

revue de Rexecode



**n° 79**

2eme

trimestre

2003

## **Editorial**

*La politique économique  
doit privilégier le cap  
du moyen terme*

**Les mouvements du chômage  
doivent plus aux embauches  
qu'aux licenciements**

**Présentation  
générale des perspectives  
économiques 2003-2004**

**Principales hypothèses  
du scénario macroéconomique**

**L'environnement mondial  
de l'Europe**

**Perspectives économiques  
des pays européens**

Rexecode

Centre de Recherches

pour l'Expansion

de l'Economie

et le Développement

des Entreprises

# revue de Rexecode

---

**Le Comité d'Orientation des Etudes**  
réunit des économistes des institutions associées à Rexecode  
afin d'orienter les programmes d'étude de Rexecode

<b>Olivier Charnoz</b>	<b>Attaché à la délégation à la stratégie et à la gestion de Gaz de France</b>
<b>Michel Didier</b>	<b>Directeur de Rexecode</b>
<b>Jean-Pierre Gondran</b>	<b>Secrétaire Général du Groupe des Fédérations Industrielles</b>
<b>Gérard de Lavernée</b>	<b>Directeur adjoint chargé des études économiques et de la conjoncture Mouvement des Entreprises de France</b>
<b>Vincent Remy</b>	<b>Directeur Produits actions et Indices actions à Euronext Paris SA</b>
<b>Henry Savajol</b>	<b>Directeur à la Direction des Etudes au Crédit d'Equipement des Petites et Moyennes Entreprises</b>
<b>François Vulliod</b>	<b>Directeur du Plan et de la Stratégie à la Direction du Plan de la branche Développement de France Telecom</b>



[www.rexecode.asso.fr](http://www.rexecode.asso.fr)

---

Revue de Rexecode • Quatre numéros par an  
Editée par Rexervices - 102, avenue des Champs-Élysées - 75008 Paris

Economistes : Michel Didier, Jean-Michel Boussemart, Sandrine Benaïm,  
Hugues Chevalier, Sylvie Duchassaing, Denis Ferrand,  
Béatrice Guedj, Michel Martinez,  
Edition, secrétariat : Martine Grangé ; Graphiques : Aïcha Brak, Dominique Dalle-Molle.

Copyright : Rexervices





# Sommaire

## ***Editorial***

La politique économique doit privilégier le cap du moyen terme .....1

**Les mouvements du chômage doivent plus  
aux embauches qu'aux licenciements .....7**

**Perspectives économiques 2003-2004 .....11**

**Principales hypothèses du scénario macroéconomique .17**

Marchés mondiaux des produits de base .....17

Marchés de taux, marchés de changes .....19

Finances publiques .....20

**L'environnement mondial de l'Europe .....23**

Etats-Unis .....23

Japon .....26

Asie émergente .....29

Amérique latine .....31

Europe de l'Est .....32

**Perspectives économiques  
des pays européens .....35**

Zone euro .....35

France .....38

Allemagne .....42

Royaume-Uni .....43

Italie .....45

Espagne .....46





*Editorial*

## **La politique économique doit privilégier le cap du moyen terme**

*Michel Didier*

L'attentisme qui se prolonge depuis plusieurs trimestres pèse sur l'activité économique. L'hésitation des clients entraîne des pertes de commandes pour les fournisseurs et un report général des décisions d'investissement. Cette situation est largement liée à la dégradation du contexte géopolitique mondial. L'ensemble des instituts de prévision ont été ainsi conduits à réviser en baisse leurs estimations de la croissance française pour 2003 d'environ un point par rapport à septembre dernier (baisse de 0,7 % pour le « consensus » des instituts français, 1,2 % pour le gouvernement).

### **Le pessimisme actuel est probablement devenu excessif**

Sauf événements internationaux incontrôlés, que nous écartons dans notre scénario central, on devrait constater une amélioration progressive de la conjoncture dans les prochains trimestres. La politique économique doit néanmoins voir plus loin que la conjoncture immédiate,

mesurer les risques qui subsistent et pour cela avoir à l'esprit la nature du mouvement macroéconomique dans lequel nous sommes engagés.

En 2002, le taux de croissance français s'est établi à 1,4 %, après environ 2 % en 2001 et 4 % en 2000. Le mouvement s'avère en définitive très similaire à celui observé il y a une dizaine d'années. On rappellera que nous avons observé de 1989 à 1991 une séquence de croissance comparable avec des taux de 4 %, 2 % puis 1 %. Sans prétendre prolonger le parallèle, on rappellera aussi que par la suite, le taux de croissance avait été encore de 1 % en 1992 et qu'il n'était finalement remonté au-dessus de 2 % que cinq années plus tard, en 1998 ! On rappellera aussi que lorsque le contexte mondial a autorisé une croissance française de plus de 3 % l'an, celle-ci n'a pas tenu. L'économie française a rapidement buté sur ses capacités d'offre. Il y a donc de bonnes raisons de se préoccuper de l'avenir. L'essentiel aujourd'hui ne nous semble pas de chercher à soutenir artificiellement la crois-

sance immédiate, mais plutôt de construire les fondements d'une croissance durable et de préparer notre économie à la prochaine reprise économique mondiale, reprise dont nous ne doutons pas qu'elle se produira.

### **Que s'est-il donc passé depuis deux ans ?**

D'abord une nette dégradation des comptes des entreprises. De 2000 à 2002, les profits nets d'amortissements des sociétés (au sens des comptes nationaux) ont reculé d'environ 40 %, ce qui correspond à peu près à la baisse boursière. Compte tenu de ces données, les entreprises devront donner durablement la priorité au désendettement et à l'amélioration de leur bilan. Elles ont déjà resserré leurs coûts et limité leurs investissements. Cette réaction est incontournable. Elle durera, mais elle est aussi une condition de la reprise.

Les répercussions sur les ménages ont été jusqu'ici modestes. L'accélération tout à fait exceptionnelle des prestations sociales (dont le taux de croissance a été de 2 % en 2000, 4 % en 2001 puis 5 % en 2002) a contribué au maintien de la consommation, mais ce dernier rythme n'est pas soutenable. La contrepartie négative est la forte détérioration des comptes publics. Le besoin de financement des administrations publiques a plus que doublé de 2000 à 2002. Il a retrouvé à peu près son niveau de 1996 et il tend encore à augmenter en 2003. Ces observations suggèrent quelques conclusions pour la politique économique.

### **Quelques conséquences et enseignements du passé**

La première conclusion est que nous échapperons difficilement à court terme à une montée temporaire du chômage. Celle-ci est générale à l'ensemble des pays européens. Des politiques limitées de traitement social du chômage peuvent donc se justifier pour limiter les conséquences sociales de la conjoncture. Mais il faut être attentif aux risques que présenterait le retour aux errements du passé, encouragés par des réflexes de protection à court terme auxquels l'opinion se rallie facilement. Les mesures restrictives sur l'offre de travail ou durablement coûteuses pour les finances publiques ont souvent pour effet de transformer le chômage conjoncturel en chômage structurel. C'est ainsi qu'à force de « tout essayer » contre le chômage, le nombre de chômeurs est passé en France de un million à trois millions en vingt ans.

Les conséquences retardées et négatives des lois sur les 35 heures, notamment les hausses programmées du SMIC que l'économie française doit maintenant assumer, risquent de ramener la France vers le mauvais partage tendanciel entre salaire et emploi qui s'est avéré dans le passé si défavorable à l'emploi. Dans le contexte actuel, toute augmentation des prélèvements obligatoires (notamment de toute forme de cotisations sociales) serait néfaste à la croissance et à l'emploi. Pour obtenir une baisse durable du chômage, la politique économique doit donner la priorité

aux réformes qui visent à alléger le poids des prélèvements publics et à augmenter les incitations au retour à l'emploi.

### La matrice des politiques budgétaires

En matière de déficit public, la France se trouve un peu au pied du mur, non pas seulement à cause de Bruxelles, mais en raison du risque que ferait courir pour l'avenir une dérive croissante de nos comptes publics. La question de la stratégie budgétaire se pose donc. Faut-il augmenter encore le déficit pour soutenir une croissance hésitante, ou bien considérer qu'un seuil de risque est désormais atteint, et que son dépassement rendrait nécessaire à terme une réaction brutale d'assainissement budgétaire ?

Il y a des arguments dans les deux sens et les deux hypothèses doivent être considérées. Le problème se pose dans les termes classiques de la théorie de la décision en avenir incertain. La théorie se réfère à la matrice des résultats qui découlent des différentes combinaisons des situations économiques (les événements) et des politiques publiques (les décisions). La matrice des politiques budgétaires se présente de façon simplifiée sous la forme suivante (cf. tableau ci-contre).

Prenons d'abord l'hypothèse d'une reprise économique spontanée d'ici 2004 (hypothèse que nous considérons comme la plus probable). Compte tenu du contexte, on voit actuellement se généraliser un peu partout des comportements de réduction des

coûts et des investissements. Le risque d'une politique budgétaire trop restrictive serait d'amplifier ces réactions en chaîne négatives par l'annonce et la mise en œuvre de plans de rigueur publique. Les chances de la reprise nous semblent suffisantes pour ne pas privilégier cette dernière politique qui ferait courir le risque de casser la reprise.

Mais il faut envisager aussi l'autre hypothèse, dans laquelle la reprise serait reportée à plus tard. Pour peu que la conjoncture se dégrade à nouveau, le risque est réel de voir une dérive supplémentaire amener rapidement le déficit de 3 % à 4 %, voire comme il y a dix ans à 5 % ou 6 % du PIB. On sait d'expérience que le redressement est ensuite pénible et coûteux et qu'il passe nécessairement par une hausse des prélèvements. Cette éventualité devrait donc être écartée.

La politique économique doit ainsi apprécier les probabilités et les conséquences de ces différentes combinaisons. Au niveau des besoins de financement atteints aujourd'hui et dans l'in-

**La théorie de la décision en avenir incertain se fonde sur la matrice des résultats que nous appellerons en l'occurrence la « matrice des politiques budgétaires ». Cette matrice présente les avantages ou inconvénients économiques qui peuvent résulter de chaque combinaison événement-décision. Par exemple, que se passe-t-il si on croise une politique de déficit avec une situation économique récessive ?**

La matrice des politiques budgétaires		
Politique	Politique de rigueur budgétaire	Politique de déficit maintenu ou augmenté
Hypothèse		
Reprise économique spontanée	1 risque de casser la reprise	2 réduction spontanée du déficit
Stagnation ou récession	3 enlèvement dans un déficit modéré	4 risque de perte de contrôle du déficit

certitude sur l'avenir, il faut probablement s'efforcer d'endiguer le déficit par des mesures prises au quotidien en évitant toutefois d'amplifier la spirale des psychologies restrictives. Dans la matrice des politiques budgétaires, il faut jouer la case 2 mais éviter la case 4 en cas de scénario économique adverse.

### **Deux principes pour caler les anticipations économiques**

Une explicitation de la ligne de marche devrait permettre de caler les anticipations des agents économiques, en se fondant sur deux principes :

1. Le premier principe est l'affirmation sans équivoque que le gouvernement est bien décidé à maîtriser le déficit dans la zone où il est actuellement, de 3 à 3,5 % du PIB (cela exprime l'idée que le gouvernement refuse la case 4). Au-delà de ce seuil, le problème de la soutenabilité du déficit se poserait en effet et les acteurs économiques commenceraient à anticiper un accroissement futur des prélèvements en réduisant leurs dépenses de biens et services.

2. Le deuxième principe est d'amorcer de façon visible un redéploiement de la dépense publique de fonctionnement passive vers la dépense d'investissement active. Cela veut dire par exemple très concrètement qu'il convient d'afficher que les taux de progression actuels des prestations sociales (maladie notamment) sont clairement considérés comme non soutenables et doivent donc être infléchis. Cela

veut dire aussi qu'il est urgent de réveiller l'imagination sur l'effort d'amélioration de l'efficacité de l'Etat. La crédibilité de la politique de maîtrise du déficit passe par des premières décisions significatives annoncées et mises en œuvre.

### **Dégager l'horizon à moyen terme**

L'horizon court est relativement bouché par l'incertitude géopolitique. C'est l'horizon long qu'il faut s'efforcer de dégager. Il est nécessaire pour cela de retrouver progressivement des marges de manœuvre, qui existent effectivement, dans les dépenses courantes de gestion publique. C'est à cette seule condition que l'on pourra d'une part renforcer les dépenses publiques affectables à notre croissance potentielle (on pense aux investissements de recherche et développement, à certaines infrastructures ou à des mesures de déblocage ou de relance des investissements en télécommunication dans un cadre européen) et que l'on pourra d'autre part dans la mesure du possible poursuivre les allègements d'impôts. Il est plus important aujourd'hui pour la croissance d'affirmer et de crédibiliser ces orientations que de reporter des économies possibles au nom d'un éventuel soutien keynésien qui n'aura pas lieu.

Un autre problème français bien connu est la faiblesse de la part de l'emploi privé dans la population en âge de travailler, surtout au-delà de 50 ans (nous nous situons plus de six points au-dessous de la moyenne européenne, dix points au-dessous de

l'Allemagne, des Pays-Bas et du Royaume-Uni, quinze points au-dessous du Japon et des Etats-Unis). Une priorité forte est de remonter l'âge moyen de la cessation effective d'activité. Cela implique évidemment l'abandon des préretraites comme dispositif général, voire la recherche d'incitations positives au travail entre 55 et 65 ans. Mais il faut aussi faire comprendre à l'opinion pourquoi nous devons inciter au travail alors que le chômage conjoncturel remonte, et faire admettre qu'au-delà un mouvement purement conjoncturel, l'objectif majeur est une croissance plus forte et durable ainsi qu'une baisse du chômage structurel. L'analyse présentée page 7 montre que la remontée du chômage doit beaucoup plus au recul des embauches qu'aux plans de licenciements, certes plus spectaculaires mais d'impact beaucoup moindre. Ce sont les embauches qu'il faut inciter à reprendre en redonnant de la visibilité à moyen terme aux acteurs économiques.

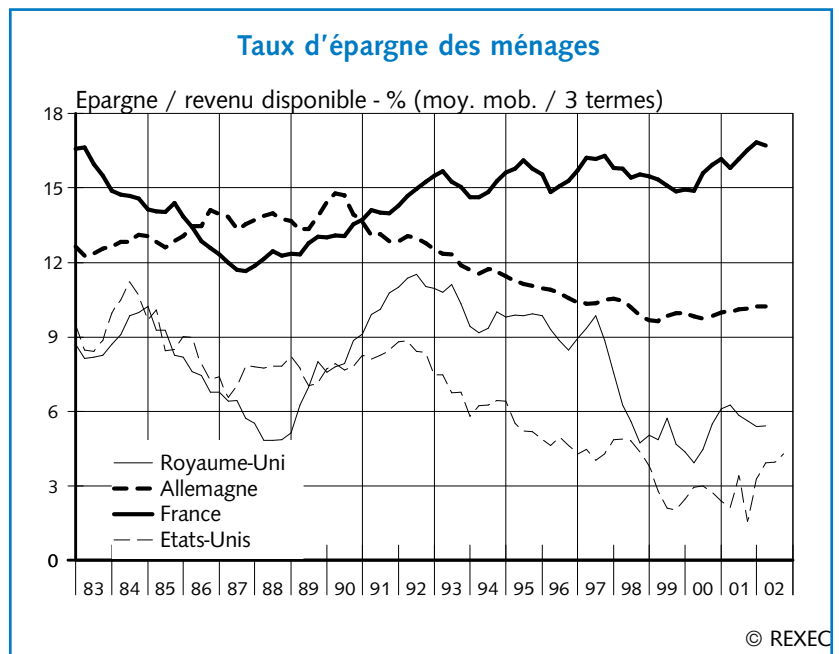
### Libérer les comportements de consommation

Enfin un autre atypisme français concerne le taux d'épargne des ménages. Dans la plupart des grands pays, le taux d'épargne des ménages baisse depuis dix ans. Ce n'est pas le cas de la France qui fait à cet égard figure d'exception. L'explication est probablement l'inquiétude sur l'avenir des

retraites qui pousse les Français à se constituer eux-mêmes des fonds de retraite individuels. A trop reporter dans le passé la réforme des systèmes collectifs solidaires, le résultat a été une montée des systèmes individuels. Cette observation suggère qu'un règlement prochain de la question des retraites est non seulement nécessaire pour l'avenir à long terme, mais peut aussi contribuer à une libération des comportements de consommation des ménages et facilite ainsi l'amorçage de la reprise économique.

L'enjeu de la réforme des retraites est certes l'équilibre des régimes en 2020 ou 2040. Il est peut être aussi bien avant celui d'une accélération de la reprise économique. C'est pourquoi cette réforme est non seulement nécessaire mais aussi urgente. ■

**Non seulement les ménages français épargnent plus que les autres, mais, contrairement aux autres, ils épargnent de plus en plus**







# Les mouvements du chômage doivent plus aux embauches qu'aux licenciements

*Michel Martinez*

En décembre 2002, les secteurs marchands non agricoles (SMNA) employaient environ 15 millions et demi de salariés (15 488 400), en augmentation de seulement 60 000 postes nets sur un an, soit six fois moins que le rythme annuel des créations d'emplois connu au cours de la période 1997-2001.

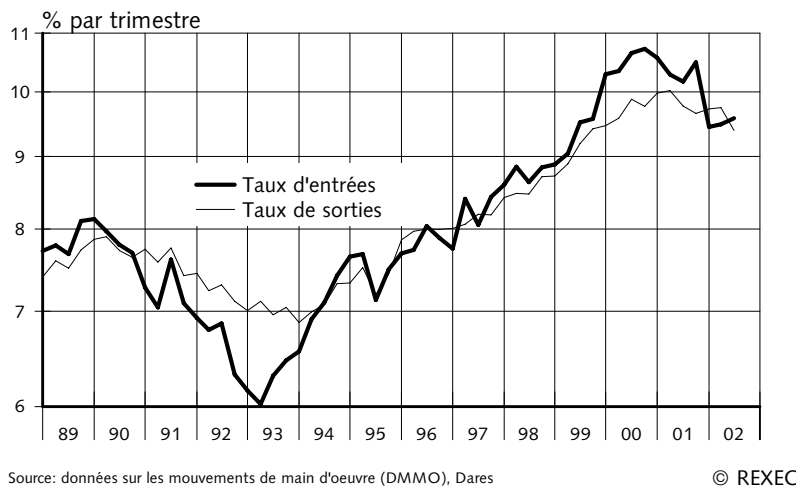
On oublie quelquefois que le marché du travail se caractérise par une intense réallocation d'emplois et des flux de main d'œuvre d'une ampleur que ne laissent pas deviner les variations nettes de l'emploi. Chaque trimestre, le taux de rotation des effectifs salariés (moyenne des taux d'entrée et de sortie) est de l'ordre de 10 %. Selon les données des mouvements de main d'œuvre (DMMO/EMMO) publiées par la DARES et qui concernent les établissements de plus de dix salariés du secteur marchand non agricole hors intérim, le taux de rotation s'établissait en moyenne à 10,4 % en 2001. Cela signifie que la mobilité du marché du travail (mesurée par le taux de rotation des effectifs) a sensiblement augmenté au cours des vingt

dernières années (et cet effet serait encore plus élevé si l'on tenait compte du développement de l'intérim) : le taux de rotation trimestriel était de 7,9 % en 1990 et de 5,6 % en 1984. On sait qu'un tel accroissement de la mobilité est favorable à la réduction du chômage car il permet un meilleur appariement entre les demandeurs d'emplois et les offres d'emplois.

