



# Editorial

## La reprise économique à quitte ou double

*Michel Didier*

Après deux ans de croissance médiocre et de forte baisse des marchés boursiers, il paraît raisonnable d'envisager une consolidation de l'économie en 2003. C'est l'hypothèse admise par la plupart des prévisionnistes. Pour la France, la zone de vraisemblance du taux de croissance économique de 2003 est de 2,0 % à 2,5 %. Le gouvernement retient le haut de cette zone. Nous retenons plutôt pour ce qui nous concerne, avec des hypothèses internationales un peu moins favorables, un chiffre plus proche de 2 %. Mais là n'est pas l'essentiel.

Cette convergence d'opinions autour de l'idée d'une reprise modérée résulte d'un jeu d'hypothèses moyennes qui écartent toute situation de rupture ou de choc significatif sur l'économie. Les prévisions économiques ne tiennent ainsi pas compte des conséquences éventuelles d'un conflit armé parce qu'elles ne peuvent en imaginer ni le moment, ni le déroulement, ni l'issue. Elles évitent aussi d'intégrer des changements de comportements d'acteurs dont la probabilité n'est peut-être pas la

plus forte mais n'est pas pour autant négligeable. On peut dès lors se demander si la réunion d'hypothèses favorables ne conduit pas en définitive à un scénario trop optimiste. En même temps que la perspective centrale il convient donc d'avoir à l'esprit des scénarios de risque. Il est assez facile de construire aujourd'hui, notamment pour les Etats-Unis mais aussi par ricochet pour l'Europe, un scénario assez différent de celui que nous avons privilégié.

Le rebond américain de 2002 doit beaucoup à l'impulsion exceptionnelle donnée par le budget fédéral. Or ces effets s'épuisent progressivement. En outre, les ménages américains ont soutenu la croissance en continuant à consommer. Pour cela, ils n'ont que faiblement reconstitué leur taux d'épargne (toujours à un bas niveau) et ils ont augmenté sensiblement leur endettement hypothécaire. Les charges d'intérêt s'allègent avec la baisse des taux d'intérêt, mais les charges de remboursement augmentent avec la dette. Dans un premier temps, l'immobilier a bénéficié de l'endettement sup-

plémentaire et du report de capitaux venant des marchés boursiers. Dans un deuxième temps, il pourrait enregistrer les effets de richesse négatifs des pertes boursières. Depuis la fin 1999, selon les *Flow of Funds* au 30 juin 2002, les pertes des ménages américains sur les placements mobiliers (y compris les réserves des fonds de pension) représentent près de 5 000 milliards de dollars, les plus-values latentes sur l'immobilier un gain d'environ 3 000 milliards de dollars. Le bilan est négatif et il s'est alourdi depuis juin. Cependant, par rapport à la fin 1995, les gains sur les actifs financiers restent largement positifs et ils s'ajoutent aux gains sur les actifs physiques. L'hypothèse principale est que les ménages auront à l'esprit une référence de long terme. Le risque serait que, dans un climat de grande incertitude, ils ne finissent par s'aviser qu'une reconstitution plus rapide de l'épargne courante est devenue nécessaire. Dans ce cas, une panne de consommation et de croissance se produirait avant la fin 2003. La politique économique étant presque désarmée en raison de taux d'intérêt d'intervention déjà très bas et d'un budget en déséquilibre, un com-

portement plus restrictif des consommateurs déboucherait sur une rechute économique. L'Europe en subirait les conséquences. Or la conjoncture européenne est très médiocre et tend même actuellement à se tasser sans réaction sensible de la politique économique. Les finances publiques subissent un déficit non voulu et la Banque Centrale Européenne maintient un taux d'intervention inutilement restrictif.

D'autres risques difficiles à apprécier concernent le comportement des banques face à des entreprises fortement endettées aux Etats-Unis comme en Europe, ainsi que la capacité des compagnies d'assurance à faire face aux effets de la débâcle boursière et à leurs engagements de long terme en matière d'assurance-vie.

Dans ce contexte d'accumulation de risques et de grande fragilité, une intervention militaire au Moyen-Orient et une éventuelle hausse du pétrole pourraient constituer des éléments déclencheurs d'une rechute de la demande finale et de l'économie dans son ensemble. La reprise est vraisemblable, une rechute l'est à peine moins. ■



# Présentation générale des perspectives 2002-2003\*

Nous avons à l'automne 2000 diagnostiqué un renversement de la conjoncture mondiale touchant particulièrement les régions développées. L'an dernier, avant même les attentats du 11 septembre, nous inscrivions dans nos perspectives une récession aux Etats-Unis et un net ralentissement européen. Ces pronostics se sont avérés exacts avec toutefois quelques nuances. Pour l'avenir, hors l'hypothèse de conflits armés dont l'évolution est imprévisible, nous ne privilégions pas le scénario de rechute et nous tablons sur une consolidation progressive de la croissance mondiale.

## **Récession américaine, déception européenne**

Il y a un an nous avons prévu une récession aux Etats-Unis, mais nous ne pouvions pas l'envisager avant le deuxième semestre 2001 car les comptes nationaux américains décrivaient à l'époque une économie en croissance au premier semestre. Ces comptes ont été depuis fortement révisés en baisse. Il s'est avéré que selon les estimations révisées, en principe de meilleure

qualité que les précédentes, le PIB américain a reculé au cours des trois premiers trimestres de 2001. En définitive, il y a donc bien eu comme nous l'envisagions une récession aux Etats-Unis. Pour l'Europe, nos prévisions de croissance étaient parmi les plus faibles (1,5 % de croissance en 2002, alors que le « consensus » était à 2,5 %). Nous étions pourtant encore trop optimistes puisque l'estimation actuelle de la croissance de la zone euro pour 2002 n'est que de 0,7 %. La déception est générale à l'ensemble des pays européens. Elle est particulièrement forte pour l'Allemagne et l'Italie.

## **Des marchés boursiers toujours mal orientés**

La conjoncture financière a été particulièrement heurtée depuis deux ans. Le point remarquable est moins la volatilité des marchés (qui est certes élevée mais qui n'est pas véritablement nouvelle) que leur orientation. Depuis les sommets de la mi-2000, les marchés boursiers ont perdu plus de 50 % de leur valeur et ils restent toujours dans un couloir baissier dont la

## Les chiffres clés de nos perspectives

	2000	2001	2002	2003
<b>1 - Croissance du volume du PIB</b>				
	<i>Variations en %</i>			
Monde	4,5	2,1	2,5	3,4
Ensemble de la zone OCDE	3,6	0,6	1,4	2,3
dont : Etats-Unis	3,8	0,3	2,3	2,7
Japon	2,2	-0,3	-0,7	0,7
Zone euro (6 grands)	3,5	1,4	0,7	1,9
Union européenne à 15	3,5	1,6	1,0	2,1
dont : Allemagne	3,1	0,7	0,3	1,7
France	4,2	1,8	1,1	2,1
Royaume-Uni	3,1	1,9	1,4	2,3
Italie	2,9	1,8	0,6	1,9
Espagne	4,2	2,7	1,8	2,4
Pays hors OCDE	5,8	4,2	4,0	5,0
<b>2 - Marchés mondiaux</b>				
	<i>Variations en %</i>			
Commerce mondial (en volume)	12,7	-1,1	2,5	7,3
Importations de l'OCDE	11,8	-0,7	1,4	7,2
Importations des pays hors OCDE	1,0	-2,2	5,6	7,5
Prix du pétrole (\$/baril de brent)*	28,4	24,5	24,5	25,0
Prix des matières premières** en \$	5,7	-4,4	3,9	5,2
"    "    "    en □	22,3	-1,7	-1,4	-6,2
<b>3 - Taux de change</b>				
	<i>Moyenne sur la période</i>			
1 \$ = ...euro	1,08	1,12	1,06	1,00
=...yens	108	121	124	133
1 □ = ...yens	100	109	117	133
1 £ = ...\$	1,52	1,44	1,48	1,44
<b>4 - Taux d'intérêt à 3 mois</b>				
	<i>en %</i>			
Etats-Unis (bons du Trésor)	6,0	3,5	1,7	2,4
Japon (euro-yen)	0,3	0,2	0,1	0,4
Zone Euro (euribor)	4,4	4,2	3,4	3,4
<b>5 - Taux d'intérêt à 10 ans</b>				
	<i>en %</i>			
Etats-Unis	6,0	5,0	4,8	5,2
Japon	1,7	1,3	1,3	1,6
Zone Euro	5,4	5,0	5,1	5,3
<b>6 - Taux d'inflation</b>				
Etats-Unis	3,4	2,8	1,5	2,1
Japon	-0,7	-0,7	-0,8	0,3
Zone Euro	2,4	2,5	2,3	1,8

\* moyenne annuelle; \*\* hors énergie.

penne est de l'ordre de 20 à 25 % par an. Ces chiffres étant assez proches des rythmes de hausse des dernières années 1990, le reflux a ramené les cours à leurs niveaux de 1997 aux Etats-Unis et en Europe. On notera que l'Eurostoxx calculé en dollars sous-performe le SP 500 régulièrement depuis 1995. Le résultat serait évidemment le même si on calculait le SP 500 en euros.

### **Des taux d'intérêt publics exceptionnellement bas**

L'autre tendance importante sur les marchés financiers est la prolongation du mouvement de baisse des taux d'intérêt des obligations publiques. Le taux des obligations de l'Etat américain est revenu de 6 % en 2000 à moins de 4 % ces jours derniers. Le taux du Bund allemand a nettement moins reculé, revenant d'environ 5,5 % à 4,5 %. La raison de l'écart d'évolution tient notamment à la différence de comportement entre la Réserve Fédérale et la Banque Centrale Européenne. Le recul des taux d'intervention américains a été trois fois supérieur à celui des taux européens. Au niveau actuel de 3,25 %, le taux de la BCE fait obstacle à la baisse des taux longs et bride la capacité de reprise européenne.

### **La normalisation boursière est-elle terminée ?**

Après plus de deux ans de baisse (la plus longue période de baisse aux Etats-Unis depuis soixante ans) les marchés boursiers ont-ils retrouvé un niveau cohérent avec les fondamentaux de l'économie ? Il est difficile de donner une réponse assurée à

cette question. Les modèles comme celui de la Réserve Fédérale affirment que les cours sont désormais trop bas. Mais, ces cours sont encore au-dessus de leur tendance longue, au moins aux Etats-Unis. Les résultats divergent selon la prime de risque que l'on retient et bien sûr, dans la mesure où la bourse reflète l'anticipation de l'avenir, selon la vision macroéconomique que l'on privilégie pour la fin 2002 et pour l'année prochaine.

### **Une conjoncture inégale entre les zones émergentes**

Dans l'ensemble des données conjoncturelles récentes, un facteur saillant et favorable est la vigueur de la croissance des pays émergents d'Asie. L'expansion s'y développe actuellement à un taux de l'ordre de 5 % l'an en moyenne et les fondements de cette croissance paraissent robustes car ils sont largement d'origine interne. Dans les autres zones émergentes, la conjoncture récente est décevante. Les importations d'Amérique latine reculent et les importations des pays d'Europe de l'Est progressent à peine.

### **Une reprise incertaine aux Etats-Unis**

Aux Etats-Unis, après un rebond au rythme de 5 % l'an au premier trimestre, la croissance est retombée à peine au-dessus de 1 % en rythme annuel et les indicateurs conjoncturels de l'été sont pour le moins mitigés : rechute des indices ISM et des indices de confiance des ménages mais consommation des ménages toujours dynamique, au prix il est vrai d'une rechute du taux d'épargne, enfin redressement

difficile des profits. L'économie américaine paraît à un carrefour conjoncturel. Elle a rebondi (temporairement ?) grâce aux trois points de PIB injectés par le budget fédéral en un an. Elle tient grâce à un coût de l'argent maintenu à un point bas historique. A la différence de 1990-1991, le système bancaire semble avoir bien résisté mais il pourrait être aussi plus sélectif dans la distribution du crédit. Certains imaginent un enchaînement de « credit crunch rampant » contraignant les entreprises et les ménages à améliorer encore leur situation financière, alors que la politique économique n'a pratiquement plus de marge de soutien. Un tel enchaînement pourrait conduire à une véritable rechute de l'économie américaine dans les prochains trimestres.

### **Nous privilégions le retour à la croissance**

Nous n'avons pas retenu le scénario de rechute notamment pour deux raisons. Le seul *double dip* américain observé dans le passé est celui de 1981-82. On l'explique par la remontée beaucoup trop rapide des taux d'intérêt par la Réserve Fédérale, ce que nous excluons pour l'avenir. D'autre part, une reprise économique non violente (et à ce jour le rebond de croissance est loin d'être violent) est souvent hésitante, avec des hauts et des bas. Ce que l'on observe actuellement n'est pas très différent de ce que l'on avait observé après le printemps 1991, qui avait à l'époque fini par déboucher sur une reprise durable. Nous retenons pour les Etats-Unis une croissance de 2,3 % en 2002 et de 2,7 % en

2003, ce qui suppose que tous les trimestres à partir du troisième trimestre de 2002 soient au-dessus de 2,5 % l'an et s'approchent prochainement de 3,0 %. L'inflation resterait voisine de 2 %. La Réserve Fédérale remonterait son objectif de taux à partir du printemps 2003.

### **Une difficile consolidation en Europe**

L'Europe est encore plus décevante que les Etats-Unis. Les opinions sur les carnets de commandes dans l'industrie rechutent quelques mois à peine après leur point bas, ce qui est plutôt inhabituel. Le climat des affaires dans la construction reste satisfaisant mais il se tasse lentement.

