément fondamental du dynamisme des économies d'Europe centrale. Les structures économiques ont été modifiées très rapidement et la convergence nominale a été très forte. Les investissements directs étrangers (IDE) financent le rattrapage et permettent un accroissement rapide de la productivité. Selon la Cnuced, les flux entrants d'IDE vers les Peco ont augmenté de 2 % en 2001, alors qu'ils se réduisaient de moitié dans l'ensemble du monde. Ces flux d'investissement financent largement les déficits courants dans la plupart des pays de la région.

I. Pays en transition : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2000	2001	2002	2003
Europe centrale	51	4,0	2,7	2,4	3,6
Pologne	22	4,0	1,1	1,2	3,2
République tchèque	7	3,3	3,3	3,0	3,8
Hongrie	6	5,2	3,8	3,4	3,9
Roumanie	5	1,8	5,3	3,6	4,0
Russie	35	9,0	4,9	3,8	4,1
Autres ex URSS	14	6,2	8,2	4,6	4,9
Total	100	6,0	4,2	3,2	3,9

Sources : FMI, prévisions OFCE.

En 2001, la croissance **polonaise** a été très faible sous l'effet du ralentissement de l'Allemagne, qui constitue un tiers de ses débouchés, et surtout du très fort resserrement monétaire qui a permis de réduire fortement l'inflation. L'investissement s'est effondré (-10,2%), le zloty s'est fortement apprécié et le taux de chômage a explosé, frôlant 20 % en 2002 contre un peu plus de 10 % en 1998. Malgré de fortes baisses des taux d'intérêt en 2001, les taux réels restent très élevés compte tenu du faible niveau d'inflation (1,3 % en glissement sur un an en août 2002). La poursuite de la baisse des taux, conjuguée à une accélération des prix et à une croissance de la demande externe, devrait permettre un rebond de l'économie à partir du second semestre 2002.

La situation économique est plus favorable dans les principaux autres pays d'Europe centrale. En **République tchèque**, la désinflation a été très forte (0,7 % en glissement annuel en août 2002). La pérennité de la coalition sortie des urnes est incertaine et une voix centriste a manqué au gouvernement qui souhaitait voter une augmentation des impôts pour financer le coût des inondations estimé par le ministre des finances à 3,3 milliards d'euros (6 % du PIB). En **Hongrie**, les fortes hausses de salaires stimulent la consommation et l'investissement devrait accélérer dans les mois qui viennent.

La **Slovaquie**, la **Roumanie** et la **Bulgarie** ont connu une croissance forte en 2001 qui devrait se poursuivre. La croissance slovaque a été tirée par la demande interne, qui a creusé le déficit courant (presque 9 % du PIB en 2001). Les investissements directs ont été très élevés (7,5 % du PIB en 2001) du fait des privatisations. Les législatives de septembre 2002 ont donné la majorité à quatre formations de droite pro européenne emmenée par le premier ministre sortant Mikulas Dzurinda. Les réformes devraient se poursuivre et la perspective d'une adhésion rapide à l'UE se renforce. L'adoption d'un *currency board* en 1997 a permis la stabilisation de l'économie bulgare.

2. Pays en transition : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2000	2001	2002	2003
PIB	6,0	4,2	3,2	3,9
Importations	32,6	4,1	7,4	8,9
Exportations	14,9	-3,1	-1,6	7,2
Demande adressée	12,2	1,7	2,7	7,0

Sources : FMI, prévisions OFCE.

En **Russie**, le dynamisme de la demande intérieure a permis de maintenir, en 2001, une croissance forte malgré le ralentissement mondial et la baisse du cours des matières premières. La stabilité des prix des matières premières va permettre la poursuite d'une croissance robuste de l'économie au cours des années 2002 et 2003. À moyen terme, la mise en œuvre de profondes réformes structurelles (notamment du système bancaire) est nécessaire pour que les immenses besoins d'investissement puissent se réaliser. L'économie russe est une économie de rente ; hors pétrole et gaz, l'investissement est faible ; le retard reste important en matière institutionnelle et de respect de la loi et des contrats. Malgré le potentiel de croissance important, la Russie continue à exporter des capitaux.

Les risques pesant sur la croissance des pays en transition concernent la conjoncture de l'Union européenne et un niveau excessif des taux de change réels. Mais la bonne tenue des taux de change est un puissant instrument de désinflation, qui elle-même permet de maintenir la compétitivité. Elle renforce la convergence nominale mais aussi réelle vis-à-vis de l'UE car elle favorise les entrées de capitaux. L'évolution économique des économies d'Europe centrale permettrait d'envisager l'entrée de huit pays dans l'UE dès 2004 ■

■ Catherine Mathieu

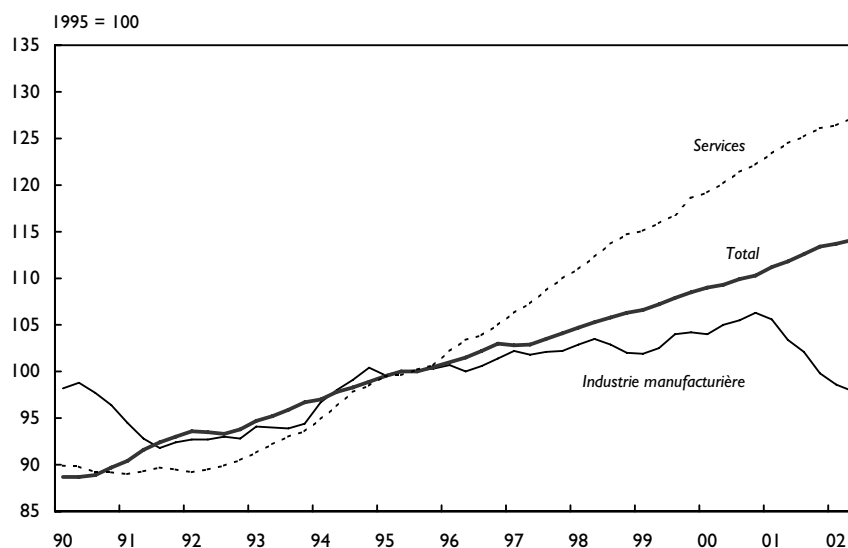
Royaume-Uni : *Home, Sweet Home*

L'économie britannique a retrouvé un taux de croissance de 0,6 % au deuxième trimestre 2002 après six mois proches de la stagnation, portant l'augmentation du PIB à 1,3 % seulement en glissement sur un an, contre 2 % un an plus tôt. Sous l'effet du ralentissement de l'économie mondiale, les exportations britanniques avaient commencé à chuter au deuxième trimestre 2001, conduisant à une contribution négative de 2,6 points des exportations à la croissance en un an. La reprise du commerce mondial amorcée au tournant 2001/2002 s'est d'abord traduite par l'arrêt de la baisse des exportations, suivie d'une forte hausse au deuxième trimestre, contribuant à hauteur de 1,1 point à la croissance.

Les exportations de produits de nouvelles technologies sont nettement reparties à la hausse en 2002. En juillet, les exportations de matériel électrique et électronique étaient en hausse de 24 % en valeur par rapport à leur point bas de décembre dernier. La progression était de 9 % pour l'ensemble des marchandises, en valeur comme en volume, et nettement plus vigoureuse vers les pays non membres de l'UE (+ 18 % en volume) que vers l'UE (+ 5 %). Les exportateurs, qui parviennent tout juste à maintenir leurs parts de marché avec un taux de change effectif de la livre inférieur de 3 % à son point haut du premier semestre 2000, mais supérieur de plus de 10 % à sa moyenne des vingt dernières années (pour le taux de change réel effectif en termes de prix à la consommation mesuré par l'OCDE) ne peuvent compter que sur la demande pour soutenir leurs ventes. La poursuite du mouvement de reprise internationale est donc une condition majeure pour la croissance britannique, surtout pour l'industrie.

La production manufacturière s'est stabilisée en 2002 (après une baisse de 6,9 % en glissement en 2001, graphique 1). Les industries de biens d'équipement, dont celles de produits électriques, parmi lesquelles se trouvent des industries de nouvelles technologies, sont pratiquement parvenues à enrayer la chute de leur production. La production a connu des fluctuations inhabituelles de mai à juillet du fait du report en juin du jour férié traditionnellement attribué en mai et de l'attribution de jours de congés supplémentaires au mois de juin à l'occasion du jubilé de la reine d'Angleterre, mais a retrouvé en juillet son niveau de mai. Les indicateurs conjoncturels, qui s'étaient aussi retournés à la hausse au début de l'année, ont cependant commencé à envoyer des signaux plus mitigés cet été. Ainsi, l'enquête mensuelle de septembre de la CBI signale une détérioration des perspectives de production à six mois et des opinions sur les carnets de commande. Pendant que l'industrie s'engageait sur la voie de la reprise, la production de services a continué de tirer la croissance (+ 0,6 % au deuxième trimestre, au lieu de 0,9 % un an plus tôt). Les entreprises ont considéré que le ralentissement était temporaire. La productivité a fortement chuté, quittant des rythmes annuels de 2 % jusqu'au troisième trimestre 2000, pour devenir pratiquement nulle au début 2002. Elle a retrouvé une croissance de 0,7 % au deuxième trimestre. La progression des salaires a continué de décélérer (4 % en glissement annuel en juillet dernier, contre 6 % au début de 2000), malgré la faiblesse du taux de chômage.

I. Évolution de la valeur ajoutée au Royaume-Uni



Source : ONS.

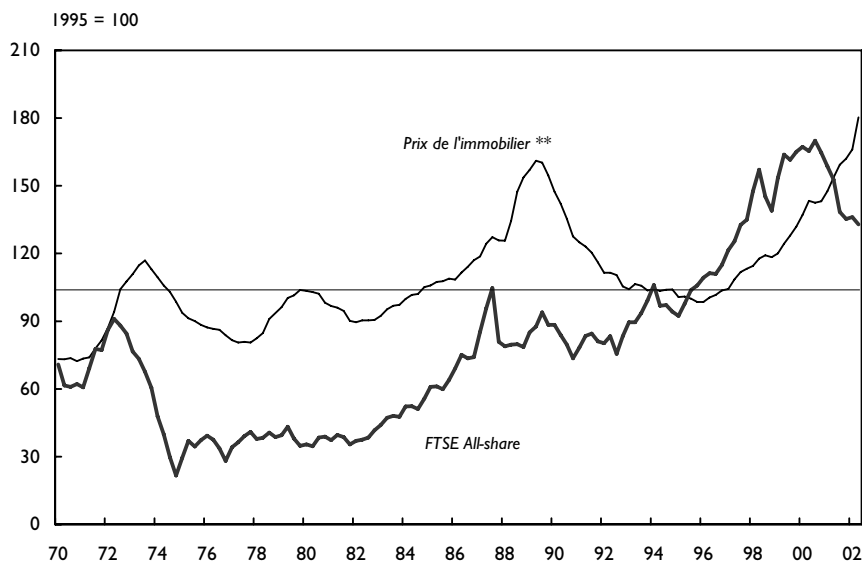
Le Royaume-Uni a affronté le ralentissement mondial dans des conditions macroéconomiques favorables. Il entre dans sa onzième année de croissance ininterrompue. L'économie reste proche du plein emploi. Le taux de chômage n'était supérieur que de 0,3 point en juin 2002 à son point bas d'avril 2001 et reste le plus bas du G7 (5,2 % selon le concept BIT). L'inflation reste inférieure à la cible de la politique monétaire : la progression des prix de détail hors intérêts hypothécaires n'était que de 1,9 % sur un an en août 2002, pour une cible de 2,5 %. L'inflation reste aussi la plus basse de l'UE, soit 1,0 % en termes d'IPCH, contre 1,9 % dans l'UE. Le solde public a été excédentaire de 0,9 point de PIB en 2001, la dette publique (au sens de Maastricht) ne représentant plus que 39 points de PIB. Le déficit extérieur est resté limité (2 points de PIB), malgré le niveau élevé du taux de change.

La Banque d'Angleterre a laissé ses taux inchangés à 4 % depuis novembre 2001. Les taux d'intérêt réels à court terme ne sont que de 2 %. Les taux longs nominaux sont similaires à ceux de la zone euro (4,3 % à la fin septembre) et supérieurs à ceux des États-Unis (3,7 %). Selon une règle de Taylor, la politique monétaire est au début de l'automne 2002 probablement légèrement restrictive. Avec une inflation de 2 %, pour une cible de politique monétaire de 2,5 % et un écart de production négatif (de près de 1 point en considérant les estimations de l'OCDE), le taux neutre serait de 3,25 %. Le Comité de politique monétaire (CPM) dispose donc de marges de manœuvre pour baisser les taux directeurs. Mais il semble laisser à la politique budgétaire le soin de soutenir la croissance. Dans notre scénario, le CPM maintiendrait les taux inchangés jusqu'au printemps 2003 attendant la confirmation de la reprise de la croissance mondiale. Il les remonterait alors de 0,25 point et de 0,25 point supplémentaire au quatrième trimestre.