## **En 2001, 1,5 million d'embauches par trimestre**

En moyenne sur l'année 2001, 10,7 % de salariés entraient chaque trimestre dans les établissements de plus de dix salariés du secteur marchand non agricole hors intérim et 10,1 % en sortaient. Ceci signifie qu'en 2001, chaque trimestre, 1 576 000 salariés signaient ainsi un contrat à durée déterminée ou bien un contrat à durée indéterminée et 1 486 000 voyaient leurs contrats interrompus. Du fait de leur faible durée (trois mois), les contrats à durée déterminée contribuent largement à cette rotation : ils représentent 62,7 % des embauches

### Flux de main d'oeuvre dans les établissements de plus de cinquante salariés (secteur marchand non agricole hors intérim)



(12,6 %) que dans l'industrie (6,4 %) ou la construction (6,0 %). Il est aussi plus élevé pour les femmes (12,5 %) que pour les hommes (9,1 %).

### L'ajustement aux mouvements du cycle économique s'opère surtout par les créations

Au cours des périodes de forte croissance (1987-1989 ou 1998-2001), on observe un accroissement de la mobilité qui est beaucoup plus prononcé pour les entrées. A l'inverse du modèle anglo-saxon, l'ajustement de l'emploi au cycle économique s'effectue sur les créations brutes de postes plutôt que sur les destructions. On observe également que le ralentissement conjoncturel entraîne un net fléchissement de la mobilité, qui est également plus ample pour les entrées. Ainsi, le taux d'entrée tombait à 9,9 % au second trimestre 2002 contre 10,6 % un an plus tôt. Cette baisse est plus

ches et 52,2 % des sorties, mais seulement 6,3 % du stock des salariés. La part des licenciements dans les fins de contrats est passée de 7 % en moyenne sur l'année 2001 à 7,8 % au deuxième trimestre 2002 (dernier point connu) et cette augmentation concerne essentiellement les secteurs industriels.

Le taux de rotation est plus élevé dans le secteur tertiaire

### Que signifient les données sur les mouvements de main d'oeuvre (MMO)

Les données sur les mouvements de main-d'oeuvre dans les établissements de dix salariés ou plus sont issues de deux sources statistiques distinctes :

- La Déclaration mensuelle des Mouvements de Main-d'Œuvre (DMMO) : chaque mois, les établissements de cinquante salariés ou plus adressent à l'administration un relevé détaillé des contrats conclus ou résiliés.
- L'Enquête sur les Mouvements de Main-d'Œuvre (EMMO) : chaque trimestre, la DARES interroge par sondage stratifié selon la zone d'emploi et le secteur, les établissements de 10 à 49 salariés à l'aide d'un questionnaire comparable au formulaire déclaratif. Au total, un peu plus d'un établissement sur cinq est interrogé.

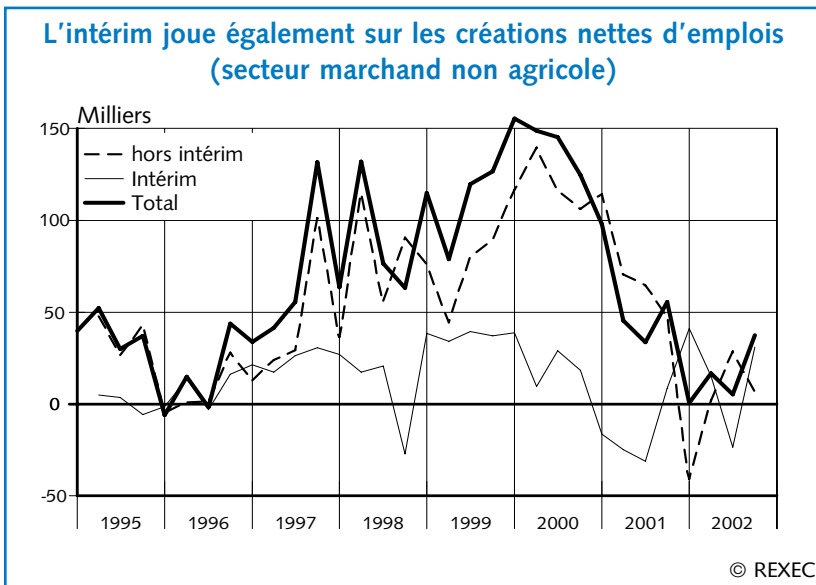
Depuis le premier trimestre 1996, la DARES publie, à partir des deux sources, des résultats semestriels fusionnés sur l'ensemble des établissements de dix salariés ou plus.

Le champ est celui du secteur concurrentiel industriel et commercial, ce qui représente plus de 80 % du champ couvert par l'UNEDIC. Sont en particulier exclus les administrations publiques, les collectivités territoriales, les principaux établissements publics, les établissements relevant de la Défense Nationale et les établissements de travail temporaire. Les missions d'intérim ne sont pas prises en compte dans les mouvements de main-d'oeuvre.

Le taux de rotation est la demi-somme du taux d'entrées et du taux de sorties. Pour un trimestre donné, le taux d'entrée (respectivement de sortie) est le rapport du nombre total des recrutements (respectivement des départs) du trimestre à l'effectif de début de trimestre (multiplié par 100).

marquée dans les établissements de plus de cinquante salariés. Parallèlement, le taux de sortie s'établissait à 10,0 % au second trimestre 2002 contre 10,3 % un an plus tôt. Le chômage doit donc plus aux mouvements des embauches qu'aux licenciements.

Pour la première fois depuis 1997, les entrées dans les établissements du secteur marchand (hors intérim) se confondent avec les sorties. Il n'est donc pas étonnant que l'emploi salarié dans le secteur marchand non agricole hors intérim ait reculé de 3 500 emplois entre fin 2001 et fin 2002. Ainsi, les créations nettes d'emplois de l'année passée s'expli-



queraient essentiellement par la bonne résistance du marché intérimaire (+ 63 000 emplois en un an). Il n'est pas dit que celui-ci résiste aussi bien cette année. ■

### Mouvements de main d'œuvre et flux d'emplois

Bon an, mal an, les taux d'entrées et de sorties des flux de la main d'œuvre sont de l'ordre de 10 % par trimestre, soit environ 1,5 million de recrutements et de départs chaque trimestre dans les établissements du secteur marchand non agricole hors intérim.

D'un point de vue économique, il faut savoir qu'on ne peut pas additionner ces taux et considérer par exemple que le taux annuel de créations brutes d'emplois serait de 40 % (ce qui correspondrait à 6 millions de créations brutes d'emplois). Sur un même poste peuvent en effet se succéder plusieurs personnes ou bien une même personne peut voir son contrat renouvelé plusieurs fois. De même, une entreprise peut avoir le même nombre de salariés entre deux dates mais peut avoir supprimé un poste pour en créer un autre. La distinction entre flux de main d'oeuvre, de postes de travail ou d'emplois est donc délicate.

Pour autant, l'INSEE (Duhautois, 2002) procède à des estimations des flux bruts d'emplois. Le mode de calcul des flux bruts d'emplois utilisé est inspiré de Davis et Haltiwanger (1992). On appelle « création brute d'emploi » (resp. « destruction brute d'emplois ») toute variation positive (resp. négative) de l'emploi entre deux dates au sein d'une entreprise (les flux entre établissements d'une même entreprise ne sont donc pas pris en compte). On procède ensuite à des agrégations de ces flux bruts. La mesure des flux bruts d'emplois ne prend donc pas en compte les flux de main-d'œuvre, c'est-à-dire les flux de travailleurs qui auraient pu avoir lieu entre les deux dates. Selon certaines études, au début des années 1990, en France, une entreprise embauchait trois personnes et se séparait de deux en une année pour créer un emploi ; pour une destruction brute, elle embauchait une personne et se séparait de deux (Abowd, Corbel et Kramarz, 1999).

Selon l'INSEE, le taux annuel de créations (resp. destructions) d'emplois a été en moyenne de 10,2 % (resp. 10,6 %) entre 1990 et 1996.

#### Références

J. Abowd, P. Corbel et F. Kramarz, « The Entry and Exit of Workers and the Growth of Employment: an Analysis of French Establishments », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 81, n° 2, pp. 170-187, 1999.

S. Davis, et J. Haltiwanger, « Gross job creation, gross job destruction : microeconomic evidence and macroeconomic implications », *NBER macroeconomics annual*, 1992.

Richard Duhautois, « Les réallocations d'emplois en France sont-elles en phase avec le cycle ? », *Economie et Statistiques*, N° 351, pp 87- 103, 2002.





## Présentation générale des perspectives 2003-2004

Depuis nos perspectives de l'automne dernier, les tendances de l'économie ont été médiocres sans pour autant traduire une baisse de régime continue. Aux Etats-Unis, la croissance est chaotique mais elle se maintient en tendance au voisinage de 2,5 % l'an. L'Europe se situe sur un rythme de croissance de l'ordre de 1 % l'an. C'est sur les marchés boursiers que la déception a été la plus forte.

50 points de base à 2,75 % datait du 5 décembre 2002). Les taux d'intérêt des obligations d'Etat à dix ans sont un moment revenus d'environ 4,0 à 3,6 % aux Etats-Unis et de 4,4 à 4 % pour la zone euro. Ces niveaux sont les plus bas depuis les années cinquante. Enfin, sur le marché des changes, le dollar a sensiblement baissé contre la plupart des monnaies, y compris le yen.

### Fragile stabilisation des marchés boursiers

Les marchés d'actions sont à peine stabilisés. L'indice Dow Jones était il y a huit mois au voisinage de 8 500, il est maintenant à moins de 7 600. L'indice CAC 40 était à 3 100, il est à moins de 2 600. Les taux d'intérêt ont nettement reculé, touchant des points bas historiques. La Réserve Fédérale des Etats-Unis a maintenu l'objectif des Fonds Fédéraux à 1,25 % (la dernière baisse date du 6 novembre 2002), la Banque Centrale Européenne a ramené son taux principal de refinancement à 2,50 % (la baisse antérieure de

### Révision des prévisions pour l'année 2003

<i>Moyennes annuelles</i>	Sept. 2002	Mars 2003	Ecart
Croissance			
Monde	3,4	3,0	-0,4
OCDE	2,3	1,8	-0,5
Hors OCDE	5	4,6	-0,4
Commerce mondial	7,3	5,5	-1,8
Prix du pétrole (en dollar)	25,0	29,0	+4,9
1 euro = ... dollar	1,00	1,12	0,12
Taux d'intérêt à 3 mois			
Etats-Unis	2,4	1,3	-1,1
Zone euro	3,4	2,4	-1
Taux d'intérêt à 10 ans			
Etats-Unis	5,2	4,1	-1,1
Zone euro	5,3	4,3	-1
Taux d'inflation			
Etats-Unis	2,1	2,1	0
Zone euro	1,8	2,1	0,3



## Les chiffres clés de nos perspectives

	2001	2002	2003	2004
<b>1 - Croissance du volume du PIB</b>	<i>Variations en %</i>			
Monde	2,1	2,8	3,0	3,5
Ensemble de la zone OCDE	0,7	1,7	1,8	2,2
dont : Etats-Unis	0,3	2,4	2,2	2,4
Japon	0,4	0,3	0,9	0,8
Zone euro (6 grands)	1,5	0,7	1,1	2,0
Union européenne à 15	1,6	1,0	1,4	2,1
dont : Allemagne	0,7	0,2	0,6	1,8
France	1,8	1,2	1,4	2,2
Royaume-Uni	2,0	1,6	2,2	1,9
Italie	1,8	0,4	1,2	1,9
Espagne	2,7	2,0	1,7	2,7
Pays hors OCDE	4,0	4,4	4,6	5,1
<b>2 - Marchés mondiaux</b>	<i>Variations en %</i>			
Commerce mondial (en volume)	-0,2	2,5	5,5	6,8
Importations de l'OCDE	-0,5	1,3	5,0	6,3
Importations des pays hors OCDE	0,5	6,1	6,9	8,3
Prix du pétrole (\$/baril de Brent)*	24,5	24,9	29,9	25,1
Prix des matières premières** en \$	-4,4	6,7	11,8	2,0
"    "    "    en euro	-1,7	1,1	-5,4	-0,9
<b>3 - Taux de change</b>	<i>Moyenne sur la période</i>			
1 \$ = ...euro	1,12	1,06	0,90	0,87
=...yens	121	125	120	126
1 euro = ...yens	109	118	134	145
1 £ = ...\$	1,44	1,50	1,52	1,42
<b>4 - Taux d'intérêt à 3 mois</b>	<i>en %</i>			
Etats-Unis (bons du Trésor)	3,5	1,6	1,3	2,8
Japon (euro-yen)	0,2	0,1	0,1	0,5
Zone euro (euribor)	4,2	3,3	2,4	3,0
<b>5 - Taux d'intérêt à 10 ans</b>	<i>en %</i>			
Etats-Unis	5,0	4,6	4,1	4,8
Japon	1,3	1,2	0,8	1,3
Zone euro	5,0	4,9	4,3	4,9
<b>6 - Taux d'inflation</b>				
Etats-Unis	2,8	1,6	2,1	1,9
Japon	-0,7	-0,9	-0,3	-0,5
Zone euro***	2,5	2,3	2,1	1,6

\* moyenne annuelle - \*\* hors énergie - \*\*\* calculée sur 6 pays.

## Les marchés plus déprimés que l'économie

Ces tendances ne peuvent s'expliquer que partiellement par l'évolution de l'activité économique, moins mauvaise que ne le suggèrent les marchés financiers. La croissance reste certes faible et hésitante dans les pays développés, mais il n'y a pas de signes de rechute économique et les primes de risque de crédit sur les obligations des entreprises comme sur les pays émergents (l'Amérique latine en particulier) ont sensiblement diminué. Les inquiétudes des marchés sont clairement liées au contexte géopolitique mondial : hésitations américaines à s'engager, divergences entre grands pays, remise en cause possible d'un certain ordre international sans vision claire du nouvel équilibre recherché. La hausse du prix du pétrole et la baisse du dollar sont deux manifestations de cette situation.

## Baisse de la croissance, hausse de l'inflation

Nos perspectives pour 2003 prennent en compte les tendances observées depuis septembre. Les révisions de nos estimations (présentées au tableau de la page précédente) peuvent être résumées simplement. Nous révisons en hausse d'environ 5 dollars (c'est-à-dire de 20 %) la prévision moyenne du prix du pétrole pour 2003. Nous révisons en baisse (de trois dixièmes de point) la croissance mondiale (celle des pays développés comme celle du reste du monde) et nous révisons en hausse le taux d'inflation (de trois dixièmes pour la zone euro

dixièmes pour la zone euro). Nous révisons enfin en baisse (d'environ cent points de base) les taux d'intérêt et aussi en baisse de 10 % le taux de change du dollar en euro.

## Un scénario central de rechute du pétrole

Une question importante est celle de l'interprétation à donner aux tendances récentes. S'agit-il de l'amorce d'une rechute générale de l'économie ou de l'effet d'une période d'incertitude et de tension qui serait transitoire ? Les deux sont aujourd'hui envisageables. Nous avons opté dans nos perspectives pour la seconde hypothèse. La croissance mondiale serait de 3,5 % en 2004, la croissance américaine de 2,4 % , la croissance de la zone euro de 2,0 %

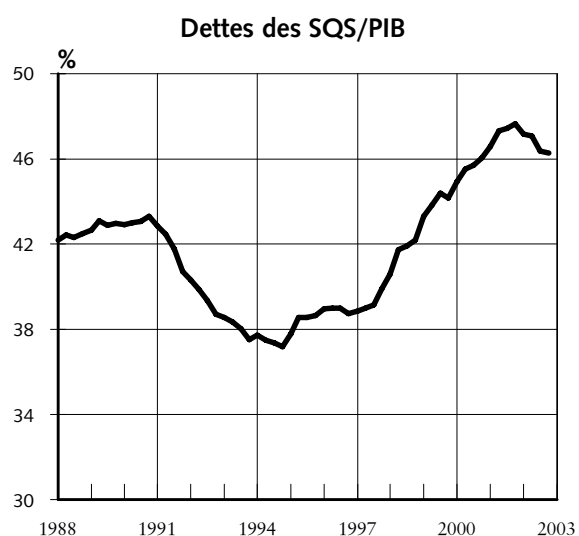
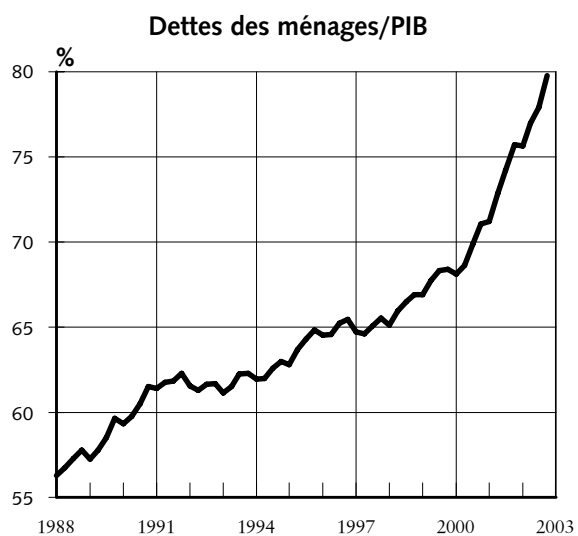
Une hypothèse cruciale concerne le prix du pétrole. Nous faisons implicitement l'hypothèse que le conflit irakien se réglerait d'une façon telle que le prix du pétrole reviendrait à 25 dollars le baril (prix objectif de l'OPEP) avant la fin 2003. Du point de vue de l'Europe, il faut en outre avoir à l'esprit le rôle amortisseur que la hausse de l'euro a joué sur le prix de l'énergie. Dans l'hypothèse où la