Le point le plus notable est le très bas niveau du climat des affaires dans le secteur du commerce de détail. La faiblesse de l'emploi et l'absence de désinflation limitent le pouvoir d'achat et le rythme de la consommation des ménages (qui n'a pas progressé au cours du premier semestre 2002). Du côté de la politique économique, il a manqué aux gouvernements européens la réserve budgétaire dont disposait le gouvernement américain. Quant à la Banque Centrale Européenne elle maintient un taux d'intervention de 3,25 % inutilement restrictif. La résistance à la désinflation moyenne dans la zone euro est un fait, mais l'inflation n'est pas aujourd'hui un risque majeur en Europe. Il est même probable qu'en limitant la capacité de rebond de l'économie européenne on n'accélère en rien la désinflation. Dans ce contexte, nous ne



pouvons envisager pour l'Europe qu'une consolidation lente aboutissant dans nos perspectives à une croissance de 0,7 % en 2002 et de 1,9 % en 2003. Nous n'envisageons pas d'accélération de l'inflation et nous retenons un début de remontée du taux de refinancement de la BCE à partir du printemps 2003.

### **Les risques qui subsistent**

L'hypothèse de reflux prochain du risque peut paraître optimiste eu égard au niveau d'endettement toujours élevé aux Etats-Unis et en Europe. Certains observateurs mettent en avant un risque de déflation par la dette. On notera en particulier que la richesse nette des ménages américains est revenue de 6,4 années de revenu disponible fin 1999 à 5,1 années fin juin 2002. Ce taux est désormais très proche du niveau de fin 1995. Or, le taux d'épargne des ménages américains est beaucoup plus bas qu'à l'époque.

Un autre risque est celui d'un conflit avec l'Irak. Il est difficile de l'évaluer tant dans sa probabilité que dans ses conséquences. Si on écarte un enlisement ou une généralisation du conflit, la probabilité d'une hausse durable du prix du pétrole paraît faible mais les conséquences d'une telle hausse pourraient être une rechute de la demande dans les pays développés. A titre d'illustration, le poids des importations d'énergie représentait en 2001 environ 2,5 % du PIB de la zone euro. Un prix du pétrole à quarante dollars le baril pendant un an amputerait la croissance européenne d'environ un point.

## **Marchés mondiaux des produits de base**

Les prix du Brent sont passés en moyenne de 24 dollars le baril en juin à près de 29 dollars ces derniers jours. La « prime de guerre » sur le baril est évaluée entre deux et cinq dollars. Une intervention, même limitée dans le temps, pousserait encore les prix à la hausse. Mais la flambée devrait être transitoire, les prix reviendraient aux alentours des 25 dollars en 2003, à condition que la crise au Moyen Orient ne perdure pas.

### **L'Opep peut pallier un arrêt éventuel des exportations irakiennes**

Sur l'ensemble de l'année 2002, la demande progresserait de seulement 0,3 %, soit une hausse nettement inférieure à la tendance de long terme qui ressort à 1,4 % l'an. En 2003, compte tenu de la reprise de l'activité que nous anticipons, la consommation de brut progresserait de 1,4 %. En ce qui concerne les stocks de produits pétroliers, ceux-ci étaient encore en hausse de 2,3 % sur un an au deuxième trimestre. Aux Etats-Unis, cette hausse s'est cependant ralentie cet été et ne ressort plus qu'à 0,7 % en août en variation annuelle. Le ralentissement récent de la reconstitution des stocks est également un élément de soutien des prix.

La production mondiale est ressortie à 76,5 millions de barils par jour (mb/j) en juillet, en hausse de 0,3 mb/j par rapport au deuxième trimestre 2002. L'offre de l'Opep, hors Irak, ressort à 23,16 mb/j, soit 1,46 mb/j de plus que ne l'autorisent les quotas inchangés depuis janvier dernier (21,7). Le dépassement des quotas

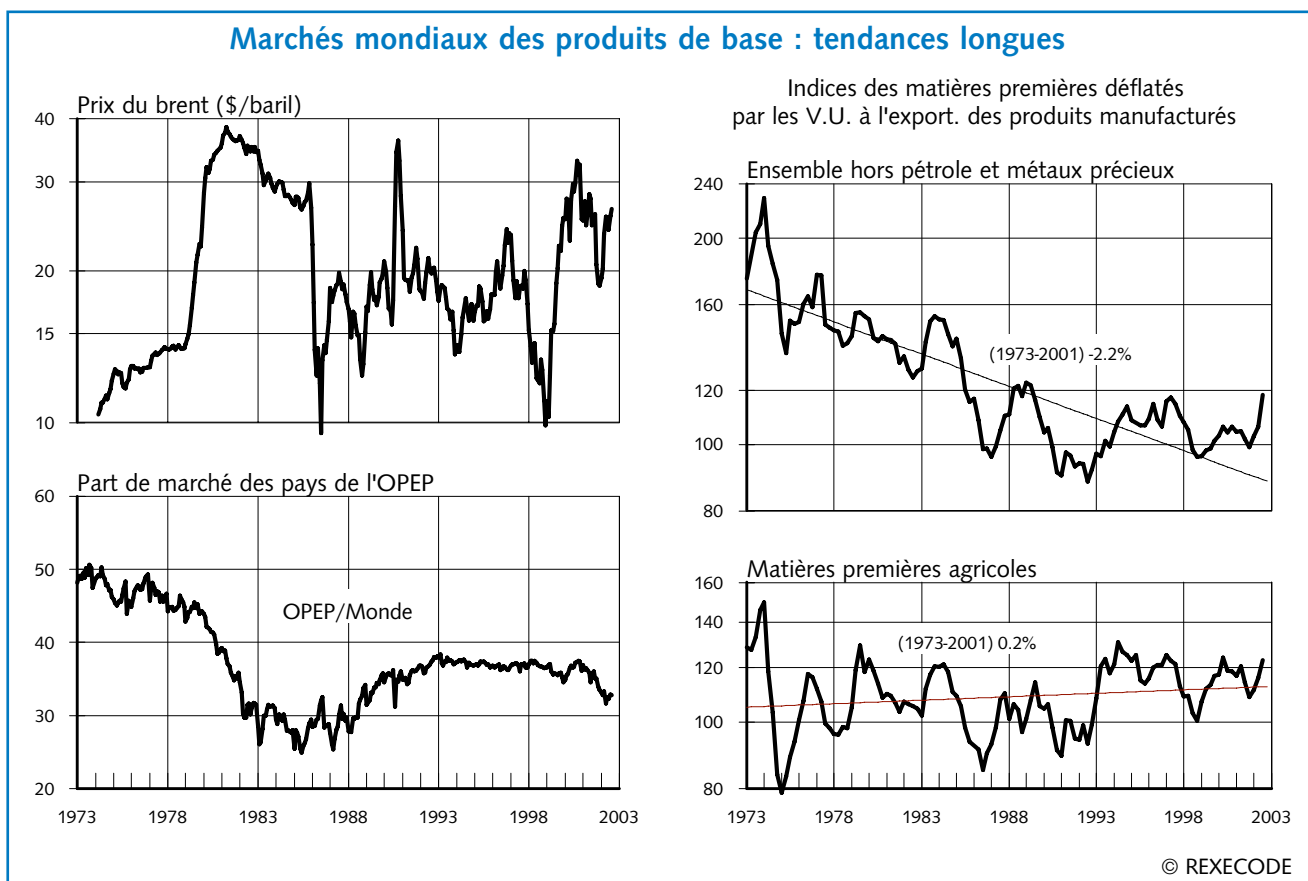
de production a fait légèrement croître les parts de marché du cartel qui ressortent à 32,6 % en juillet contre 31,6 % en avril.

Les exportations de brut irakien ne peuvent que subir les conséquences d'une intervention militaire. En juillet dernier l'offre irakienne, qui a été très volatile ces dernières années, représentait 7 % de la production de l'Opep. Mais sur les deux dernières années elle ressort à 8,5 % (3 % de la production mondiale). A court terme, une absence des exportations irakiennes pourrait soutenir les prix du brut. Par ailleurs, les pays non-Opep devraient continuer d'augmenter leur production ces prochains mois, ce qui apaiserait les marchés. Les prix reviendraient aux alentours de 25 dollars en 2003, après avoir connu un pic en moyenne à 26 dollars au deuxième semestre 2002.

## Fort rebond des prix des produits alimentaires

Les prix en dollar des autres matières premières (hors pétrole et hors métaux précieux) ont continué de progresser depuis le mois de juin dernier. Ils ressortent en hausse de 14,7 % depuis le début de l'année. Les prix des produits alimentaires ont fortement rebondi de 5,6 % en août par rapport à juillet en raison d'une flambée des prix des céréales. En effet, le Midwest américain est frappé par une sécheresse qui réduira considérablement la récolte de cette année. En revanche, les prix des métaux communs se sont légèrement repliés en raison d'un ralentissement de l'activité industrielle, alors que les prix des produits agricoles à usage industriel se sont stabilisés. Au total, hors aléa climatique, les prix des matières pre-

### Rebond généralisé des prix des matières premières





mières non énergétiques augmenteraient de 3,9 % en 2002 et accéléreraient en 2003 à 5,2 %.

## **Marchés de taux, marchés de change**

Le fait majeur observé sur les marchés financiers au cours de ces derniers mois est la poursuite de la baisse boursière simultanée à une reprise de la baisse des taux d'intérêt à long terme. Le rendement des obligations du Trésor à dix ans est tombé sur la ligne des 4 %. La moyenne des taux des mêmes obligations dans la zone euro s'est repliée sur la ligne des 4,5 %. Quant au rendement des obligations japonaises, il est passé en dessous de la ligne des 1 % comme au plus fort de la crise financière de l'automne 1998. Les tensions sur le marché du pétrole et la dégradation des finances publiques de part et d'autre de l'Atlantique n'empêchent pas cette baisse des taux longs, c'est dire combien le pessimisme des opérateurs quant à l'avenir de la croissance s'est accru.

### **Vers un rebond des taux longs**

Ce mouvement baissier des taux longs d'Etat ne se poursuivrait pas. Ceci n'empêcherait pas, en raison de la réduction des « spreads », la poursuite de la baisse des taux des obligations privées. Aussi nous ne pensons pas que le Système fédéral de Reserve va reprendre sa politique de desserrement monétaire et nous ne parions pas sur un nouveau geste de la BCE. Pour celle-ci, il est vrai que la détérioration récente de la conjoncture de la zone euro pourrait légitimer un assouplissement,

mais l'inflation a du mal à casser la barre des 2 %, l'avance de M3 reste encore au-dessus de l'objectif visé et les finances publiques se dégradent dans la zone. Aussi, avec une reprise qui se poursuivrait certes de façon chaotique aux Etats-Unis, et une conjoncture qui s'améliorerait un peu courant 2003 dans la zone euro, nous envisageons un rebond du taux long américain à 10 ans dans la zone des 5 % en 2003 et jusqu'à un peu moins de 5,5 % pour les taux européens. L'inflation restant contenue dans la zone des 2 %, ceci laisserait des taux réels de 3 à 3,5 %.

### **Un dollar pour un euro**

La baisse du dollar contre l'euro ne s'est pas poursuivie, la devise américaine retrouvant une certaine fermeté à mesure que l'on se rapprochait de la parité. Le dollar reste un peu surévalué vis-à-vis de l'euro. Nous ne retenons pas cependant une reprise de la baisse de la devise américaine vis-à-vis de l'euro même si le dollar reste assorti de taux d'intérêt moins rémunérateurs et demeure sous la pression d'un déficit croissant de la balance courante. Les perspectives de redressement de l'activité paraissent meilleures aux Etats-Unis qu'en Europe. Nous maintenons un change du dollar contre l'euro à un pour un.

La perspective de la poursuite de l'affaiblissement du yen ne s'est pas vérifiée ces derniers mois. Au contraire, encore que ces dernières semaines le yen a faibli à nouveau. Le yen n'est pas dans une position compétitive vis-à-vis du dollar et de l'euro et nous maintenons donc notre scénario antérieur d'une reprise du recul de

la devise japonaise jusqu'à 150 yens pour un dollar en 2005, malgré la persistance d'un excédent confortable de la balance courante du Japon.

