



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

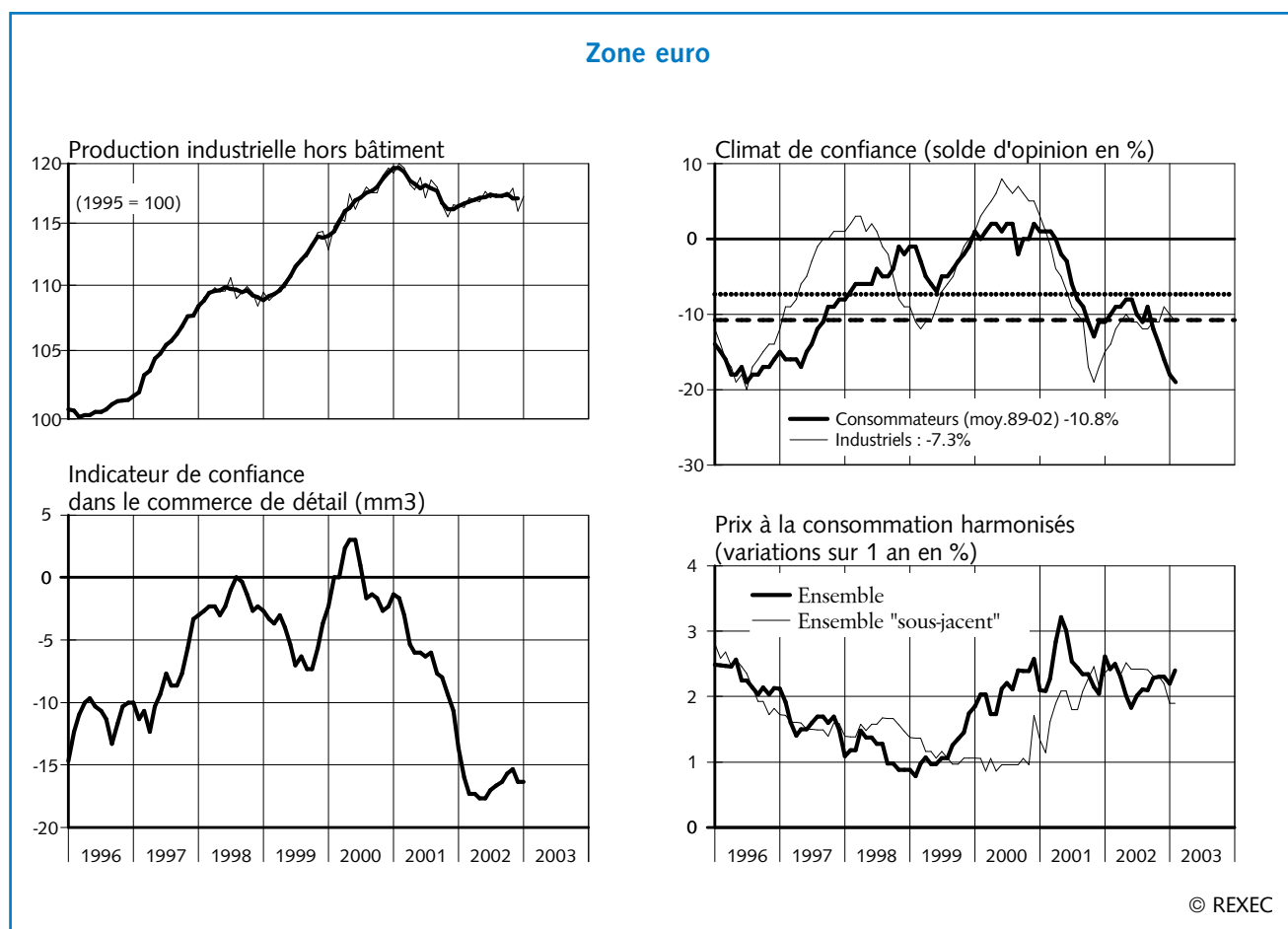
production s'affaiblissent. Les commerçants de détail apparaissent toujours aussi pessimistes, en particulier les commerçants allemands, alors que les enquêtes dans le secteur des services marchands laissent entrevoir au mieux une stabilisation de l'activité dans ce secteur. Seule la construction a vu 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