■ Catherine Mathieu

La consommation des ménages reste le principal moteur de la croissance (+ 3,9 % en glissement sur un an au deuxième trimestre, 4,1 % un an plus tôt). La consommation continue à être tirée par la progression des salaires, le bas niveau du taux de chômage et des taux d'intérêt. Jusqu'à la mi-2002, la richesse nette des ménages avait peu baissé au regard des évolutions des cours boursiers : elle était d'environ 4 550 milliards de livres, soit 150 milliards de moins que deux ans plus tôt lorsque les cours étaient au plus haut. La baisse de la richesse financière — le FTSE-All share affichait un recul de 19 % sur deux ans au deuxième trimestre 2002 — a été pratiquement compensée par une augmentation de même ampleur des prix de l'immobilier (graphique 2). Cependant, compte tenu de la progression du revenu, la richesse nette ne représentait plus que 6,2 fois le revenu à la mi-2002, au lieu de 7,2 à la mi-2000, ce qui restait malgré tout au-dessus de la moyenne des trente dernières années (graphique 3). Les estimations économétriques suggèrent, dans le cas britannique, une propension marginale à consommer de l'ordre de 5 pence pour 1 livre de richesse supplémentaire¹. Entre le deuxième trimestre 2000 et le deuxième trimestre 2002, la richesse a baissé de 140 milliards de livres. Ceci représenterait une baisse d'environ 11 milliards de consommation, soit 1,5 %. La chute des cours boursiers au troisième trimestre 2002 (- 20 %) conduira probablement, malgré la poursuite de la hausse des prix de l'immobilier (environ 5 %), à une perte de richesse de l'ordre de 250 milliards de livres. Si cette baisse était durable, l'impact sur la consommation serait potentiellement important (près de 2 %).

2. Cours boursiers et prix de l'immobilier au Royaume-Uni*

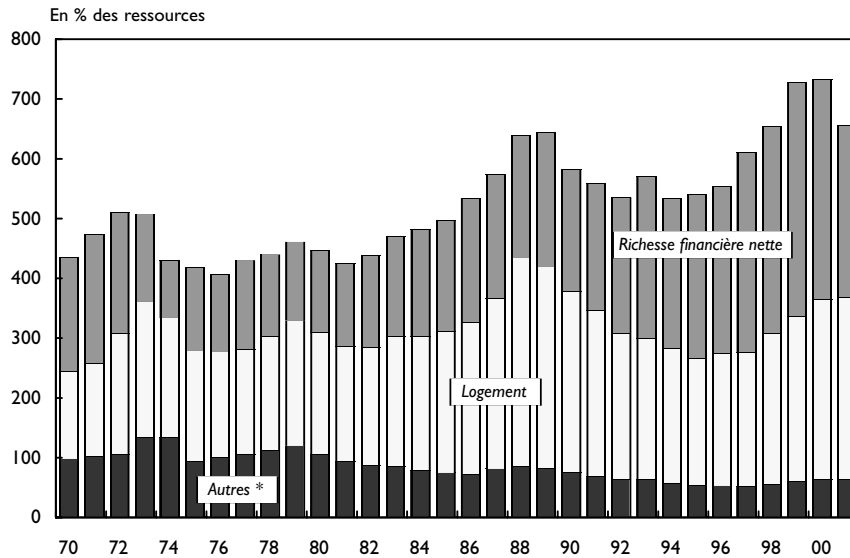


* Rapportés au déflateur implicite des dépenses de consommation.

** *Nationwide Anglia house price index of all properties.*

I. C. Houizot, H. Baudchon, C. Mathieu et F. Serranito : « Plus-values, consommation et épargne, une estimation de l'effet richesse aux états-Unis et au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE*, n° 73, avril 2000.

3. Patrimoine des ménages britanniques



* Terrains cultivés, locaux et équipements à usage commercial et industrie
Sources : ONS, Banque d'Angleterre.

C'est du côté de l'évolution des prix des actifs que réside le risque interne principal de la prévision. Nous avons supposé qu'une faible progression de l'emploi, des hausses de salaires restant proches de 4 %, et une richesse nette moins élevée — en faisant l'hypothèse de l'arrêt de la chute des marchés financiers et d'une stabilisation des prix de l'immobilier — conduiraient à un simple ralentissement de la consommation des ménages et à une remontée d'1,5 point du taux d'épargne à l'horizon de la fin 2003, portant ce dernier à 6 %. La progression des prix de l'immobilier pourrait avoir atteint un point haut cet été, l'indice Halifax affichant une progression de 19 % en glissement sur un an en août, après 21 en juillet, et reculer lentement. Mais le risque existe que les prix de l'immobilier connaissent une chute plus rapide, qui entraînerait une remontée plus forte du taux d'épargne, comme cela fut le cas à la fin des années 1980.

Dans le contexte de fragilisation de la demande externe et de celle des ménages, la demande publique apporte un soutien bienvenu à la croissance (+ 4,6 % en glissement sur un an au deuxième trimestre 2002 pour la consommation en volume et 7,5 d'investissement). La politique budgétaire est cette année, comme l'an dernier, expansionniste. Elle le resterait à l'horizon 2003. Le budget 2002 prévoit une hausse de la consommation publique de 3,25 % en volume cette année comme l'an prochain, ainsi qu'une progression de l'investissement public d'environ 26 % cette année et 12,5 % l'an prochain, principalement dans les secteurs de la santé et de l'éducation. Les dépenses d'investissement apparaissent pour le moment en retrait par rapport à ces objectifs, mais nous avons fait l'hypothèse que ceux-ci seraient à peu près atteints. Dans ce cas, l'impulsion budgétaire serait supérieure à 1 point de

■ Catherine Mathieu

PIB cette année et de 0,7 l'an prochain. Le solde public deviendrait déficitaire, d'un peu plus de 1 point de PIB. Au rang des nouvelles mesures qui entreront en vigueur en 2003 figure en particulier une hausse des taux de cotisations sociales (1 point pour les employeurs et les salariés) à partir d'avril, soit un prélèvement de l'ordre de 0,7 point de PIB destinée à financer l'augmentation des dépenses de santé (7 % par an en termes réels).

Les efforts soutenus d'investissement des entreprises dans la seconde moitié des années 1990 avaient porté le taux d'investissement à un niveau record en 2000 en volume (près de 15 % du PIB, soit 4 points au dessus de la moyenne des années 1970 à 2000), et l'avaient ramené à son niveau moyen en valeur. Face au ralentissement conjoncturel, les entreprises ont réduit leur FBCF et abaissé le taux d'investissement de deux points de PIB entre la fin 2000 et la mi-2002, en volume comme en valeur, mais n'ont pas procédé à de forts ajustements de stocks. La légère remontée du taux d'utilisation des capacités de production depuis le printemps, ainsi que le redressement des perspectives d'investissement figurant dans les enquêtes, suggèrent une progression modérée de l'investissement de l'industrie manufacturière dans les mois à venir. Ceci conduirait à une légère remontée du taux d'investissement en 2003, en ligne avec la reprise somme toute modeste de la demande.

Sous ces hypothèses, la croissance serait de 1,4 % cette année et de 2,3 % l'an prochain. Elle rejoindrait le taux tendanciel, estimé à 2,5 %, à la mi-2003. La poursuite de la baisse des prix des actifs financiers, doublée d'une chute de ceux de l'immobilier constitue le principal risque à la baisse de cette prévision ■

Royaume-Uni : résumé des prévisions

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

	2001				2002				2003				2000	2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,6	0,3	0,3	0,2	0,1	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	3,1	2,0	1,4	2,3
Consommation des ménages ¹	1,2	0,8	1,0	1,1	0,5	1,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	5,2	4,1	3,4	2,3
Consommation publique	2,0	-1,2	2,7	1,8	2,9	-2,7	0,3	0,9	1,5	0,9	0,8	0,8	2,1	3,1	3,6	2,9
FBCF totale ²	-2,4	-0,3	-0,7	-3,3	-1,5	-0,6	1,2	0,9	1,0	1,2	1,2	1,3	1,8	0,5	-4,1	3,9
Dont																
Productive privée	-2,3	0,1	-1,0	-4,1	-4,9	-0,9	0,3	0,5	0,8	0,9	1,1	1,3	1,5	1,4	-8,7	2,7
Logement	-0,6	-6,5	3,5	0,8	7,9	1,8	0,5	0,5	1,0	1,0	0,8	0,8	1,5	-6,5	10,5	3,5
Publique ³	-6,6	5,1	-3,6	-0,9	15,5	-2,6	9,0	4,5	2,7	2,9	2,0	2,0	5,1	3,8	18,2	14,0
Exportations de biens et services	1,8	-2,1	-3,2	-1,6	-0,1	3,5	1,0	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7	10,1	1,2	-0,1	5,9
Importations de biens et services	1,0	-1,5	-2,3	0,3	1,4	0,6	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8	1,8	11,7	2,8	1,4	6,2
Variations de stocks, en points de PIB	0,1	0,3	-0,3	0,1	0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	0,7	0,0	-0,2	-0,3
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,2	1,0	0,5	0,6	0,4	0,6	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	4,2	3,4	2,4	2,9
Variations de stocks	-0,2	0,2	-0,5	0,3	0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,3	0,0
Commerce extérieur	0,2	-0,1	-0,2	-0,6	-0,6	0,9	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-1,1	-0,7	-0,6	-0,5
Prix à la consommation ⁴	1,9	2,3	2,4	2,0	2,4	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,4	2,1	2,1	2,0	2,2
Taux de chômage, au sens du BIT	5,1	5,0	5,1	5,2	5,1	5,1	5,2	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,5	5,1	5,2	5,3
Solde courant, en points de PIB	-2,0		-2,3		-1,5	-2,0			-2,0				-2,0	-2,1	-1,7	-2,0
Solde public, en points de PIB													1,6	0,8	-1,0	-1,7
Impulsion budgétaire													0,0	0,9	1,2	0,7
PIB zone euro	0,5	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	3,5	1,5	0,7	1,8

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

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

Sources : ONS (Quarterly national accounts - 2nd quarter 2002, 27 septembre 2002), prévisions OFCE.

■ Thierry Latreille

Zone euro : mollesse de la croissance

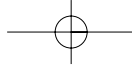
La révision des comptes du premier trimestre pour la zone euro confirme le redémarrage de l'activité induit par les exportations et par un arrêt du processus de déstockage. Toutefois, le mouvement de reprise enclenché au cours du premier semestre de 2002 aura difficilement résisté aux turbulences des marchés financiers et au tassement des indicateurs d'activité aux États-Unis. Après un point haut au mois de mai, la plupart des indicateurs se sont retournés au cours du troisième trimestre ce qui indique un freinage de la dynamique de reprise.

Enquêtes : poursuite du fléchissement de la croissance

Les principaux indicateurs conjoncturels confirment la dégradation de l'environnement économique et un scénario de reprise avortée et de tassement de la croissance.

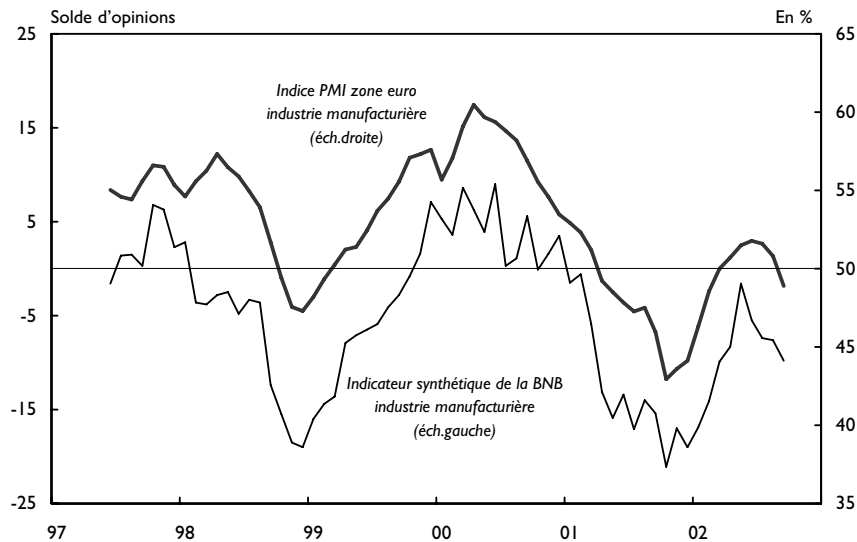
Le retournement des enquêtes de conjoncture est intervenu au début de l'été 2002 à un stade prématuré du processus de reprise et annonce un essoufflement de la croissance en tout début de cycle. Les enquêtes de la Commission européenne ont confirmé le tassement de l'indicateur de sentiment économique en juin et juillet, alors que celui-ci s'était redressé de décembre 2001 à mai 2002. Ce sont les indicateurs de confiance des ménages et dans le secteur de la construction qui se sont dégradés, indiquant que le ralentissement se propage à l'ensemble de l'économie, tandis que l'indicateur de confiance dans l'industrie a cessé de s'améliorer et s'est stabilisé juste en dessous de sa moyenne de longue période. Les perspectives de production et les opinions sur les carnets de commandes ne progressent plus. De même, l'indice PMI des directeurs d'achat dans l'industrie s'est replié en juillet et août pour s'établir en septembre à 48,9, soit de nouveau sous la valeur de 50, la valeur indiquant une contraction de l'activité industrielle (graphique). L'indicateur mensuel d'activité de la Banque nationale de Belgique, traditionnellement un indicateur avancé de l'activité européenne en raison de la spécialisation de production en biens intermédiaires de la Belgique, s'est également inscrit en baisse sensible en septembre, pour le quatrième mois consécutif. De la même façon, l'indice IFO a enregistré sa quatrième baisse consécutive.