### Prévisions de croissance du PIB en France pour 2003

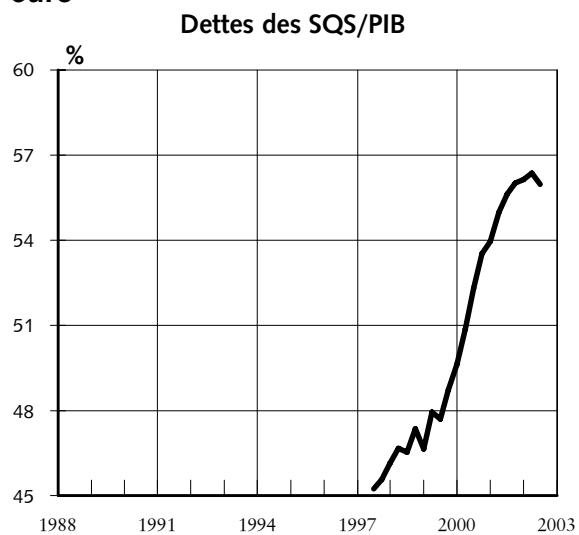
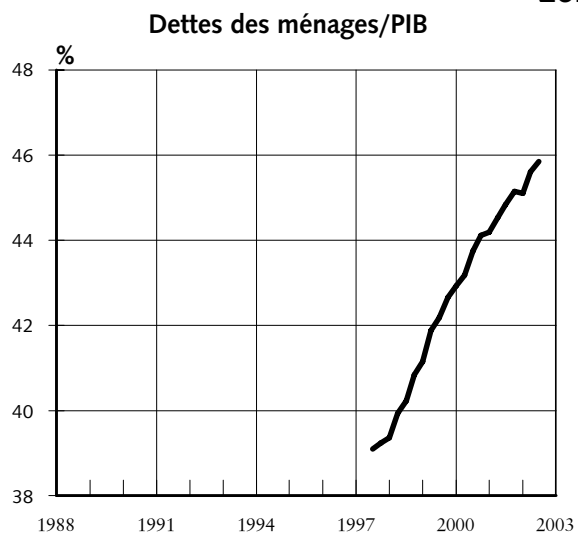
Prévisions effectuées en :	septembre 2002	Mars 2003
Consensus Forecast	1,9*	1,3
Direction de la Prévision	2,5	1,3
Instituts de conjoncture	1,9	1,2
Banques	2,1	1,3
Rexecode	2,1	1,4

\* octobre 2002

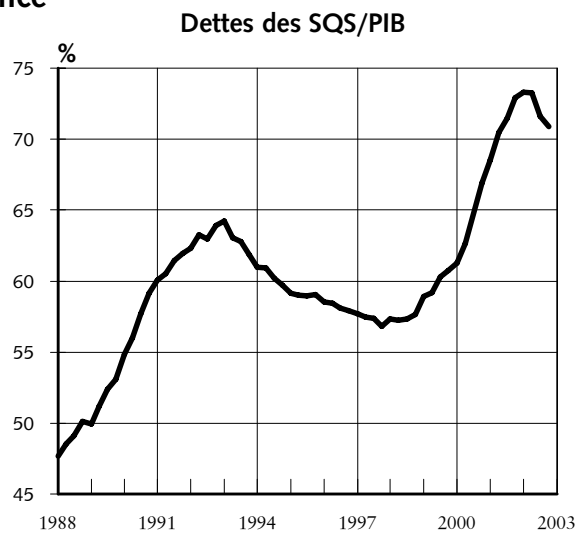
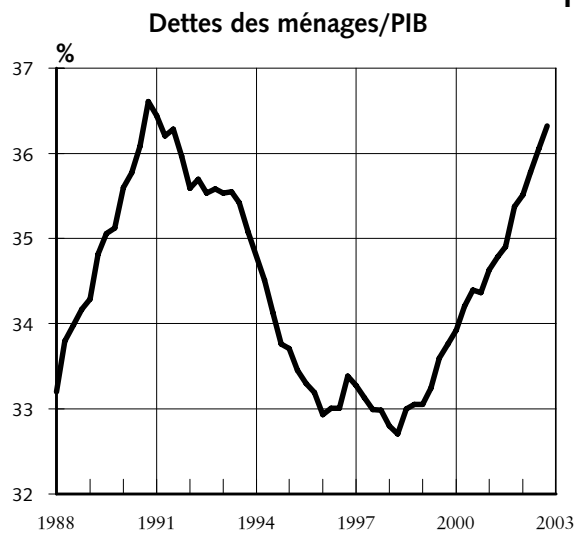
## Etats-Unis



## Zone euro



## France



© REXECODE

poussée de prix actuelle disparaîtrait progressivement au deuxième semestre, la hausse du prix du pétrole en moyenne annuelle (et en euro) ne serait que de 2 % de 2002 à 2003. Ce serait en définitive l'une des plus faibles variations de prix en moyenne annuelle depuis 1990. On rappelle par exemple que les variations annuelles ont été de + 25 % en 1996, -32 % en 1998, + 47 % en 1999, +85 % en 2000. Il n'y a pas au stade actuel de choc pétrolier mondial et encore moins de choc pétrolier sur l'Europe, et nous ne retenons pas une telle hypothèse pour l'avenir dans nos perspectives.

### **Impulsion plus modérée des pays émergents**

Dans les pays émergents, la conjoncture est loin d'être homogène. Les zones d'Asie et d'Europe centrale présentent une certaine similitude : tassement de la croissance économique au cours du deuxième semestre 2002 et très net recul de l'inflation. La hausse des prix est revenue au niveau exceptionnellement bas de 1,5 % en fin d'année dans chacune des deux zones.

L'Amérique latine est à contre-courant des autres régions émergentes. L'inflation a nettement accéléré en 2002 et l'activité tend plutôt à rebondir dans les grands pays d'Amérique du Sud. C'est le cas de l'Argentine où les mécanismes qui accompagnent habituellement une dévaluation s'observent actuellement : 1) dans un premier temps surréaction à la baisse du taux de change, poussée d'inflation, effondrement de la croissance et des

importations ; 2) dans un second temps ralentissement de l'inflation, remontée du taux de change et rebond de l'activité.

Au total, les importations des pays émergents exprimées en dollars (pour les vingt-quatre pays suivis par Rexecode) s'inscrivent sur un rythme de croissance élevé. La vision des marchés émergents pour une entreprise européenne doit cependant être corrigée de la remontée de l'euro. Le total des importations des pays émergents mesurées en euro stagne depuis deux ans. L'impulsion pour l'Europe venant des pays émergents est désormais très modeste.

### **Une hypothèque endettement**

La construction de logement est demeurée le principal moteur de la croissance américaine et elle reste soutenue dans plusieurs pays. La question est pour combien de temps encore ? On sait que les ménages américains ont le choix entre deux formules de refinancement : le cash in qui permet de maintenir le niveau de la dette mais en allège le coût et le cash out qui maintient le coût du service de la dette mais donne droit à un supplément d'emprunt.

Avec la forte baisse des taux d'intérêt à long terme, le cash out a évidemment remporté un immense succès. Sur l'année 2002, les ménages auraient ainsi dégagé environ 200 milliards de dollars de trésorerie supplémentaire. Une moitié a été utilisée à rembourser d'autres crédits plus chers (le crédit à la consommation commence à se contracter), l'autre moitié est

allée à la consommation ou à l'entretien du logement. Les ménages peuvent aussi recourir aux home equity loans, crédits adossés à la valeur de marché des logements, valeur qui a augmenté de 7 % en 2002. Selon la Fed, l'encours des home equity loans a ainsi augmenté de 130 milliards de dollars l'an dernier.

Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt, le service de la dette rapporté au revenu disponible est à peu près stable, mais la dette des ménages américains s'est beaucoup gonflée en 2002. Un point encourageant de la situation actuelle est qu'aux Etats-Unis comme en Europe, le poids de l'endettement des entreprises a commencé à diminuer. En revanche, un point inquiétant est que le poids de la dette des ménages ne cesse d'augmenter. On peut ainsi craindre qu'une dernière étape d'assainissement reste à franchir, qui pèserait encore sur la croissance.

### **Une hypothèque dollar**

Plusieurs facteurs objectifs plaident en faveur de nouvelles baisses du dollar, au premier rang desquels figure le niveau du déficit des paiements courants américains. Celui-ci atteint désormais le seuil de 5 % du PIB, seuil souvent considéré comme un seuil de vrai risque de change. Il semble s'ajouter maintenant une forme d'accord implicite à la baisse du dollar donné aux marchés par le Trésor américain. On sait en outre que la politique monétaire n'a plus de marge significative et que le plan de relance budgétaire proposé par l'Administration américaine

reste encore en discussion. La baisse du dollar pourrait constituer le dernier soutien de la croissance économique américaine recherchée par le Président.

### **Une hypothèque taux**

A 3,6 %, le taux d'intérêt des obligations de l'Etat américain est à son plus bas niveau depuis 1958. Il a toutefois été plus bas encore dans le passé, à moins de 3 %, de 1950 à 1956. En France, le taux à dix ans n'a été inférieur à 4 % qu'avant la Première guerre mondiale. Pour apprécier les niveaux actuels, il faut rappeler que le régime des taux d'intérêt a clairement changé depuis le début des années 80, période à partir de laquelle le taux d'intérêt public à dix ans est systématiquement supérieur à la croissance du PIB en valeur. Aux Etats-Unis, l'écart moyen sur les vingt dernières années a été de 1,9 %. Il a été de 2,4 % en Allemagne et de 2,7 % en France.

Il est certes prématuré dans le contexte actuel de poser la question du rebond des taux longs, mais l'application de l'écart moyen passé au PIB nominal de nos perspectives de PIB donnerait un taux à dix ans compris entre 5,5 % et 6,5 %. Nous retenons des hypothèses beaucoup plus modestes de remontée des taux longs, à un peu moins de 5 % en 2004 aux Etats-Unis comme en Europe, en cohérence avec la baisse envisagée du prix du pétrole et une orientation vers la désinflation générale en 2004. A moins qu'un changement plus profond de type déflationniste soit à l'oeuvre à l'image du Japon. ■



# Principales hypothèses du scénario macroéconomique

## Marchés mondiaux des produits de base

Depuis plusieurs mois, et bien qu'ils soient déjà élevés, les prix du pétrole ne cessent d'augmenter en raison principalement des tensions géopolitiques dans le Golfe persique et aussi de la grève du secteur pétrolier au Venezuela. Une résolution rapide du conflit iralien devrait se traduire par un reflux du prix du baril vers les 25 dollars le baril, les fondamentaux du marché étant plutôt orientés vers une baisse des cours.

La demande mondiale de pétrole n'est pas à l'origine de la hausse des prix. En effet, celle-ci aurait légèrement reculé au premier trimestre 2003 de 0,1 % l'an en raison du ralentissement de l'activité. Au deuxième semestre de l'année, la consommation repartirait à la hausse sur un rythme supérieur à 1,5 % l'an. La consommation émanant de la Chine serait la plus vigoureuse au plan mondial avec une hausse de 5,5 % en 2003, alors que celle des Etats-Unis ne progresserait que de 1,7 %.

Au début du mois de mars, les stocks pétroliers aux Etats-Unis étaient inférieurs de 10,6 % à ceux de l'année dernière à la même période. Ils ont pratiquement crevé leur point bas de début 2000, soit le niveau le plus bas depuis plus de dix ans en raison notamment de l'arrêt des importations en provenance du Venezuela. Les stocks dans l'ensemble des pays de l'OCDE sont également en recul, mais celui-ci est moins marqué qu'aux Etats-Unis.

## Stabilisation de la production de l'Opep

La production mondiale est ressortie à 77,6 millions de barils par jour (mb/j) en janvier, soit un niveau quasiment stable par rapport à la moyenne du dernier trimestre 2002. Les pays membres de l'Opep ont décidé d'augmenter pour la seconde fois consécutive en quelques mois leurs quotas de production à 24,5 mb/j (hors Irak) à partir de février dernier. Toutefois, compte tenu de l'arrêt de la production au Venezuela, la production du cartel est inférieure aux

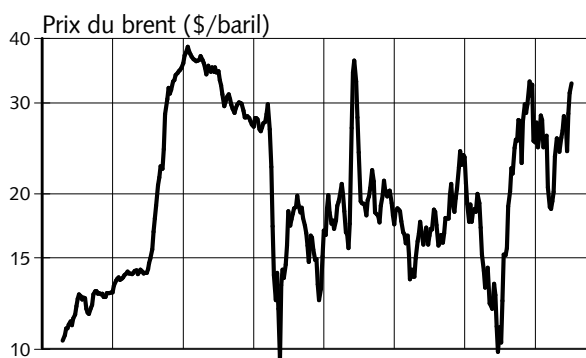
quotas en janvier (23,2 mb/j hors Irak). Les parts de marché de l'Opep qui s'étaient redressées en fin d'année 2002, se sont à nouveau détériorées. La production des autres pays a progressé et en particulier celle des pays de l'ex-URSS qui atteint désormais 9,8 mb/j contre 8,9 mb/j en janvier 2002, soit une hausse de 10,1 %.

### Poursuite du rebond des prix des produits de base hors énergie et métaux précieux

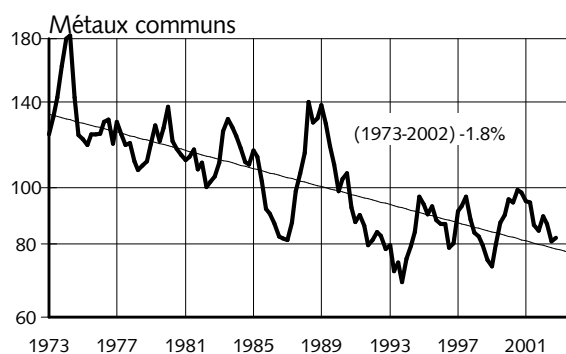
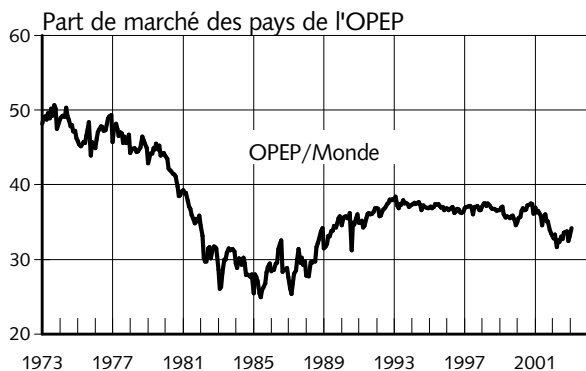
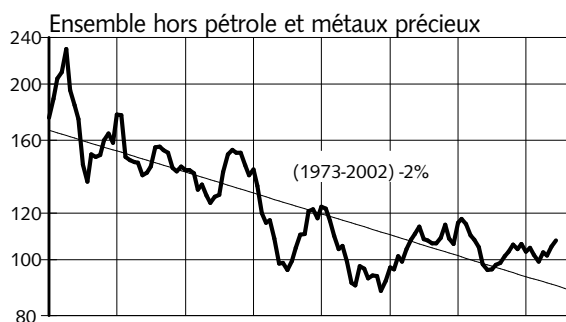
Les prix en dollar des autres matières premières (hors pétrole et hors métaux précieux) ont continué de progresser depuis le début de l'année. Depuis le point bas de la fin de 2001, la hausse des cours exprimés en dollar

atteint 30,1 %, mais les cours exprimés en euro n'ont augmenté que de 9,8 %. Cette progression a été tirée par la poursuite de la hausse des prix des matières premières industrielles. En effet, les prix des matières premières agricoles continuent de progresser, soutenus notamment par les marchés de la laine et du coton. Par ailleurs, les prix des métaux communs sont restés également très soutenus grâce au dynamisme de la demande sur les marchés du nickel, de l'aluminium ou du cuivre qui émane principalement du marché chinois. Sur l'ensemble de l'année 2003, les prix des matières premières (hors pétrole et métaux précieux) exprimés en dollar seraient en hausse de 11,8 %, mais ils se replieraient de 5,4 % en euro.

#### Marchés mondiaux des produits de base : tendances longues



Indices des matières premières déflatés par les V.U. à l'export. des produits manufacturés



© REXEC

## Marchés de taux, marchés de changes

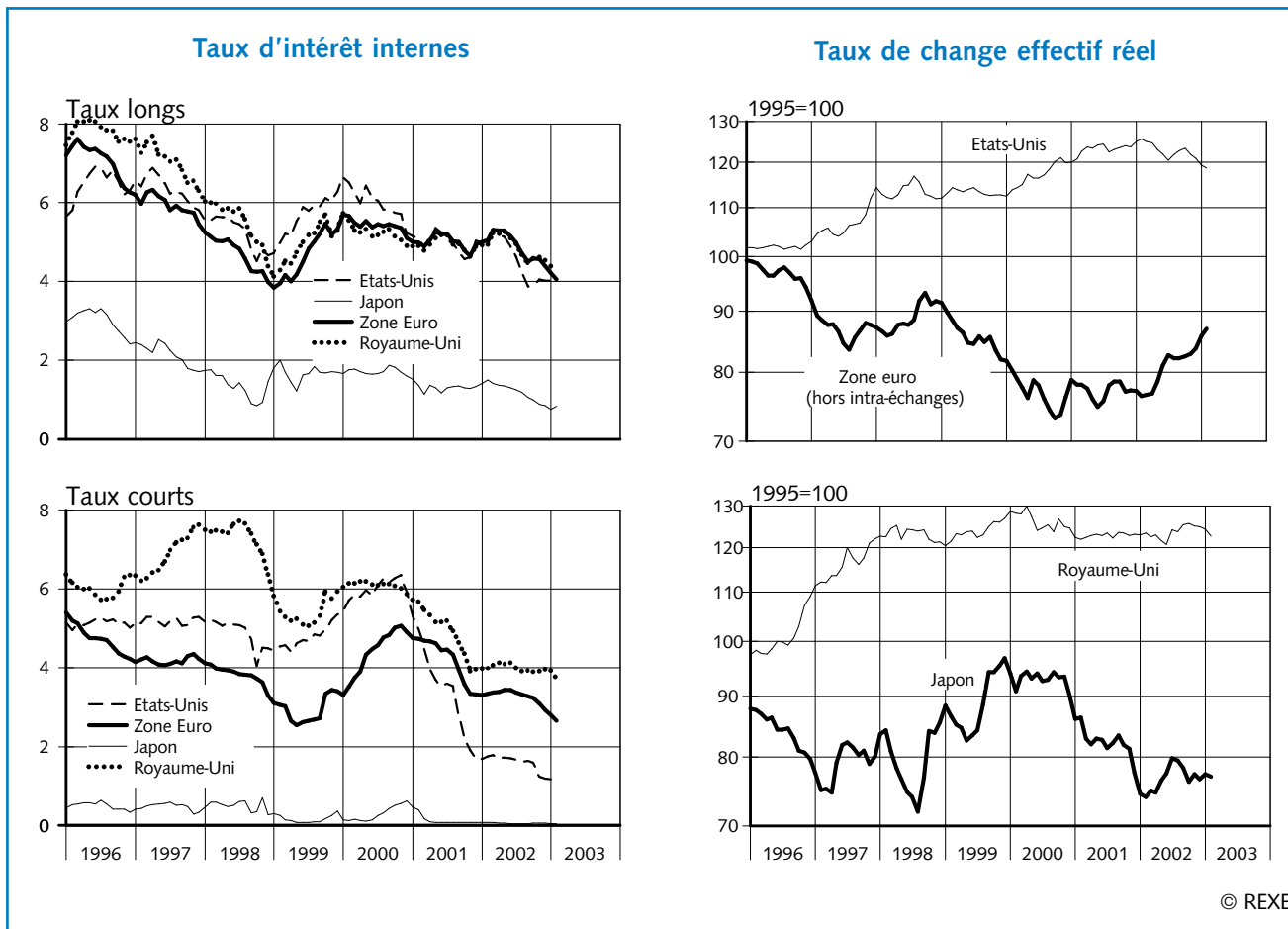
Au-delà du récent rally lié au déclenchement des opérations militaires en Irak, les marchés d'actions ont retrouvé en début d'année leur creux du mois d'octobre. Par rapport au point haut enregistré en mars 2000, la contraction de la capitalisation boursière mondiale ressortait, fin février 2003, à près de 15 000 milliards de dollars, soit davantage que le PIB agrégé des Etats-Unis et du Japon. Les effets déflationnistes de cette chute boursière continuent évidemment à se répandre à travers toute l'économie mondiale.

