



Philippe d'ARVISENET
Directeur des Etudes Economiques

LES RENCONTRES
DE
BNP PARIBAS

QUELLES PERSPECTIVES ECONOMIQUES
POUR 2002 ?

23 Janvier 2002

ETATS-UNIS

Indicateurs du cycle des affaires

- **Les Etats-Unis sont entrés en récession industrielle il y a 16 mois. (voir p. 9)**
- **La croissance s'est interrompue au printemps, elle a fait place à une récession. (voir p. 9)**
- **Des signes de reprise réapparaissent (ISM, confiance des ménages -composante anticipations-, ralentissement de la baisse des effectifs, repentification de la courbe des taux). (voir p. 9 et 10)**
- **Résultat d'un ajustement bien entamé du côté des entreprises et d'un « policy mix » très expansionniste. (voir p. 11)**

Les entreprises s'ajustent

- **Les dépenses en capital diminuent depuis un an (voir p. 11) :**
 - **l'investissement décroît, conséquence de marges de capacité inutilisées à un niveau record (voir p. 11)**
 - **d'une baisse des profits (voir p. 12)**
 - **d'une réduction des recours aux financements externes (coût de fonds plus élevé, resserrement des critères de distribution du crédit) (voir p. 12 et 13)**
 - **la baisse de l'investissement est dès lors le seul moyen de réduire le besoin de financement.**

- **Les stocks s'ajustent rapidement (voir p. 13). Les entreprises ont réussi à stabiliser le ratio stocks / livraisons en 2001 en dépit de la récession.**

La contribution des stocks à la croissance a été négative pendant 5 trimestres consécutifs. La modération de l'ajustement attendue début 2002 soutiendra l'activité.

- **Les gains de productivité sont restés en territoire positif, suggérant qu'il y a une certaine substance dans le paradigme de la « nouvelle économie » (gains de productivité devenus en partie structurels). (voir p. 14)**

Les ménages ont continué à consommer

- **en dépit :**
 - **d'une contribution négative de l'emploi à la formation du revenu disponible réel (voir p. 14)**
 - **d'un impact négatif de la hausse du chômage sur la confiance (voir p. 15)**

- **en fait :**
 - **la désinflation a soutenu le pouvoir d'achat des salaires par tête**
 - **le taux de chômage reste encore proche du niveau de plein emploi (voir p. 15)**
 - **les allègements fiscaux ont eu une incidence positive**
 - **la baisse des taux a favorisé la renégociation des dettes hypothécaires (voir p. 16)**
 - **il n'y a pas eu d'effet de richesse négatif provenant de l'immobilier (voir p. 16)**