La production industrielle a stagné au deuxième trimestre de 2002 par rapport au trimestre précédent, après un rebond de 0,8 % au premier trimestre. Elle s'est ensuite repliée en juillet 2002 (- 0,9 % par rapport à juin 2002 et - 0,4 % sur un an).



ZONE EURO : MOLLESSE DE LA CROISSANCE ■

Indicateurs d'activité dans l'industrie européenne



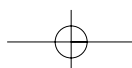
Sources : BNB, Reuters.

La reprise manque de ressort

Les moteurs de la croissance du premier semestre étaient la reprise du commerce mondial et dans une mesure moindre qu'initialement prévue, une reprise technique initiée par un arrêt du déstockage. Le relais par la demande intérieure, et en particulier l'investissement des entreprises, tarde. Dans un contexte d'incertitudes quant aux perspectives de croissance mondiale, de guerre contre l'Irak et d'évolution du prix du pétrole, le moral des chefs d'entreprises s'est infléchi et les perspectives d'investissement ont été révisées à la baisse. La dégradation de la situation financière des entreprises et le ralentissement des crédits aux entreprises augurent mal d'une reprise rapide de la FBCF. L'ajustement de l'investissement (six trimestres de baisse consécutifs) est le plus important depuis 1993. Il pourrait encore se poursuivre au second semestre de 2002. Toutefois, le taux d'utilisation des capacités de productions est encore assez éloigné de son minimum ; la correction de l'investissement prendrait fin début 2003 avec une demande globale un peu plus dynamique.

Paradoxalement, la situation sur le marché de l'emploi s'est très peu dégradée. Le taux de chômage harmonisé de la zone euro est passé de son minimum de 8 % en mai 2001 à 8,3 % en mai 2002 et s'est depuis stabilisé à ce niveau. Une remontée progressive du chômage dans la zone d'ici l'horizon de la prévision est probable.

La dégradation de la confiance des ménages à partir du deuxième trimestre 2001 en liaison avec la chute des cours boursiers, les incertitudes de l'après 11 septembre 2001 et l'arrêt de l'amélioration de l'emploi pourrait encore se poursuivre avec les ajustements des entreprises sur l'emploi.



■ Thierry Latreille

L'indicateur demeure en juillet 2002 à des niveaux proches de la moyenne de longue période depuis un an. Les contrastes sont importants d'un pays à l'autre.

Les choix fiscaux n'ont que peu contré le ralentissement des dépenses des ménages. En effet, les réductions d'impôts sur le revenu de 2001, communes à la plupart des pays de la zone, ont en partie alimenté l'épargne, dans un contexte d'incertitudes croissantes sur les perspectives économiques et de débat sur l'épargne retraite en Europe. D'autre part, l'évolution des prix à la consommation en 2001 et au début de 2002 (le glissement annuel de l'IPCH s'élevait encore à 2,6 % au premier trimestre de 2002) a freiné l'évolution du revenu des ménages. L'inflation est revenue sous la barre des 2 % au mois de juillet 2002 avant de remonter temporairement en août et septembre 2002. Elle devrait continuer à décélérer d'ici la fin de l'année. L'inflation sous-jacente demeure encore à des niveaux jugés élevés par la BCE (+ 2,4 % en août 2002). Elle devrait revenir autour de 1,5 % en 2003.

La poursuite du mouvement de désinflation serait favorable à l'évolution des revenus des ménages, mais ceux-ci devraient toutefois évoluer moins rapidement, les pressions à la hausse sur les salaires étant moins fortes sur un marché du travail moins tendu. L'Europe conserve des avantages par rapport à la situation des ménages américains : un taux d'épargne plus élevé, un niveau d'endettement des ménages plus faible et la moindre importance des effets de richesse liés à la bourse. Mais la différence sera faite par la politique budgétaire et monétaire.

L'appréciation de l'euro (dont l'impact sur la croissance est détaillé dans la *Lettre de l'OFCE*, n° 223, page 3, juillet 2002) participera à la modération de l'inflation, à l'amélioration dans un premier temps de la balance commerciale en faisant baisser le prix des importations, et à sa dégradation en volume dans un second temps à cause de la perte de compétitivité.

En conséquence, la croissance du PIB de la zone euro devrait se tasser au troisième trimestre de 2002, à 0,2 % par rapport au trimestre précédent, après respectivement 0,4 % et 0,3 % aux premier et deuxième trimestres. La reprise serait très modérée, la croissance demeurant inférieure à la croissance potentielle à la fin de 2003.

Des politiques économiques contraintes

Avec un solde budgétaire en net déficit (-2 points de PIB pour la zone euro en 2002), il existe peu de marge de manœuvre budgétaire pour conduire une politique de relance dans la zone euro (voir partie « les politiques budgétaires en Europe »). Du côté de la politique monétaire, les anticipations de hausse des taux qui prévalaient encore en juin se sont aujourd'hui retournées dans un environnement international moins favorable. Cependant, l'annonce de positions budgétaires dégradées n'incite pas la BCE à assouplir sa politique, comme le lui a pourtant suggéré le FMI fin septembre ■

ZONE EURO : MOLLESSE DE LA CROISSANCE ■

ZONE EURO

2. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001				2002				2003				2000	2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,5	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	3,5	1,5	0,7	1,8
Consommation des ménages	1,0	0,5	0,1	0,0	-0,2	0,4	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	2,5	1,8	0,5	1,6
Consommation publique	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	1,9	1,9	1,8	1,2
FBCF totale	-0,4	-0,6	-0,6	-0,9	-0,6	-0,8	-0,3	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	4,8	-0,6	-2,4	1,4
Exportations de biens et services	-0,1	-1,2	-0,3	-1,7	0,1	1,9	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	12,4	2,5	0,5	5,4
Importations de biens et services	-1,1	-0,7	-1,5	-1,6	-0,7	1,7	0,6	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	11,1	1,1	-1,1	4,9
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	2,8	1,3	0,1	1,4
Variations de stocks	-0,4	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,4	-0,2	0,4	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	0,6	0,6	0,3
Prix à la consommation (PCH) [*]	2,3	3,1	2,5	2,2	2,6	2,1	2,1	2,2	1,8	1,6	1,6	1,7	2,4	2,5	2,2	1,8
Taux de chômage, au sens du BIT	8,0	8,0	8,0	8,1	8,1	8,2	8,3	8,4	8,5	8,6	8,6	8,6	8,5	8,0	8,2	8,6
Solde courant, en points de PIB													-0,3	0,4	0,6	0,8
Solde public, en points de PIB													-0,9	-1,5	-2,1	-1,8
Impulsion budgétaire													0,5	0,2	-0,1	-0,5
PIB USA	-0,2	-0,4	-0,1	0,7	1,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,5	0,7	0,7	3,8	0,3	2,2	2,0

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

■ Odile Chagny

Allemagne : une rigueur douloureuse

Une récession masquée par des facteurs techniques

Après une année 2001 marquée par trois trimestres consécutifs de recul du PIB, l'économie allemande n'a pas échappé au mouvement de reprise qui s'est dessiné au sein de la zone euro au premier semestre 2002. La croissance cumulée du PIB sur les deux premiers trimestres 2002 est à peine inférieure à celle de la zone (0,6 % contre 0,7 %). Elle permet cependant tout juste à l'Allemagne de retrouver le niveau d'activité du premier trimestre 2001 et repose sur des facteurs techniques, peu susceptibles de se reproduire au cours des prochains mois.

L'essentiel de la croissance du premier semestre est en effet imputable au restockage des entreprises. Le mouvement de recul de la consommation des ménages engagé à la mi-2001 s'est accéléré au premier trimestre 2002. Il a certes été suivi d'une légère reprise au second trimestre, mais le premier semestre 2002 s'est soldé par un recul de 0,8 % en moyenne de la consommation des ménages par rapport au second semestre de 2001, qui contraste avec la progression de 0,4 % observée dans l'ensemble de la zone euro. L'atonie de la consommation des ménages résulte de la conjonction de plusieurs facteurs. La plupart des hausses de salaires pour 2001 résultaient des accords de branches de 2000, qui avaient négocié des hausses de salaires modérées (2 % par an pour le salaire horaire en 2000 et 2001). Or la remontée du prix de l'énergie constatée de la fin 1999 au début 2001, relayée par celle de l'inflation sous-jacente en 2002, ont maintenu jusqu'au premier trimestre 2002 l'inflation à un rythme annuel supérieur à 2 %, si bien que le pouvoir d'achat du salaire horaire n'a quasiment pas bougé depuis la fin 1999. L'accélération des destructions nettes d'emplois engagée au second semestre 2001 s'est ensuite répercutée sur le pouvoir d'achat de la masse salariale, qui a reculé de 0,4 % au second semestre 2001, puis de 0,3 % au premier semestre 2002. Les économies de transferts sociaux réalisés par les collectivités locales et la baisse du revenu des entrepreneurs individuels se sont surajoutés à ces évolutions défavorables, si bien qu'au second trimestre 2002, le pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages était inférieur de 1,2 % par rapport à son niveau du second trimestre 2001, soit la plus forte baisse enregistrée depuis la réunification allemande.

Les évolutions tant des salaires horaires que de l'emploi ont permis aux entreprises de maintenir le rythme de croissance de leurs coûts salariaux unitaires à un rythme très en deçà de celui de leurs concurrents de la zone euro (moins de 1 % en glissement annuel au second trimestre 2002, contre 3 % en France par exemple). Cette maîtrise permet certes aux industriels allemands de corriger progressivement le désavantage compétitif dont ils souffrent depuis le début des années 1990 au sein de la zone, mais elle pèse en retour sur l'évolution de la demande intérieure.

La reprise des exportations au premier semestre 2002 (+ 1,8 % par rapport au second semestre 2001) est restée d'une ampleur limitée, si bien que sur le cumul des deux premiers trimestres de 2002, la contribution des échanges extérieurs à la croissance a été nulle. Le recul des débouchés a conduit les

ALLEMAGNE : UNE RIGUEUR DOULOUREUSE ■

entreprises à réviser fortement à la baisse leurs plans d'investissement et l'investissement productif a reculé de près de 3 % au premier semestre 2002. Comme par ailleurs la contrainte budgétaire qui pèse sur les collectivités locales les a conduites à contracter de 5 % leurs dépenses d'investissement au premier semestre, et que dans le même temps l'investissement résidentiel a continué de baisser (-2,8 % au premier semestre 2002), le recul de l'ensemble des dépenses d'investissement fixe s'est poursuivi au premier semestre à un rythme de 3 %, à peine moins élevé que celui du second semestre 2001 (3,2 %).

La reprise de la croissance durant les deux premiers trimestres 2002 masque donc des tendances sous-jacentes encore récessives de la demande intérieure en Allemagne. L'examen des indicateurs conjoncturels disponibles au début de l'automne 2002 laisse penser qu'elles ne devraient pas s'inverser au cours des prochains mois.

Une amélioration fugitive des indicateurs conjoncturels

Le redressement des indicateurs conjoncturels observé entre novembre 2001 et mars 2002 a été pour l'essentiel tiré par l'amélioration des perspectives de débouchés extérieurs, sous l'effet du dynamisme des importations américaines et de la reprise en Asie hors Japon. Or un certain tassement s'observe depuis mai 2002 tant du côté des commandes étrangères que des soldes d'opinions sur les carnets de commandes extérieures adressées à l'industrie manufacturière, sans qu'aucune amélioration ne se dessine pour les indicateurs relatifs à la demande intérieure. Les commandes intérieures adressées à l'industrie manufacturière sont restées stables entre février et juillet 2002, les commandes adressées à l'industrie du bâtiment ont reculé de 12 % entre mars et juin 2002, le chiffre d'affaires dans le commerce de détail a reculé de plus de 3 % entre avril et juillet, amenant les soldes d'opinions sur les perspectives à trois mois dans le commerce de détail à un point historiquement bas en août 2002. Ces évolutions se reflètent sur l'indice de climat général dans les principales branches marchandes, qui a reculé en septembre pour le quatrième mois consécutif. Le passage en août 2002 de l'indice des directeurs d'achat tant dans l'industrie que dans les services en deçà de la barre des 50 points, considéré comme le signal d'une tendance récessive de l'économie, vient confirmer l'idée générale donnée par les autres indicateurs. Il ne laisse attendre aucun mouvement de reprise pour le troisième trimestre 2002, ce d'autant plus que l'effet des inondations de l'été 2002 dans la partie orientale de l'Allemagne, qui n'est pas encore visible dans les indicateurs, devrait se solder par un effet légèrement négatif sur la croissance au troisième trimestre.

Une croissance bridée par l'orientation de la politique économique

Un certain nombre de contraintes pèseront sur l'économie au cours des trimestres suivants. Si les conséquences des turbulences sur les marchés financiers seraient dans l'ensemble limitées, l'économie subirait les conséquences d'un policy-mix plus contraignant que dans l'ensemble de la zone euro.