Le repli des marchés d'actions se fait au bénéfice des marchés obligataires sur lesquels les taux

d'intérêt ont repris leur mouvement de baisse. Celui-ci a été conforté en Europe par les dessertements monétaires opérés au Royaume-Uni et dans la zone euro, il se transmet des emprunts d'Etat aux « corporates » et s'opère malgré la hausse des prix du pétrole.

### Les taux longs sont à un point bas

Passant notamment par la baisse des taux directeurs des Banques centrales qui n'est pas encore terminée en Europe et par le creusement des déficits publics, les forces de soutien et de stimulation de la conjoncture devraient finalement l'emporter sur les forces dépressives encore à l'œuvre actuellement dans l'ensemble de l'économie mon-



diale. Le reflux rapide espéré des prix du pétrole après les hostilités ajouterait ses effets positifs pour les pays consommateurs à compter du second semestre de l'année en cours. Dans ce schéma, il est raisonnable de penser que les taux longs sont à leur point bas de part et d'autre de l'Atlantique. A leur niveau actuel, ils font ressortir des rendements réels apparents inférieurs à 2 %. La probabilité de leur remontée est plus grande que celle de la poursuite de leur baisse, surtout que les déficits publics se creusent. Mais le processus ne paraît pas immédiat et devrait s'opérer de manière graduelle car la croissance devrait rester bridée et l'inflation contenue.

### **Poursuite de la baisse du dollar contre l'euro**

Le change du dollar a repris son mouvement de baisse. Celui-ci est justifié vis-à-vis de l'euro car le dollar est surévalué et le déficit extérieur américain s'agrandit (5 % du PIB au quatrième trimestre) alors que l'excédent extérieur de la zone euro s'accroît. Par ailleurs, les taux d'intérêt à court comme à long terme sont plus bas de l'autre côté de l'Atlantique que de ce côté-ci. Nous retenons la poursuite du repli de la devise américaine jusqu'à 1,15 dollar pour un euro, soit le taux égalisant les prix à la consommation de chaque côté de l'Atlantique. Vis-à-vis du yen, la baisse du dollar n'est pas justifiée. Nous ne la prolongeons pas et continuons d'envisager une reprise de sa remontée, gênée toutefois par l'ampleur des excédents extérieurs japonais.

## **Finances publiques**

### **• Etats-Unis**

Le déficit public s'est probablement de nouveau agrandi en fin d'exercice passé. On peut l'évaluer à 3,8 % du produit intérieur. Grâce à la baisse des taux d'intérêt, le poids des charges financières a encore reculé. Il ne ressort plus qu'à 1,9 % du PIB contre 2,2 % un an auparavant. Hors frais financiers, le déficit primaire se creuse donc davantage. Il peut être estimé à 1,9 % du PIB. Rappelons qu'à son point haut, au premier trimestre 2000, le solde primaire était excédentaire à concurrence de 4,4 % du produit intérieur.

En l'état actuel des informations, et hors coûts supplémentaires liés à la guerre que l'on pourrait évaluer à un peu moins de 1 % du PIB dans l'hypothèse d'une intervention similaire à celle de 1990-1991, les propositions budgétaires de l'Administration Bush pour l'exercice fiscal 2004 (1er octobre 2003-30 septembre 2004) prévoient de nouvelles baisses d'impôts et quelques augmentations de dépenses. Le déficit des comptes du gouvernement fédéral serait accentué d'une centaine de milliards de dollars. Les réductions d'impôts interviendraient entre la mi-2003 et la mi-2004. Selon nos propres estimations, le déficit de l'ensemble des administrations pourrait ressortir à 4 % du PIB en 2003 et à 4,3 % en 2004. La dette publique totale, actuellement un peu inférieure à 49 % du PIB, continuerait de croître pour ressortir fin 2004 à 53,1 % du produit intérieur. Elle resterait encore nettement en

retrait de ses plus hauts inscrits à plus de 66 % du PIB en 1993.

- **Japon**

D'un montant total de 81,8 mille milliards de yens, le budget 2003 qui entrera en vigueur le 1er avril 2003 est en très légère progression, de l'ordre de 0,7 %, par rapport au budget initial 2002. Alors que la charge de la dette publique et les transferts aux collectivités locales progresseraient respectivement de 0,8 % et 2,3 % (atteignant au total 34,2 trillions de yens), les dépenses publiques dites « générales » et qui correspondent à la réelle action politique du gouvernement n'augmenteraient que de 0,7 % par rapport à 2002, soit un montant de 47,6 trillions de yens.

Représentant presque 40 % des dépenses publiques générales, le poste « sécurité sociale » est en hausse de 3,9 %. En revanche, le poste « travaux publics » (soit 17 % du total des dépenses générales) est en recul de 3,9 %, après avoir déjà diminué de plus de 10 % l'année dernière. Face à la baisse des recettes fiscales de l'ordre de 10,7 %, liée à la détérioration de la conjoncture et à des réductions d'impôts, le gouvernement va accroître les emprunts d'Etat de 30 à 35 trillions de yens. Au total, le déficit budgétaire devrait atteindre 8 % du PIB et la dette publique franchirait le seuil des 150 % du PIB en 2003.

- **Zone euro**

Le déséquilibre des finances publiques de la zone euro s'est accentué fin 2002. La limite de 3 % du PIB inscrite dans le Pacte de stabilité et de croissance a été franchie par le déficit allemand, atteinte par la France et approchée par le déficit italien. Plus significatif, le poids de la dette publique ne recule plus et s'inscrit à 69,1 % du PIB européen. Encore doit-on souligner que la progression de la charge de la dette a été limitée par la vive détente des taux sur emprunts d'Etat.

Cette dérive trouve son origine tant dans l'impact du cycle économique sur le ralentissement des recettes fiscales et l'accélération des dépenses publiques que dans l'absence d'ajustement du déficit structurel. Celui-ci aurait regagné quatre dixièmes de point de PIB entre 1999 et 2002, pour s'inscrire à 2 % du produit intérieur selon les estimations fournies en décembre dernier par la Commission européenne.

Ce retour aux déséquilibres excessifs se traduit par un tournant vers la rigueur d'ores et déjà amorcé en Allemagne alors qu'il se précise en France. Il vient également interroger le texte même du Pacte fondateur de l'Union monétaire et invite à une refonte de ce dernier qui sera à l'ordre du jour des prochains Conseils européens. ■





# L'environnement mondial de l'Europe

## Etats-Unis

Conformément à nos analyses antérieures, la reprise de l'activité depuis le creux de 2001 s'est opérée jusqu'ici de façon heurtée, à un rythme moyen inférieur à la tendance longue passée (3 % l'an de 1973 à 2002). Cette dernière observation est fondamentale car elle pose la question de la croissance potentielle à venir.

Techniquement, et les gains rapides de productivité de la main d'œuvre constatés depuis plus d'un an l'attestent, la frontière de production apparaît s'être déplacée vers le haut. Mais dans la mesure où la croissance de ces dernières années s'est faite de façon de plus en plus déséquilibrée, non pas au niveau de l'inflation mais au niveau de l'endettement des agents privés, il apparaît que cette croissance potentielle n'est en réalité pas soutenable. Le besoin de réduire l'endettement des agents privés, la nécessité d'arrêter l'hémorragie des comptes extérieurs et de rééquilibrer ces derniers vont brider l'activité pendant plusieurs

années, empêchant celle-ci de se développer au rythme que le permettrait le potentiel technique.

### Maintien de notre scénario avec révision en baisse

En dépit des incertitudes géopolitiques, que l'intervention militaire en Irak ne lève intégralement et de la persistance des effets déflationnistes consécutifs au recul des marchés d'actions, nous continuons de parier sur la poursuite d'une croissance volatile se déroulant à un rythme moyen inférieur au rythme ten-

Etats-Unis				
(variations en %)	2001	2002	2003	2004
PIB	0,3	2,4	2,2	2,4
Demande interne stocks compris	0,2	2,9	2,7	2,6
Demande interne hors stocks	1,5	2,2	2,4	2,5
Consommation privée	2,5	3,1	2,2	2,2
Dépenses publiques	3,7	4,4	2,7	2,0
FBCF totale	-4,0	-3,5	2,7	4,1
Exportations de biens et services	-5,4	-1,5	3,5	7,5
Importations de biens et services	-2,9	3,7	6,7	6,9
Prix de détail	2,8	1,6	2,1	1,9
Gains horaires*	4,0	3,2	2,8	2,6
Taux de chômage en %**	4,8	5,8	6,0	6,2
Solde des comptes publics en % du PIB	-0,5	-3,3	-4,0	-4,3
Balance courante en % du PIB	-3,9	-4,9	-5,6	-5,4

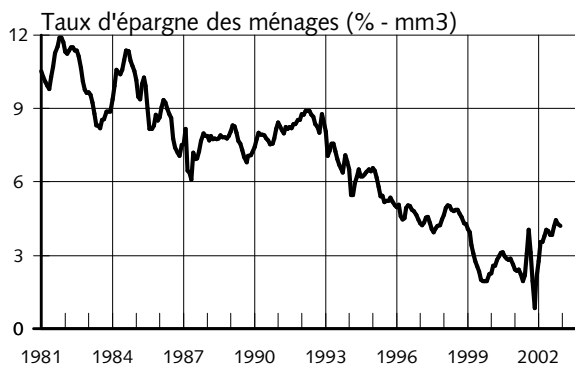
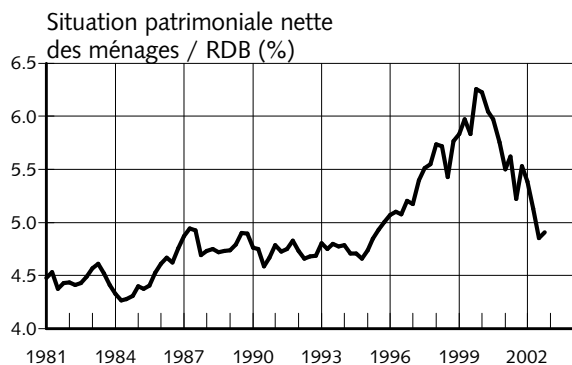
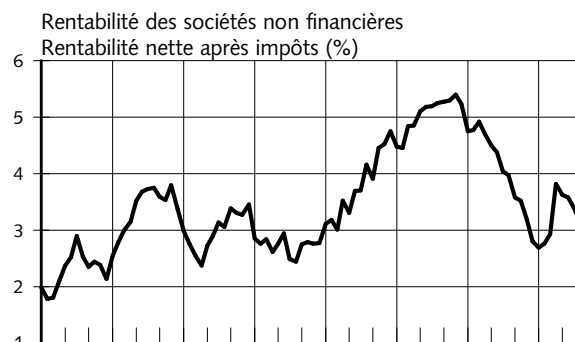
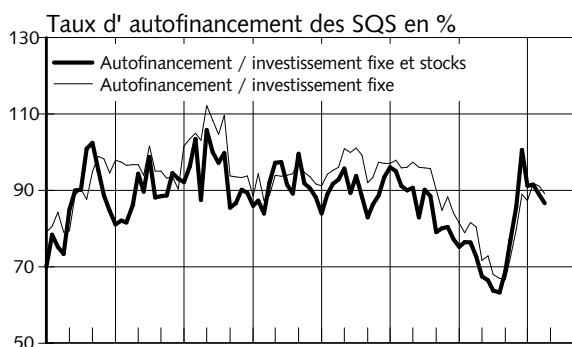


dancier passé. Les effets stimulants pour l'activité venant de la baisse des taux d'intérêt et du creusement du déficit public, via essentiellement de nouvelles baisses d'impôts, devraient continuer de l'emporter sur les effets dépressifs liés à la baisse boursière et aux efforts de désendettement des entreprises. En moyenne annuelle, la croissance du PIB ressortirait à 2,2 % cette année (contre 2,4 % en 2002) et à 2,4 % l'an prochain. Ces chiffres, notamment celui pour 2004, sont nettement en dessous du consensus des prévisionnistes américains, respectivement 2,6 % et 3,6 %.

Dans ce schéma l'inflation resterait modérée. Après une pointe en 2003 à 2,1 % en moyenne annuelle, la hausse des prix à la consommation res-

sortirait à 1,9 % en 2004, bénéficiant du reflux des prix du pétrole. Aussi, les taux directeurs de la Fed ne remonteraient-ils que lentement à compter de la fin 2003, entraînant avec eux un relèvement des taux longs sur emprunts d'Etat. Ceux-ci rejoindraient graduellement la ligne des 5 % en 2004. Le déficit des comptes extérieurs continuerait de se creuser au premier semestre 2003. Avec le recul des prix du pétrole, il se réduirait légèrement dès le second semestre de cette année pour se stabiliser au-delà vers les 5,5 % du PIB grâce aux effets positifs attendus sur les exportations de la baisse du dollar. Enfin, sur le marché du travail, les créations d'emplois ne suffiraient pas à éviter une montée du taux de chômage jusqu'à 6,2 % au début

### Etats-Unis : compte d'agents



© REXEC

2004, ce qui contribuerait à maintenir la discipline salariale. Les taux de marge des entreprises remonteraient lentement.

### **Le redressement des dépenses des entreprises va rester bridé...**

Les entreprises américaines ont violemment ajusté à la baisse leurs dépenses en capital. Le point bas de ces dépenses est désormais dépassé mais la remontée va rester bridée. Le ratio « stocks/PIB » en volume s'est stabilisé depuis l'été dernier à 15,4 %. Il a perdu un point par rapport à l'été 2000. Nous parions sur un arrêt de la baisse du ratio, voire une légère remontée en 2004. La contribution des stocks à la croissance devrait être légèrement positive en 2003 et encore en 2004. L'investissement productif exprimé en volume s'est légèrement redressé en fin d'exercice passé : 2,5 % l'an. Le mouvement devrait se poursuivre tout en restant bridé par les contraintes financières.

Techniquement, les besoins d'investissement sont en train de croître à nouveau. Selon la Réserve fédérale, le stock de capital productif dans l'industrie augmente à moins de 1 % par an. C'est pratiquement le même constat que l'on peut faire pour l'ensemble de l'économie. Selon nos propres estimations, le stock de capital productif en volume n'aurait progressé que de 1,3 % entre la fin 2001 et la fin 2002. Il s'avère que la durée de vie moyenne des biens en capital a diminué et les besoins de renouvellement augmentent

### **... par les contraintes de financement**

Mais, selon les « Flows of funds », le taux d'autofinancement des sociétés non financières ne s'est que modérément redressé et est même repassé en dessous de la ligne des 90 % (moyenne observée de 1973 à 2002) en fin d'exercice passé. Dans la mesure où les entreprises ont des difficultés à lever des fonds sur les marchés d'actions et qu'elles souhaitent réduire leur endettement de gré ou de force (les banques continuant de serrer le crédit), on discerne la contrainte qui pèse sur l'investissement productif privé. Cette contrainte ne pourrait s'assouplir qu'avec une accélération des profits des entreprises.

Or, sur ce point, les pressions à la baisse des prix constituent une gêne évidente tandis que les entreprises ont par ailleurs à supporter une augmentation des charges annexes aux salaires pour abonder les fonds de pension de leurs salariés. Au quatrième trimestre 2002, selon le Département du Travail, le ratio « prix/coût salarial unitaire » dans le secteur privé non agricole a encore reculé, suggérant une nouvelle baisse du taux de marge d'exploitation que les éléments disponibles des comptes des sociétés, publiés par le Département du Commerce, laissent entrevoir par ailleurs.

Au total, nous anticipons une avance moyenne de l'investissement productif de 2,6 % cette année, celle-ci s'accélégrant modérément à 5,8 % l'an prochain.

## Freinage des dépenses des ménages

Si les dépenses des ménages en construction résidentielle sont jusqu'ici restées vigoureuses, profitant de la baisse des taux hypothécaires, leurs dépenses de consommation montrent des signes d'essoufflement. Nous estimons que l'effet dopant pour le marché immobilier de la baisse des taux hypothécaires est pour l'essentiel dépassé. Cet effet va aller s'estompant et l'investissement en logement des ménages va freiner et pourrait même être corrigé à la baisse dans la deuxième partie de l'exercice en cours.

Du côté des dépenses de consommation, il s'avère que le marché automobile est orienté à la baisse depuis trois ans. Plusieurs fois entravé par la mise en place d'une politique de crédit à taux zéro, ce processus devrait se poursuivre. Le marché est encore haut au regard de ses fondamentaux. Par ailleurs, il apparaît que la consommation de services donne

depuis plusieurs mois des signes d'hésitation.