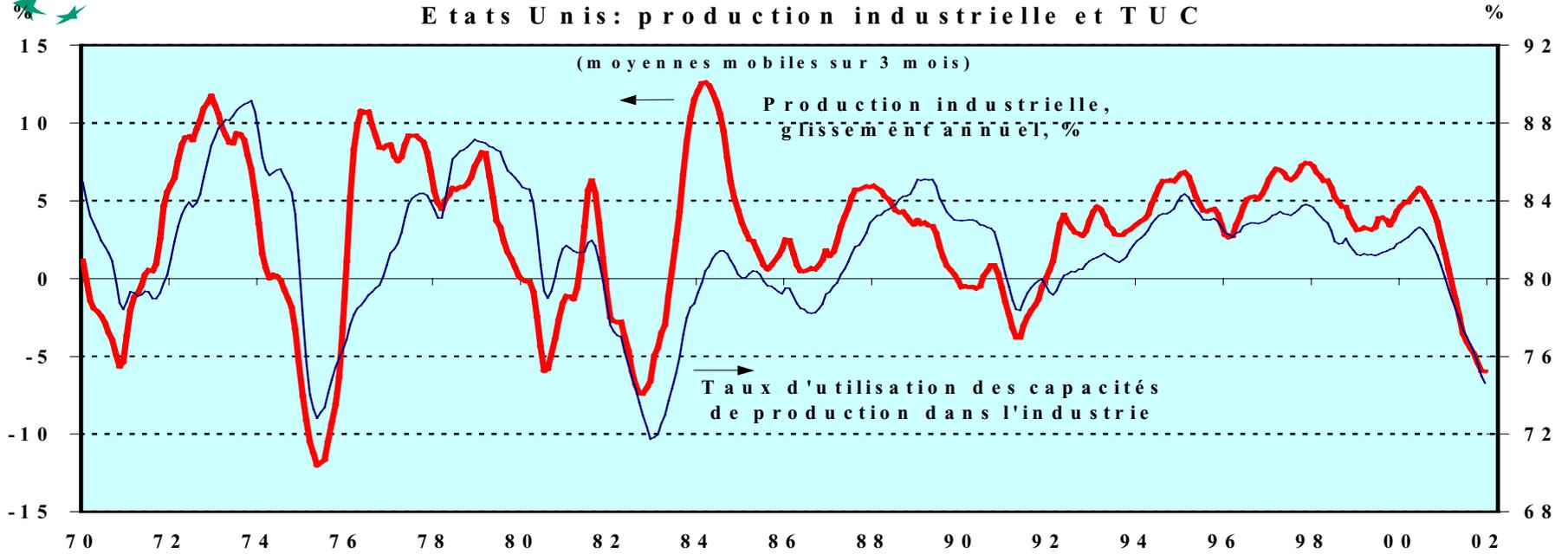
- **mais :**
 - **à court terme, la bonne tenue inespérée de la consommation fin 2001 appelle une correction début 2002 (voir p. 17)**
 - **le faible niveau d'épargne appelle aussi une correction. Si celle-ci se manifeste, la progression de la demande des ménages restera plus durablement modérée.**

Le « policy mix »

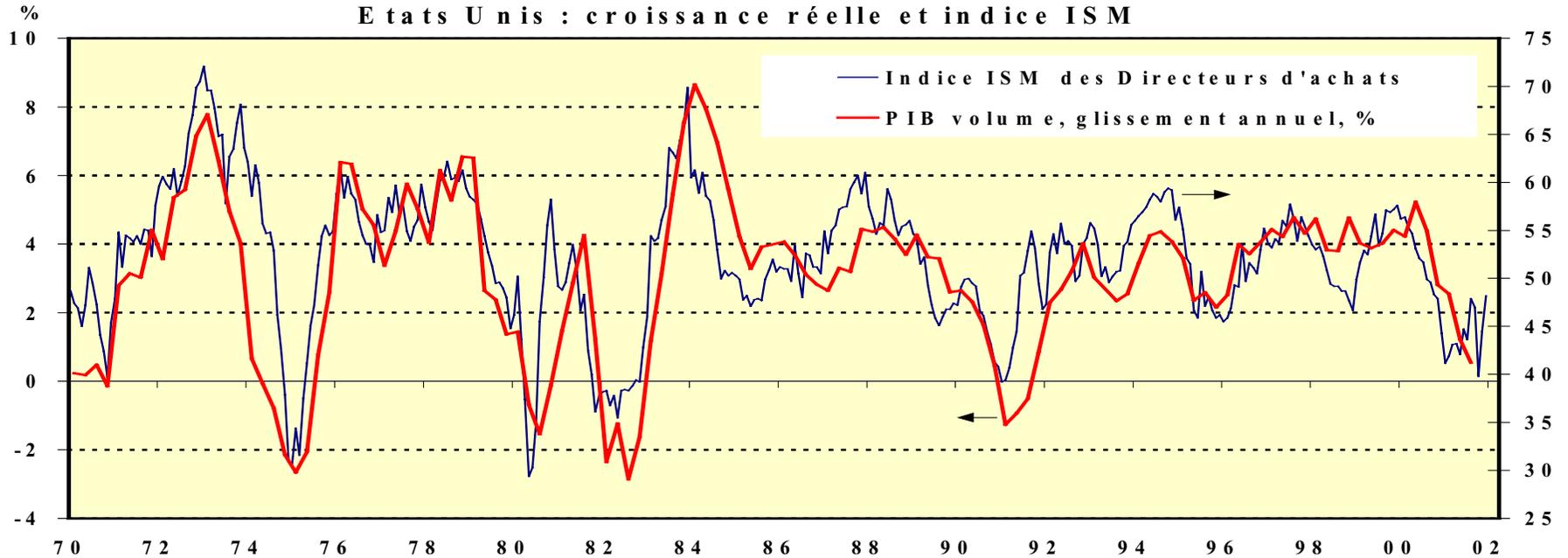
- **Politique budgétaire** : elle bénéficie de marges de manoeuvre significatives mais la visibilité est faible. Les délais dans l'adoption d'un nouveau « package » pourraient se traduire par une remontée plus tardive que prévue de l'investissement. (voir p. 17)
- **Politique monétaire**
 - elle a été très réactive (fed funds revenant de 6,5% à 1,75% en moins d'un an). Toutefois, ce n'est que récemment (5 mois) que le réglage monétaire est devenu accommodant avec des taux courts réels légèrement négatifs (les autres composantes des conditions monétaires -actions, crédits spreads, taux de change effectif- ayant conservé une orientation restrictive). (voir p. 18)