■ Odile Chagny

Avant la publication de mauvais chiffres relatifs au commerce de détail en juillet et août 2002, un certain nombre de facteurs plaident pour une reprise des dépenses de consommation dès le troisième trimestre 2002. Les négociations salariales du printemps se sont soldées par une progression moyenne de 2,9 % en moyenne annuelle en 2002 des salaires horaires contractuels, soit une nette accélération par rapport aux deux années précédentes. Le recours aux clauses d'ouverture se traduira par une progression moindre des salaires horaires effectifs, mais il limitera aussi le recours au licenciement. Ces hausses devraient se solder par une nette accélération du pouvoir d'achat des salariés en place au cours des prochains mois, compte tenu du ralentissement continu du rythme de l'inflation observé entre mars et août 2002 (1,6 % pour le glissement annuel des prix en avril 2002, 1 % en août). La présente prévision table cependant sur une reprise très modérée des dépenses de consommation privées au cours des prochains mois. Aucun signe d'amélioration n'est visible sur le marché du travail à l'automne 2002. La poursuite du recul de l'emploi au cours des prochains mois (- 0,3 % au second semestre 2002 pour l'emploi salarié selon notre prévision) se répercuterait sur la croissance du pouvoir d'achat de la masse salariale et justifierait par ailleurs le maintien d'un volant d'épargne de précaution. Enfin, le recul de près de 30 % de l'indice boursier entre janvier et août 2002 pourrait selon certaines estimations donner lieu à une augmentation de 0,5 point du taux d'épargne des ménages en moyenne en 2002¹. Le maintien d'un certain attentisme de la part des ménages se répercuterait sur les évolutions de l'investissement résidentiel.

C'est essentiellement la faiblesse de la consommation privée, jointe à une reprise modérée des exportations, qui justifie la poursuite du recul des dépenses d'investissement productif inscrite dans la présente prévision pour le second semestre 2002. La faible part des actions et des obligations dans le financement des entreprises limite en effet l'impact de la chute de la bourse sur leur coût de financement, et la quasi stagnation des crédits aux entreprises non financières observée depuis le début 2001 serait plus imputable à la faiblesse de la croissance qu'à un resserrement des conditions de crédit de la part des banques².

À l'horizon 2003, la croissance serait contrainte par l'orientation fortement restrictive de la politique budgétaire. Au début de l'automne 2002, il est en effet désormais quasiment acquis que le déficit des administrations publiques dépassera le seuil des 3 % du PIB inscrit dans les critères de Maastricht (3,2 % selon nos prévisions, à comparer aux 2,5 % du scénario à risque inscrit dans le programme de stabilité de novembre 2001). Cette dégradation serait pour l'essentiel causée par le fort ralentissement de la croissance. Le Bund ayant décidé jusqu'en août 2002 de ne pas adopter de collectif budgétaire, l'impulsion budgétaire ne serait que légèrement négative en 2002, essentiellement du fait du gel des dépenses adopté par plusieurs Länder début 2002. La position de l'Allemagne vis-à-vis de la Commission européenne sera d'autant plus délicate que la plupart des experts s'accordent pour considérer que le seuil de 3 % aurait été dépassé avant même la prise en compte des conséquences des inondations, dont l'effet global serait négli-

1. Benner et al. (2002) : « Deutschland : Aufschwung lässt auf sich warten », Thesen zum 66. Kieler Konjunkturgespräch, IfW.

2. Sur ce point, voir partie « entreprises... en crise »

ALLEMAGNE : UNE RIGUEUR DOULOUREUSE ■

geable sur le budget 2002. Les affirmations réitérées du gouvernement allemand à parvenir à un quasi-équilibre budgétaire en 2006 et la reconduction de la coalition Spd-verts aux élections législatives du 22 septembre 2002 devraient dès lors se traduire par le retour à une orientation fortement restrictive de la politique budgétaire en 2003 (voir encadré). Avant prise en compte des mesures mises en œuvre pour faire face aux inondations, l'impact négatif sur la croissance est évalué à 0,8 % pour 2003. Les effets positifs escomptés du dispositif mis en place à la mi septembre pour pallier aux dommages des inondations pourraient selon certaines estimations le réduire à 0,5 %³.

La croissance resterait dans ces conditions encore très modérée en 2003. Le report de l'étape 2003 de l'impôt sur le revenu et les majorations de fiscalité indirectes prévues pour début 2003 pèseront sur l'évolution de la consommation privée des ménages. Les dépenses de consommation des administrations publiques resteraient stables en 2003. L'absence de tensions sur les capacités productives se traduirait par une reprise molle des dépenses d'investissement productif, si bien qu'en dépit de la forte remontée des dépenses d'investissement public liée aux réparations des dommages causés par les inondations, la croissance de l'ensemble des dépenses d'investissement serait nulle en 2003. L'Allemagne bénéficierait cependant d'une contribution encore légèrement positive de ses échanges extérieurs, essentiellement du fait de la croissance soutenue de ses exportations vers l'Europe de l'Est et l'Asie, qui absorbe plus de 10 % des exportations allemandes, permettant à la croissance allemande d'atteindre 1,5 % en 2003, après 0,3 % en 2002 ■

3. Selon les estimations du HWWA.

Odile Chagny

La politique budgétaire en Allemagne

Plusieurs éléments sont à prendre en compte pour évaluer l'orientation de la politique budgétaire en 2003.

Du côté des dépenses, les administrations publiques se sont entendues en mars 2002 dans le cadre du conseil de planification financière pour limiter la progression de leurs dépenses en 2003 et 2004. Le Bund s'est engagé à réduire de 0,5 % par an ses dépenses, les autres collectivités (*Länder* et communes) à limiter à 1 % par an la progression de leurs dépenses. En moyenne, et si ces engagements étaient tenus, il en résulterait une progression de 0,5 % des dépenses des administrations centrales et locales. L'issue des négociations salariales dans la fonction publique n'est pas encore connue. On table ici sur une progression nominale de 1 % des dépenses de consommation publiques, soit une stagnation en termes réels. Du côté des administrations de Sécurité sociale (50 % des dépenses primaires des administrations publiques, la progression des dépenses serait plus importante. Elle resterait inchangée par rapport à 2002, à un rythme légèrement supérieur à 2 %. Cela résulte de l'absence de réforme significative dans le domaine de la santé. Il en résulte une progression de l'ordre de 1,4 % de l'ensemble des dépenses des administrations publiques. Du côté des recettes, et avant prise en compte des conséquences des inondations, on s'attendait déjà à une légère augmentation de la pression fiscale en 2003 (majoration de l'éco-taxe, nouveau relèvement de la taxe sur le tabac début 2003, relèvement des cotisations sociales de 0,7 point). L'impact du relèvement des cotisations sociales (7 milliards d'euros) était cependant compensé par les allègements prévus par l'étape 2003 de la réforme de l'impôt sur le revenu. Il résulte des éléments précédents une impulsion négative de l'ordre de 0,9 à 1 % du PIB en 2003, dont 0,7 % au titre des économies de dépenses. L'effet sur la croissance serait cependant selon certaines estimations moindre (0,8 point de croissance*), en raison notamment d'une baisse du taux d'épargne des ménages.

La loi sur la solidarité avec les victimes des inondations a été adoptée les 12 et 13 septembre 2002 par les deux chambres. Elle prévoit la mise en place d'un fonds d'un montant de 7,1 milliards d'euros, financé à moitié par le Bund et par les *Länder*. La contribution du Bund est affectée pour les deux tiers à des dépenses d'infrastructure, pour un tiers au dédommagement des entreprises et des ménages. Le financement de ce fonds est assuré d'une part par le relèvement de 1,5 point du taux de l'impôt sur les sociétés (25 à 26,5 %), d'autre part par le report de l'étape 2003 de la réforme de l'impôt sur le revenu (7 milliards d'euros).

* *Tendenzen der Wirtschaftsentwicklung 2002/2003*, DIW Wochenbericht 28-29/2002.

ALLEMAGNE : UNE RIGUEUR DOULOUREUSE

ALLEMAGNE

Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001				2002				2003				2000	2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,6	-0,02	-0,2	-0,3	0,3	0,3	0,0	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	3,1	0,7	0,3	1,5
Consommation des ménages	1,4	0,8	-0,2	-0,5	-0,6	0,2	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,6	-0,6	1,4
Consommation publique	-0,4	0,1	-0,1	0,3	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,8	0,9	0,0
FBCF totale	-2,5	-1,6	-1,7	-1,3	-1,0	-2,5	-1,2	0,1	0,5	0,7	0,7	0,7	3,0	-4,9	-5,6	0,4
Dont																
Productive privée	-1,6	-2,1	-2,7	-2,4	-0,2	-2,3	-1,0	0,0	0,5	0,8	0,8	0,8	7,0	-4,1	-6,1	0,6
Logement	-3,7	-0,4	-0,4	-0,7	-1,0	-2,8	-1,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-2,2	-6,9	-4,5	-1,1
Publique	-4,5	-2,0	0,3	4,5	-5,5	-3,4	-3,0	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	-2,9	-3,4	-6,3	3,7
Exportations de biens et services	0,0	-0,5	0,9	-1,0	0,7	1,1	0,6	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	14,4	5,5	1,8	5,8
Importations de biens et services	-2,8	0,0	-2,2	-0,6	-2,7	3,5	0,1	1,2	1,2	1,3	1,5	1,5	11,1	1,4	-1,4	5,2
Variations de stocks, en points de PIB	-0,5	-0,5	-1,2	-0,9	-1,3	0,09	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,8	-0,2	-0,1
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	1,9	0,0	-1,4	0,9
Variations de stocks	-0,5	0,0	-0,7	0,3	-0,4	1,4	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,6	0,5	0,2
Commerce extérieur	1,0	-0,2	1,1	-0,2	1,1	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	1,1	1,4	1,1	0,5
Prix à la consommation (IPCH)*	2,5	3,2	2,5	1,8	1,9	1,2	1,0	1,3	1,0	1,2	1,7	1,8	1,9	2,5	1,3	1,4
Taux de chômage, au sens du BIT	7,7	7,8	7,9	8,0	8,0	8,2	8,3	8,3	8,3	8,3	8,1	8,0	7,8	7,8	8,2	8,2
Solde courant, en points de PIB																
Solde public, en points de PIB																
Impulsion budgétaire																
PIB zone euro	0,5	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	3,5	1,5	0,7	1,8

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

■ Valérie Chauvin, Gaël Dupont, Éric Heyer et Mathieu Plane

France : fin de l'échappée

Après trois années de forte croissance (3,6 % en moyenne de 1998 à 2000), la France a connu un ralentissement de son économie en 2001 (1,8 %) qui se prolongerait en 2002 (0,9 %). La croissance pour l'année 2003 s'établirait à 1,8 % en moyenne annuelle. Elle resterait inférieure à la croissance potentielle même en fin d'année. L'année 2003 verrait ainsi le retour à une croissance molle, conséquence directe de la purge sur les capacités de production, des incertitudes sur la politique monétaire, des contraintes sur la politique budgétaire et d'un environnement extérieur morose.

2001 : l'année de la rupture

Depuis le début 2001, dans le sillage de la chute des marchés boursiers, la croissance française a fortement ralenti (avec deux trimestres de croissance négative). L'investissement des entreprises s'est retourné à partir du premier trimestre 2001, du fait d'une correction massive des anticipations de profit des entrepreneurs et de l'accumulation importante de capacités de production pendant la phase de forte croissance. Les événements du 11 septembre et la perte de confiance dans les comptes des entreprises ont renforcé la chute des bourses et la dégradation des perspectives de croissance. La révision des perspectives de débouchés les ont conduit à déstocker massivement pour répondre à la demande. Les variations de stocks ont abaissé la croissance à hauteur de 1 % de PIB.

Lors du ralentissement de l'économie française en 2001, les entreprises n'ont pas ajusté l'emploi, si bien que la productivité du travail a ralenti, indépendamment des salaires qui ont continué à croître à un rythme élevé. Le taux de marge s'est dégradé à cause de cette hausse des coûts salariaux et la baisse de l'autofinancement des entreprises a accentué le repli de l'investissement.

Malgré le ralentissement économique, le dynamisme du revenu des ménages, soutenu par les créations d'emplois et la croissance élevée des salaires, a permis une augmentation importante des dépenses des ménages, contribuant largement à la croissance en 2001 et à la hausse du taux d'épargne.

2002 : retour à une croissance molle

Après avoir atteint le point bas au quatrième trimestre 2001 (- 0,5 %), la croissance est repartie au premier semestre 2002 sur des rythmes annualisés de 2 %. Cependant, les indicateurs, en particulier dans l'industrie, augurent un affaiblissement de la croissance aux troisième et quatrième trimestres 2002 (0,2 % et 0,4 % respectivement). La croissance française serait de 0,9 %, en moyenne annuelle, en 2002.