Dans la mesure où le redémarrage de l'activité n'a pas encore donné lieu à une reprise des créations d'emplois, où les entreprises pèsent sur les salaires directs, où l'envolée des prix du pétrole érode le pouvoir d'achat, où le taux d'épargne – malgré sa remontée au-dessus des 4 % – reste encore bas, la consommation devrait se modérer. Cela apparaît d'autant plus probable que les indices de confiance ont chuté. Nous retenons une tendance à un peu plus de 2 % l'an, soit un rythme encore honorable. L'hypothèse est même plutôt optimiste, justifiée entre autres par la perspective d'une nouvelle baisse des impôts. Nous anticipons la poursuite d'une remontée graduelle et lente vers les 5,7 % en fin 2004 du taux d'épargne des ménages, corollaire d'un reflux de leur taux d'endettement.

## Japon

Après avoir progressé de 0,4 % en 2001, le PIB en volume japonais aurait augmenté de 0,3 % en 2002. Au-delà des doutes possibles quant à la robustesse des comptes publiés pour le quatrième trimestre, il apparaît que les exportations ont été le seul véritable moteur de la croissance japonaise en 2002. Ce scénario se prolongerait dans les années à venir, la demande interne restant bridée par les nombreux problèmes structurels auxquels le Japon continue d'être confronté. Aussi, le PIB en volume ne progresserait-il que de 0,9 % en 2003 et de 0,8 % en 2004.

Japon				
(variations en %)	2001	2002	2003	2004
PIB	0,4	0,3	0,9	0,8
Demande interne stocks compris	1,1	-0,3	0,5	0,3
Demande interne hors stocks	1,1	0,1	0,3	0,3
Consommation privée	1,7	1,4	1,0	1,2
Consommation publique	2,5	2,3	-1,0	-2,0
FBCF totale	-1,2	-4,0	-0,4	-0,2
Exportations de biens et services	-6,1	8,1	6,1	6,7
Importations de biens et services	0,1	2,0	3,1	3,4
Prix de détail	-0,7	-0,9	-0,3	-0,5
Gains mensuels (ens. de l'économie)	-0,1	-2,1	-1,8	-0,2
Taux de chômage en %	5,0	5,4	5,5	5,6
Solde des comptes publics en % du PIB	-7,1	-8,0	-8,0	-8,1
Balance courante en % PIB	2,1	2,8	2,9	3,4

## Les bons résultats du quatrième trimestre 2002 sont surprenants...

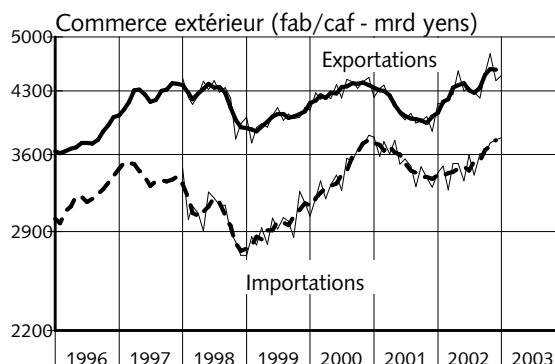
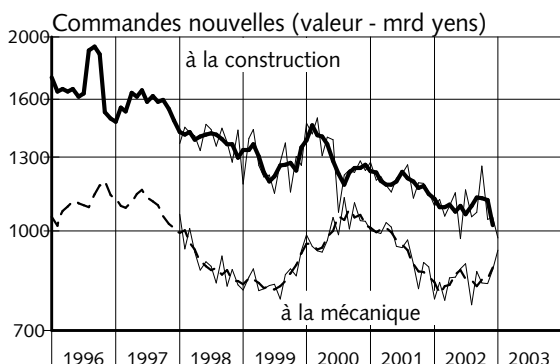
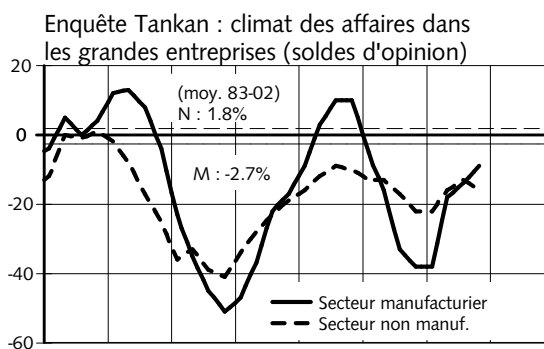
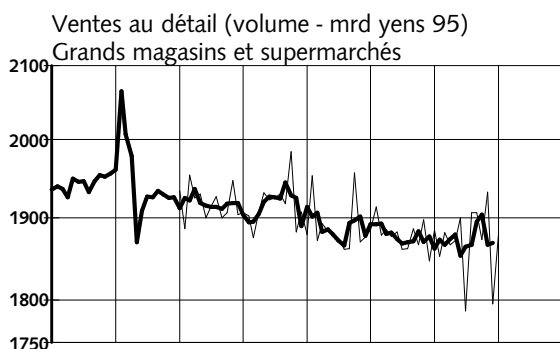
Selon les comptes nationaux, le PIB en volume aurait progressé de 2,2 % l'an au dernier trimestre 2002. Pourtant, la production industrielle a reculé sur la même période de 4 % l'an, après avoir progressé de 9,2 % l'an au troisième trimestre.

D'après les résultats de l'enquête Tankan de décembre dernier, les chefs d'entreprise avaient revu à la baisse leurs investissements fixes entre octobre et décembre 2002, ces derniers reculant de 5,1 % durant l'année fiscale 2002. Aussi, la forte révision à la hausse par les comptes nationaux de l'investissement productif au cours des trois derniers

trimestres de l'année 2002 est elle très surprenante. Sa progression de 10,7 % l'an au quatrième trimestre 2002 est difficilement conciliable avec la lourdeur persistante des commandes s'adressant à la mécanique et au secteur de la construction, d'autant que le taux d'utilisation des capacités de production est également en net repli depuis la mi-2002.

Quant à la consommation des ménages, elle aurait progressé de 0,3 % l'an au quatrième trimestre 2002. Ceci n'est pas tout à fait conforme avec la stagnation des ventes au détail observée à la même période et le recul de 7,8 % l'an des immatriculations de voitures particulières et commerciales. Le rythme de progression de la consommation privée n'est pas

### Japon



© REXEC

non plus en cohérence avec la dégradation de la situation sur le marché du travail et le repli de l'indice de confiance des ménages.

De nouveau, on peut douter des chiffres publiés par les comptes nationaux et s'attendre à de fortes révisions à la baisse au cours des prochains mois. D'ailleurs, les opérateurs continuent de réviser à la baisse la croissance de l'activité, au-delà des incertitudes géopolitiques présentes. En effet, alors que les taux longs japonais sont passés en dessous de la ligne des 0,8 %, la Bourse de Tokyo continue de plonger, l'indice Topix a atteint mardi 11 mars son niveau le plus bas depuis juillet 1984.

### **... et ne se poursuivraient pas au cours de l'année 2003**

Selon les résultats de l'enquête Tankan de décembre, les conditions générales d'activité se seraient légèrement détériorées dans tous les secteurs au cours du premier trimestre 2003. Ceci semble se confirmer au vu des derniers indicateurs conjoncturels connus. En effet, même si la production industrielle a progressé en janvier de 1,5 % en glissement mensuel, sa moyenne mobile sur trois mois reste orientée à la baisse.

La consommation privée resterait également très faible, la dégradation de la situation sur le marché du travail se poursuivant. En effet, l'emploi total a encore baissé en janvier de sorte que le taux de chômage renoue à nouveau avec son point haut historique de 5,5 % de la population active. Notre scénario envisage

également la poursuite de la correction à la baisse de l'investissement productif au premier semestre 2003. En effet, même si le taux d'investissement productif est en recul ces dernières années, il reste encore supérieur à ceux des autres pays développés.

### **... d'autant que de nombreuses incertitudes pèsent sur l'économie**

Le PIB en volume augmenterait à nouveau à partir du deuxième semestre 2003, mais à un rythme très faible, en ligne avec une amélioration très progressive de la conjoncture internationale. Les exportations japonaises retrouveraient alors leur dynamisme, progressant de 6,1 % en rythme annuel en 2003 et de 6,7 % en 2004. Mais la demande interne continuerait d'être bridée par les problèmes de créances douteuses et de déflation ainsi que par un endettement public massif.

Pour la quatrième année consécutive, les prix à la consommation ont baissé de 0,9 % en 2002. En janvier dernier, l'indice des prix à la consommation s'est replié de 0,4 % en glissement annuel et l'indice sous-jacent (hors énergie et biens alimentaires) de 0,6 %. Les pressions déflationnistes perdurent donc et même si la hausse du prix du pétrole au premier semestre 2003 pourrait provoquer une très légère hausse des prix à la consommation (+0,1 %), le Japon connaîtrait à nouveau une baisse des prix en moyenne annuelle de l'ordre de 0,3 % en 2003 et de 0,5 % en 2004.

Selon les chiffres publiés début février par la FSA (Financial Services Agency), le montant des créances douteuses détenues par les banques japonaises a légèrement diminué. Il était officiellement estimé à la fin septembre 2002 à 40 000 milliards de yens (soit 8 % du PIB exprimé en valeur) contre 43 000 milliards de yens fin mars 2002. Craignant une recapitalisation publique qui n'est pourtant pas à l'ordre du jour pour le gouvernement, les grandes banques cherchent actuellement à se recapitaliser auprès du marché.

Aux problèmes structurels bridant la demande interne, s'ajoute un dynamisme des exportations qui pourrait être limité par deux facteurs. Tout d'abord, même si nous anticipons une dépréciation du yen contre le dollar au cours de l'année 2004, les exportations japonaises pourraient être freinées par la relative cherté du yen qui s'est même récemment apprécié contre la devise américaine. La baisse du yen sur les marchés, qui serait techniquement justifiée puisque la devise nipponne reste surévaluée, est gênée par un excédent toujours important de la balance courante.

Ensuite, si les exportations japonaises à destination de la Chine se sont accrues de 30 % en 2002, un tel rythme de progression n'est peut-être pas extrapolable dans les années à venir. En effet, la Chine va devoir faire face dans les prochaines années à deux problèmes qui pourraient brider sa croissance, à savoir un taux de chômage massif et un montant important de créances

douteuses détenues par le système bancaire. Même si notre scénario ne retient pas l'hypothèse d'un ralentissement de la croissance chinoise, ceci reste un risque qui doit être souligné, le marché chinois absorbant 10 % des exportations japonaises.

## Asie émergente

S'ils affichent pour la plupart d'entre eux des taux de croissance encore satisfaisants, les pays émergents d'Asie n'ont pas échappé au ralentissement de l'économie mondiale. Le volume de l'activité s'est contracté à Singapour au cours du second semestre 2002, a stagné aux Philippines et son avance s'est modérée en Malaisie et à Taiwan. Seul Hong Kong a fait exception à la faveur exclusive d'une demande extérieure, notamment chinoise, vigoureuse. Enfin, la croissance chinoise est demeurée imperturbablement proche de 8 % en 2002.

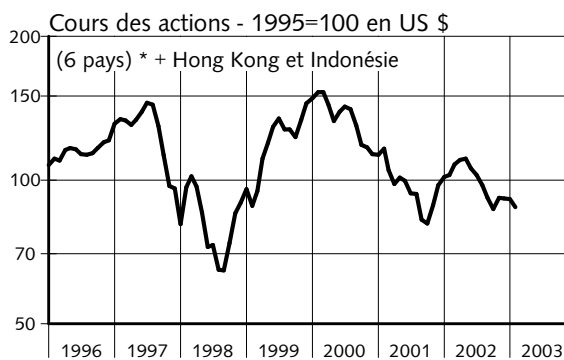
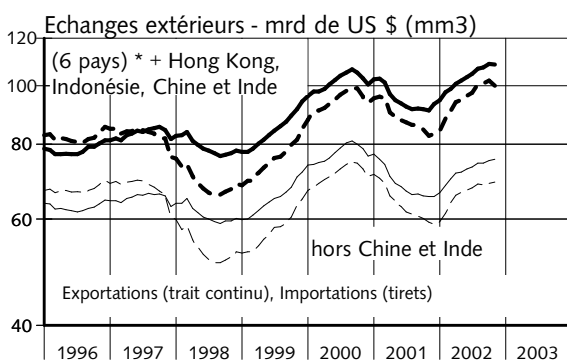
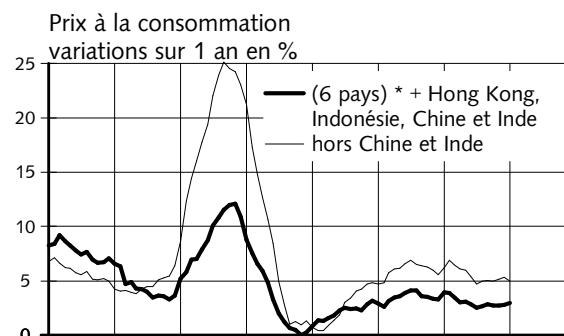
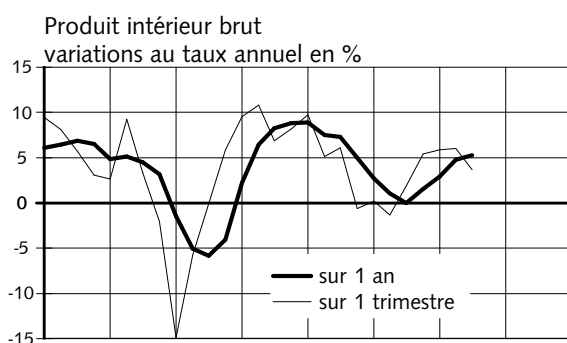
Outre la vigueur des exportations, la bonne tenue des ventes au détail, la progression de l'investissement public et une capacité d'attraction non démentie des Investissements Directs Etrangers (IDE) sont à l'origine d'une performance qui fait apparaître l'économie chinoise comme le dernier îlot de croissance soutenue à l'échelle mondiale. De lourdes inconnues demeurent toutefois quant à la rentabilité à moyen terme des investissements réalisés par les entreprises publiques et quant aux risques qu'ils occasionnent pour un système bancaire national grevé par les créances douteuses. Cette vigueur de l'investissement chinois exerce en outre une puissante force désinflationniste à l'échelle mondiale qui

vient peser sur la compétitivité des économies voisines.

Plus encore, l'attraction par la Chine des flux d'IDE, à hauteur d'environ 52 milliards de dollars en 2002, exerce un effet de « siphonage » à l'encontre des économies voisines. A l'exception de l'Inde et, à un degré moindre, des Philippines et de la Malaisie, toutes les autres économies de la zone ont connu en 2002 des sorties nettes de capitaux. L'inscription de nombre des économies de la zone, en particulier les NPI de la deuxième génération (Malaisie, Thaïlande, Indonésie), sur un sentier de croissance stable et soutenue passe clairement par une nouvelle définition de leur spécialisation internationale à l'ombre du puissant voisin chinois, et face à une probable irruption plus franche de l'Inde dans le commerce mondial.

A plus brève échéance, la zone en son ensemble resterait le principal pôle de croissance de l'économie mondiale malgré un premier semestre encore en ralentissement. Différents indicateurs avancés sont redevenus hésitants alors que les places boursières de la zone n'échappent pas au marasme boursier global. La vigueur de la croissance chinoise ne se démentirait toutefois pas, entraînant avec elle l'expansion du commerce intra-régional dont bénéficie peu ou prou l'ensemble des économies asiatiques. En revanche, l'investissement resterait à nouveau en panne en 2003 dans les économies hors Chine. Il ne relayerait pas le soutien à la croissance qu'insufflent actuellement des politiques monétaires et budgétaires très accommodantes. Ces dernières se sont toutefois rapprochées de leurs limites, en témoignent le creusement spectaculaire

### Pays émergents d'Asie (six pays)\*



\* Corée du Sud, Taïwan, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande.

des déficits publics dans de nombreux pays (Hong Kong, Chine, Inde, Malaisie...) ainsi que les difficultés de certaines banques consécutivement à l'envolée du crédit aux ménages (Corée du Sud).

Les tensions actuelles sur le cours du baril de pétrole risquent également de peser sur la croissance de la zone où plusieurs économies demeurent largement dépendantes de l'extérieur pour leurs approvisionnements énergétiques. Ainsi, une progression de 20 % du cours du baril de pétrole que nous inscrivons en 2003 par rapport au cours moyen de 2002 se traduit-elle, toutes choses égales par ailleurs, par un prélèvement équivalent à 1,2 point du PIB dans le cas de l'économie sud-coréenne.

## Amérique latine

L'année passée, la région a été fortement secouée. Après un recul du PIB estimé à 1 %, nous n'anticipons pas de franc rebond de l'activité en 2003, la croissance resterait inférieure à 2 %. Les économies de la zone continueraient d'évoluer sur des trajectoires autonomes.

Les signes de réanimation de l'activité en Argentine se confirment, l'avance du PIB aurait été de 8 % l'an au quatrième trimestre. Désormais, le taux de change oscille autour de 3,2 pesos pour un dollar contribuant ainsi à fortement ralentir les prix à l'importation et donc de l'inflation, qui est ressortie à 8,5 % l'an au mois de février. Le marché domestique fait preuve de plus de vigueur, en témoigne l'accélération des importations. La stabilisation de l'excé-

dent commercial à plus de 15 milliards de dollars l'an, en liaison avec la compétitivité retrouvée, a mécaniquement conduit à une amélioration des comptes extérieurs (7 % du PIB). La plus grande orthodoxie de la Banque Centrale aura permis la signature d'un accord préliminaire avec le FMI. Le pays devrait enfin retrouver le sentier de la croissance.

Au Venezuela, la récession s'accroissant, Hugo Chavez a durci sa politique pour mettre fin à la grève générale. L'année passée, le PIB en volume s'est contracté de 8,8 %, en liaison avec l'effondrement de la production pétrolière, le secteur représentant 30 % du PIB total. Mécaniquement, la contraction des exportations a contribué à l'effritement de l'excédent de la balance courante (5,6 % du PIB). Un contrôle des changes a été instauré afin d'éviter une baisse des réserves. Les flux d'IDE ont continué à se tarir et ne représentent plus que 1 % du PIB, soit le niveau le plus faible depuis 1990. Le déficit budgétaire se creuserait en liaison avec la contraction des recettes fiscales, 50 % émanant traditionnellement de la manne pétrolière. Le risque d'une crise de liquidités ne peut être exclu. Le pays resterait enlisé dans la récession tant qu'une véritable paix sociale ne sera pas retrouvée.