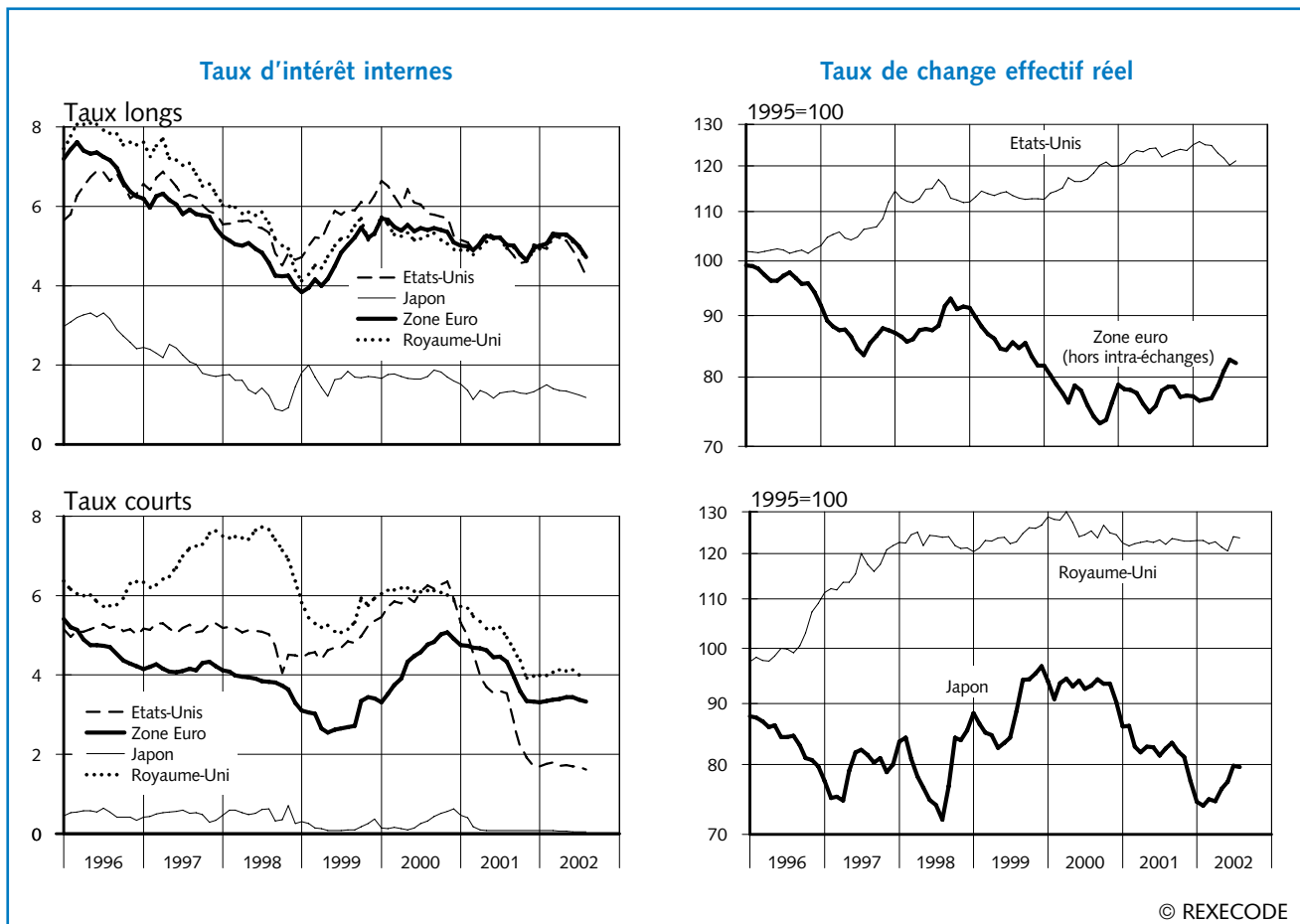
été prévu. L'impôt sur le revenu et celui sur les bénéfices ont beaucoup moins rapporté qu'escompté. Aussi, bien que les dépenses devraient être plus faibles que prévu d'une vingtaine de milliards de dollars (- 1 % environ), le déficit s'annonce plus élevé d'environ 50 milliards de dollars. Pour l'exercice 2003, l'Administration maintient sa prévision d'une réduction du déficit qui reviendrait de 165 à 109 milliards de dollars. Si l'on s'intéresse à l'ensemble des Administrations publiques, leurs comptes qui se trouvaient en léger excédent au printemps 2001 (capacité de financement de 0,2 % du PIB) ont présenté un besoin de financement de 3,2 % du PIB au deuxième trimestre. On mesure là la force de l'impact de la politique budgétaire.

## Finances publiques

### • Etats-Unis

A la « mid-session Review », il s'avère que le déficit des comptes du gouvernement fédéral pour l'exercice fiscal 2002 en voie d'achèvement (30 septembre) sera plus lourd que prévu en février dernier lors de la présentation du budget 2003. Malgré des propositions de réduction des recettes refusées par le Congrès, les recettes fiscales devraient être inférieures de 80 milliards de dollars environ (- 4 %) à ce qui avait

**La détente des taux longs traduit le comportement de fuite vers les actifs les moins risqués**



- **Japon**

La présentation du budget 2003 ne sera dévoilée en détail qu'en octobre prochain mais le gouvernement en a déjà indiqué les grandes lignes cet été. Une réduction des impôts d'environ un trillion de yens est proposée à travers un élargissement de l'assiette fiscale pour les particuliers et une imposition des entreprises non plus uniquement par rapport aux bénéfices mais aussi par rapport à la valeur ajoutée et la taille de leur capital. Cette réforme fiscale ne serait pas financée par de nouvelles émissions de titres, le gouvernement souhaitant à nouveau respecter en 2003 le plafond des 30 trillions de yens d'émissions qu'il s'était déjà fixé en 2002. Par ailleurs, le montant des dépenses totales devrait atteindre 81,2 trillions de yens en 2003, soit un montant inchangé par rapport à 2002. Les coupes budgétaires porteront sur l'investissement public (- 3 % par rapport au budget 2002) et sur les dépenses dites discrétionnaires (- 2% par rapport au budget 2002 sauf pour les dépenses d'aide à la Science et à la Technologie). Par ailleurs, le gouvernement envisage une réforme du système de sécurité sociale face au vieillissement de la population.

- **Zone euro**

Une dérive des comptes publics s'est installée au sein des principaux pays de la zone. Le libre jeu des « stabilisateurs automatiques » explique pour partie ce renverse-

ment de tendance. Plus fondamentalement, ce dernier renvoie à l'absence de réel ajustement durant la période favorable qu'a connue l'économie européenne à la fin des années 1990 et qui n'a pas permis de doter cette dernière de réelles marges de manœuvre budgétaire. En atteignant rapidement ses limites définies dans le cadre du Pacte de Stabilité et de Croissance, l'arme budgétaire contra-cyclique européenne s'est ainsi avérée être un moteur de croissance peu efficace par comparaison avec ses équivalents américains ou britanniques. Une remise en cause du Pacte, voire une nouvelle méthode d'évaluation du solde public ne peut occulter cette faiblesse récurrente de l'économie européenne, d'autant que la dérive tient bien plus à une augmentation des dépenses de fonctionnement qu'à une progression soutenue des dépenses d'investissement.

En outre, le maintien durable du déficit public de certains pays de la zone aux environs de 3 % du PIB risque de se traduire par un effet cumulatif où le poids de la dette augmenterait de nouveau. Le seuil de 60 % de dette publique exprimée en points de PIB n'est stabilisé avec un déficit public équivalent à 3 % du PIB que si le PIB en valeur progresse en moyenne de 5 % par an. En-dessous de ce rythme de croissance, l'effet boule de neige sur la dette publique reprend, ce qui viendrait alors renverser le cercle vertueux de la fin des années 1990 marquée par la réduction du poids de la dette. ■





# L'environnement mondial de l'Europe

## Etats-Unis

Après 5 % l'an au premier trimestre, la croissance du volume du PIB a à peine dépassé 1 % l'an au deuxième trimestre. Comme prévu, la croissance s'est modérée à mesure que l'effet « stocks », particulièrement violent en début d'exercice, s'est estompé. Les indicateurs disponibles pour les deux premiers mois de l'été sont mitigés. Ils suggèrent que l'expansion se poursuit à un rythme lent sans pratiquement de créations d'emplois et avec une inflation qui reste très modérée. L'effet « stocks » continue de faiblir tandis que les dépenses des ménages restent soutenues et que des signes se multiplient pour suggérer que le point bas des dépenses en biens d'équipement des entreprises a été touché.

### La croissance se poursuit à un rythme modéré

Bien qu'il était largement anticipé parce qu'inévitable, le ralentissement de l'activité observé au deuxième trimestre a augmenté les craintes d'une rechute dans la récession. L'hypothèse s'est renforcée avec la détérioration de

certain indicateurs comme l'indice ISM en juillet et août. Aussi comprend-on la poursuite de la baisse boursière simultanée à un nouveau recul des taux longs, ce dernier paraissant anticiper un nouvel assouplissement de la politique monétaire.

Cette hypothèse du double plongeon ne nous paraît pas la plus probable. Sa probabilité serait certes renforcée en cas d'une intervention militaire en Irak. Mais les conditions ne sont pas réunies comme en 1981, seul exemple où dans l'histoire, la conjoncture américaine a enre-

**Vers une reprise sans accélération et un creusement des déséquilibres extérieurs**

Etats-Unis				
	2000	2001	2002	2003
PIB	3,8	0,3	2,3	2,7
Demande interne stocks compris	4,4	0,2	3,0	3,4
Demande interne hors stocks	4,4	1,5	2,2	2,8
Consommation privée	4,3	2,5	3,2	2,8
Dépenses publiques	2,7	3,7	4,3	2,9
FBCF totale	6,3	-4,0	-3,7	2,4
Exportations de biens et services	9,7	-5,4	-1,0	7,2
Importations de biens et services	13,2	-2,9	5,0	10,4
Prix de détail	3,4	2,8	1,5	2,1
Gains horaires	3,9	4,1	3,1	3,0
Taux de chômage en %	4,0	4,8	5,8	5,8
Solde des comptes publics en % du PIB	1,4	-0,5	-3,2	-3,1
Balance courante en % du PIB	-4,2	-3,9	-5,0	-5,7

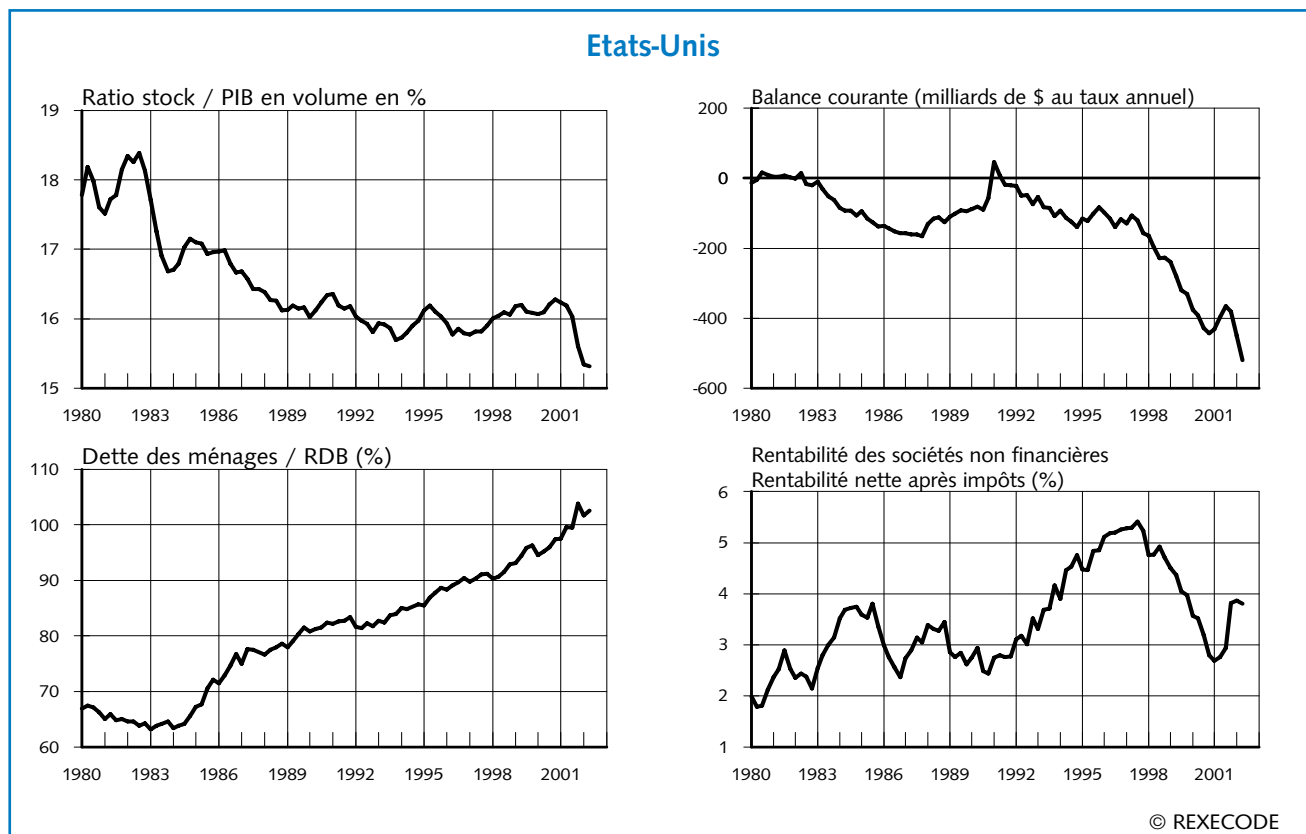
gistré un « double dip ». A l'époque, rappelons que l'inflation dépassait les deux chiffres et que les taux d'intérêt à long terme plafonnaient entre 13 et 14 %. Pour briser les anticipations inflationnistes, M. Volcker, président du Système fédéral de Réserve, avait dû se résoudre à resserrer fortement la politique monétaire à deux reprises.

Nous maintenons notre scénario antérieur d'une croissance restant inférieure à son potentiel avec une inflation demeurant bridée. Les corrections déjà effectuées, notamment en matière de stocks et d'investissements des entreprises, ainsi que le redressement constaté du taux d'épargne des ménages, laissent supposer que la demande finale des agents privés devrait se maintenir sur une pente positive. Par ailleurs, la politique budgétaire conserve encore des marges de manœuvre pour

pallier une déficience éventuelle de la demande des agents privés. Si le déficit des comptes publics s'est rapidement creusé, la dette publique n'a en effet que peu augmenté et reste encore à un niveau bas. Enfin, la faiblesse de l'inflation laisse toute latitude à la Banque centrale pour maintenir une politique monétaire accommodante.

La poursuite des pressions à la baisse des prix pèse et pèsera sur la capacité des entreprises à redresser leurs profits. Ceci gêne l'assainissement de leurs bilans et bride donc le redressement à venir de l'investissement productif. Cette difficulté justifie par ailleurs la poursuite d'une certaine morosité à Wall Street d'autant que la place n'a pas fini de corriger sa surévaluation. Avec le besoin de rééquilibrer les comptes publics et celui de réduire la dette des ménages, on comprend que la

**La situation financière des agents peine à se redresser**





phase de reprise en cours ne peut complètement s'épanouir. Aussi retenons-nous une progression du volume du PIB de 2,3 % cette année après 0,3 % l'an passé et de 2,7 % l'an prochain, la reprise restant bridée comme elle l'avait d'ailleurs été au début des années 1990. L'activité serait tirée par la demande intérieure tandis que la demande extérieure nette continuerait de se détériorer.

### **Ajustement des dépenses en capital**

Le ratio « stocks/PIB » s'est stabilisé à 15,3 %, un point de moins qu'un an auparavant. Il a cassé tous ses plus bas antérieurs. Il progresserait à horizon fin 2003 sans retrouver le palier à 16 % sur lequel il oscillait environ dix ans. Au deuxième semestre, la contribution des stocks à l'activité serait encore positive, elle serait neutre en 2003. Le taux d'investissement productif a encore baissé au deuxième trimestre, il est passé en dessous de la barre des 11 %. Il reste encore supérieur d'environ un point à son creux historique du début 1992 mais est déjà passé en dessous de la moyenne de ces trente dernières années (11,6 %). Le taux d'investissement en « construction non résidentielle » est à son plus bas, celui en « biens d'équipement » paraît vouloir se stabiliser sur sa moyenne à 8 % enregistrée de 1973 à 2002. Le taux d'investissement « en biens d'équipement hors TIC » est en voie de retrouver son creux historique de 1992 tandis que celui « en TIC » a déjà légèrement rebondi au deuxième trimestre.