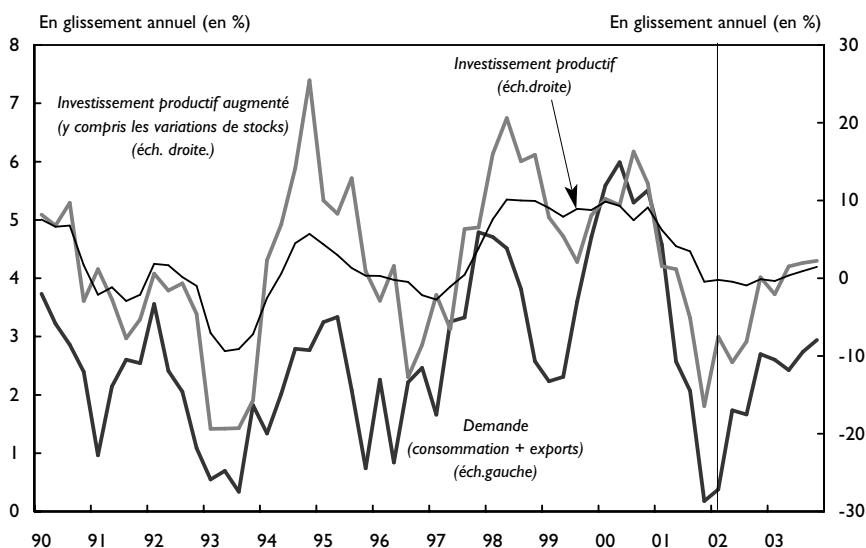
La consommation des ménages, qui a permis à la France d'avoir une croissance supérieure à la moyenne européenne, ralentirait. Les entreprises, dont la rentabilité s'est profondément dégradée depuis un an et demi, distribueraient moins de salaires et licencieraient afin de rétablir leur productivité et

leur situation financière. Les créations nettes d'emplois du deuxième semestre 2002 jusqu'à la fin 2003 seraient légèrement négatives et le taux de chômage s'établirait à 9,2 % de la population active fin 2002 et 9,4 % à l'horizon de la prévision. Pour 2002, seule la baisse de l'impôt sur le revenu viendra soutenir la croissance du revenu des ménages. La faiblesse de la croissance va peser sur les recettes fiscales. Le déficit public va se creuser et devrait atteindre 2,6 % du PIB en moyenne annuelle en 2002.

2003 : la purge sur les capacités de production continue

À partir de 2001, les entreprises américaines et allemandes ont entrepris une correction drastique de leur taux d'investissement productif alors que les sociétés françaises l'ont maintenu à des niveaux élevés. Des capacités de production française importantes, associées à une situation financière dégradée et à des marchés boursiers déprimés, conduiraient les entreprises à limiter fortement leurs investissements jusqu'à la fin 2003. Cependant, il est possible qu'une partie de l'ajustement ait déjà eu lieu. En l'absence d'indicateurs conjoncturels quantitatifs, le ralentissement de la formation brute de capital (variations de stocks et investissement) aurait été attribué par erreur aux variations de stocks plutôt qu'à l'investissement, ce qui explique le niveau élevé du taux d'investissement productif français relativement à la demande. En effet, la variation de la formation brute de capital est compatible avec le taux d'utilisation des capacités des entreprises.

Investissement productif, variations de stocks et demande en France



Sources : Comptes nationaux, OFCE.

■ Valérie Chauvin, Gaël Dupont, Éric Heyer et Mathieu Plane

De plus, l'arrêt du déstockage, attendu en France au premier semestre 2002 et présent dans toutes les enquêtes qualitatives, n'apparaît pas dans les comptes trimestriels alors qu'il s'est produit aux États-Unis, en Allemagne et en Italie, pays dans lesquels la correction de l'investissement a été forte.

Notre prévision de croissance pour l'année 2003 est de 1,7%. La croissance française resterait inférieure à son potentiel en raison de l'ajustement du comportement des entreprises à la croissance (pas d'investissement, niveau bas des stocks, reconstitution des taux de marges), de la faiblesse de la demande des ménages (hausse du chômage, ralentissement des salaires, niveau élevé de l'épargne) et d'un contexte international morose. Cependant, le ralentissement de l'inflation pour le deuxième semestre 2002 et l'année 2003 viendrait en soutien de la consommation des ménages. La modération salariale, la stabilisation du prix des actifs, l'appréciation de l'euro et le ralentissement de la demande abonderaient dans ce sens. Le déflateur de la consommation des ménages s'établirait, en moyenne annuelle à 1,5% en 2002 et à 1,4% en 2003.

L'année 2002 a été marquée par de fortes baisses de prélèvements obligatoires (-0,5 point de PIB) et par des dépenses publiques relativement dynamiques (2,3% de croissance en volume) qui, compte tenu du ralentissement économique, ont fait croître très fortement le déficit des administrations (de 1,4 à 2,6% du PIB). Suite à la présentation du projet de loi de finances pour 2003, le gouvernement s'est fait vertement critiqué par la Commission qui lui reproche de ne pas réduire le déficit et de ne pas prévoir un équilibre des comptes publics en 2006. Pourtant, en 2003, la politique budgétaire devrait être légèrement restrictive (-0,2 point de PIB). Les prélèvements obligatoires seraient réduits de 0,2 point de PIB, mais les dépenses publiques ralentiraient à 1,7% de croissance en volume. Du fait de la lenteur de la reprise prévue dans notre scénario, le déficit budgétaire français atteindrait 2,9% en 2003.

Les risques

Les entreprises françaises pourraient réviser plus fortement leurs investissements à la baisse. La poursuite de la dépréciation des actifs financiers pèserait sur le financement d'entreprises déjà fragilisées et pourrait également inciter les ménages à épargner davantage. Ces éléments pourraient engendrer une spirale déflationniste, notamment si l'euro s'appréciait rapidement.

A contrario, le taux d'épargne des ménages reste très élevé par rapport aux autres pays. Les ménages pourraient donc consommer plus que prévu ■

France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001				2002				2003				2000	2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,3	-0,1	0,5	-0,5	0,5	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	4,2	1,8	0,9	1,8
Consommation des ménages	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	2,9	2,7	1,7	1,6
Consommation publique	0,2	0,4	1,0	0,4	0,8	0,9	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	2,9	2,4	2,7	1,9
FBCF totale	0,6	-0,5	0,4	-0,6	0,4	0,1	-0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	8,3	2,7	0,1	1,3
Dont																
Productive privée ¹	0,3	-0,2	0,4	-0,9	0,5	-0,5	-0,7	0,0	0,2	0,4	0,4	0,6	8,9	3,3	-0,7	0,4
Logement	0,4	-1,4	0,2	-0,1	-0,2	1,0	0,1	0,6	0,6	0,1	0,2	0,3	4,1	-0,8	0,4	1,5
Publique	2,6	-0,4	1,1	-0,4	0,3	0,6	2,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	11,1	6,1	2,0	3,4
Exportations de biens et services	-0,3	-2,8	-0,6	-2,2	1,4	1,5	0,9	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	13,6	1,5	0,6	5,3
Importations de biens et services	-2,0	-1,7	-0,7	-3,1	2,2	0,6	1,0	1,2	1,4	1,5	1,6	1,6	15,0	0,8	0,2	5,3
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	0,1	-0,3	-1,1	-0,9	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	0,7	-0,3	-1,1	-1,0
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,8	0,2	0,8	0,1	0,4	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	3,9	2,6	1,6	1,6
Variations de stocks ¹	-0,9	0,1	-0,4	-0,8	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-1,0	-0,7	0,0
Commerce extérieur	0,5	-0,4	0,0	0,2	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,1
Prix à la consommation (IPCH) ²	1,3	2,0	1,8	1,4	2,1	1,6	1,5	1,9	1,6	1,8	2,0	1,9	1,9	1,4	1,9	1,9
Taux de chômage, au sens du BIT	8,8	8,6	8,8	9,0	9,0	9,0	9,2	9,2	9,2	9,3	9,4	9,4	9,5	8,8	9,1	9,3
Solde courant, en points de PIB	0,9	1,3	2,8	2,3	1,0	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	1,4	1,8	2,0	2,3
Solde public, en points de PIB													-1,3	-1,4	-2,6	-2,9
Impulsion budgétaire													0,8	-0,2	0,6	-0,2
PIB zone euro	0,5	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	3,5	1,5	0,7	1,8

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

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

Sources : Comptes trimestriels - INSEE.

■ Paola Veroni

Italie : l'étau se resserre

Un ralentissement plus tardif

Avec un acquis de croissance de 0,2 % au premier semestre 2002 le différentiel de croissance de l'économie italienne avec la zone euro redevient négatif. Le ralentissement a été plus tardif, ne démarrant qu'au deuxième trimestre 2001, par rapport à un cycle international qui a ralenti déjà au deuxième semestre 2000. Comme dans le reste de la zone euro le creux conjoncturel se situe au dernier trimestre 2001. La très faible reprise au premier (+ 0,1 %) et au deuxième trimestres 2002 (+ 0,2 %) est redevable principalement à la reconstitution des stocks et à une reprise des exportations en fin de semestre, la demande intérieure n'apportant aucune contribution à la croissance. Le différentiel négatif de croissance avec la zone s'explique par une évolution moins dynamique des exportations nettes, mais la plus forte demande intérieure italienne n'est le résultat que d'un cycle nettement plus marqué des stocks. La consommation des ménages continue d'être plus faible en Italie que dans la zone euro. La croissance de la FBCF, pourtant supérieure au cours de l'année 2001, est devenue négative et est inférieure de 1,6 % à la moyenne européenne au premier semestre 2002.

Au deuxième semestre 2000 l'annonce des incitations fiscales à l'investissement appliquées à partir du deuxième semestre 2001 aurait provoqué un attentisme dans le comportement d'accumulation des entreprises italiennes. Cette anticipation du ralentissement de l'investissement à la fin 2000 leur aurait évité le plus fort ajustement, qui a eu lieu dans les autres pays de la zone euro en 2001. Enfin l'ajustement de l'investissement au cours du premier semestre 2002 a répondu avec retard au fléchissement de la demande, alors que les indicateurs conjoncturels montraient déjà des signes d'amélioration. La déconnexion du comportement de constitution des stocks avec celui des autres pays de la zone en 2001 trouve ses origines dans le fort déstockage de la fin 1999. Face à une demande très dynamique le réstockage en 2000 a été insuffisant. Lorsqu'à la moitié de 2001 les ventes ont fortement baissé, la production industrielle a montré un ralentissement plus lent pour permettre la reconstitution d'un niveau des stocks considéré à peine suffisant, alors que les indicateurs conjoncturels se retournaient. Enfin la baisse de l'investissement a été de la même ampleur que celle enregistrée depuis 2001 dans le restant de la zone euro. Mais au cours de 2001 et 2002 la dégradation de la production industrielle par rapport à la baisse du taux d'utilisation des capacités a été plus forte en Italie qu'en Allemagne et en France. Les capacités y ont donc plus ralenti, à parité d'ajustement de l'investissement. Ceci confirmerait l'orientation de l'investissement à la rationalisation et au renouvellement des capacités existantes, plutôt qu'à l'expansion des capacités, signalée par la dernière enquête sur l'investissement de mai 2002.

Les exportations italiennes, caractérisées par des biens de consommation traditionnels de haute qualité, ont subi moins que les autres partenaires européens la chute de la demande mondiale des produits à haute technologie en 2001. Pour cette même raison elles bénéficient moins de la phase actuelle de reprise de la demande mondiale. Malgré la plus

ITALIE : L'ÉTAU SE RESSERRE ■

faible spécialisation de l'économie italienne dans la production des biens à haute technologie l'Italie a montré un ralentissement plus fort de l'activité industrielle que la moyenne européenne et une plus faible productivité dans les services. Cela justifie la récente hausse de l'élasticité de l'emploi au cycle, fondée sur l'introduction depuis 1997 de nouvelles formes d'emplois flexibles et à plus faible productivité, notamment dans les services. La reprise de l'emploi dans l'industrie par des créations de postes à temps plein et sur contrat à durée indéterminée, ainsi que la baisse des destructions des entreprises indiquent un arrêt du processus d'ajustement dans l'industrie. Si, au premier semestre 2001, les entreprises ont pu maintenir un taux de marge élevé face à la hausse des coûts unitaires, ce comportement n'a pas persisté dans le secteur exposé à la fin 2001 et en 2002. La baisse de la productivité resserre la contrainte extérieure, même pour une évolution des salaires modérée. Dans les services la hausse du prix de la valeur ajoutée n'a pas compensé l'impact de l'accélération des coûts salariaux unitaires sur la baisse du taux de marge. À ce jour, la modération salariale s'avère insuffisante à garantir un objectif d'inflation faible, sauf au prix d'une forte détérioration de la rentabilité.

Face à une consommation des ménages atone depuis la mi-2000, aucune mesure de soutien du revenu des ménages n'est intervenue en 2001 et 2002, si ce n'est la hausse du minimum vieillesse. La baisse prévue de l'IRPP, a été suspendue dans l'attente de la réforme fiscale qui s'appliquera en 2003. La croissance du revenu des ménages est soutenue uniquement par des créations d'emplois encore dynamiques, bien qu'en ralentissement (+ 1,2 % en glissement annuel en juillet), alors que le pouvoir d'achat des salaires n'a pas progressé. La remontée de l'inflation en août à 2,4 % (2,6 % pour l'IPCH) s'explique par l'accélération des prix des services privés et des tarifs. Le gouvernement est intervenu par décret-loi pour geler les tarifs administrés au troisième trimestre 2002. L'écart par rapport au sous-jacent de la zone augmente. Ainsi l'indice de confiance des ménages en septembre, en forte baisse depuis sept mois se situe au niveau du dernier creux de fin 1996, tiré vers le bas par des anticipations d'accélération des prix. Celles-ci sont fondées sur les produits achetés plus fréquemment, qui ont connu des hausses endogènes spécifiques (pétrole, alimentaire, introduction de l'euro) en 2002, engendrant une différence entre l'inflation officielle et celle perçue.