Au Brésil, les turbulences passées ont pesé sur la croissance, le PIB en volume ne marquant qu'une modeste avance de 1,5 %. Mais les nouvelles autorités ont su rétablir une certaine confiance en ce début d'année. Le faible niveau du taux de change, qui converge difficilement vers le seuil des 3,5 reals pour un dollar, contribue

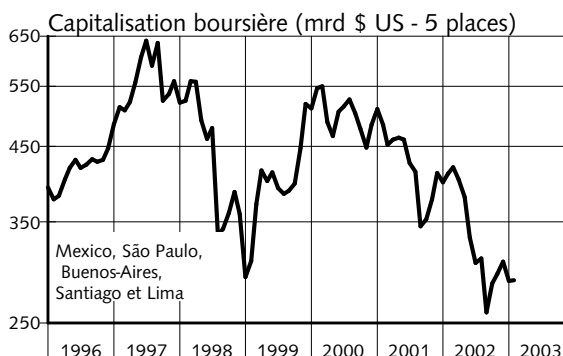
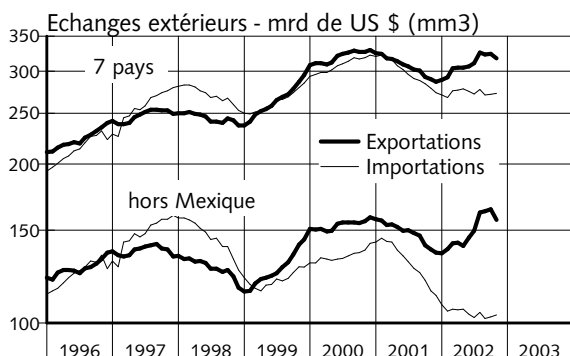
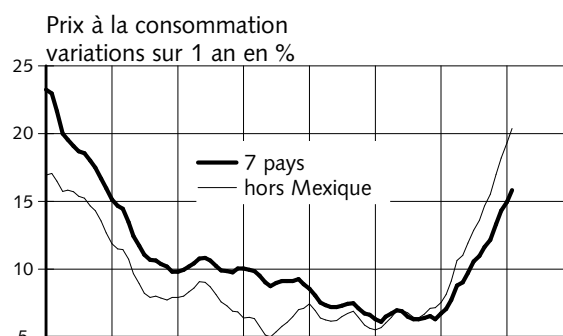
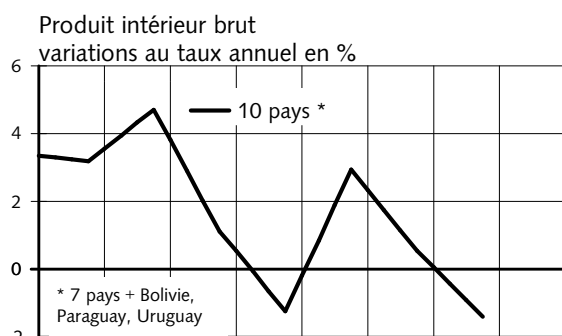
pour sa part à maintenir les tensions inflationnistes. Sur les trois premiers mois connus, le rythme de l'inflation est ressorti à près de 33 % l'an, justifiant la stratégie d'une hausse du taux directeur, le Sélic, à 26,5 %. La baisse des taux d'intérêt réels pourrait toutefois soutenir les composantes de la demande interne, notamment l'investissement. Celui-ci s'est contracté de 4 % en moyenne l'année passée, un recul qui ne s'était pas observé depuis la crise du real en 1999. En fin d'année passée, la dette publique nette a représenté 55,9 % du PIB contre 62,5 % au mois de septembre. En 2002, les charges d'intérêt ont augmenté, représentant 8,5 % du PIB, en ligne avec la violente dépréciation de la devise et le niveau élevé du Sélic. Les autorités ont relevé en février dernier la cible d'excédent primaire à 4,25 % du PIB pour cette année. Sur le

plan des comptes externes, l'excédent commercial croissant lié à la vigueur des exportations a permis une forte réduction du déficit courant, qui a représenté 1,7 % du PIB contre 4,6 % en 2001. Celle-ci a soulagé la contrainte externe de l'économie, le niveau des IDE ayant ralenti à 12,7 milliards de dollars, soit deux fois moins que le niveau enregistré en 2001. En 2003, le déficit courant se stabiliserait à 2 % du PIB, en ligne avec l'effet compétitivité lié à la baisse du taux de change effectif réel. Le besoin de financement extérieur serait ainsi réduit. Sans nouvelles turbulences, la trajectoire de la dette publique ne divergerait pas.

## Europe de l'Est

Les pays d'Europe centrale ont continué d'être affectés par le ralentissement de la croissance dans l'Union européenne et

### Pays émergents d'Amérique latine (sept pays)\*



\* Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, Vénézuéla

© REXEC

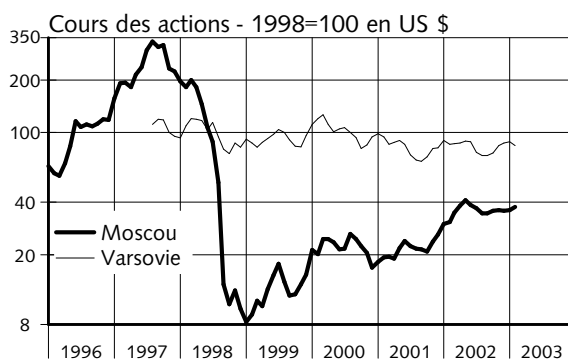
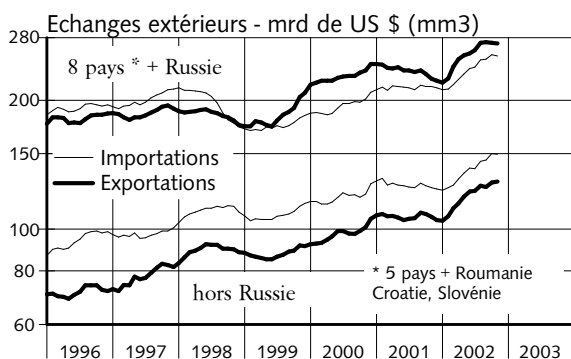
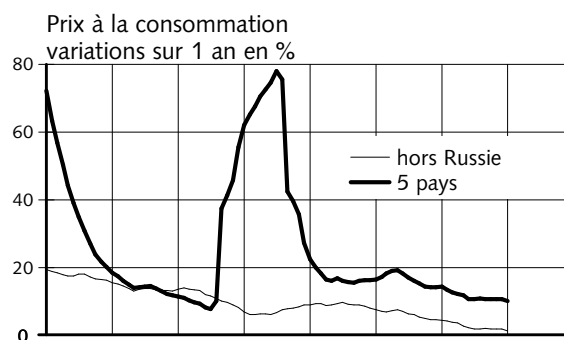
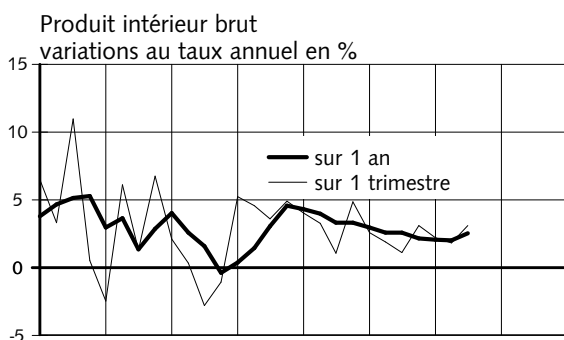
notamment en Allemagne, premier débouché commercial de la zone. Pour les quatre pays d'Europe centrale que nous suivons, la croissance de 2002 n'aurait pas dépassé 2,2 %. En 2003 la croissance s'accélérait légèrement à 3 %.

En Pologne, la croissance du PIB n'est ressortie qu'à 1,3 % en 2002, mais celle-ci s'accélérait en 2003 à 2,9 % grâce au soutien de la demande intérieure. En effet, la légère amélioration observée sur le marché du travail a permis un redémarrage de la consommation des ménages et de la construction résidentielle. Par ailleurs, l'inflation a enregistré un niveau historiquement bas à 0,5 % en glissement annuel de sorte que les salaires réels ont progressé, soutenant le pouvoir d'achat des ménages. Les exportations libellées en euro sont en forte pro-

gression depuis la fin de l'année 2002 de sorte que la dégradation de la balance commerciale, observée depuis le milieu de l'année 2002, ne s'est pas poursuivie. Les exportations devraient encore bénéficier en 2003 d'un gain de compétitivité par rapport aux autres pays d'Europe centrale en raison de la légère dépréciation du zloty en termes réels.

Dans les trois autres pays d'Europe centrale, la demande intérieure est restée soutenue, notamment en Slovaquie où le secteur de la construction a enregistré un niveau d'activité historiquement élevé. Toutefois, les exportations tchèques et hongroises libellées en euro ont été pénalisées par la morosité de la conjoncture dans la zone euro et ne progressent que de 2 % l'an au quatrième trimestre 2002. Si la croissance hongroise devrait légè-

### Pays émergents d'Europe de l'Est (cinq pays)\*



\*Pologne, Hongrie, République tchèque, République slovaque, Russie.

© REXEC

rement s'accélérer en 2003 à 3,8 % en raison du dynamisme de la demande intérieure, le PIB tchèque ralentirait à 2,1 % compte tenu de la faiblesse des exportations et des conséquences négatives sur l'emploi. La Slovaquie connaîtrait le taux de croissance du PIB le plus élevé des pays entrant dans l'UE l'année prochaine à 3,9 %. Signalons que les croissances de la Roumanie (4,8 %) et de la Bulgarie (4 %) devraient rester dynamiques en 2003.

En Russie, l'activité industrielle s'est contractée depuis le début du second semestre. Au quatrième trimestre, selon les premières estimations disponibles, le PIB aurait légèrement reculé, mais sur l'ensemble de l'année 2002 la croissance ressortirait à 4,1 %. En

2003, la croissance ralentirait légèrement à 3,9 %. Si le secteur énergétique continue de tirer la croissance grâce aux exportations, les autres secteurs manufacturiers connaissent des difficultés en raison de pertes de compétitivité dues à la poursuite de l'appréciation du rouble en termes réels. La consommation des ménages reste très soutenue à près de 10 % l'an, alors que le secteur de la construction connaît un ralentissement dû au secteur non résidentiel.

En dépit de la hausse des prix du pétrole, les exportations en valeur (dollar) ont reculé en raison de la contraction des exportations des autres biens manufacturés et des produits agricoles. Les produits énergétiques représentent désormais 52 % des exportations russes contre 51 % en 2001 et leur rythme de croissance reste soutenu à plus de 10 % (pour le pétrole et le gaz). Compte tenu de la poursuite du dynamisme des importations, l'excédent de la balance commerciale russe s'est légèrement replié à 46 milliards de dollars l'an depuis son point haut de l'automne dernier, mais il reste élevé au regard de la moyenne de ces derniers mois de sorte qu'aucun risque à court terme ne pèse sur la balance courante. ■

Pays émergents			
Variations en %	2002	2003	2004
PIB			
- Asie émergente	6,3	5,6	5,9
- Amérique latine	-0,9	1,9	3,7
- Europe de l'Est	3,5	3,6	4,0
Importations			
- Asie émergente	9,7	7,1	8,3
- Amérique latine	-5,8	3,8	6,0
- Europe de l'Est	8,4	10,9	10,9



# Perspectives économiques des pays européens

## Zone euro

En contradiction avec les espoirs de reprise qui se faisaient jour début 2002, l'année écoulée s'est achevée sur une note de franche déception illustrée par un nouveau fléchissement de la croissance à seulement 0,7 % l'an au cours du quatrième trimestre. L'absence de reprise de l'investissement et la poursuite du déstockage ont de nouveau pesé sur la croissance au même titre que la stagnation des exportations, sans qu'il soit d'ores et déjà possible d'imputer cette dernière à l'appréciation de près de 29 % de l'euro face au dollar depuis son point bas touché en juillet 2001. En ligne avec la montée des inquiétudes quant à la tenue de l'emploi, la consommation des ménages s'est également fait plus hésitante, en témoigne le recul de près de 2 % l'an des ventes au détail en décembre. Dans un contexte géopolitique exceptionnellement tendu, les enquêtes de conjoncture ne parviennent pas à afficher une tendance claire, alors que les marchés boursiers n'en finissent pas de déprimer.

## Absence générale de visibilité

Les enquêtes européennes de conjoncture présentent une configuration inédite dans laquelle, à deux reprises, les espoirs de rebond qu'elles affichaient, en particulier dans l'industrie, se sont apparentés à de faux signaux. Les opinions des industriels sur les commandes tendent ainsi à se détériorer de nouveau alors que leurs opinions quant à leurs perspectives de

Zone euro				
(variations en %)	2001	2002	2003	2004
PIB	1,4	0,7	1,1	2,0
Demande interne stocks compris	0,9	0,2	1,2	1,8
Demande interne hors stocks	1,4	0,3	1,0	1,6
Consommation privée	1,8	0,6	0,9	1,4
Consommation publique	2,1	2,5	1,3	1,1
FBCF totale	-0,4	-2,6	0,9	2,4
Exportations de biens et services	2,9	1,0	3,9	6,4
Importations de biens et services	1,4	-0,4	4,5	6,4
Prix de détail	2,5	2,3	2,1	1,6
Emploi total	1,7	0,5	-0,1	0,3
Taux de chômage en %*	8,0	8,3	8,8	8,8
Solde des comptes publics en % du PIB*	-1,6	-2,2	-2,6	-2,2
Balance courante (en % du PIB)	-0,2	0,8	0,5	0,9

\* Calcul sur l'ensemble de la zone

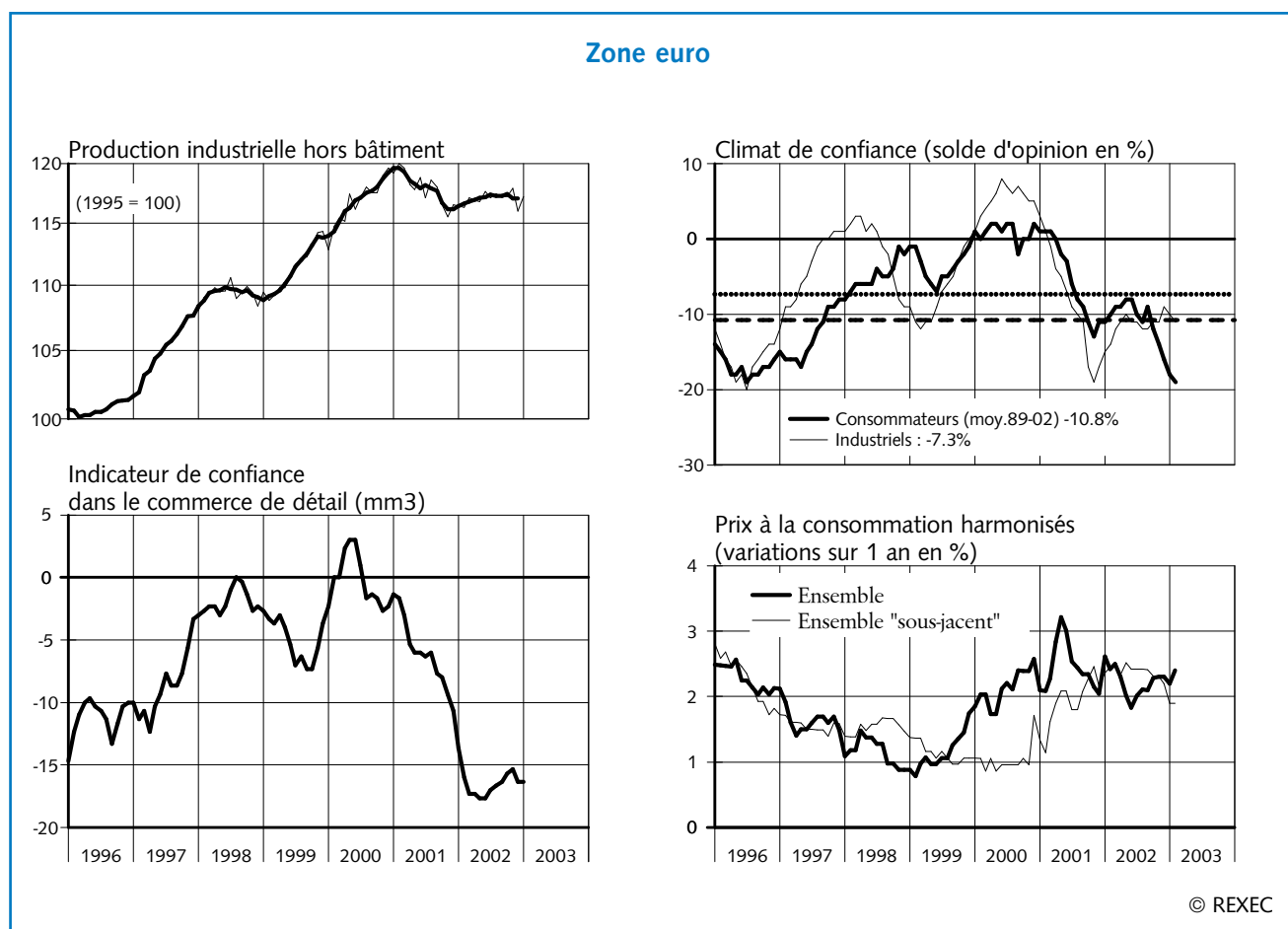
production s'affaiblissent. Les commerçants de détail apparaissent toujours aussi pessimistes, en particulier les commerçants allemands, alors que les enquêtes dans le secteur des services marchands laissent entrevoir au mieux une stabilisation de l'activité dans ce secteur. Seule la construction a vu son indice synthétique de confiance se redresser quelque peu au cours des derniers mois.

Plus remarquable encore est la vive dégradation de la confiance des ménages. Confrontés à un chômage désormais nettement orienté à la hausse, à une inflation rigide au ralentissement, à l'érosion de leur patrimoine financier consécutive à la déprime boursière et aux incertitudes nées du gonflement des déficits publics et des

corrections que ces derniers appellent, les ménages européens risquent d'accentuer le comportement frileux qu'ils ont déjà adopté quant à leurs dépenses de consommation et d'investissement en logement. Il est vrai que les perspectives d'emploi dans l'ensemble des secteurs apparaissent très déprimées, ainsi qu'en témoignent les enquêtes PMI tant dans les services que dans l'industrie manufacturière.

### Un ajustement à la baisse de l'emploi se dessine

Par comparaison à la vive correction à la baisse de leurs dépenses en capital fixe et circulant (l'investissement total s'est continûment contracté au cours des huit derniers trimestres et l'ajustement à la baisse du



niveau des stocks ressort à environ 0,5 point de PIB au terme du quatrième trimestre), les entreprises européennes n'ont pas joué jusqu'à présent sur le volant des effectifs pour rétablir une situation financière passablement dégradée. Selon les données de la BCE, l'emploi total a en effet continué de progresser jusqu'à la fin du premier semestre 2002 avant de se contracter légèrement de 0,3 % l'an durant le troisième trimestre, dernier point connu.