L'ajustement des dépenses en capital des entreprises a déjà été

violent et le taux d'utilisation des capacités de production amorçant son redressement, la reprise de l'investissement pourrait s'accélérer vigoureusement. Le problème est cependant que les entreprises n'ont pas encore recouvré une capacité de financement suffisante alors qu'elles sont lourdement endettées et qu'il leur est difficile de lever des fonds sur les marchés d'actions.

En fait, les sociétés non financières peinent à redresser leurs marges en dépit de progrès de productivité plutôt soutenus et d'une inflation salariale. La pression sur les prix reste forte en effet puisque sur les quatre derniers trimestres connus, la hausse du prix de la valeur ajoutée du secteur privé non agricole n'a pas dépassé 0,4 %.

### **Les dépenses des ménages progresseraient encore**

La consommation reste bien orientée. Les ventes au détail progressent, soutenues par celles de véhicules automobiles à nouveau dopées par la politique de crédit à taux zéro décidée par les constructeurs. Simultanément, la baisse des taux hypothécaires contribue à soutenir les mises en chantier de logements. Certes, la baisse boursière réduit la valeur du patrimoine financier des ménages mais *a contrario* les portefeuilles obligataires enregistrent des plus-values tandis que la hausse des prix de l'immobilier (7,3 % sur un an dans l'ancien pour la moyenne des trois derniers mois connus en juillet) gonfle la valeur du patrimoine immobilier. Si la dette totale des ménages est à des niveaux records, leur situation

patrimoniale nette reste encore plus favorable qu'avant 1995.

Si l'on ne peut imaginer une accélération durable des dépenses des ménages qui stimulerait la croissance, une contraction de ces dernières qui précipiterait de nouveau l'économie dans la récession apparaît peu probable, d'autant que l'emploi a cessé de se détériorer et que le pouvoir d'achat du salaire horaire progresse.

## Japon

Selon la deuxième estimation des comptes nationaux, le volume du PIB a progressé de 2,6 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2002. En glissement sur un an, le PIB en volume est en repli de 0,7 %. Les exportations ont été le principal moteur de la croissance japonaise au deuxième trimestre 2002. Par contre la demande intérieure est restée étale, la faible progression de la consommation privée étant compensée par le repli de l'investissement. Un tel scénario se prolongerait au deuxième semestre 2002, marqué par la stabilisation de l'activité économique, le dyna-

misme des exportations compensant le repli persistant de l'investissement. Le PIB en volume reculerait de 0,7 % pour l'ensemble de l'année. Il faudrait attendre 2003 pour voir le Japon renouer avec une croissance qui resterait toutefois très faible (+ 0,7 %).

L'application d'une nouvelle méthodologie de calcul des comptes nationaux a conduit à une révision à la baisse des trimestres précédents. Le fait le plus marquant est la révision du PIB en volume du premier trimestre. Celui-ci stagne alors qu'il progressait de 5,7 % l'an d'après la première estimation. Selon ces révisions, l'économie japonaise a donc connu une reprise de son activité au printemps après trois trimestres consécutifs de récession et un trimestre de stagnation. Le Japon serait ainsi sorti de la plus grave crise jamais connue depuis la Seconde guerre mondiale.

### La reprise serait tirée par les exportations

La reprise de l'activité au premier semestre 2002 a résulté principalement de la demande extérieure. Les exportations ont progressé de plus de 20 % l'an au cours des premier et deuxième trimestres 2002. D'après les derniers chiffres connus, les exportations ont encore fortement progressé en juillet vers l'Asie et l'Union européenne, mais elles ont légèrement reculé en direction des Etats-Unis qui absorbent environ 30 % des exportations japonaises. La revalorisation du yen face au dollar en est certainement la raison.

Malgré un éventuel repli de l'activité aux Etats-Unis et en Europe, la progression des expor-

**Une reprise modeste  
après deux années de récession**

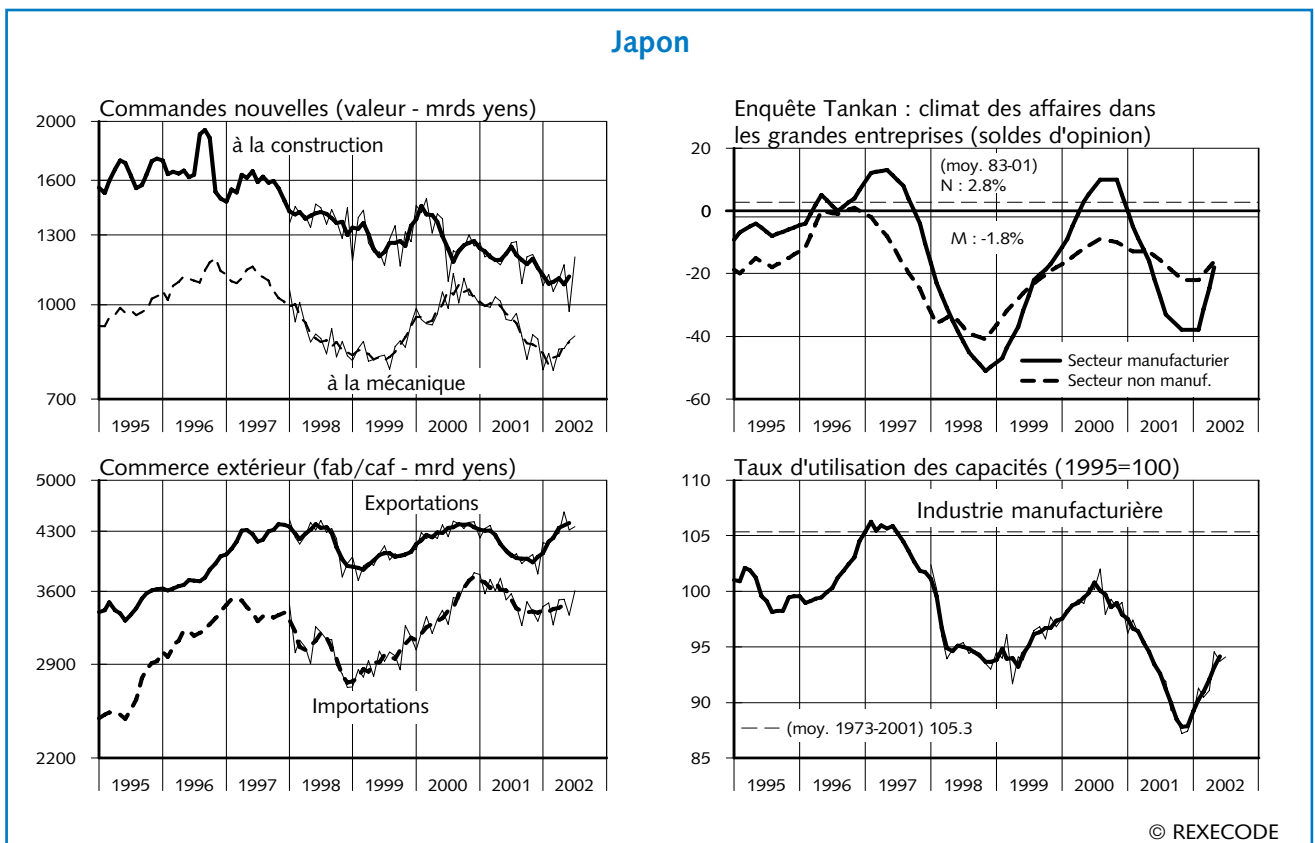
Japon				
	2000	2001	2002	2003
PIB	2,2	-0,3	-0,7	0,7
Demande interne stocks compris	1,8	0,4	-1,5	0,3
Demande interne hors stocks	1,8	0,7	-0,9	0,3
Consommation privée	0,3	1,5	0,8	1,4
Consommation publique	4,6	2,8	1,3	-1,7
FBCF totale	3,2	-2,2	-5,7	-0,8
Exportations de biens et services	12,4	-6,6	5,6	7,3
Importations de biens et services	9,6	-0,6	-1,6	5,2
Prix de détail	-0,7	-0,7	-0,8	0,3
Gains mensuels (ens. de l'économie)	0,5	-0,1	-0,9	0,2
Taux de chômage en %	4,7	5,0	6,2	6,6
Solde des comptes publics en % du PIB	-7,4	-6,9	-6,3	-6,1
Balance courante en % du PIB	2,5	2,1	3,3	4,0

tations devrait perdurer au cours des troisième et quatrième trimestres 2002, à un rythme de 5 % l'an, en raison des perspectives de croissance en Asie (qui représente environ 40 % des exportations de l'Archipel). Certes, 60 % des exportations japonaises en Asie sont des biens de capital dont l'évolution est très sensible à la conjoncture internationale et tout particulièrement à celle des Etats-Unis. Mais on observe aujourd'hui une nette progression des exportations japonaises de biens de consommation durable plus sensible à la bonne tenue de la demande intérieure de pays tels que la Chine ou la Corée du Sud. A défaut d'une reprise certaine du commerce mondial dans les mois à venir, les exportations japonaises bénéficieraient ainsi toujours, au cours du deuxième semestre 2002, de la robustesse de la demande domestique de certains pays émergents d'Asie.

## Une demande interne atone

La faiblesse de la demande interne persisterait au cours du deuxième semestre 2002. Du côté des ménages, la dégradation de la situation du marché du travail ne permet pas d'espérer une véritable reprise de leurs dépenses. En effet, on observe à la fois une baisse des salaires réels et un taux de chômage qui caracole à 5,4 % de la population active disponible, proche de son niveau record de 5,5 % atteint en décembre dernier. De plus, les entreprises ont annoncé un recul des bonus de l'été de l'ordre de 6 %. Si les immatriculations de voitures particulières ont progressé de 16,6 % l'an au deuxième trimestre, les ventes au détail n'ont, elles, progressé que de 0,9 % l'an au deuxième trimestre. Elles se replient même vivement en juillet. Par ailleurs, l'indice de confiance des consommateurs publié par

**Redressement des enquêtes de conjoncture**



l'ESRI a chuté en juin. Au total, nous retenons un rythme de progression de la consommation privée de 0,8 % pour l'année 2002, contre 1,5 % en 2001.

Après avoir reculé de 7,5 % en 2001, la production industrielle a bondi au deuxième trimestre 2002 de 16,1 % l'an. Malgré cela, notre scénario n'envisage pas de reprise de l'investissement productif avant le début de l'année prochaine. L'enquête Tankan de juillet restait pessimiste sur l'évolution des investissements fixes. Par ailleurs, le taux d'investissement productif japonais reste supérieur à celui des autres pays industrialisés. Enfin, les entreprises japonaises ont du mal à redresser leurs profits. Seul signal positif, les commandes à la mécanique ont progressé de 31,6 % l'an au deuxième trimestre, un tel rythme n'avait pas été observé depuis le premier trimestre 2000. Au total, l'investissement productif reculerait de 6,1 % en 2002 puis progresserait faiblement en 2003, à hauteur de 0,7 %.

### **La reprise resterait timide en 2003**

Notre scénario prévoit en 2003 la poursuite d'une reprise modeste de la croissance du PIB en volume, à hauteur de 0,7 %, soutenue essentiellement par les exportations qui progresseraient de 7,3 % et dans une moindre mesure par la consommation et l'investissement privés dont l'avance serait respectivement de + 1,4 % et 0,6 %.

Seul l'investissement public continuerait de se replier dans un objectif de maîtrise du déficit budgétaire. En valeur, l'investissement public correspond à 6,5 % du PIB

en 2001, contre 8,6 % en 1996. Restant sur sa tendance baissière, il reculerait encore de 5,8 % en 2002 et de 5,2 % en 2003. Le déficit budgétaire reviendrait alors à un montant équivalent à 6,3 % du PIB en 2002, contre 6,9 % en 2001 avant de le ramener aux alentours de 6 % du PIB en 2003.

## **Asie émergente**

La reprise de l'activité amorcée fin 2001 s'est poursuivie en début d'année dans la plupart des pays d'Asie émergente. Plusieurs pays ont renoué avec des taux de croissance proches de ceux qu'ils avaient connus avant la crise de 1997. Taiwan et plus particulièrement Hong Kong connaissent une reprise plus modérée, alors que la Chine et l'Inde affichent encore pour leur part des taux de croissance élevés.

Le dynamisme de l'activité dans la zone tient tout autant à des exportations vigoureuses qu'à une demande interne soutenue. Cette dernière se traduit par une progression rapide des importations. Le montant mensuel des importations réalisées par les dix principaux pays d'Asie émergente ressort désormais à un montant inférieur de seulement 4 % à celui des importations américaines. Pour autant, l'excédent des balances commerciales et courantes demeure généralement confortable, ce qui rend peu probable toute crise majeure de change.