- **les taux resteront bas jusqu'en fin d'année : l'expérience passée montre que la Fed n'adopte pas une politique restrictive tant que le taux de chômage (indicateur retardé de l'activité) n'amorce pas une baisse.**

Etats Unis : production industrielle et T U C

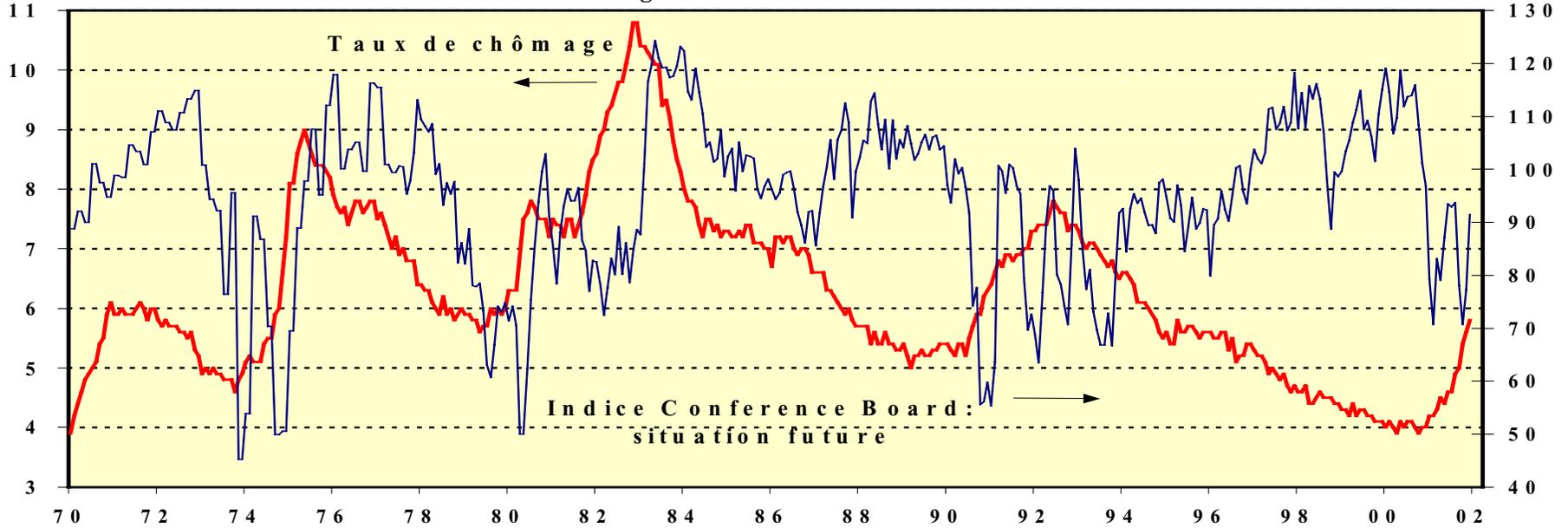


Etats Unis : croissance réelle et indice ISM

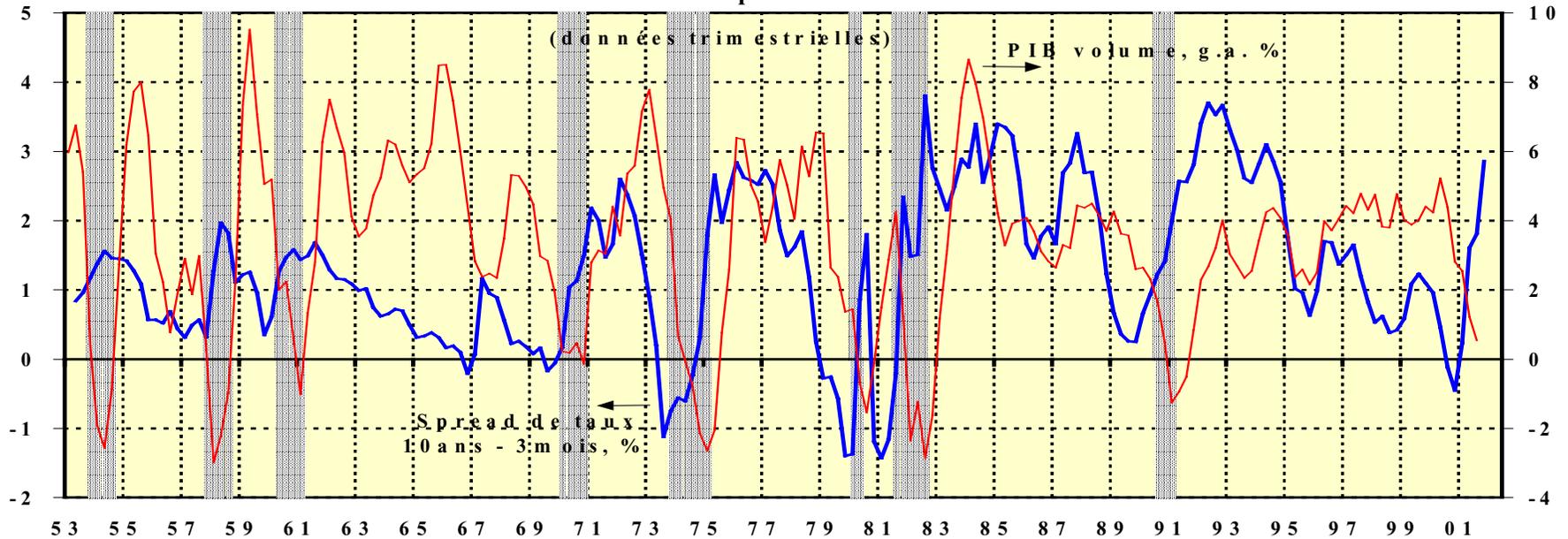




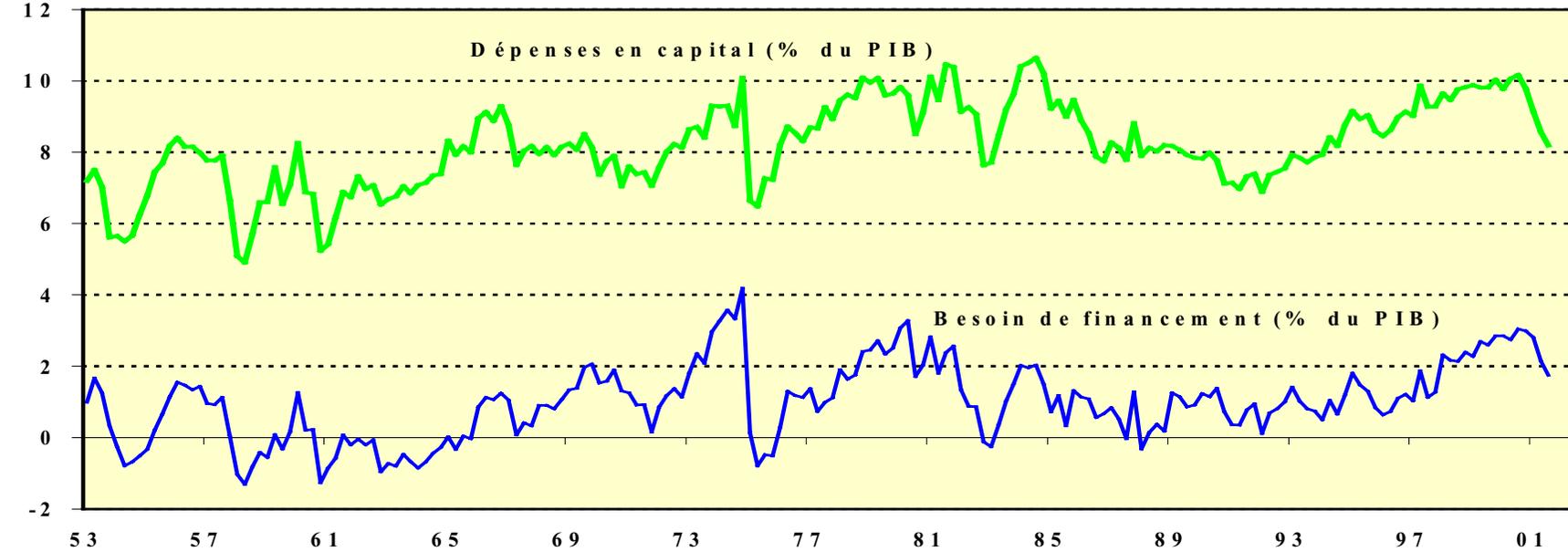
Taux de chômage et indice du Conference Board