Une amplification de ce mouvement de contraction des effectifs apparaît désormais plus que probable tant le rétablissement des marges des entreprises est lent à se mettre en œuvre. La reprise des gains de productivité par tête est en effet restée bien timorée jusqu'à présent, après une année 2001 marquée par une baisse de cette même productivité. En progressant de 2,3 % en glissement sur un an, le coût salarial unitaire, tel qu'il est mesuré par la BCE, avance ainsi à un rythme proche de celui du déflateur du PIB, même s'il a commencé à décélérer.

### **L'investissement ne se reprendra que lentement**

Dans ce contexte de faible visibilité, le potentiel de reprise de l'investissement demeure restreint. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie n'a d'ailleurs pas confirmé son timide rebond constaté au troisième trimestre. Le niveau de ces mêmes capacités est également jugé globalement satisfaisant par les industriels. En revanche, il est à relever qu'à la faveur du vif ralentissement

de l'encours du crédit aux entreprises observé au cours des derniers trimestres, le taux d'endettement des sociétés non financières de la zone euro a commencé à reculer dès le troisième trimestre 2002.

Face à ce faible appétit d'investissement de la part des entreprises, la baisse de 25 centimes de ses taux directeurs que la BCE a consentie début mars apparaît bien peu à même d'enclencher un mouvement de reprise. Il est vrai que les marges de manœuvre des autorités de Francfort sont singulièrement réduites entre, d'une part, une inflation tirée à la hausse par l'accélération des cours du baril de pétrole et, d'autre part, un gonflement des déséquilibres budgétaires. L'avance sur un an de l'indice d'ensemble des prix à la consommation peine en effet à repasser en-dessous du seuil de 2 % alors que la tendance au ralentissement manifestée par l'indice sous-jacent va être éprouvée par la vive accélération des prix à la production (4,1 % en glissement trimestriel annualisé en janvier) consécutive au renchérissement du coût des approvisionnements énergétiques.

Pour autant, l'inflation apparaîtrait orientée vers une tendance au ralentissement dans un contexte global plutôt désinflationniste en vertu notamment des pressions à la baisse des prix liées à la concurrence exercée par les importations en provenance de pays à plus faible coût relatif de main-d'œuvre.

Sans préjuger des ajustements futurs désormais inévitables du

Pacte de stabilité et de croissance, la dérive des finances publiques constatée dans les grands pays de l'Union monétaire met cruellement en évidence l'absence de tout dispositif contracyclique que pas plus la politique budgétaire que la politique monétaire n'ont été à même d'assurer au cours de cette phase de ralentissement marqué de l'activité. A l'inverse, la mise en œuvre probable de mesures de rigueur, notamment en Allemagne mais pas uniquement, risque de venir brider toute velléité de rebond de l'activité.

### Une compétitivité ébranlée par l'appréciation de l'euro

Au total, la demande interne européenne peinerait à redémarrer de manière significative au cours de cette année. Elle ne s'affermirait que lentement à la faveur de l'arrêt tant du déstockage que de la contraction de l'investissement. Le principal soutien d'une croissance mo-

deste serait à rechercher une fois de plus dans l'environnement mondial. Les économies de la zone euro ne sauraient toutefois tirer parti d'un redressement espéré du climat des affaires à l'échelle mondiale (une fois évacués les aléas géopolitiques) que dans la mesure où elles parviendront à sauvegarder une compétitivité ébranlée par l'appréciation passée de l'euro.

Cette dernière pourrait bien en outre se poursuivre en vertu d'une balance courante qui dégage un excédent confortable (90 milliards d'euros l'an sur les trois derniers mois connus en novembre) et de flux financiers rééquilibrés après la vague de sorties de capitaux à destination notamment des Etats-Unis observée à la fin de la dernière décennie. Au total, le maintien de la compétitivité européenne ne saurait être effectuée sans un nouvel effort de prix qui viendra gêner le rétablissement des marges des entreprises.

France				
(variations en %)	2001	2002	2003	2004
PIB	1,8	1,2	1,4	2,2
Demande interne stocks compris	1,6	1,1	1,3	2,0
Demande interne hors stocks	2,6	1,7	0,8	1,3
Consommation privée	2,8	1,8	1,4	1,7
Consommation publique	2,4	3,5	1,8	0,8
FBCF totale	2,6	-0,6	-1,9	0,7
Exportations de biens et services	1,5	1,5	3,8	6,4
Importations de biens et services	0,9	1,2	3,6	6,0
Prix de détail	1,6	1,9	2,1	1,5
Salaire mensuel de base	2,4	2,4	2,7	3,2
Emploi salarié "marchand" (créations nettes en milliers)	432	126	-18	-6
Taux de chômage au sens du BIT (%)	8,7	8,9	9,5	9,9
Nombre de chômeurs (milliers)	2321	2409	2565	2686
Solde des comptes publics en % du PIB*	-1,4	-3,0	-3,3	-2,9
Balance courante (en % du PIB)	1,6	1,8	1,3	1,6

### France

La croissance de l'économie française s'est régulièrement essoufflée tout au long de l'année dernière. Les signes de reprise modeste qui se faisaient jour début 2002 ont progressivement perdu de la consistance pour laisser place à une légère rechute du climat des affaires généralisée à la plupart des grands secteurs d'activité, voire à une résurgence des craintes de récession dans un contexte géopolitique très troublé. La croissance du PIB n'a plus été que de 0,9 % l'an durant le quatrième trimestre sous l'effet

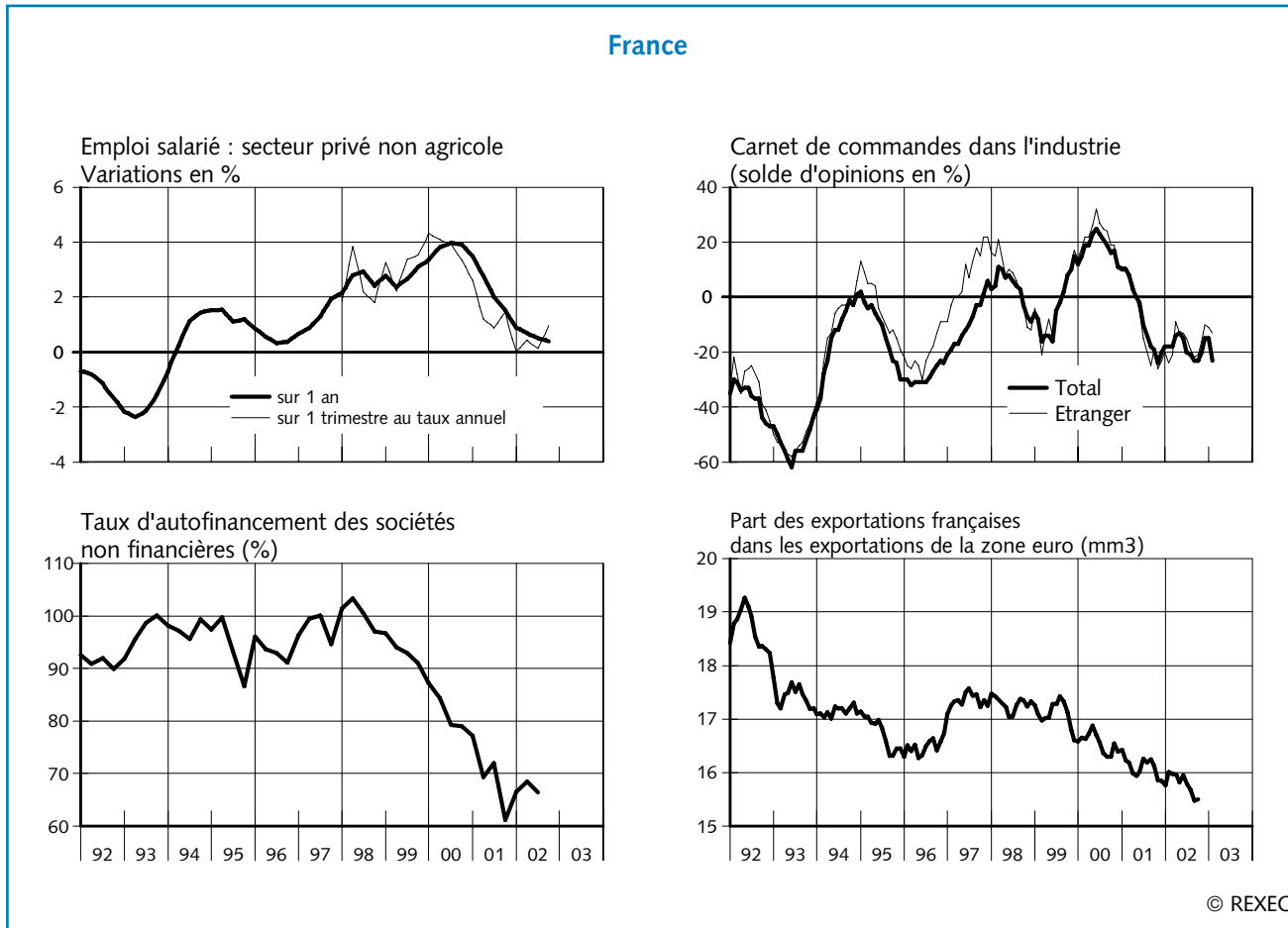
d'une nouvelle contraction des dépenses en capital (fixe et circulant) réalisées par les entreprises et d'une rechute des exportations.

En progressant encore de 1,6 % l'an fin 2002, la consommation des ménages a continué de faire preuve jusqu'à présent d'une relative résistance. Toutefois, les nuages s'accumulent au-dessus de ce poste de dépenses en relation avec, d'une part, la multiplication des annonces de plans sociaux et les risques croissants d'une contraction des effectifs du secteur marchand et, d'autre part, la ponction exercée par la résurgence d'inflation liée à l'envolée des prix du baril de pétrole. Autant d'éléments qui viennent peser sur une confiance des ménages désormais en berne.

### La résistance de la consommation va être mise à l'épreuve

Le secteur marchand, ou plus précisément le secteur des services marchands, aurait de nouveau été créateur net d'emplois en fin d'année (+30 000 emplois nets créés au cours du quatrième trimestre) mais la poursuite de cette tendance favorable apparaît pour le moins incertaine. A l'inverse, les enquêtes de conjoncture montrent une nette dégradation des opinions des chefs d'entreprise quant à la tendance prévue de leurs effectifs, alors que le taux de chômage poursuit sa lente progression amorcée au printemps 2001.

Sur un autre plan, la consommation pourrait être affectée à terme par la montée des diffi-



cultés de paiement rencontrées par les ménages. Cette progression semble d'ailleurs conduire les établissements de crédit à adopter des stratégies un peu plus restrictives dans leurs pratiques d'octroi de crédit aux ménages. Par ailleurs, alors que le revenu disponible brut des ménages ne bénéficiera plus, comme ce fut le cas dans un passé récent, de réductions d'impôt. La progression même modeste de la consommation nécessitera une modération de l'effort d'épargne réalisé par les ménages à l'horizon 2004. A l'inverse, le processus d'harmonisation du système des SMIC multiples introduit par la Loi sur la réduction du temps de travail viendra soutenir la progression du salaire mensuel de base.

En dépit des réductions de charges consenties aux entreprises en contrepartie de cette harmonisation, cette dernière risque de gêner le rétablissement du taux de marge des sociétés non financières. Celui-ci n'a d'ailleurs pas confirmé au second semestre les timides signes de reprise qu'il avait manifestés début 2002 et continue de s'inscrire à un niveau bas (30,4 % au cours du troisième trimestre 2002, dernier point connu). Il en va de même pour le taux d'autofinancement et ce en dépit de la confirmation du retournement à la baisse de l'investissement productif. Ce dernier aurait reculé de 3 % l'an au cours du second semestre. L'effort d'ajustement du niveau des stocks a été bien plus massif encore en ressortant à un niveau équivalent à près de 1,3 point de PIB au cours des deux dernières années.

## **Un aléa pèse sur les évolutions des stocks**

Encore doit-on souligner l'incertitude qui demeure quant à l'ampleur réelle du mouvement de déstockage. Le ratio du niveau des stocks en valeur au chiffre d'affaires dans la seule industrie ne s'est aucunement retourné à la baisse à l'inverse du ratio stocks/PIB. Pour sa part, l'indice du niveau des stocks dans l'ensemble du commerce n'a fait que plafonner au cours des derniers trimestres. Sous la réserve que le partage réalisé dans les comptes nationaux entre dépenses de capital fixe et circulant des entreprises ne fasse pas l'objet de réévaluations ultérieures de grande ampleur, il n'en ressort pas moins que le seul arrêt du déstockage exercerait une contribution fortement positive à la croissance ; ce que ne permet toutefois pas d'anticiper la stabilité du ratio des stocks en valeur sur le chiffre d'affaires industriel.

Cette observation ne doit pas masquer le fait qu'une reprise rapide de l'investissement doit de nouveau être repoussée, malgré les anticipations d'un rebond soutenu de celui-ci telles qu'elles étaient exprimées dans l'enquête sur les investissements dans l'industrie réalisée en janvier dernier. Le taux d'utilisation des capacités de production poursuit en effet son recul. La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie aurait baissé en 2002 pour la seconde année consécutive ce qui sous-entend l'existence de capacités de production actuellement sous-employées. En revanche, à la faveur de la contraction dras-

tique de leurs dépenses, les entreprises ont désormais clairement amorcé le mouvement de correction à la baisse de leur endettement. En outre, les établissements de crédit seraient désormais un peu moins restrictifs que dans un passé récent dans leurs politiques d'octroi de crédit aux entreprises.

### **La dépense publique peut-elle à nouveau soutenir la croissance ?**

La croissance a également bénéficié jusqu'à présent du dynamisme des dépenses de consommation publique (3,5 % en 2002 et 4,5 % l'an au quatrième trimestre) tirées notamment à la hausse par la vigueur des dépenses de santé. Face à l'impérieuse maîtrise des dépenses publiques, l'effort n'a porté jusqu'alors que sur le chapitre des dépenses en capital des administrations publiques qui n'auraient que marginalement progressé en 2002 (0,2 % sur l'ensemble de l'année mais -2,4 % l'an au cours du second semestre).

Un élargissement de cet effort aux dépenses de fonctionnement des administrations publiques apparaît désormais incontournable. Il n'empêcherait toutefois pas le déficit public de dépasser le plafond fixé dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Plus encore, la dette publique, exprimée en points de PIB, progresserait de nouveau malgré les conditions encore favorables procurées par l'inscription des taux longs à un très faible niveau. Elle dépasserait même le seuil fatidique de 60 % du PIB dès cette année. Les

timides efforts entrepris à la fin de la dernière décennie seraient ainsi plus que gommés, le rapport de la dette publique au PIB s'inscrivant déjà à un niveau proche de son record de 1997 (59,1 % en 2002).

Enfin, la demande extérieure ne saurait exercer de soutien à la croissance qu'à la condition de poursuivre les efforts de prix déjà consentis sur les exportations (le déflateur des exportations de biens et services recule de 2,4 % sur un an). Ces efforts permettent de contrebalancer en partie les effets négatifs liés à l'appréciation de l'euro. Cette baisse des prix des exportations françaises n'a toutefois permis jusqu'à présent que de stabiliser la part des exportations françaises exprimées en volume dans les exportations totales de la zone euro. Exprimé en termes nominaux, le rapport des exportations françaises aux exportations de l'ensemble de la zone euro a rejoint pour sa part un point bas à 15,2 % fin 2002.

Un nouveau ralentissement de la croissance se dessine donc pour le premier semestre 2003. Celle-ci ne se reprendrait que timidement à partir du second semestre, l'effet positif lié au seul arrêt du déstockage perdant progressivement de la consistance sans que la demande intérieure hors stocks ne parvienne à le relayer de manière significative avant 2004. La croissance exprimée en moyenne annuelle serait supérieure en 2003 (1,4 %) par rapport à celle observée en 2002 (1,2 %), principalement en raison d'un effet d'acquis positif pour 2003 (0,4 %) alors que celui-ci était négatif pour 2002

au terme du quatrième trimestre 2001 (- 0,1 %). Toutefois, le rythme instantané de la croissance resterait inférieur en 2003 par comparaison avec celui observé en 2002.

## Allemagne

L'économie d'outre-Rhin a connu un léger recul de sa croissance au dernier trimestre 2002. Ce repli intervient dans un contexte où la demande intérieure reste faible et où la demande extérieure a fortement ralenti. La croissance potentielle serait encore revue à la baisse à 1,5 % en raison de problèmes structurels persistants liés notamment au coût de la main d'œuvre qui reste la plus chère de l'Union européenne après la Suède. Par conséquent, nous avons encore revu à la baisse notre perspective de croissance pour 2003 pour la ramener à 0,6 %. Le redémarrage de l'activité observé à la mi 2002 ne s'est pas poursuivi et la consumma-

tion des ménages a été plus fortement touchée que prévu par les hausses des cotisations sociales.

L'activité manufacturière a continué de reculer depuis son point haut de l'année dernière touché en juillet. Les entrées de commandes stagnent depuis cet été, à l'exception de celles provenant du marché intérieur qui continuent de progresser. Notons que les commandes en biens d'équipement provenant du marché intérieur se sont redressées depuis cet été parallèlement au redressement du taux d'utilisation des capacités de production dans cette industrie. L'indice Ifo est également orienté à la hausse après le point bas observé en novembre. Les indices ZEW et PMI se sont également retournés à la hausse. Ces indicateurs suggèrent que le point bas de l'activité serait en train d'être dépassé et que les investissements en biens d'équipement progresseraient après deux ans de repli. Toutefois, le rebond serait limité et ressortirait à 2,3 % en 2003 et à 4,9 % en 2004. La production dans le secteur de la construction s'est redressée après avoir atteint un point historiquement bas au mois de juin dernier. Les entrées de commandes sont également en hausse de sorte que la FBCF en construction a cessé de se replier. Mais, compte tenu d'un effet de base, celle-ci reculerait encore de 0,7 % en 2003 mais augmenterait de 1,2 % en 2004.