La reprise se fait attendre

La production industrielle n'accélère pas et les indications fournies par l'enquête dans l'industrie montrent des signaux contrastés de reprise. L'indice de confiance se stabilise en août au niveau du printemps 2001. La situation actuelle des commandes et de la production est jugée négative, sauf pour les biens de consommation. Mais le niveau des stocks est considéré au plus bas depuis 2001 et les prévisions des commandes et de la production à trois mois sont en hausse notamment pour les biens d'investissement et de consommation. L'indicateur avancé de l'IRS montre une production industrielle encore en baisse au troisième trimestre et une stabilisation au dernier trimestre, en deçà du niveau atteint avant les attentats de septembre 2001. Le TUC n'a pas atteint le plus bas des précédents ralentissements conjoncturels, mais il se stabilise à un niveau comparable à son minimum de fin 2001. La contrainte des capacités serait néanmoins plus tendue en Italie.

■ Paola Veroni

Une reprise plus lente en 2003

Une forte accélération du processus d'accumulation dans le court terme ne semble pas probable et la progression de la FBCF en 2002 serait négative (-3%). L'effort d'investissement est reporté en 2003 (+1,2%). La spécialisation italienne souffre de son orientation vers des marchés à faible croissance (Union européenne, notamment Allemagne) où les produits italiens ont été progressivement évincés par ceux des pays en transition. Elle bénéficie néanmoins plus que d'autres partenaires européens de son ouverture aux pays de l'Europe de l'Est. Les gains de compétitivité-prix sont toutefois contraints par la limite à la baisse des marges à l'exportation imposée par la tension sur les coûts salariaux unitaires. Les exportations italiennes (-1,0% en 2002 et +5,4% en 2003) répondraient moins à la reprise de la demande mondiale que dans les autres pays et la perte des parts de marché se poursuivrait. Le resserrement de la contrainte extérieure, qui pèse sur le secteur non abrité a été géré jusqu'ici par la modération salariale et par la fixation du taux d'inflation programmé par le gouvernement (+1,4% en 2003). Ce mécanisme de régulation du niveau général des prix se révèle à ce jour insuffisant à enrayer la hausse de l'inflation (+2,3% en 2002 et 2% en 2003) et à maintenir le consensus sur la modération des salaires face à une perte du pouvoir d'achat des travailleurs exposés à la concurrence internationale. Dans une saison qui s'annonce chaude pour les négociations salariales, le défi qui se pose en Italie est celui d'augmenter le revenu total, par une hausse de la productivité, mais aussi de le répartir plus équitablement pour augmenter la propension à consommer. La prévision se fonde sur une reprise très graduelle de cette dernière en fin de période, à peine tirée par la faible redistribution vers les bas revenus résultant de la première phase de la réforme de l'IRPP en 2003. Les autres composantes du revenu disponible resteraient peu dynamiques et les créations d'emplois ralentiraient (+0,9% en 2002 et 2003) ce qui joue plutôt en faveur d'une croissance faible de la consommation des ménages (-0,1% en 2002 et +1,6% en 2003). La dérive des comptes publics fait que le report des mesures de réduction du déficit en 2003 est la seule marge d'action de la politique fiscale ■

Italie : résumé des prévisions

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

	2001				2002				2003				2000	2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,6	0,1	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	2,9	1,8	0,4	1,6
Consommation des ménages	0,3	0,2	-0,4	0,1	-0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	2,7	1,1	-0,1	1,6
Consommation publique	0,8	0,5	0,4	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	1,7	2,3	1,8	1,1
FBCF totale ¹	1,4	0,7	0,1	-0,4	-2,4	-0,6	-0,2	0,0	0,3	0,6	0,9	1,0	6,5	2,4	-3,0	1,2
Dont																
Productive	0,6	0,4	0,4	-0,8	-3,5	-1,2	-0,5	-0,3	0,2	0,6	0,9	1,0	7,1	1,5	-4,9	0,6
Bâtiment	2,5	1,2	-0,3	0,2	-0,9	0,3	0,2	0,3	0,4	0,7	0,9	1,0	5,6	3,7	-0,3	2,0
Exportations de biens et services	0,3	-0,4	-2,2	-0,2	-2,5	2,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	11,7	0,8	-1,0	5,4
Importations de biens et services	-0,9	1,1	-2,4	-1,4	-0,3	2,4	0,7	0,8	1,1	1,1	1,3	1,3	9,4	0,2	0,0	4,5
Variations de stocks, en points de PIB	-0,2	-0,1	0,1	-0,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	-0,2	-0,2	0,9	0,7
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,3	-0,1	0,0	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	3,2	1,6	-0,4	1,4
Variations de stocks	-0,3	0,2	0,2	-0,6	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-1,1	0,0	1,1	-0,2
Commerce extérieur	0,4	-0,4	0,0	0,4	-0,7	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,8	0,2	-0,3	0,3
Prix à la consommation (IPCH) ²	2,9	3,1	2,8	2,4	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5	2,8	2,3	2,0
Taux de chômage, au sens du BIT													10,3	9,3	9,0	8,8
Solde courant, en points de PIB													-0,5	0,3	0,2	0,2
Solde public, en points de PIB													-1,7	-2,2	-2,2	-2,0
Impulsion budgétaire													0,6	0,3	-0,2	-0,5
PIB zone euro	0,5	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	3,5	1,5	0,7	1,8

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

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

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur.

■ Sabine Le Bayon

Espagne : un *policy mix* favorable

Le ralentissement s'est poursuivi au premier semestre 2002

Le ralentissement de la croissance espagnole, amorcé au second semestre 2000, s'est amplifié en 2001 et au début de l'année 2002. La progression du PIB n'a en effet été que de 2 % aux premier et deuxième trimestre 2002, après des rythmes proches de 4 % en glissement annuel entre 1998 et 2000. En dépit de ces résultats mitigés, la demande intérieure espagnole a mieux résisté que celle de la plupart de ses partenaires européens. En effet, la progression de la consommation des ménages s'est certes ralentie au premier semestre 2002 (0,8 %, après 1,2 % au deuxième semestre 2001), mais son évolution contraste avec la stagnation de la consommation dans la zone euro. De plus, l'investissement a augmenté de 0,6 %, alors qu'il se contractait dans la zone euro.

À la mi-2000, une spirale inflationniste s'est enclenchée. Les gains de productivité restant faibles (0,7 % et 0,3 % respectivement en 2000 et 2001) et les salaires par tête accélérant (3,8 % en 2000, puis 4,1 % en 2001), la progression des coûts unitaires a dépassé 3 % en 2001 pour la première fois depuis 1996 (3,7 % en 2001, après 3 % en 2000). Les entreprises ont pu augmenter légèrement leurs marges, en raison de la forte accélération du prix de la valeur ajoutée (3,5 % et 4,4 % respectivement en 2000 et 2001). Pour lutter contre l'inflation, un accord de modération salariale a été conclu fin 2001¹ et est entré en vigueur début 2002. Étant donné la nature de l'accord et la faiblesse des gains de productivité, l'ajustement sur les salaires a été important. Cet accord ne s'est toutefois pas encore traduit dans les chiffres de l'inflation, celle-ci ayant fortement accéléré, en raison du relèvement de plusieurs taxes indirectes et de l'introduction de l'euro². Le différentiel d'inflation entre l'Espagne et la zone euro a atteint 1,7 % en mai 2002, le plus fort depuis fin 1996. La modération salariale et l'accélération de l'inflation au premier semestre 2002 ont réduit le rythme de croissance du pouvoir d'achat des ménages, et amené les syndicats à réclamer un rattrapage salarial.

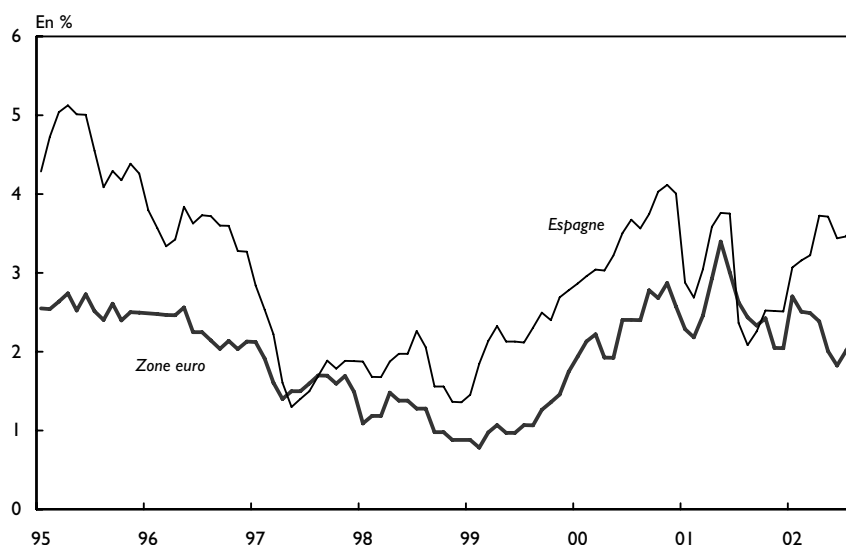
Le ralentissement de la consommation des ménages est essentiellement dû à la décélération du rythme de croissance du pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, le maintien d'un rythme de créations d'emplois au premier semestre 2002 équivalent à celui du deuxième semestre 2001 (0,7 %) a permis à la consommation des ménages de ne pas ralentir davantage.

1. Selon cet accord, les entreprises et les syndicats doivent négocier en 2002 des augmentations de salaires d'environ 2,5 %, tenant compte à la fois de l'objectif d'inflation fixé par le gouvernement pour l'année (2 %) et des gains de productivité prévus (1 %) à partager à parts égales entre les salariés (0,5) et les entreprises (0,5). En ce qui concerne l'application de la clause de garantie du pouvoir d'achat, les travailleurs tiendront compte de la situation de leur entreprise ou du secteur concerné.

2. Le changement de calcul de l'indice des prix espagnol par l'INE (Instituto nacional de estadística) depuis janvier 2002 a masqué la hausse du premier trimestre en raison de la prise en compte des prix soldés et des promotions contrairement aux années précédentes. Les hausses de prix liées à l'introduction de l'euro et aux taxes sur l'alcool et le tabac se sont donc fait sentir seulement en avril à la fin des soldes (+ 1,4 % par rapport au mois précédent).

ESPAGNE : UN *POLICY MIX* FAVORABLE ■

Prix à la consommation en Espagne et dans la zone euro



Source : Eurostat.

Après le ralentissement initié en 2001, la croissance de l'investissement est restée stable au premier semestre 2002 par rapport au semestre précédent (0,6 %). Si l'investissement productif continue de chuter (-1,7 % au premier semestre 2002, après -1 %), la progression de l'investissement en bâtiment reste forte (2,5 % au premier semestre 2002). Ce dernier continue en effet de bénéficier du plan de modernisation et de développement des infrastructures, financé en partie par des fonds structurels européens, et de conditions monétaires particulièrement accommodantes, en raison de la forte inflation.

Comme au deuxième semestre 2001, le rythme de croissance des exportations et des importations est resté négatif au premier semestre 2002 (-1,4 % et -0,6 % respectivement). En revanche, la contribution du commerce extérieur, qui était positive au dernier semestre 2001 en raison de la plus forte décélération des importations, est redevenue négative (-0,2 %). L'Espagne, qui avait réussi à maintenir stable ses parts de marché entre 1998 et 2001, en a perdu depuis, en raison notamment de la dégradation de sa compétitivité.

Des indicateurs conjoncturels mi-figue mi-raisin

En ce qui concerne la demande intérieure, les résultats des dernières enquêtes de la Commission européenne sont contrastés. Si les indices de confiance des consommateurs et dans le commerce de détail sont bas, dans l'industrie et la construction ils se sont améliorés. Après l'embellie du printemps 2002, la confiance des consommateurs a de nouveau chuté durant l'été, atteignant ainsi son plus bas niveau depuis 1996, dans le sillage de la

■ Sabine Le Bayon

dégradation des soldes d'opinions sur la situation financière et économique des ménages. De plus, à 3,6 % en août 2002, l'inflation reste particulièrement élevée, et le taux de chômage harmonisé, qui s'est inscrit en hausse au dernier trimestre 2001 pour la première fois depuis 1994, a continué d'augmenter début 2002 pour atteindre 11,2 % au deuxième trimestre. Dans le secteur de la construction, l'indice de confiance se redresse depuis mai 2002. Cependant, si les soldes d'opinions sur l'activité présente ont de nouveau augmenté, ceux sur les carnets de commandes ont marqué le pas en juillet 2002, laissant présager une moindre vigueur dans ce secteur dans les prochains mois. Après la nette hausse initiée en mai 2002, le moral dans l'industrie manufacturière s'est stabilisé en juillet. En revanche, les soldes d'opinions sur les stocks de produits finis ont nettement diminué depuis mars 2002 et atteignent en juillet leur plus bas niveau, ce qui laisse présager un mouvement de restockage dans les prochains mois. Du côté des débouchés extérieurs, une amélioration est visible depuis le début de l'année 2002, même si elle est tempérée par la légère baisse des soldes d'opinions sur les carnets de commandes étrangères en juin et en juillet.