Tout risque monétaire ne saurait être écarté au regard des cliques qui demeurent entre les économies dont l'évolution de la valeur extérieure de leur monnaie est liée à celle du dollar (Chine, Hong Kong et Malaisie) et celles

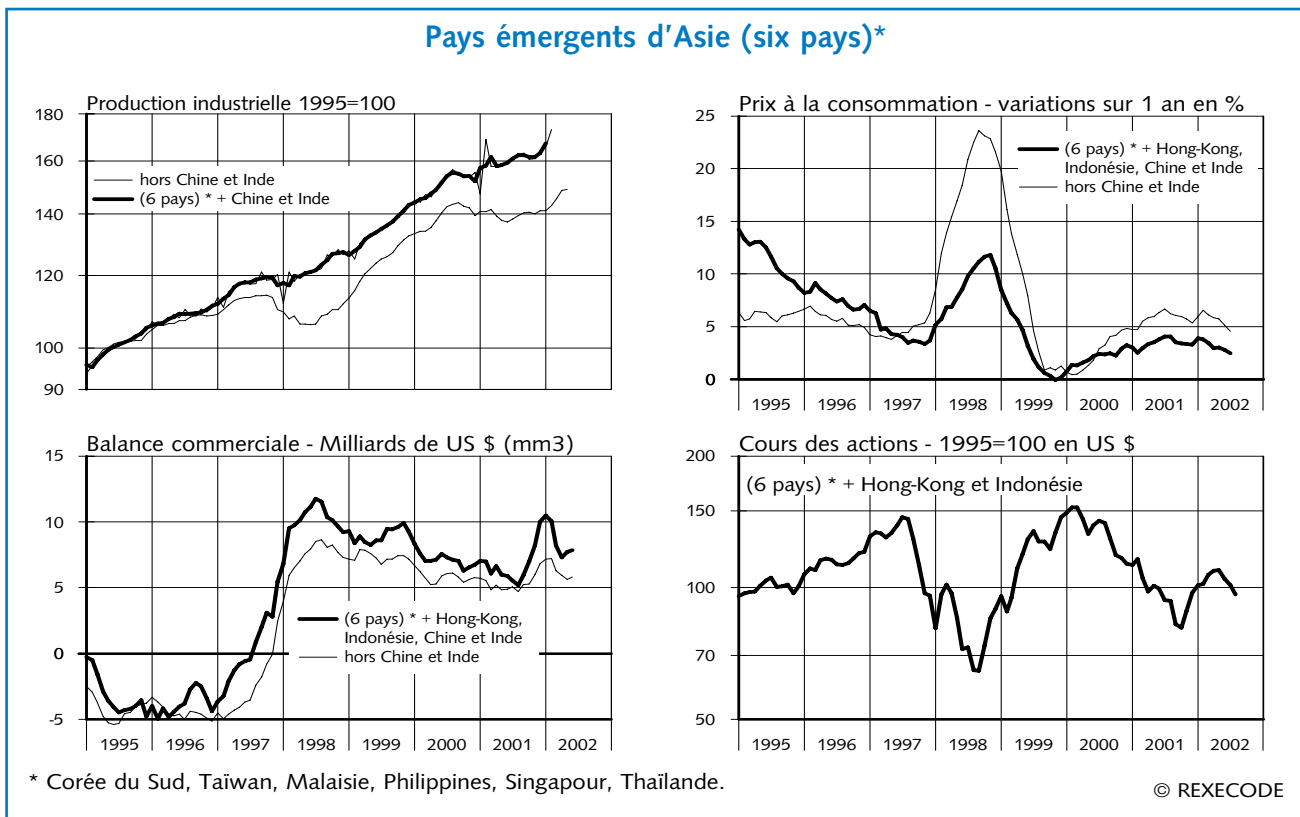
dont les monnaies ont des liens plus ou moins lâches avec la monnaie américaine. Les premières ont récemment bénéficié d'un avantage de compétitivité dont pâtissent les secondes dans une région où les économies sont plus dans une relation de concurrence que de complémentarité.

La bonne tenue de la demande interne s'explique tant par une consommation qui progresse rapidement que par un rebond de l'investissement. La première tire partie d'une inflation modérée alors que la remontée du taux de chômage, qui était notamment à l'œuvre à Singapour et à Taiwan, s'est enrayée. Par ailleurs, les politiques monétaires restent relativement accommodantes dans la zone. En revanche, la poursuite de la restructuration du système bancaire dans de nombreux pays contribue à limiter l'octroi de crédit aux entreprises dont la santé financière reste souvent pré-

caire, ce qui n'a pas empêché l'investissement de réaccélérer nettement. Toutefois, les taux d'utilisation des capacités de production restent bas alors que les taux d'investissement rapportés au PIB s'inscrivent encore à des niveaux très élevés. Autant d'éléments qui ne permettent pas de retenir une hypothèse d'accélération prolongée de l'avance de l'investissement. Par ailleurs, plusieurs éléments convergent vers l'hypothèse d'un plafonnement, voire d'une légère décélération de la croissance de la zone. Les exportations risquent d'être pénalisées par une économie japonaise toujours atone et par la reprise sans vigueur qui se dessine aux Etats-Unis et plus encore en Europe. Certaines enquêtes de conjoncture indiquent même que le pic de l'activité, aurait déjà été dépassé.

Les pays à surveiller demeurent Hong Kong qui connaît une situation de désinflation liée à l'éclate-

**Croissance soutenue sans déséquilibres majeurs**



ment en 1998 de la bulle immobilière. Le déficit public philippin tend également à se creuser en raison de faibles rentrées fiscales. Enfin, bien qu'il tende à se réduire, l'endettement extérieur indonésien reste très élevé.

## Amérique latine

Après un recul du PIB estimé à 1,5 % cette année, nous n'anticipons pas de franc rebond de l'activité en 2003, l'avance du PIB ne ressortirait qu'à 2,5 %. Les risques dans la zone restent élevés et la persistance d'un déficit courant élevé ne laissent pas espérer que cette zone redevienne un élément moteur de la croissance mondiale à brève échéance.

Les mises en flottement du peso argentin et du bolivar vénézuélien ont corrigé une surévaluation des changes, mais l'ajustement n'est probablement pas terminé. L'Argentine reste enlisée

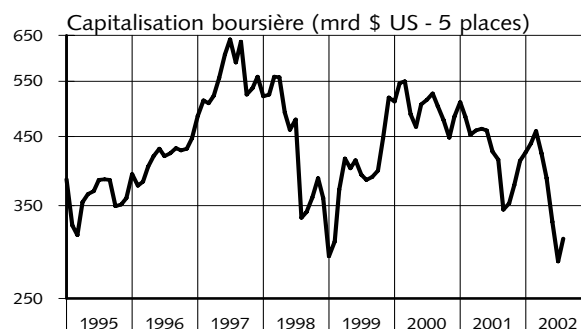
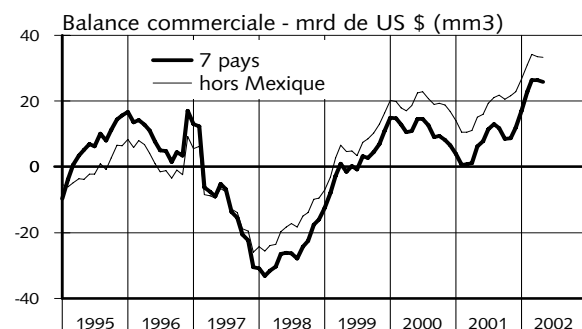
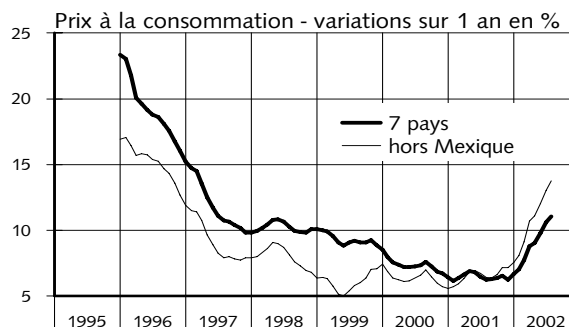
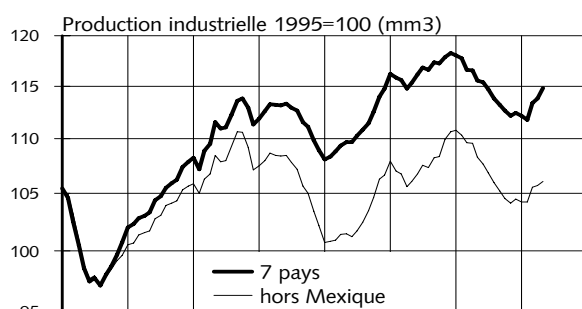
dans la dépression. La levée partielle du corralito, récemment décidée, est une étape préliminaire à la normalisation du système financier. En dépit de cela, le soutien du FMI avant les élections présidentielles de mars 2003 paraît improbable.

La récession se poursuit également au Venezuela. La demande interne reste déprimée en raison d'une hausse du taux de chômage et d'une érosion du pouvoir d'achat des ménages liée à l'accélération de la hausse des prix. Les investissements directs étrangers se sont repliés à 2 milliards l'an, niveau le plus faible depuis 1996, en raison du manque de visibilité politique. En 2003, la bonne activité du secteur pétrolier n'empêcherait pas une stagnation du PIB.

Au Brésil, le secteur extérieur a tiré la croissance au premier semestre. Mais le niveau élevé des taux d'intérêt et la dégradation du

**La confiance des investisseurs tardera à revenir**

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



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

© REXECODE



marché du travail ont entamé la demande interne. L'inflation reste élevée (9 % en moyenne) en ligne avec la forte dépréciation de la devise. Le service de la dette publique, dont le poids équivaut à 62 % du PIB, s'est alourdi (7,1 % du PIB), 33 % de la dette étant indexée sur le taux de change avec le dollar. En dépit des turbulences, la discipline budgétaire n'a pas été relâchée. Sur le plan des comptes extérieurs, l'excédent commercial a gonflé, son niveau ressortant à près de 7 milliards de dollars l'an, en ligne avec le rebond des exportations soutenues par un effet compétitivité lié à la dépréciation du taux de change effectif réel.

Le déficit courant se stabiliserait à 2,8 % du PIB, mais les entrées nettes de capitaux se replieraient encore. En 2003, la croissance resterait modérée, le besoin de financement étant couvert par les 20 milliards de dollars de prêts *stand-by* octroyés par le FMI, sous condition que les engagements pris par le gouvernement Cardoso en matière budgétaire et monétaire soient respectés par les prochaines autorités.

Au Mexique, l'activité a rebondi, entraînée par une accélération de la demande américaine. La politique monétaire expansionniste a soutenu la demande interne. Mais le marché du travail se dégradant, un nouveau ralentissement est anticipé d'autant que les entreprises n'ont pas recouvré leur compétitivité.

Le Chili, le Pérou et la Colombie continueraient de bénéficier du redressement de la demande mondiale et des prix des matières premières en 2003. Les finances publiques restent leur

pierre d'achoppement. La reprise modérée de l'activité ainsi que les réformes engagées limiteraient toutefois le creusement du déficit public.

## Europe de l'Est

La croissance des pays de l'Europe de l'Est reste affectée par le ralentissement de l'activité en Europe et notamment en Allemagne. Toutefois, la demande intérieure résiste bien, à l'exception de celle de la Pologne. Sur l'ensemble de la zone, nous prévoyons une croissance du PIB de 3,3 % en 2002 et de 3,7 % en 2003.

En Russie, la croissance du PIB s'est accélérée grâce à la bonne tenue de la demande intérieure. Nous attendons désormais une croissance de 3,9 % cette année et de 4 % en 2003. La production industrielle a fortement rebondi depuis le début de l'année. Le secteur de la construction a également progressé vigoureusement au premier semestre. Enfin, les enquêtes dans l'industrie restent bien orientées. La consommation des ménages est restée dynamique, soutenue par le vif rebond de l'emploi qui rejoint son niveau de 1996. Par ailleurs, le pouvoir d'achat des ménages est également soutenu par la hausse rapide des salaires réels. Si la hausse des prix

**L'Asie émergente  
reste un moteur de croissance**

Pays émergents			
Variations en %	2001	2002	2003
PIB - Asie émergente	5,3	5,8	6,0
- Amérique latine	0,3	-1,5	2,5
- Europe de l'Est	4,3	3,3	3,7
Importations - Asie émergente	2,7	8,7	8,9
- Amérique latine	-0,8	-1,1	5,8
- Europe de l'Est	10,9	7,6	9,8

à la consommation s'est ralentie depuis le début de l'année, mais son rythme reste élevé. Les exportations en valeur se sont redressées depuis le début de l'année en ligne avec la remontée des prix des produits énergétiques. Grâce au rebond du commerce extérieur, l'excédent de la balance courante s'est renforcé et atteint plus de 30 milliards de dollars l'an au second trimestre 2002. Les comptes publics ont dégagé un excédent au premier semestre de l'année 2002 de 1,5 % du PIB. Toutefois, les recettes fiscales progressent moins rapidement que prévu de sorte que les objectifs de réserves pour les amortissements de la dette souveraine en 2003 ne sont pas atteints au premier semestre.

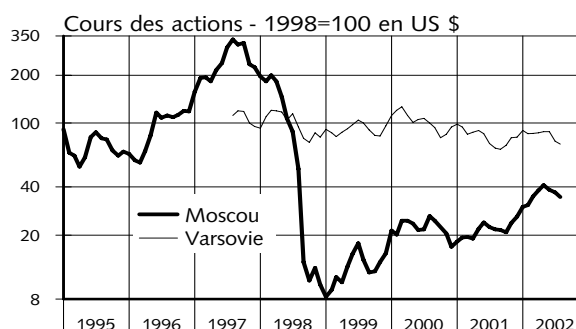
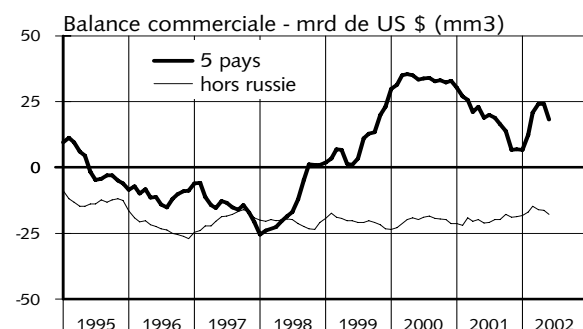
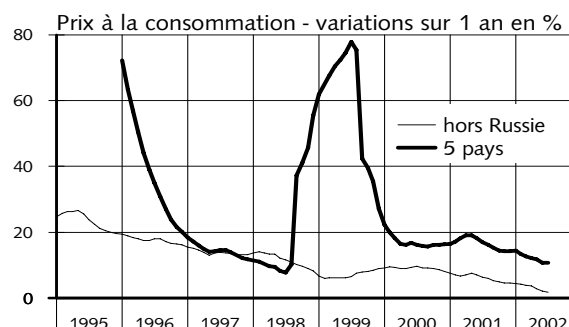
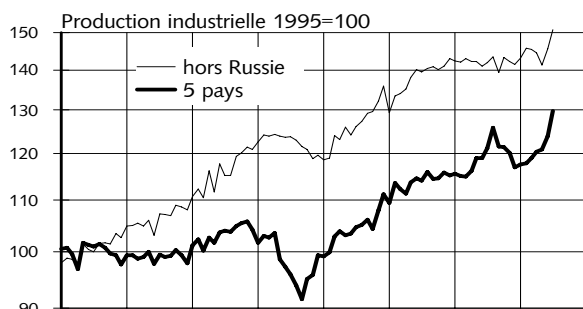
Nous avons encore révisé à la baisse la croissance du PIB de la Pologne pour cette année à 0,9 % et à 2,4 % pour 2003. En effet, l'activité manufacturière stagne depuis deux ans, alors que l'acti-

vité du secteur de la construction continue de reculer. La consommation des ménages se replie depuis le début de l'année en ligne avec la poursuite de la dégradation de l'emploi. Le taux de chômage officiel a atteint un nouveau record historique à 17,7 % en juillet. Afin de soutenir l'activité, la banque centrale a encore baissé ses taux directeurs de 50 points de base le 29 août dernier à 8 % (taux à un mois). Les taux réels restent élevés au regard des autres pays d'Europe centrale.