La consommation des ménages, qui semblait être enfin orientée à la hausse au milieu de l'année dernière, a quasiment stagné au dernier trimestre 2002

Allemagne				
(variations en %)	2001	2002	2003	2004
PIB	0,7	0,2	0,6	1,8
Demande interne stocks compris	-0,7	-1,4	0,7	1,4
Demande interne hors stocks	0,0	-1,5	0,3	1,4
Consommation privée	1,6	-0,6	0,1	0,9
Consommation publique	0,8	1,5	0,2	0,9
FBCF totale	-4,9	-6,5	0,9	3,1
Exportations de biens et services	5,4	2,7	4,1	6,3
Importations de biens et services	1,3	-2,1	4,8	6,0
Prix de détail	2,0	1,3	1,2	1,2
Gains horaires (toutes activités)	2,0	2,6	1,4	1,9
Taux de chômage (en %)	9,4	9,8	10,1	9,9
Capacité de financement des APU en % PIB	-2,7	-3,7	-3,3	-2,8
Balance courante (en % du PIB)	0,5	2,6	2,6	3,1

et elle reculerait au premier semestre 2003 pénalisée par deux facteurs. D'abord les prélèvements sociaux, conjugués à l'écotaxe, ont fortement augmenté en début d'année, contractant le pouvoir d'achat des ménages au cours du premier semestre. Par ailleurs, l'emploi continuerait de reculer au premier semestre de cette année. Au total, la consommation des ménages ne progresserait que de 0,1 % en 2003 et de 0,9 % en 2004. Les administrations publiques ont réduit leurs dépenses de consommation au dernier trimestre 2002 en raison de l'aggravation du déficit public. Cet effort de maîtrise des dépenses continuerait en 2003 de sorte que la consommation publique ne progresserait que de 0,2 % en 2003 et de 0,9 % en 2004.

La demande extérieure a été un soutien à l'activité outre-Rhin en 2002. Cela risque de ne plus être le cas en raison de l'appréciation de l'euro face au dollar. Au total, les exportations ne progresseraient que de 4,1 % en 2003 avant de rebondir à 6,3 % en 2004. Parallèlement, les importations progresseraient plus vigoureusement à 4,8 % en 2003, soutenues par l'arrêt du repli de la FBCF et par la reconstitution des stocks. Pour la première fois depuis 1999, l'Allemagne perdrait des parts de marchés en 2003.

Le déficit des finances publiques s'est creusé en 2002 à 3,7 % au-delà de la limite fixée par le Pacte de stabilité. Le budget présenté par le gouvernement prévoit un net recul de celui-ci en 2003 à 2,8 % du PIB. Toutefois, cette hypothèse ne

sous semble pas réaliste compte tenu notamment de la poursuite de la hausse du chômage. Le déficit des APU ressortirait encore à 3,3 % en 2003 en dépit des hausses des cotisations sociales et à 2,8 % en 2004.

## Royaume-Uni

L'économie du Royaume-Uni a particulièrement bien résisté au ralentissement économique mondial en réalisant une croissance de 1,6 % sur l'ensemble de l'année 2002, soit le double de celle de la zone euro. Pour autant, la faiblesse de la demande mondiale continue d'exercer un impact très négatif sur les exportations (-1,4 % sur l'ensemble de l'année) et sur la production manufacturière britannique (-3,5 % en 2002). Connues jusqu'en février 2003, les enquêtes dans l'industrie ne permettent pas d'anticiper l'arrêt de la récession des secteurs industriels et c'est sans doute ce qui explique la baisse surprenante de 0,25 point du

Royaume-Uni				
(variations en %)	2001	2002	2003	2004
PIB	2,0	1,6	2,2	1,9
Demande interne stocks compris	2,4	2,4	3,2	2,1
Demande interne hors stocks	3,0	2,5	2,6	2,0
Consommation privée	3,8	3,9	2,9	1,5
Consommation publique	2,3	4,2	2,6	2,5
FBCF totale	0,8	-4,5	1,4	3,7
Exportations de biens et services	0,9	-1,4	1,7	7,5
Importations de biens et services	2,3	1,2	4,4	6,9
Prix de détail	1,8	1,6	2,7	1,8
Gains mensuels (toutes activités)	4,4	3,6	3,5	3,3
Taux de chômage en % (BIT)	5,0	5,1	5,4	5,7
Solde des comptes publics en % du PIB	0,2	-1,6	-2,0	-2,3
Balance courante en % du PIB	-1,7	-1,5	-1,8	-1,9

taux directeur décidée par la Banque d'Angleterre en février dernier.

En fait, la principale explication de la résistance de l'économie britannique vient de la vigueur de la dépense des ménages. En raison d'une forte progression du revenu disponible et d'une baisse sensible du taux d'épargne, la consommation a progressé de 3,9 % en moyenne en 2002 et l'investissement en logement de plus de 10 %. La seconde explication vient de la dépense publique : la consommation publique et l'investissement public ont progressé respectivement de 4,2 % et 14,7 % en 2002.

A horizon 2004, c'est incontestablement l'éclatement de la bulle immobilière qui représente le plus grand risque pour l'économie britannique. Début 1989, alors que les prix de l'immobilier augmentaient de plus de 20 % en termes réels, la consommation progressait de 5 % l'an ; deux ans plus tard, la crise immobilière entraînait avec elle la consommation (-1,5 %) puis l'ensemble de l'économie. La Financial Services Authority a récemment pointé le doigt sur l'ampleur des déséquilibres actuels qui demandent à être résorbés. L'endettement des ménages atteint un niveau record (117 % du revenu disponible). De ce fait, leur situation financière est particulièrement vulnérable à un changement de leur environnement : hausse des taux d'intérêt, accroissement du chômage ou éclatement de la bulle immobilière. Près de 6 millions de familles présenteraient de sérieuses difficultés à

honorier leurs remboursements d'emprunts.

Les derniers indicateurs suggèrent que l'inflexion de la consommation est peut-être déjà commencée : au quatrième trimestre 2002, les ventes au détail et les immatriculations ralentissaient. Par ailleurs, l'emploi a reculé au quatrième trimestre 2002, tout comme les gains salariaux réels ou les revenus de la propriété. Nous prévoyons cependant que le retournement du profil de la consommation serait lent et progressif à horizon 2004. En baissant son taux directeur, la Banque d'Angleterre semble avoir fait le pari que les prix de l'immobilier atterriront en douceur (ils ont en effet sensiblement ralenti en février) et que l'essentiel est de ne pas dégrader brutalement les ratios de solvabilité des ménages comme des entreprises.

Parallèlement, le commerce extérieur et l'investissement productif, qui a connu l'an passé sa plus grave récession depuis 1990, redeviendraient des moteurs de l'activité à compter du printemps 2003. Malgré la baisse du sterling, la supériorité des prix britanniques sur ceux de la zone euro restait encore de 10 % en février. La politique monétaire devrait encore favoriser une nette dépréciation de la livre d'ici à la fin de l'année 2003 (-20 %) ce qui permettrait aux exportations de biens et services en volume de se redresser. L'investissement productif profiterait du redémarrage des secteurs industriels.

Le déficit des comptes publics se serait élevé à 1,6 % du PIB en

2002. Malgré le coût de la guerre probable, le chancelier de l'Echiquier a jusqu'ici confirmé le plan pluriannuel d'accroissement d'infrastructures publiques, qui se fera aux dépens d'une légère détérioration du déficit cette année. Selon nos estimations, il pourrait atteindre 2 % du PIB en 2003 et 2,3 % en 2004 pour une dette brute estimée à 36,4 % du PIB. En conséquence, la consommation publique et l'investissement public devraient rester dynamiques.

## Italie

L'économie de la péninsule a accéléré légèrement au second semestre 2002, pour croître de 0,4 % sur l'ensemble de l'année 2002.

Sévèrement touchés par la faiblesse de la demande mondiale, les secteurs industriels ont vu leur production reculer de 2,2 % en 2002, sans jamais laisser entrevoir de possible rebond. De surcroît, les derniers indicateurs conjoncturels (indice des directeurs d'achat PMI-Reuters, opinions sur les perspectives de production) ne permettent pas d'anticiper une accélération de la reprise à court terme. Les carnets de commandes se sont même nettement dégradés au cours du dernier trimestre 2002. Dans les services, l'indice des directeurs d'achat PMI-Reuters, qui avait bien rebondi au cours de l'été dernier, s'est de nouveau sensiblement replié depuis novembre dernier. Au total, la légère amélioration de l'activité entrevue sur la fin de l'année 2002 ne devrait pas se

prolonger au premier semestre de cette année.

Depuis maintenant plusieurs années, la consommation privée constituait le maillon faible de la demande interne. Si en moyenne, l'année 2002 a été particulièrement médiocre (+ 0,4%), le second semestre a été au contraire assez dynamique (+ 3,6 % l'an). Cette reprise a concerné les produits alimentaires, les produits électroniques et surtout les véhicules (qui ont bénéficié de subventions à l'achat de voitures « propres », subventions par ailleurs prolongées jusque fin mars). Elle s'explique en partie par les baisses d'impôt (5,5 milliards d'euros sur l'ensemble de l'année 2002) mais aussi par une baisse du taux d'épargne. Une correction devrait se faire au premier semestre 2003, notamment sur les achats de véhicules. Ensuite, malgré le repli du marché du travail en raison des efforts de productivité réalisés par les entreprises pour améliorer leur rentabilité, les

Italie				
(variations en %)	2001	2002	2003	2004
PIB	1,8	0,4	1,2	1,9
Demande interne stocks compris	1,8	1,1	1,6	1,9
Demande interne hors stocks	1,8	0,7	1,9	1,7
Consommation privée	1,0	0,4	1,4	1,6
Consommation publique	3,5	1,7	1,1	0,6
FBCF totale	2,6	0,5	4,2	2,8
Exportations de biens et services	1,1	-1,0	4,1	6,2
Importations de biens et services	1,0	1,5	5,5	6,4
Prix de détail	2,8	2,5	2,7	2,0
Gains horaires (toutes activités)	2,5	2,5	2,3	2,5
Taux de chômage	9,4	9,1	9,8	9,9
Solde* des comptes publics en % du PIB	-2,6	-2,3	-2,8	-2,4
Balance courante (en % du PIB)	0,0	-0,5	-0,6	-0,4

\* y compris recettes UMTS

ménages devraient à nouveau accélérer leurs dépenses de consommation.

Les ménages bénéficieront d'un nouveau soutien en provenance des baisses d'impôt sur le revenu en 2003 : la réforme du barème de l'impôt sur le revenu (IRPEF) que le Sénat a approuvé en seconde lecture ne conserve que deux taux d'imposition, le taux marginal maximal diminuant de 44,5 % actuellement à 33 % (au-delà de 100 000 euros de revenus annuels). Le coût de cette réforme est estimé à près de 3 milliards d'euros. Une incertitude concerne les salaires, qui n'ont plus progressé en termes réels depuis 1998 : des gains de pouvoir d'achat sont attendus du probable ralentissement de l'inflation des prix de détail et des négociations importantes s'annoncent dans les industries de la mécanique et de la métallurgie. Enfin, il est probable que les ménages continuent de baisser leur taux d'épargne.

L'investissement en biens d'équipement a très fortement rebondi au second semestre 2002. Le rebond concerne aussi bien les moyens de transports que les autres biens d'équipement. La loi dite Tremonti-bis, qui dispose que les bénéfices réinvestis soient détaxés, et qui place les entreprises italiennes dans la situation la plus favorable en Europe dans leurs décisions d'investissement, semble avoir porté ses fruits. En ce qui concerne le secteur de la construction, les annonces récentes de la reprise des grands travaux (4,7 milliards d'euros seraient mobilisés dès 2003) laissent

espérer un redémarrage progressif, qui pourrait devenir conséquent après 2004.

Le solde des échanges extérieurs n'a cessé de se détériorer tout au long de l'année 2002. Ce mouvement devrait se prolonger cette année car le rebond anticipé de la demande mondiale ne devrait pas compenser la dégradation des termes de l'échange consécutive à l'appréciation de l'euro. Le Systema Italia devrait continuer de perdre des parts de marché.

Etant donné que le gouvernement italien n'a pas renoncé à son programme de baisses d'impôts et a annoncé un programme ambitieux de dépenses publiques, on doit s'attendre à une sérieuse dégradation du déficit public qui devrait être proche de 2,8 % du PIB cette année (pour un objectif de 1,5 %). Il pourrait être ramené à 2,4 % en 2004.

## Espagne

L'Espagne a une fois encore enregistré une des croissances les plus élevées de la zone euro en 2002, l'avance du PIB, en volume, ressortant en moyenne à 2 % contre 1 % pour ses partenaires. Au cours de l'exercice passé, ce sont les composantes de la demande interne qui ont soutenu l'activité tandis que le secteur extérieur a été peu performant en liaison avec l'atonie de la demande mondiale. Selon notre scénario, le rythme de la croissance ne retrouverait pas sa tendance moyenne de long terme de 2,7 % avant le quatrième trimestre 2003 en raison d'un

essoufflement des composantes de la demande interne.

Depuis la fin de l'exercice passé, la production industrielle s'est repliée témoignant d'une inflexion conjoncturelle plus sévère. Les derniers indicateurs disponibles suggèrent que la décélération de l'activité devrait s'accroître dans les prochains mois, les enquêtes d'opinions s'étant de nouveau dégradées notamment dans l'industrie manufacturière et le secteur des services. Par conséquent, nous n'envisageons pas de franc rebond de l'investissement productif, le taux d'utilisation des capacités de production continuant, en outre, d'être en deçà de sa moyenne de longue période (79,6 %).

D'autre part, la consommation privée, traditionnel soutien de la demande interne, continuerait à ralentir au premier semestre 2003, en ligne avec la poursuite de la remontée du taux de chômage. Le rebond des prix des produits énergétiques devrait une nouvelle fois accélérer le rythme de l'inflation, grevant encore le pouvoir d'achat des ménages espagnols. Selon notre scénario, l'inflation resterait élevée, supérieure de plus de 1,5 point au niveau moyen de la zone euro. En outre, le spectre d'une spirale « prix-salaires » n'est pas exclu compte tenu de la clause d'indexation des salaires sur les prix. Le rythme de croissance de la consommation des ménages ne devrait donc pas témoigner de la même vigueur que dans le passé, malgré les baisses d'impôts sur le revenu octroyées. Ces der-

nières sont estimées à 0,5 % du PIB pour l'exercice en cours.

Malgré un ralentissement de l'activité dans le secteur de la construction, l'investissement devrait rester bien orienté. Les fonds structurels de la Communauté Européenne continueraient à cofinancer les infrastructures publiques notamment dans les régions les plus mal desservies. D'autre part, le marché de l'immobilier résidentiel pourrait être encore alimenté par une forte demande en jouant son rôle de valeur refuge pour les ménages, même si un retournement brutal à la baisse des autorisations s'est observé en fin d'année passée. En 2003, les mises en chantier continueraient d'osciller autour de 400 000 unités, les ménages étant assurés de bénéficier de nouvelles exonérations fiscales, parallèlement à des taux d'intérêt hypothécaires qui resteraient attractifs.

Espagne				
(variations en %)	2001	2002	2003	2004
PIB	2,7	2,0	1,7	2,7
Demande interne stocks compris	2,7	2,2	1,9	2,7
Demande interne hors stocks	2,8	2,1	2,2	2,5
Consommation privée	2,5	1,9	1,4	2,2
Consommation publique	3,1	3,8	3,3	2,8
FBCF totale	3,2	1,4	3,1	3,2
Exportations de biens et services	3,4	1,4	5,1	7,3
Importations de biens et services	3,5	2,2	5,4	7,0
Prix de détail	3,6	3,0	3,8	2,6
Gains horaires (toutes activités)	3,8	4,1	2,5	3,0
Taux de chômage en %*	10,5	11,3	11,7	12,0
Solde des comptes publics en % du PIB	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Balance courante (en % du PIB)	-2,5	-2,6	-3,5	-3,6
*moyenne sur la période				

Mais le risque d'une bulle à l'instar de ce qui s'observe actuellement sur le marché britannique n'est pas écarté. En 2002, la hausse des prix de l'immobilier résidentiel est ressortie en moyenne à 17 %. Désormais, le taux d'endettement des ménages représente 75 % de leur revenu disponible brut contre 40 % en 1994.

La loi de corresponsabilité fiscale des régions, qui n'est rien d'autre qu'une opération de décentralisation, a permis au gouvernement de maintenir la discipline budgétaire. En 2002,

le déficit des administrations publiques a représenté 0,1 % du PIB, creusé par les dépenses consécutives au naufrage du Prestige, estimées à 0,04 % du PIB. La réforme de l'emploi et le transfert des compétences en matière de santé allouées aux dix-sept communautés autonomes ont permis à la Sécurité sociale de dégager un excédent de 0,7 % du PIB. En 2003, le déficit de l'Etat devrait également être compensé par le surplus de la Sécurité sociale. La bonne tenue de l'ensemble des comptes publics resterait ainsi assurée. ■



**Vous pouvez consulter  
le sommaire des numéros antérieurs  
de la Revue de Rexecode sur  
[www.rexecode.asso.fr](http://www.rexecode.asso.fr)**



# revue de Rexecode

---

n° 79  
2eme trimestre 2003

Rexecode  
Centre de Recherches pour l'Expansion de l'Economie  
et le développement des Entreprises

---

Un centre d'études économiques indépendant  
ouvert aux entreprises

Créé en 1957, Rexecode est la première association française de recherches et d'études économiques privée et indépendante tournée vers l'entreprise. Rexecode est ouvert à toute entreprise ou organisation professionnelle soucieuse d'être directement et immédiatement informée des changements économiques en cours et de soutenir les objectifs de l'association. Rexecode compte aujourd'hui environ une centaine d'adhérents parmi les tous premiers groupes industriels ou financiers français.

#### Une veille conjoncturelle permanente

Rexecode assure une veille conjoncturelle permanente grâce à des données mises à jour et vérifiées quotidiennement, à des analyses régulières de la conjoncture et à une exploration des tendances probables de l'économie française et internationale. Les analyses des économistes de Rexecode font l'objet de documents écrits, adressés aux adhérents à des fréquences hebdomadaires, mensuelles, trimestrielles ou annuelles. Elles sont régulièrement présentées et discutées au cours de réunions de travail qui permettent un échange avec l'équipe de Rexecode mais aussi entre les adhérents.

#### Un regard d'entreprise sur la politique économique

Outre ses travaux d'analyse conjoncturelle, Rexecode est consulté en tant qu'expert au sein d'instances telles que le Groupe Technique de la Commission des Comptes de la Nation, les Commissions du Plan, les groupes GPA du Medef. Il intervient de la même manière auprès des pouvoirs publics et des commissions des assemblées parlementaires pour leur apporter une vision d'entreprise sur la politique économique. Il publie chaque trimestre certains de ses travaux dans la Revue de Rexecode.



[www.rexecode.asso.fr](http://www.rexecode.asso.fr)