Une reprise en douceur en 2003

Bénéficiant d'un policy mix favorable et des fonds structurels européens, la demande intérieure espagnole conserverait une croissance supérieure à la zone euro en 2002 et en 2003. L'investissement en construction, soutenu par les fonds structurels européens, qui représenteront 0,9 % du PIB en 2002 et 2003, resterait un moteur important de l'activité. Quant à l'investissement productif, après la forte correction de 2002 (-2 %), sa croissance serait modérée en 2003, les entreprises conservant une bonne rentabilité et bénéficiant d'une politique monétaire expansionniste. Le taux de croissance de la FBCF atteindrait 3,2 % en 2003, après 1,7 % en 2002. La croissance de la consommation privée ne se redresserait légèrement qu'à partir du quatrième trimestre 2002, en raison du rattrapage salarial réclamé par les syndicats après la forte inflation du début 2002. La baisse de l'impôt sur le revenu à hauteur de 0,5 % du PIB en 2003, puis la diminution du chômage à partir du deuxième semestre 2003 entraîneraient une accélération de la consommation des ménages. La croissance de la consommation privée resterait modérée, avec des taux de 1,7 % et de 2,2 % respectivement en 2002 et 2003. La contribution du commerce extérieur serait nulle en 2002, le fort ralentissement des exportations (-1,1 %) compensant la décélération des importations (-1 %). En revanche, elle serait à nouveau négative en 2003 (-0,2 %), la demande intérieure espagnole restant supérieure à celle de ses partenaires et la perte de parts de marché se poursuivant, en raison de la poursuite de la dégradation de la compétitivité-prix. Le rythme de croissance trimestriel fin 2003 atteindrait 3,2 % en glissement annuel, soit un niveau un peu supérieur à la croissance potentielle. La progression du PIB espagnol resterait donc supérieure à celle de la zone euro (1,9 % en 2002 et 2,4 % en 2003), permettant à l'Espagne de poursuivre son rattrapage ■

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2001				2002				2003				2000	2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,8	0,4	1,0	0,0	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	4,2	2,7	1,9	2,4
Consommation des ménages	0,7	1,0	0,4	0,6	0,3	0,3	0,2	0,4	0,6	0,6	0,7	0,8	3,9	2,5	1,7	2,2
Consommation publique	0,8	0,8	0,6	0,4	0,1	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	5,0	3,1	1,8	2,8
FBCF totale ¹	1,3	0,6	0,9	-1,3	0,9	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8	0,9	1,0	5,7	3,2	1,7	3,2
Dont																
Productive	0,7	-0,1	1,1	-4,1	0,4	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,8	1,0	5,1	0,3	-2,0	2,0
Bâtiment	1,8	1,3	0,8	1,0	1,3	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	6,1	5,8	4,7	4,1
Exportations de biens et services	-1,5	0,1	-0,1	-1,0	-1,6	1,3	0,4	0,5	0,7	1,0	1,3	1,5	10,0	3,4	-1,1	3,4
Importations de biens et services	0,9	0,6	-2,0	0,3	-0,7	-0,1	0,5	0,7	0,9	1,1	1,4	1,6	10,6	3,5	-1,0	3,7
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	0,2	0,1	0,4	0,7	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,9	0,6	0,1	0,5	0,5	0,4	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	4,6	2,8	1,8	2,6
Variations de stocks	0,7	-0,2	-0,2	0,3	0,3	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,1
Commerce extérieur	-0,8	-0,2	0,7	-0,4	-0,2	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
Prix à la consommation (IPCH) ²	2,9	3,7	2,2	2,5	3,2	3,6	4,1	4,2	4,0	3,1	3,1	2,7	3,5	2,8	3,8	3,2
Taux de chômage, au sens du BIT	10,7	10,6	10,6	10,7	11,1	11,2	11,3	11,4	11,4	11,4	11,3	11,2	11,3	10,7	11,2	11,3
Solde courant, en points de PIB																
Solde public, en points de PIB																
Impulsion budgétaire																
PIB zone euro	0,5	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	3,5	1,5	0,7	1,8

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

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : INE, prévisions OFCE.

■ Thierry Latreille

Pays-Bas : la croissance batave est dans les choux

Un an sans croissance

L'économie néerlandaise a échappé à la récession mais la croissance stagne depuis le second semestre de 2001. Fait commun à ses partenaires européens, les exportations ont très rapidement ralenti. Les moteurs internes de la croissance se sont également affaiblis, en liaison avec la perte de confiance des consommateurs et la dégradation de la situation des entreprises (contraction des bénéfices, surinvestissement passé). L'ajustement sur l'emploi a été lent sur un marché du travail qui demeure tendu (les chefs d'entreprises sont plus réticents à réduire l'emploi compte tenu des difficultés à embaucher dans l'hypothèse d'un retournement de conjoncture (cf. *Revue de l'OFCE*, n° 81 p.126).

Érosion de la compétitivité

L'accélération des salaires en 2001 et au début de 2002 s'explique par les fortes tensions sur le marché du travail et par le niveau élevé de l'inflation, tandis que la productivité du travail a diminué. Les coûts salariaux ont augmenté plus rapidement que dans les autres pays européens depuis quelques années. En comparaison avec ses partenaires de la zone euro, la compétitivité-prix des produits néerlandais s'est détériorée depuis 1998, les plus fortes augmentations salariales n'étant pas compensées par une meilleure progression de la productivité du travail. La remontée de l'euro ajoute une pression sur la compétitivité et affaiblit encore le moteur extérieur de reprise de l'économie hollandaise.

Après un pic des exportations en 2000 (+ 12 % sur un an), leur contraction en 2001 a été plus forte que celle du commerce mondial. La reprise du commerce extérieur devrait à son tour être entravée par les pertes de parts de marché des exportateurs néerlandais, les exportations augmentant moins vite que le commerce européen. Le maintien d'une croissance des réexportations, qui représentent plus de 60 % des exportations totales, masque la mauvaise performance des exportateurs néerlandais.

L'appréciation de l'euro amplifie ce phénomène, tandis qu'elle favorise une augmentation du taux de pénétration, la substitution des produits nationaux se faisant au profit d'importations relativement meilleur marché. Étant donné l'ouverture de l'économie néerlandaise, l'appréciation de l'euro aura un effet non négligeable sur la contribution du commerce extérieur à la croissance. La contribution du commerce extérieur à la croissance devrait ainsi être négative en 2003.

Faible soutien des dépenses des ménages

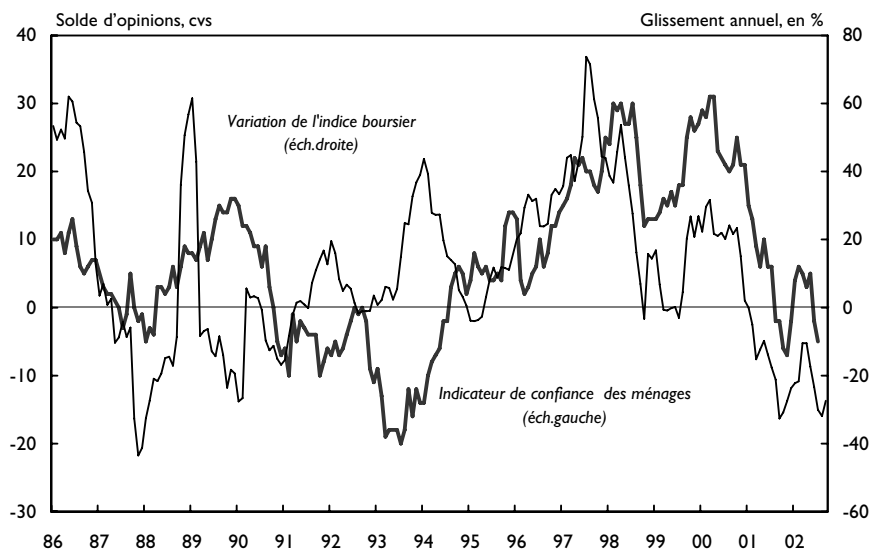
La consommation des ménages a été particulièrement dynamique aux Pays-Bas au cours de la seconde moitié des années 1990 (+ 4 % de croissance

PAYS-BAS : LA CROISSANCE BATAVE EST DANS LES CHOUX ■

annuelle moyenne de 1996 à 2000). Elle s'est considérablement affaiblie en 2001 et 2002 (respectivement + 1,2 % de croissance annuelle et + 0,9 % prévu). Cependant, dans une économie très ouverte comme l'économie néerlandaise (le taux d'ouverture est voisin de 130 % en 2000 et 2001), une part importante de la consommation est importée ; c'est pourquoi un retournement de la demande intérieure n'a pas de conséquences aussi importantes en terme de croissance du PIB que dans une économie où le taux d'ouverture est plus faible.

Toutes les composantes de l'indicateur de confiance des ménages se sont dégradées, en particulier, l'intention de faire des achats importants a atteint un plus bas historique. La remontée du chômage et le retournement des indicateurs boursiers ont contribué à la détérioration de la confiance des consommateurs. Les ménages néerlandais ont en effet subi un effet de richesse négatif en 2002, leurs placements boursiers ayant fondu depuis un an. La connection entre l'indice boursier du CBS de la bourse d'Amsterdam et l'indicateur de confiance des ménages est évidente depuis la deuxième moitié des années 1990, illustrant la part croissante des investissements boursiers des ménages (graphique). D'autre part, les ménages néerlandais sont parmi les plus endettés en Europe.

Confiance des ménages et indice boursier aux Pays-Bas



Sources : Eurostat, CBS, OFCE.

Le revenu disponible brut des ménages ne devrait que peu progresser en 2002, en dépit d'une forte hausse des salaires. En effet, la forte inflation réduit le pouvoir d'achat des ménages. Le taux d'inflation annuel est passé de 2,3 % en 2000 à 5,1 % en 2001, soit la plus forte inflation des pays de la zone euro. Cette forte augmentation des prix est due en partie à une augmentation de la TVA, mais elle a aussi favorisé un phénomène de surchauffe et l'enclenchement d'une spirale prix-salaires inflationniste. Le glissement annuel de

■ Thierry Latreille

l'IPCH a ralenti, passant de presque 5 % en janvier 2002 à 3,8 % en août 2002. Il devrait encore diminuer.

Comme les corrections boursières ont probablement atteint un maximum, les effets de richesse négatifs ne devraient pas avoir la même ampleur en 2003. L'inflation devrait également décélérer en 2003, en partie grâce à l'appréciation de l'euro. Cela aura un impact positif sur le pouvoir d'achat des ménages, mais cet effet devrait être plus que compensé par une augmentation des impôts auprès des ménages. D'autre part, les salaires devraient progresser plus lentement, en liaison avec la hausse du chômage et l'allègement des tensions sur le marché du travail.

La croissance des dépenses des ménages restera ainsi très modérée en 2003. Les ajustements sur l'investissement des entreprises se sont poursuivis en 2002 dans un contexte de détérioration des profits. La correction de l'investissement pourrait prendre fin en 2003 avec une demande légèrement plus soutenue.

Une politique budgétaire historiquement restrictive

L'augmentation des dépenses d'éducation et de santé assurent une croissance substantielle des dépenses publiques en 2002, la consommation publique devenant même le principal moteur de la croissance, avec une contribution respectivement de 0,8 et 0,6 point de PIB en 2001 et 2002. Les dépenses budgétaires avaient augmenté fortement sous le précédent gouvernement et constituaient un soutien important à la croissance en 2001 et 2002. L'année 2003 marque une rupture et une inflexion de la croissance de la consommation publique qui connaîtrait sa plus faible progression depuis 30 ans. La nouvelle coalition alliant les Chrétiens démocrates (CDA), le parti de Pim Fortuyn et le parti libéral (VVD) a programmé des coupes budgétaires importantes pour 2003 ainsi qu'une augmentation des prélèvements obligatoires, la première depuis plus de 6 ans. Cela aura un impact négatif sur la croissance, après deux années de politique budgétaire contra-cyclique, mais permettra en contrepartie aux Pays-Bas de présenter une situation budgétaire moins dégradée que ses principaux partenaires. De surcroît, une politique budgétaire restrictive se justifie dans une économie où les signes de surchauffe sont évidents. Freiner l'inflation salariale doit devenir une priorité du gouvernement. Les mesures budgétaires prises amèneront certainement le gouvernement à rencontrer les syndicats. Vingt ans après l'accord de modération salariale qui avait été un des piliers du modèle de croissance hollandais et montré en exemple en Europe, le gouvernement va devoir retourner à la table des négociations pour contenir les augmentations de salaires.