Les autres pays d'Europe centrale ont vu leur croissance révisée légèrement à la baisse en raison des intempéries du mois d'août qui ont occasionné des milliards d'euros de dégâts en République tchèque, Slovaquie, Hongrie et Roumanie. La croissance du PIB des trois premiers pays d'Europe centrale n'atteindrait plus que 3,1 % cette année et 3,6 % en 2003. ■

**La croissance reste suspendue aux performances de l'économie de l'Union européenne**

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



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

© REXECODE



# Perspectives économiques des pays européens

## Zone euro

Le vif ralentissement qu'a connu la zone euro en fin d'année dernière a laissé place au cours du premier semestre à une reprise modérée. Une accélération des exportations et une contribution positive des variations de stocks ont soutenu l'activité. En revanche, la demande interne hors stocks reste déprimée. La FBCF totale a ainsi enregistré durant le printemps son sixième trimestre consécutif de contraction alors que les dépenses de consommation des ménages n'ont pas progressé durant le premier semestre. Seules les dépenses de consommation publique ont soutenu la croissance durant le semestre écoulé, ce qui contribue à la dérive des comptes publics. En outre, plusieurs indications laissent à penser que les espoirs de voir une reprise vigoureuse s'affirmer doivent être différés.

### Vers une reprise avortée ?

L'indice de la production industrielle de la zone euro plafonne depuis le printemps dernier à un niveau inférieur à celui qu'il avait atteint fin 2000. De

plus, la plupart des indicateurs issus des enquêtes européennes s'orientent à nouveau à la baisse et ne confirment pas les signes de rebond qu'ils entrevoyaient dès la fin de l'année dernière. Le climat de confiance dans le secteur de la construction poursuit son recul tout en se maintenant encore à un niveau élevé. Les opinions sur les perspectives de production dans l'industrie se tassent, en ligne avec la dégradation de celles sur les carnets de commandes totales.

**La faiblesse  
de la demande interne  
bride le potentiel de rebond**

Zone euro				
	2000	2001	2002	2003
PIB	3,5	1,4	0,7	1,9
Demande interne stocks compris	3,0	0,8	0,2	1,7
Demande interne hors stocks	3,1	1,3	0,2	1,6
Consommation privée	2,6	1,9	0,5	1,8
Consommation publique	2,2	1,9	1,8	1,1
FBCF totale	5,1	-0,5	-2,3	1,4
Exportations de biens et services	12,4	2,6	0,5	6,1
Importations de biens et services	11,2	0,9	-1,1	5,9
Prix à la consommation harmonisés	2,4	2,5	2,3	1,8
Emploi total	2,4	1,4	0,5	0,3
Taux de chômage en %*	8,4	8,0	8,3	8,4
Solde des comptes publics en % du PIB	-0,8	-1,3	-2,2	-2,0
Balance courante en % du PIB**	-1,0	0,0	0,5	0,9

\* Calcul sur l'ensemble de la zone - \*\*ajustée aux données consolidées de la BCE pour l'ensemble de la zone

Plus remarquable encore est l'inscription persistante de l'indice du climat des affaires dans le commerce de détail à un niveau très faible. Autre signe de la langueur des dépenses de consommation des ménages, les immatriculations de véhicules particuliers ne parviennent pas à corriger leur vif repli de la fin de l'année dernière et leur moyenne mobile sur trois mois recule encore en août de 6,8 % sur un an. De même, l'indice du volume des ventes au détail a reculé de 4,5 % l'an au cours du deuxième trimestre, notamment sous l'effet du recul massif des ventes de biens d'équipement des ménages.

### Détente des prix à la consommation

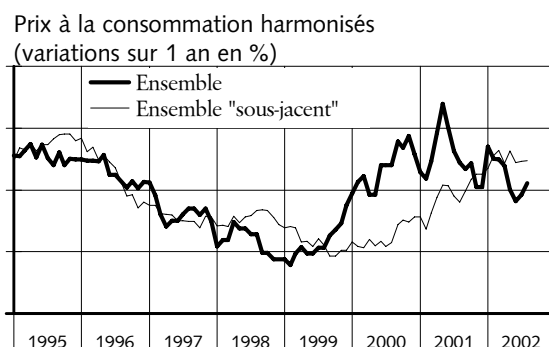
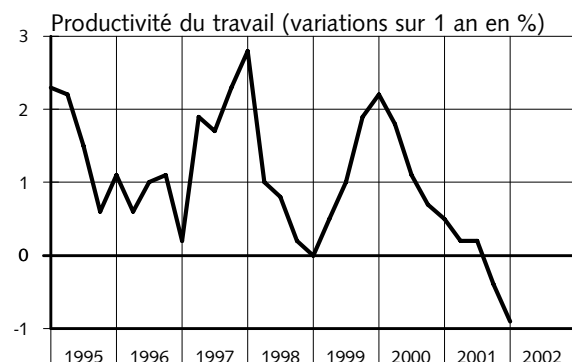
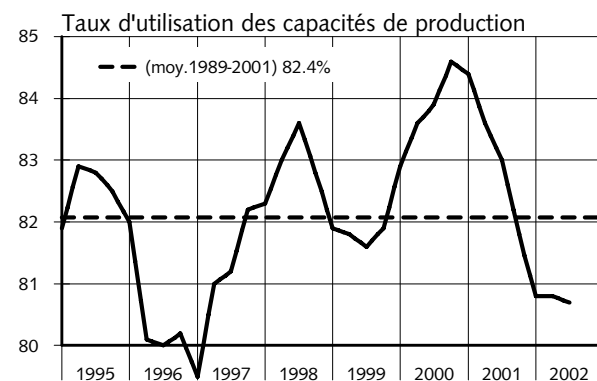
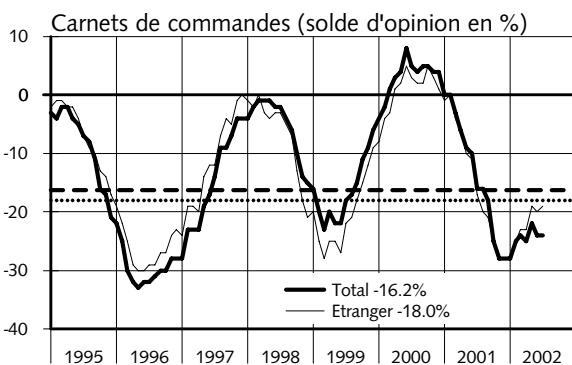
Il est vrai que l'avance des prix à la consommation ne s'est

modérée que tout récemment au sein de la zone euro. Celle-ci risque même de réaccélérer sous l'effet du relèvement, que nous attendons temporaire, des prix du pétrole. En se combinant à la remontée régulière du chômage, dont le taux ressort désormais à 8,3 % de la population active, la hausse passée des prix a ainsi exercé un effet sédatif sur la consommation des ménages.

A l'horizon des prochains trimestres, la fermeté de l'euro permettra de contenir les tensions inflationnistes en réduisant les risques d'inflation importée. Par ailleurs, si l'avance de la masse monétaire M3 tarde à ralentir en raison de la progression encore soutenue de ses composantes les plus liquides, l'avance des prêts consentis par les institutions financières et monétaires au secteur privé résident s'est modérée.

### Les enquêtes de conjoncture déçoivent à nouveau

#### Zone euro



© REXECODE

Ce ralentissement s'explique par la contraction des prêts à courte échéance accordés aux sociétés non financières en ligne avec l'ajustement à la baisse du niveau de leurs stocks. L'hypothèse de faible progression de l'activité que nous retenons nous amène à anticiper la poursuite du ralentissement de l'inflation. Dans ce contexte, la BCE ne serait pas amenée à relever ses taux directeurs avant la seconde partie de l'année prochaine, sans pour autant les baisser d'ici cette échéance.

### **Contraction de l'emploi total**

Après s'être régulièrement modérée tout au long de 2001, l'avance de l'emploi total au sein de la zone euro aurait laissé place à un recul au cours du deuxième trimestre 2002. Le retournement à la baisse du marché du travail n'empêche toutefois pas la productivité du travail, connue jusqu'au premier trimestre, de reculer de nouveau. Face à la visibilité médiocre de l'activité, les perspectives d'emploi apparaissent dégradées. Les soldes des opinions des chefs d'entreprises quant à leurs perspectives d'embauche à l'horizon des prochains mois s'inscrivent à des niveaux faibles et ce dans la plupart des secteurs d'activité.

Par ailleurs, la correction des marchés boursiers a été plus sévère de ce côté-ci de l'Atlantique qu'aux Etats-Unis de sorte qu'un effet richesse négatif, dont il apparaît délicat d'évaluer l'ampleur, ne manquera pas de peser sur la consommation des ménages. En dépit de l'apaisement des tensions inflationnistes, un rebond vigoureux de cette dernière apparaît ainsi peu probable à l'horizon de

l'année prochaine d'autant plus que l'absence de marges de manœuvre budgétaire n'autorisera pas la mise en oeuvre de nouvelles baisses d'impôts significatives.

Par la nécessaire contraction de la dépense publique qu'elle implique, mais également par les éventuelles anticipations de relèvement futur du niveau de l'imposition que peuvent effectuer les ménages, la dérive des finances publiques propre aux principaux pays de la zone fait également peser une lourde hypothèque sur le potentiel de rebond à court et moyen terme de la zone. En outre, cette dérive interroge la pérennité du Pacte de Stabilité et de Croissance ou du moins conduit à une remise en cause de ses termes.

### **Modération des sorties nettes de capitaux**

Si la consommation privée et publique ne peut tirer la croissance, l'investissement risque de peiner pour sa part à prendre le relais de la timide réaccélération des exportations constatée lors du trimestre écoulé. Le taux d'utilisation des capacités de production poursuit son recul à un rythme modéré. Mais c'est plus l'absence de visibilité de la conjoncture qui risque de prolonger le comportement de gel des investissements. En revanche, les sorties nettes de capitaux qui avaient pesé sur l'euro, se sont modérées depuis le début de l'année, signe que le déficit d'attractivité de la zone euro se réduit.

Les variations de stocks n'exerceraient qu'une contribution faiblement positive à la croissance au cours des prochains trimestres. Le

déstockage s'est certes poursuivi au cours du dernier trimestre mais à un rythme moindre qu'en fin d'année dernière. La baisse du niveau des stocks n'empêche toutefois pas les industriels de la zone euro de juger que ceux-ci tendent à s'alourdir.

Malgré les incertitudes quant à la vigueur de la reprise américaine, seule la demande externe semble pouvoir exercer une contribution positive à la croissance, la reprise des importations restant contenue par la faiblesse de la demande interne. Ce faisant, l'excédent de la balance courante consolidée de la zone euro se gonflerait de nouveau, ce qui soutiendrait la monnaie commune. En revanche, la fermeté de l'euro bridera nécessairement la compétitivité des exportateurs européens.

## France

Après le sévère ralentissement enregistré en 2001, les années 2002 et 2003 semblaient devoir se placer sous le signe d'une reprise

graduelle et modeste. Une amélioration progressive du climat des affaires, notamment aux Etats-Unis et en Allemagne, l'arrêt du processus de déstockage et une consommation qui restait relativement favorable constituaient les principaux supports de ce scénario de reprise lente que nous avons présenté dans le numéro 74 de la *Revue de Rexecode*, dans l'attente d'une reprise de l'investissement productif.

Durant l'été, plusieurs éléments sont venus assombrir ce tableau. La demande interne allemande ne cesse de se contracter et ne manifeste aucun signe de reprise. L'appétit de consommation des ménages français risque d'être tempéré par le plafonnement déjà constaté de l'emploi et le contexte boursier défavorable. Les difficultés financières rencontrées par les entreprises ne se démentent pas de sorte qu'il est probable que tout mouvement de reconstitution des stocks ne saurait être que d'une ampleur restreinte et que le gel des investissements se poursuivra. Si nous privilégions encore un scénario de reprise lente, nous tenons compte de ces réalités pour ne plus retenir qu'une croissance du PIB de 1,1 % pour cette année et de 2,1 % pour l'année prochaine.