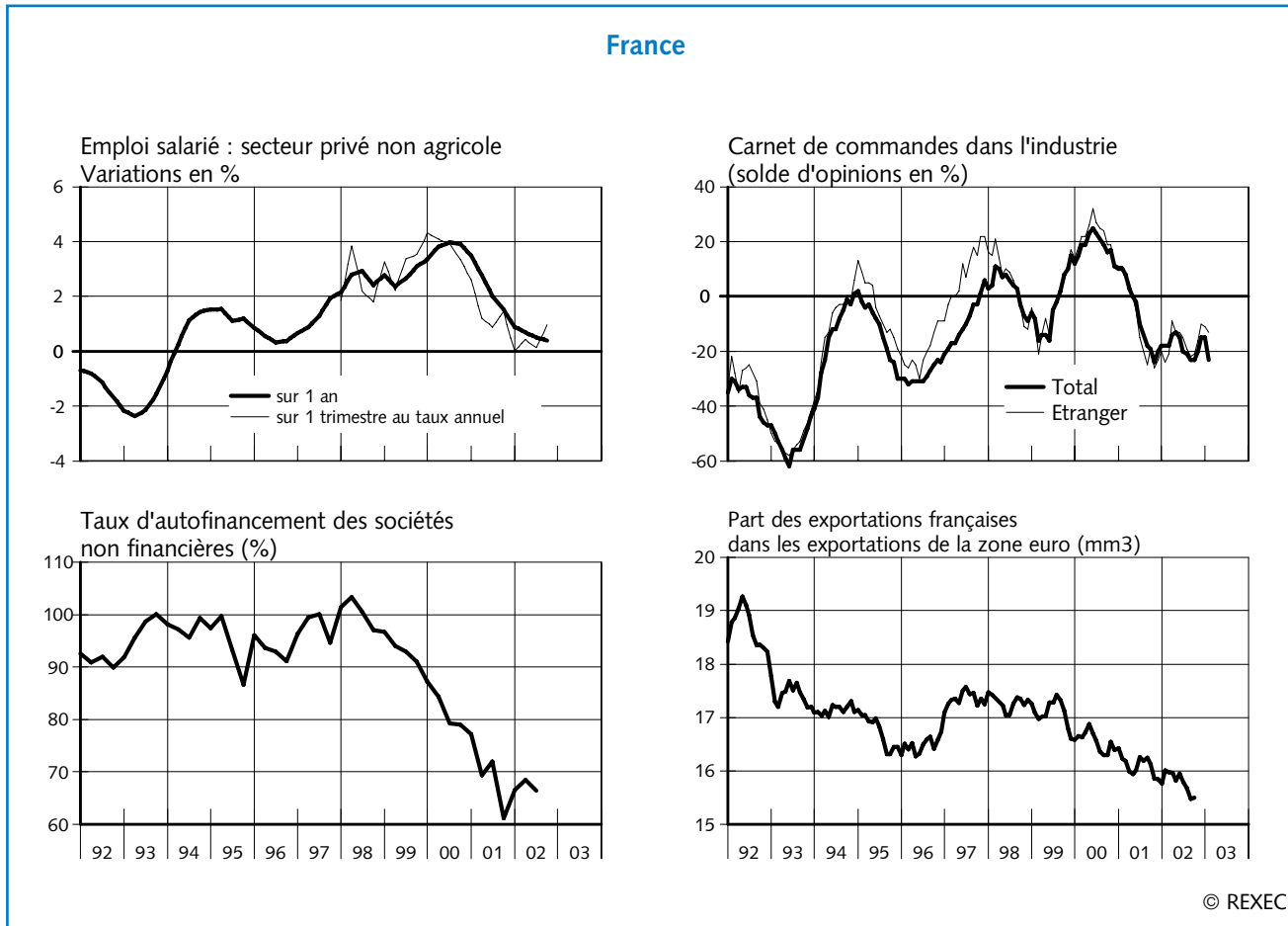
d'une nouvelle contraction des dépenses en capital (fixe et circulant) réalisées par les entreprises et d'une rechute des exportations.

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 bénéficiaires 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. ■