En conséquence, la croissance, bien que supérieure à celle de 2002, demeurera en 2003 la plus faible de la zone euro et bien en deçà des rythmes passés (le PIB néerlandais a crû en moyenne de 3,7 % l'an entre 1996 et 2000) ■

PAYS-BAS : LA CROISSANCE BATAVE EST DANS LES CHOUX ■

PAYS-BAS

Pays-Bas : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %	2001				2002				2003				2000	2001	2002	2003
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,1	0,4	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	3,5	1,1	0,2	0,8
Consommation des ménages	-0,3	0,6	0,5	0,3	0,0	0,4	0,0	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	3,8	1,2	0,9	1,0
Consommation publique	0,9	1,0	0,5	0,9	0,8	0,7	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,9	3,4	2,7	0,7
FBCF totale	-0,6	0,1	-0,9	0,2	-0,8	-1,8	-0,5	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	3,8	-1,1	-2,7	-0,3
Dont																
Productive privée																
Logement public																
Exportations de biens et services	-0,6	-1,1	-0,7	-1,2	-1,0	0,7	1,1	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	9,5	0,9	-1,1	4,8
Importations de biens et services	-0,2	-1,3	-0,4	-2,3	-1,4	0,5	1,2	1,4	1,4	1,4	1,6	1,6	9,4	0,8	-2,3	5,7
Variations de stocks, en points de PIB	0,2	-0,1	-0,1	-1,1	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,2	-0,3	-1,2	-0,8
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,1	0,6	0,2	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	3,1	1,1	0,5	0,6
Variations de stocks	0,3	-0,3	0,0	-1,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,3	-0,1	-0,9	0,4
Commerce extérieur	-0,3	0,1	-0,2	0,6	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,6	0,1	0,6	-0,2
Prix à la consommation (IPCH)*	4,9	5,3	5,2	5,0	4,6	3,9	3,8	3,3	2,8	2,5	2,3	2,0	2,3	5,1	3,9	2,5
Taux de chômage, au sens du BIT	2,5	2,3	2,3	2,4	2,5	2,7	3,0	3,2	3,4	3,6	3,7	3,7	2,8	2,4	2,8	3,6
Solde courant, en points de PIB													5,3	3,4	4,0	4,5
Solde public, en points de PIB													0,1	0,2	-0,6	-0,4
Impulsion budgétaire													-0,2	0,8	-0,6	-1,0
PIB zone euro	0,5	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	3,5	1,5	0,7	1,8

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

■ Sabine Le Bayon

Portugal : dérapage des finances publiques

Un début d'année en demi-teinte

Le ralentissement de la croissance portugaise s'est amplifié au second semestre 2001 et au premier trimestre 2002. Si la croissance du PIB au premier trimestre est restée positive (0,4 %), c'est parce que la chute de la contribution de la demande intérieure hors stocks (- 1,5 %) a été plus que compensée par les contributions positives des variations de stocks (1,1 %) et du commerce extérieur (0,7 %). La chute de la demande intérieure est imputable au fort recul de l'investissement au premier trimestre 2002 (- 6,8 %). Le redressement de la consommation des ménages au premier trimestre 2002 (0,8 %) corrige en partie la baisse du quatrième trimestre 2001 (- 1 %).

Par ailleurs, le Portugal, qui a échappé à un avertissement précoce de la part du conseil Ecofin en février 2002 pour risque de déficit excessif en 2002, en contrepartie d'un plan de réduction drastique des dépenses, ne devrait pas y échapper dans les mois qui viennent. En effet, l'audit commandé par le nouveau gouvernement élu en mars 2002 a révélé fin juillet 2002 que le déficit public de 2001 avait atteint 4,1 % du PIB, soit nettement plus que la limite des 3 % autorisés. La Commission a aussitôt entamé une procédure à l'encontre du Portugal pour déficit excessif. Dans ce cadre, le Conseil des ministres des finances des Quinze devrait prochainement se pencher sur le déficit budgétaire portugais et les mesures prises pour redresser la situation. Le nouveau gouvernement portugais, dans le budget rectificatif 2002, a en effet décidé d'une hausse de la TVA de 17 à 19 % (qui devrait rapporter 400 millions d'euros de recettes supplémentaires en 2002) et d'une réduction des dépenses à hauteur de 1 milliard d'euros (report de projets d'investissement public, diminution du nombre de fonctionnaires). Les baisses d'impôts promises par le nouveau gouvernement pendant la campagne électorale sont reportées au mieux en 2004.

Des indicateurs conjoncturels mal orientés

Les indicateurs conjoncturels portugais reflètent bien les difficultés budgétaires du pays. Selon l'enquête de la Commission européenne, le moral des consommateurs a atteint en juin le niveau le plus bas depuis 1993. Alors qu'il s'était redressé au premier trimestre 2002, il a fortement chuté depuis mai, après l'annonce par le gouvernement d'un dérapage budgétaire en 2001 et d'un budget correctif restrictif pour 2002. Cette baisse va de pair avec la dégradation de la situation économique et financière des ménages. De plus, le différentiel d'inflation entre le Portugal et la zone euro qui s'était réduit en début année, est reparti à la hausse au deuxième trimestre 2002, atteignant 1,7 % en août 2002. Tandis que l'inflation s'est approchée en août 2002 des 4 %, l'inflation sous-jacente a dépassé les 5 %. Le chômage augmente depuis 2001, passant de 3,9 % à 4,5 % en juillet 2002. Le moral des industriels a nettement baissé en juillet 2002, retrouvant le niveau de 1996, et la production industrielle s'est contractée en juillet 2002 (- 2 % en glissement annuel). Enfin, dans le secteur de la construction, la chute de la confiance initiée fin 2001 ne s'est pas démentie, les commandes restant orientées à la baisse ■

PORTUGAL : DÉRAPAGE DES FINANCES PUBLIQUES ■

Pas de reprise à attendre à court terme

La politique budgétaire restrictive menée par le gouvernement devrait permettre au Portugal de réduire son déficit à 3 % du PIB en 2002. Elle garderait la même orientation en 2003 pour réduire le déficit public au-dessous de la limite des 3 % du PIB. La demande intérieure en subirait les conséquences. Ainsi, la bonne résistance de la consommation privée en début d'année 2002 ne devrait pas se poursuivre. La hausse de la TVA entrée en vigueur en juin 2002 pèserait sur le pouvoir d'achat de consommateurs très endettés (89,6 % du revenu disponible en 2001). La hausse du chômage est un facteur négatif supplémentaire pour le revenu des ménages. La croissance de la consommation des ménages serait nulle en 2002, avant d'accélérer légèrement en 2003 (0,8 %). La progression de la consommation publique serait faible en 2002 et 2003. L'investissement total reculerait nettement en 2002 (-3,7 %) et croîtrait lentement en 2003 (0,7 %), en dépit du soutien de l'investissement en bâtiment stimulé par les fonds structurels européens, qui représenteront 2,4 % du PIB en 2003, après 2,6 % en 2002. L'investissement productif continuerait à souffrir de la faiblesse de la demande, du fort endettement des entreprises et du bas niveau des tensions sur les capacités. La contribution du commerce extérieur resterait positive, en ligne avec une demande intérieure portugaise moins dynamique que celle de ses partenaires. La croissance du PIB ralentirait encore nettement en 2002 (0,7 %) et resterait faible en 2003 (1,4 %). Elle serait en 2003 inférieure à celle de la zone euro (1,8 %) pour la première fois depuis 1993 ■

Portugal : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2000	2001	2002	2003
PIB	3,6	1,7	0,7	1,4
Consommation des ménages	2,7	0,9	0,0	0,8
Consommation publique	3,8	2,6	1,2	0,6
FBCF totale	4,8	0,1	-3,8	0,7
Exportations de biens et services	8,3	2,9	3,0	4,2
Importations de biens et services	5,8	0,9	-0,7	2,0
Variations de stocks, en points de PIB	0,6	0,6	0,8	0,8
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	3,7	1,1	-0,8	0,8
Variations de stocks	-0,3	0,0	0,2	0,0
Commerce extérieur	0,2	0,6	1,4	0,6
Prix à la consommation (IPCH)	2,8	4,4	3,6	3,5
Taux de chômage, au sens du BIT	4,1	4,1	4,4	4,8
Solde courant, en points de PIB	-10,4	-9,2	-8,5	-8,0
Solde public, en points de PIB	-3,3	-4,1	-3,0	-2,7
Impulsion budgétaire	-0,2	0,4	-2,2	-1,0
PIB zone euro	3,5	1,5	0,7	1,8

Sources : Eurostat, prévisions OFCE.

BELGIQUE, AUTRICHE, FINLANDE, GRÈCE, IRLANDE

Belgique : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2000	2001	2002	2003
PIB	4,0	1,0	0,5	2,2
Consommation des ménages	3,8	1,6	0,1	1,5
Consommation publique	2,5	2,3	1,6	1,9
FBCF totale	2,6	0,2	0,2	2,4
Exportations de biens et services	9,7	-0,8	-2,6	5,3
Importations de biens et services	9,8	-1,5	-2,0	4,9
Variations de stocks, en points de PIB	0,2	-0,7	0,0	-0,1
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	3,1	1,4	0,4	1,7
Variations de stocks	0,5	-0,9	0,6	-0,1
Commerce extérieur	0,5	0,5	-0,5	0,6
Prix à la consommation (IPCH)	2,7	2,4	1,5	1,4
Taux de chômage, au sens du BIT	6,9	6,6	6,9	7,2
Solde courant, en points de PIB	4,4	5,0	5,1	5,4
Solde public, en points de PIB	0,1	0,3	0,1	0,1
Impulsion budgétaire	0,5	-0,6	-0,5	-0,2
PIB zone euro	3,5	1,5	0,7	1,8

Sources : Belgostat, Eurostat, prévisions OFCE.

Autriche : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2000	2001	2002	2003
PIB	3,3	0,8	0,3	1,6
Consommation des ménages	2,5	1,3	0,5	1,0
Consommation publique	0,9	0,7	1,4	0,8
FBCF totale	5,4	-2,5	-2,5	2,1
Exportations de biens et services	11,5	4,9	5,7	4,0
Importations de biens et services	11,2	2,9	-0,6	3,7
Variations de stocks, en points de PIB	1,0	0,5	-2,4	-2,3
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	2,8	0,3	0,0	1,2
Variations de stocks	0,3	-0,5	-2,9	0,0
Commerce extérieur	0,2	1,0	3,3	0,3
Prix à la consommation (IPCH)	2,0	2,4	1,2	1,5
Taux de chômage, au sens du BIT	3,7	3,9	4,2	4,2
Solde courant, en points de PIB	-2,8	-2,5	-2,0	-2,0
Solde public, en points de PIB	-1,9	0,1	-0,9	-1,2
Impulsion budgétaire	0,0	-2,7	-0,3	-0,2
PIB zone euro	3,5	1,5	0,7	1,8

Sources : Eurostat, WIFO, prévisions OFCE.

BELGIQUE, AUTRICHE, FINLANDE, GRÈCE, IRLANDE ■

Finlande : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2000	2001	2002	2003
PIB	6,1	0,7	1,3	3,7
Consommation des ménages	2,7	1,1	2,4	2,9
Consommation publique	-0,2	2,0	1,8	0,5
FBCF totale	3,9	4,1	-2,3	4,4
Exportations de biens et services	20,1	-2,2	2,2	6,9
Importations de biens et services	16,0	0,0	-1,7	6,2
Variations de stocks, en points de PIB	0,3	0,4	-1,0	-0,8
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	2,0	1,7	1,1	2,3
Variations de stocks	0,6	0,1	-1,4	0,2
Commerce extérieur	3,5	-1,1	1,6	1,2
Prix à la consommation (IPCH)	3,0	2,7	1,7	1,8
Taux de chômage, au sens du BIT	9,8	9,2	9,4	9,3
Solde courant, en points de PIB	7,4	6,5	5,2	5,9
Solde public, en points de PIB	7,0	4,9	3,2	3,3
Impulsion budgétaire	-3,4	1,1	0,8	0,2
PIB zone euro	3,5	1,5	0,7	1,8

Sources : Statistics Finland, prévisions OFCE.

Grèce : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2000	2001	2002	2003
PIB	4,1	4,1	3,4	3,8
Consommation des ménages	3,3	3,2	2,7	3,0
Consommation publique	0,7	1,8	0,7	1,0
FBCF totale	7,8	7,4	7,6	8,0
Exportations de biens et services	18,8	2,3	2,0	5,6
Importations de biens et services	15,0	1,9	2,8	5,4
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	4,2	4,3	3,8	4,2
Variations de stocks	0,3	-0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,4	-0,1	-0,4	-0,4
Prix à la consommation (IPCH)	2,9	3,7	3,8	3,1
Taux de chômage, au sens du BIT	11,2	10,4	10,3	10,0
Solde courant, en points de PIB	-6,7	-6,2	-5,9	-5,7
Solde public, en points de PIB	-0,8	-0,4	0,4	1,0
Impulsion budgétaire	0,0	0,4	-0,2	-0,1
PIB zone euro	3,5	1,5	0,7	1,8

Sources : Eurostat, prévisions OFCE.

■ BELGIQUE, AUTRICHE, FINLANDE, GRÈCE, IRLANDE

Irlande : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2000	2001	2002	2003
PIB	11,5	5,0	3,0	4,0
Consommation des ménages	9,9	4,8	3,5	4,0
Consommation publique	5,4	5,4	6,0	3,0
FBCF totale	7,0	0,5	-1,0	2,5
Exportations de biens et services	17,8	8,4	2,8	6,0
Importations de biens et services	16,6	7,7	2,5	6,0
Variations de stocks, en points de PIB	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	7,2	3,2	2,3	2,8
Variations de stocks	0,6	-0,2	-0,1	0,1
Commerce extérieur	3,7	2,0	0,8	1,1
Prix à la consommation (IPCH)	5,3	4,0	4,5	3,7
Taux de chômage, au sens du BIT	4,2	3,8	4,6	4,7
Solde courant, en points de PIB	-0,7	-1,2	-2,3	-2,7
Solde public, en points de PIB	4,4	1,5	-0,4	-1,5
Impulsion budgétaire	0,1	1,8	-0,4	-0,2
PIB zone euro	3,5	1,5	0,7	1,8

Sources : CSO, Eurostat, prévisions OFCE.