## Le climat des affaires se dégrade à nouveau

Le regain d'optimisme dont faisaient preuve les chefs d'entreprise en début d'année s'est progressivement estompé durant l'été. Les opinions sur les perspectives de production dans l'industrie se dégradent sous l'effet d'un tassement des commandes en provenance du marché intérieur. Le solde des opi-

**L'activité manque de ressort en dépit du creusement du déficit public**

France				
	2000	2001	2002	2003
PIB	4,2	1,8	1,1	2,1
Demande interne stocks compris	4,3	1,6	1,0	2,0
Demande interne hors stocks	3,9	2,7	1,7	1,8
Consommation privée	2,8	2,8	1,8	2,2
Consommation publique	2,9	2,4	2,6	1,2
FBCF totale	8,3	2,7	0,1	1,2
Exportations de biens et services	13,6	1,5	0,8	5,7
Importations de biens et services	15,0	0,8	0,5	5,8
Prix de détail	1,7	1,6	1,9	1,5
Salaire mensuel de base	1,7	2,4	2,5	2,6
Emploi salarié marchand	3,7	2,8	0,6	0,1
Taux de chômage au sens du BIT (%)	9,7	8,8	9,2	9,6
Solde des comptes publics en % du PIB*	-1,3	-1,4	-2,6	-2,7
Balance courante en % du PIB	1,2	1,6	2,1	2,2

\* au sens de la comptabilité européenne



nions sur les perspectives générales d'activité dans le commerce de détail se détériore. Seul le secteur des services, en particulier le segment des services aux entreprises, fait preuve d'une certaine résistance. Ainsi que le montre l'enquête dans l'industrie, les raisons de cette morosité du climat des affaires sont certes à rechercher dans la faiblesse de l'activité chez nos principaux partenaires, en particulier européens, mais aussi dans l'absence de dynamisme du marché intérieur.

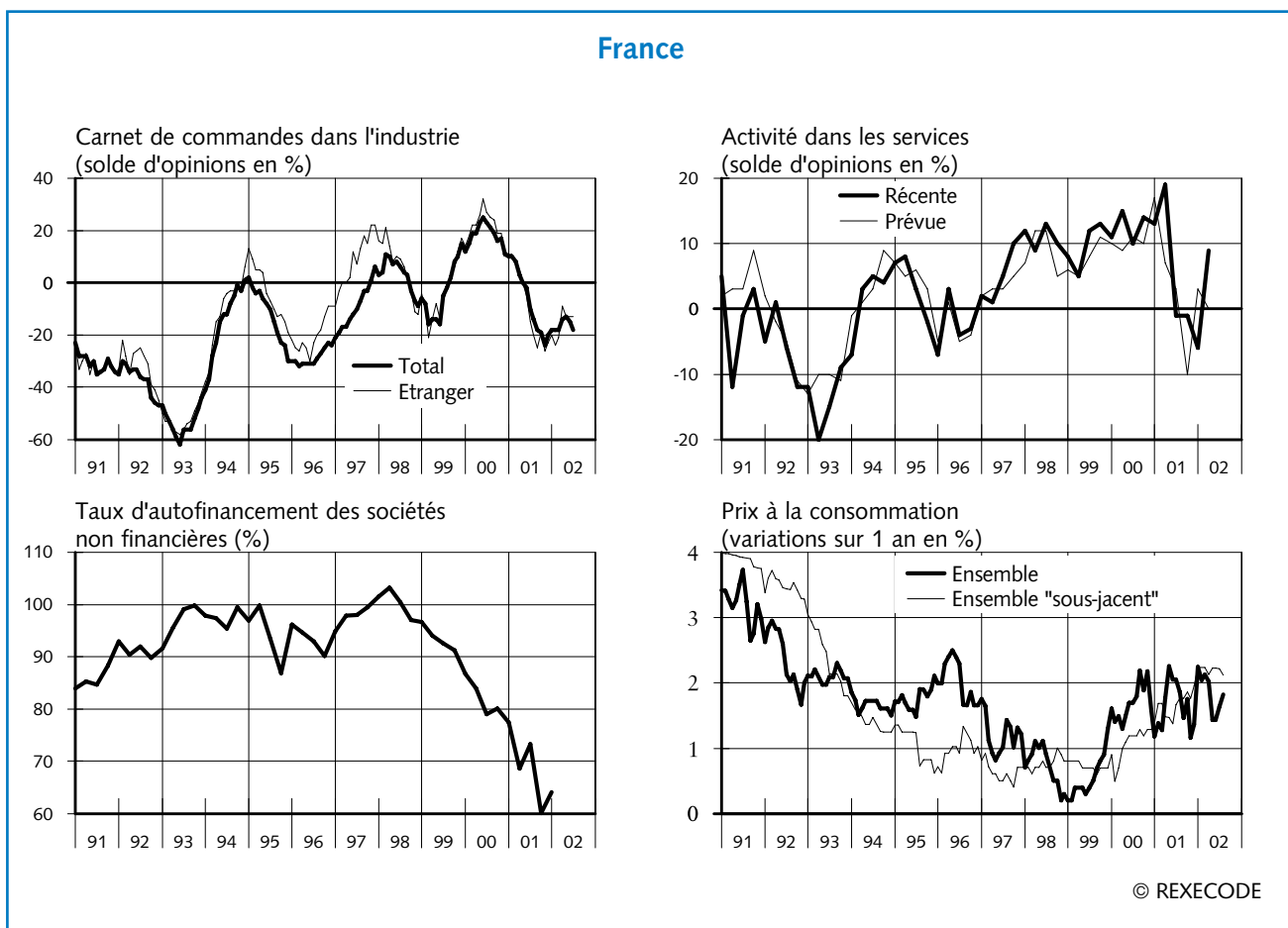
### Le rebond des dépenses en capital des entreprises risque d'être reporté

Le déstockage s'est poursuivi à un rythme soutenu durant le premier semestre. Au cours des quatre derniers trimestres connus, la contraction des stocks repré-

sente 0,9 point de PIB. En dépit de l'ampleur de l'ajustement, les industriels jugent que leurs stocks tendent à s'alourdir, alors que le solde des opinions des commerçants de détail sur le niveau des stocks s'inscrit encore à un niveau supérieur à sa tendance de longue période. L'hypothèse d'un rebond technique lié à la nécessité de reconstituer des stocks jugés insuffisants semble devoir être repoussée dans le temps, et ce d'autant plus que la situation des trésoreries des entreprises reste tendue ainsi que le souligne notamment l'enquête financière de la Banque de France.

Plus généralement, la situation financière globale des entreprises tarde à se redresser. Leur taux de marge aurait certes cessé de se dégrader au cours du deuxième trimestre. Toutefois, leur taux

### La situation financière des entreprises peine à se redresser



d'autofinancement s'inscrit toujours à des niveaux particulièrement faibles et leur taux d'endettement est à un niveau élevé. Les leviers de financement de l'investissement apparaissent ainsi singulièrement réduits dans un contexte de baisse des marchés financiers qui ne permet pas de réaliser de levées de fonds. Dans ce contexte, et sous l'hypothèse que l'environnement international cesse de se dégrader, seul un modeste redémarrage de l'investissement est attendu d'ici la fin 2003.

### **La modération de l'inflation soutiendrait une consommation sans relief**

En outre, la mauvaise orientation des marchés boursiers risque d'inciter les ménages à modérer leurs dépenses de consommation et d'investissement et à stimuler leur comportement d'épargne. L'enquête financière de la Banque de France a déjà fait état de la progression des difficultés de paiement rencontrées par les ménages. La situation atypique où l'emploi salarié marchand progressait au moins aussi rapidement que le PIB qui a prévalu durant les deux dernières années semble révolue. L'emploi salarié marchand ne progresse plus depuis le début de l'année, il a même reculé durant cinq trimestres consécutivement dans les secteurs industriels. En l'absence de reprise rapide et significative de l'investissement, l'emploi reculerait durant le semestre en cours avant de ne progresser que modérément en 2003.

En revanche, le pouvoir d'achat des ménages bénéficierait des nouvelles baisses d'impôt sur le revenu

attendues durant l'automne ainsi que de la poursuite du ralentissement de l'inflation sous l'hypothèse d'une légère décreue du cours du baril du pétrole par rapport à son cours actuel. De plus, le choix d'une sortie du système des SMIC multiples par la revalorisation des salaires viendra soutenir à court terme le pouvoir d'achat des ménages (inversement elle pèsera sur les résultats des entreprises).

### **La dérive des comptes publics se prolongera**

Le gonflement attendu du déficit des comptes publics (2,6 % du PIB en 2002 et 2,7 % en 2003) va se traduire par un nécessaire effort sur le chapitre des dépenses des administrations (consommation + investissement). Celles-ci ne progresseraient plus que de 1,5 % en 2003 après 2,5 % en 2002 et 2,8 % en 2001. Cet effort apparaît d'autant plus incontournable que, d'une part, la dérive des comptes sociaux risque de s'accroître notamment face à la montée régulière du taux de chômage qui ressortirait à 9,7 % de la population active fin 2003 et que, d'autre part, les recettes d'impôt sur les sociétés risquent de pâtir de la vive dégradation des résultats de ces dernières.

### **Erosion des parts de marché à l'exportation**

Au-delà de l'effet positif sur la consommation lié au ralentissement de l'inflation, et malgré la faiblesse récurrente de l'économie allemande, le principal soutien à la croissance est à rechercher du côté de la demande extérieure. Les opinions des industriels sur les commandes en provenance de l'étranger ne se dégradent pas. La

demande mondiale adressée à la France progresserait ainsi de 0,6 % en 2002 puis de 6,6 % en 2003. Le retour de l'euro à la parité de un pour un avec le dollar risque cependant de peser un peu sur une compétitivité des exportateurs français déjà fortement fragilisée ainsi qu'en témoigne le recul régulier de la part des exportations françaises dans les exportations totales de la zone euro. Dans ce contexte, les exportations progresseraient ainsi de 0,8 % en 2002 puis de 5,7 % l'année suivante, cette progression ne saurait toutefois être réalisée sans un substantiel et nouvel effort de marge de la part des exportateurs pour préserver leurs parts de marché et compenser ainsi les effets défavorables liés à l'appréciation de la monnaie commune.

## Allemagne

La croissance économique est restée en panne en Allemagne ces derniers mois et les derniers indicateurs publiés cet été sont mauvais. Nous avons donc revu à la baisse nos perspectives. En effet, la demande intérieure a continué de reculer au premier semestre de cette année et la demande extérieure n'a pas été assez dynamique pour relancer l'activité manufacturière. Par conséquent, le PIB ne devrait croître que de 0,3 % cette année. En 2003, en ligne avec une meilleure orientation de l'économie mondiale, la croissance du PIB s'accélérerait à 1,7 %. L'activité manufacturière s'est dégradée au second trimestre 2002 en phase avec une baisse des entrées de commandes à l'industrie. En outre, la composante « perspectives » de l'indice Ifo du climat des affaires dans l'industrie s'est dégradée en août pour le

troisième mois consécutif. En dépit d'un redressement des taux d'utilisation des capacités de production, la FBCF en biens d'équipement se contracterait de 7,2 % pour l'ensemble de l'année 2002, avant de rebondir à 2,5 % en 2003.

Le secteur de la construction a vu la FBCF en construction reculer encore de 13,4 % l'an au deuxième trimestre pour le onzième trimestre consécutif. Si le secteur non résidentiel continuerait de reculer ces prochains mois, le secteur résidentiel pourrait avoir touché son point bas, en témoigne la stabilisation des permis de construire depuis le début de l'année. Par ailleurs, les secteurs de la construction et celui des travaux publics devraient voir leur activité plus soutenue au cours des prochains mois en raison de l'effort de reconstruction suite aux inondations de cet été dans le bassin de l'Elbe.

La consommation des ménages qui n'a plus reculé au deuxième trimestre ne soutiendrait pas la croissance au cours

**La demande interne  
reste en panne**

Allemagne				
	2000	2001	2002	2003
PIB	3,1	0,7	0,3	1,7
Demande interne stocks compris	2,0	-0,7	-1,2	1,4
Demande interne hors stocks	1,9	0,0	-1,2	1,4
Consommation privée	1,6	1,6	-0,5	1,5
Consommation publique	1,2	0,8	1,1	1,0
FBCF totale	3,0	-4,9	-5,2	0,9
Exportations de biens et services	14,4	5,4	2,2	6,2
Importations de biens et services	11,1	1,3	-2,0	6,1
Prix de détail	1,9	2,5	1,6	1,4
Gains horaires (toutes activités)	2,0	2,0	2,6	2,5
Taux de chômage en %	9,6	9,4	9,7	9,6
Capacité de financ. <sup>1</sup> des APU en % du PIB	-1,2	-2,7	-3,3	-2,9
Balance courante en % du PIB	-2,3	0,5	1,9	1,9

du deuxième semestre 2002. Deux tendances opposées se solderaient par un léger recul de 0,5 % de la consommation pour l'ensemble de cette année et par une hausse de 1,5 % en 2003. En effet, la détérioration du marché de l'emploi depuis quatre trimestres consécutifs a entamé le pouvoir d'achat des ménages. Mais la poursuite du programme de baisses d'impôts effectuées en début d'année et le ralentissement de l'inflation ont soutenu celui-ci.

La demande extérieure aurait dû être un soutien au redémarrage de l'activité outre-Rhin si l'on se réfère aux commandes étrangères en début d'année. Toutefois, les exportations n'ont pas été aussi vigoureuses que prévu en raison notamment de l'appréciation de l'euro. En outre, la poursuite de la hausse des salaires résultant des conventions collectives, conjuguée à la baisse du temps de travail, réduit la compétitivité de l'industrie allemande à l'exportation. Enfin, la demande extérieure adressée à l'Allemagne s'est ralentie.

Les finances publiques se sont fortement dégradées depuis le début de l'année et les dix milliards d'euros de dépenses supplémentaires débloqués à la suite des inondations devraient encore dégrader les comptes publics. Les dépenses sociales ont augmenté plus rapidement que prévu avec la forte montée du chômage dont le taux ressort à 9,9 % au dernier point connu en août. Par ailleurs, le déficit de l'assurance maladie s'est creusé à 2,4 milliards d'euros sur les six premiers mois de l'année. Parallèlement, les recettes ont diminué. Les impôts indirects ont souffert du recul des ventes au détail, alors que les recettes provenant des impôts sur le revenu se sont repliées en raison de la réforme fiscale, du recul de l'emploi et de la dégradation des résultats des entreprises.

## Royaume-Uni

Comme dans la plupart des pays, les indicateurs conjoncturels du Royaume-Uni montrent que la reprise est en cours, mais manque de fermeté. Les soldes des opinions sur les perspectives de production se situent au dessus de leur moyenne de long terme, mais il n'en est pas de même pour les carnets de commande. La production industrielle et les mises en chantiers de logements n'ont pas totalement effacé en juillet l'aléa négatif du mois de juin (Jubilé de la reine). Les flux de commerce extérieur sont emprunts de lourdeur. Seules les enquêtes dans les services (PMI) ou le commerce de détail restent orientées à la hausse.

Le volume du PIB a accéléré au rythme de 2,3 % l'an au second trimestre et nous prévoyons que

### Une reprise qui manque de fermeté

Royaume-Uni				
	2000	2001	2002	2003
PIB	3,1	1,9	1,4	2,3
Demande interne stocks compris	4,0	2,3	2,3	2,5
Demande interne hors stocks	4,0	3,0	2,2	2,5
Consommation privée	5,2	4,1	3,3	2,6
Consommation publique	2,1	2,2	3,0	1,4
FBCF totale	1,9	-0,4	-2,9	3,3
Exportations de biens et services	10,1	1,4	-0,6	7,1
Importations de biens et services	11,7	2,7	2,1	6,9
Prix de détail	2,9	1,8	1,3	1,7
Gains mensuels (toutes activités)	4,6	4,3	3,7	3,8
Taux de chômage en % (BIT)	5,5	5,0	5,1	5,0
Solde des comptes publics en % du PIB	1,7	1,0	-0,5	-2,0
Balance courante en % du PIB	-2,0	-2,1	-1,6	-1,8

son avance ressortira à 1,4 % en 2002 et à 2,3 % en 2003. Au cours du premier semestre, ce sont les dépenses de consommation privée et publique qui ont soutenu la croissance. De façon étonnante, on observe un fort effet de désstockage qui pourrait rassurer quant à la poursuite de la reprise au prochain semestre.

Malgré la baisse des marchés boursiers qui avait laissé craindre un effet richesse négatif sur la consommation des ménages, celle-ci affiche une hausse de 3,3 % l'an au premier semestre grâce à la bonne tenue du marché du travail. En juin, près de 200 000 emplois avaient été créés en un an et le taux de chômage au sens du BIT reste et resterait sur la ligne de 5,2 % d'ici la fin de l'année. Le marché du travail restant tendu, la progression des salaires reste vive elle aussi en termes réels. La forte progression du prix de vente moyen des maisons (+ 32 % en deux ans) montre que les ménages britanniques continuent d'investir dans le logement. Cependant, leur faible taux d'épargne et leur niveau élevé d'endettement (115 % du revenu disponible) devraient entraîner un ralentissement de leurs dépenses jusqu'à ce que ces déséquilibres soient en partie résorbés. Ces mouvements seraient favorisés par l'arrêt de la baisse des taux d'intérêt.

Parallèlement, l'investissement et le commerce extérieur redeviendraient des moteurs de l'activité, qui s'intensifieraient à compter du second semestre. Au deuxième trimestre, les exportations de biens et services en volume se sont redressées, augmentant de 12,5 % en rythme annuel. Malgré des importations elles aussi dyna-

miques, le solde extérieur s'est sensiblement amélioré et la demande externe a contribué de manière positive à la croissance du PIB (+1,5 % au taux annuel). Conjugué à la bonne tenue des termes de l'échange, ce redressement permet au déficit extérieur exprimé en valeur nominale de se réduire de 33 à 29 milliards de livres au taux annuel au second trimestre. Les ventes à l'étranger se révèlent très dynamiques à destination des Etats-Unis et de l'Asie.

Les entreprises d'Outre-Manche devraient recommencer à investir sous l'effet du redémarrage de l'activité dans l'industrie. Selon la comptabilité nationale, après cinq trimestres consécutifs de baisse, l'investissement productif aurait rebondi de 1,2 % l'an au second trimestre. Les dernières enquêtes de conjoncture sur l'investissement révèlent une nette amélioration des perspectives.

Le chancelier de l'Echiquier a dévoilé en juillet dernier un plan pluriannuel d'accroissement des dépenses publiques de 93 milliards de livres d'ici 2006. Une part conséquente de ce budget pourrait concerner des dépenses d'infrastructures (National Health System, transport). Pour financer ces dépenses, le besoin de financement des administrations publiques pourrait atteindre 2 % du PIB en 2003 pour une dette brute estimée à 38,5 % du PIB.

## Italie

Selon les données de la comptabilité nationale, l'économie de la péninsule aurait accéléré très légèrement au deuxième trimestre 2002 à 0,9 % l'an. Sur un an, l'a-

vance du volume du PIB ne dépasse toutefois pas 0,2 %. Les secteurs industriels, sévèrement touchés par le repli de la demande mondiale, continuent d'être en récession : la production industrielle est près de 5 % inférieure à son point haut de l'année 2000. Mais le ralentissement provient essentiellement d'une consommation et d'un investissement particulièrement faibles. De surcroît, la tendance à l'amélioration des derniers indices conjoncturels observée au premier trimestre, notamment les soldes d'opinions sur les carnets de commandes ou les indices des directeurs d'achat PMI-Reuter, s'est nettement inversée.

La reprise devrait toutefois se poursuivre sur un rythme légèrement supérieur en bénéficiant d'une contribution positive des échanges extérieurs nets. Sur l'ensemble du premier semestre, l'excédent de la balance commerciale ne s'est que légèrement dégradé à 9,5 milliards d'euros l'an. Cet excédent provient essentiellement des ventes et achats extracommerciaux, le solde de la balance

commerciale des échanges avec l'Union européenne accusant un léger déficit. La poursuite de l'amélioration des termes de l'échange et le rebond de la demande mondiale devraient prolonger cette bonne tendance des échanges extérieurs à l'horizon 2003. Toutefois, le *Systema Italia* devrait continuer de perdre des parts de marché, notamment en Europe, en raison de la concurrence des pays d'Asie.

Depuis dix-huit mois, la consommation privée constitue le maillon faible de la demande interne. Elle devrait cependant se reprendre. Malgré le ralentissement du marché du travail (le taux de chômage ne diminue plus et devrait s'accroître), les revenus des ménages bénéficient en 2002 d'une augmentation de leurs gains de pouvoir d'achat. Les salaires réels, qui n'ont plus progressé depuis 1998, bénéficient de revalorisations acquises dans les récentes négociations collectives. Les ménages devraient aussi bénéficier des baisses d'impôt sur le revenu attendues pour la fin de l'année, dues en grande partie à des déclarations de revenu inférieures à l'année précédente. De surcroît, en 2003, la réforme du barème de l'impôt sur le revenu (IRPEF) ne conserverait que deux taux d'imposition (23 % et 33 % au-delà de 100 000 euros de revenus annuels) pour un coût estimé à près de 3 milliards d'euros. Les gains de pouvoir d'achat proviendraient aussi du ralentissement attendu de l'inflation des prix de détail. L'inflation italienne qui figure parmi les plus élevées de la zone euro (2,5 % sur un an en août contre 1,9 % en France), devrait profiter de la maîtrise des prix des services publics.

**Le recul des parts de marché de l'économie italienne se poursuit**

Italie				
	2000	2001	2002	2003
PIB	2,9	1,8	0,6	1,9
Demande interne stocks compris	2,1	1,6	0,8	1,8
Demande interne hors stocks	3,3	1,6	-0,1	1,8
Consommation privée	2,7	1,1	0,2	2,0
Consommation publique	1,7	2,3	1,7	0,7
FBCF totale	6,5	2,4	-2,6	2,1
Exportations de biens et services	11,7	0,8	-0,1	7,0
Importations de biens et services	9,4	0,2	0,7	6,8
Prix de détail	2,5	2,8	2,4	2,2
Gains horaires (toutes activités)	1,9	2,4	2,6	2,3
Taux de chômage en %	10,4	9,4	9,4	9,8
Solde* des comptes publics en % du PIB	-1,7	-2,2	-2,2	-1,9
Balance courante en % du PIB	-0,5	0,0	-0,4	-0,4

\* y compris recettes UMTS



Enfin, l'investissement qui recule depuis la fin de l'année 2001 se reprendrait. Cette reprise ne proviendrait pas du secteur de la construction. Les facteurs favorables manquent depuis que les programmes de travaux publics ont été repoussés à l'après 2003 en raison de la détérioration des finances publiques. Par contre, la loi dite « Tremontis bis », qui dispose que les bénéficiaires réinvestis soient détaxés, place les entreprises italiennes dans une situation des plus favorables en Europe dans leurs décisions d'investissement. Cette loi s'est pour l'instant révélée insuffisante à relancer la dynamique de l'investissement en biens d'équipement mais a permis aux entreprises de soutenir leurs marges. Les chefs d'entreprise estiment qu'elle devrait jouer favorablement sur l'investissement d'ici 2003.

La détérioration des finances publiques est très sensible et s'explique à part égale par le ralentissement économique et les allègements d'impôt. L'objectif annoncé pour 2002 reste un déficit public de 1,3 % du PIB. En dépit de la décision récente de geler les dépenses publiques, il se situerait en fait probablement autour de 2,4 % et l'année 2003 s'annonce tout aussi incertaine.

## Espagne

Malgré un net ralentissement de son activité, l'Espagne enregistrerait encore la croissance la plus élevée des grands pays de la zone euro en 2002. L'avance du volume du PIB ressortirait à 1,8 % en moyenne annuelle avec une très nette décélération de la demande interne. Selon notre scénario, la

modération de la croissance se prolongerait jusqu'en fin d'année. Au-delà, la demande externe permettrait une réaccélération. Le rythme de croissance envisagé tendrait vers sa moyenne de 2,4 % observée sur les trente dernières années. L'écart positif de croissance avec la zone euro s'éroderait légèrement à l'horizon 2003, le processus de rattrapage de l'économie espagnole étant déjà bien avancé.

La production industrielle demeure proche de l'horizontale. Elle rebondirait dans les prochains trimestres, les enquêtes d'opinion dans l'industrie témoignant d'une orientation à la hausse des perspectives de production. Toutefois, l'investissement productif en biens d'équipement resterait modéré en ligne avec le niveau des taux d'utilisation des capacités de production qui ressort à 76,8 %, bien en dessous de sa moyenne de long terme (79,6 %).

Traditionnel facteur de soutien à l'activité de l'économie, la consommation privée a atteint un point historiquement faible depuis

**L'écart de croissance entre l'Espagne et la zone euro tend à se réduire**

Espagne				
	2000	2001	2002	2003
PIB	4,2	2,7	1,8	2,4
Demande interne stocks compris	4,4	2,7	1,8	2,2
Demande interne hors stocks	4,5	2,8	1,6	2,2
Consommation privée	3,9	2,5	1,7	2,0
Consommation publique	5,0	3,1	1,4	1,4
FBCF totale	5,7	3,2	1,6	3,3
Exportations de biens et services	10,0	3,4	-0,6	6,3
Importations de biens et services	10,6	3,5	-0,7	5,6
Prix de détail	3,4	3,6	3,4	2,7
Gains horaires (toutes activités)	2,4	3,7	7,6	2,5
Taux de chômage en %*	14,1	13,0	12,9	12,8
Solde des comptes publics en % du PIB	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2
Balance courante en % du PIB	-3,4	-3,5	-3,0	-2,4

\* moyenne sur la période

1993. Elle continuerait à ralentir jusqu'à la fin de l'année à 1,8 % l'an en ligne avec la dégradation du marché du travail observée au semestre passé, mais également en raison du rebond des prix de détail, qui ressortirait à 3,8 % en moyenne annuelle cette année.

Ce dérapage inflationniste est lié à l'avance du prix des biens énergétiques, dont l'Espagne est fortement importatrice, au passage à l'euro fiduciaire, ainsi qu'à l'augmentation des prix des services publics et hôteliers. En outre les mauvaises performances boursières des principales valeurs de l'IBEX (Repsol YPF, BBVA, BSCH, Telefonica, Endesa...) ont aussi érodé la valeur du patrimoine financier des ménages, ce qui devrait peser encore sur les décisions de consommation. Mais selon notre scénario, la consommation privée devrait se redresser dès le début de l'année prochaine en raison des allègements fiscaux dont les ménages vont bénéficier mais aussi grâce au probable réaménagement du « pacte social » signé l'année passée entre syndicats et patronat. Rappelons que ce pacte concluait à une modération salariale de 2,5 % sans indexation des salaires à l'inflation.

Malgré un recul du nombre des mises en chantier de logements, le niveau des nouvelles constructions resterait au-dessus de 400 000 unités en 2002. Toutefois, ce rythme ne paraît pas extrapolable pour des raisons démogra-

phiques, et à cause de l'endettement des ménages qui représente désormais 77 % du revenu disponible brut contre 40 % en 1994. En revanche, l'activité dans la construction non résidentielle resterait vigoureuse. En effet, le secteur des travaux publics soutiendrait la demande grâce au programme « 2000-2007 ». Sur les 63 milliards d'euros destinés à ce programme, 52,6 % seront financés par les APU, 31,6 % par les fonds européens et 15,8 % par l'investissement privé.

La loi de co-responsabilité fiscale des régions et la règle de déficit zéro adoptées en 2001, ont permis un retour à l'équilibre budgétaire. Cette discipline serait maintenue en 2003, en raison du transfert de compétences dont ont hérité les dix-sept communautés autonomes en matière de santé. De plus, outre le fait que la réforme de l'assurance chômage adoptée en mai dernier serait favorable à l'emploi, elle réduirait également les dépenses des administrations territoriales.

Au plan extérieur, la crise argentine et les faibles performances des autres économies latino-américaines ont fortement entamé les résultats des entreprises nationales. L'important ralentissement des investissements directs à l'étranger (IDE) observé l'année passée, le niveau des IDE chutant de 60,3 milliards de dollars en 2000 à 8,5 milliards en 2001, se poursuivrait. ■