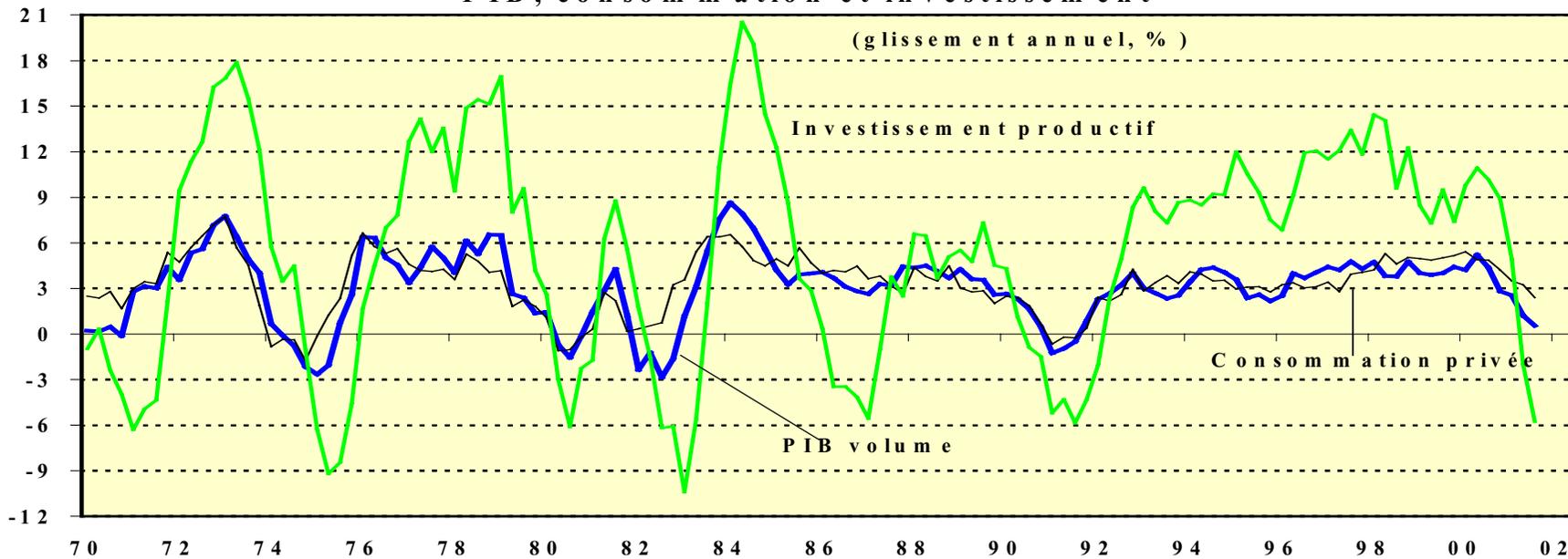
Etats Unis : PIB et spread de taux d'intérêt



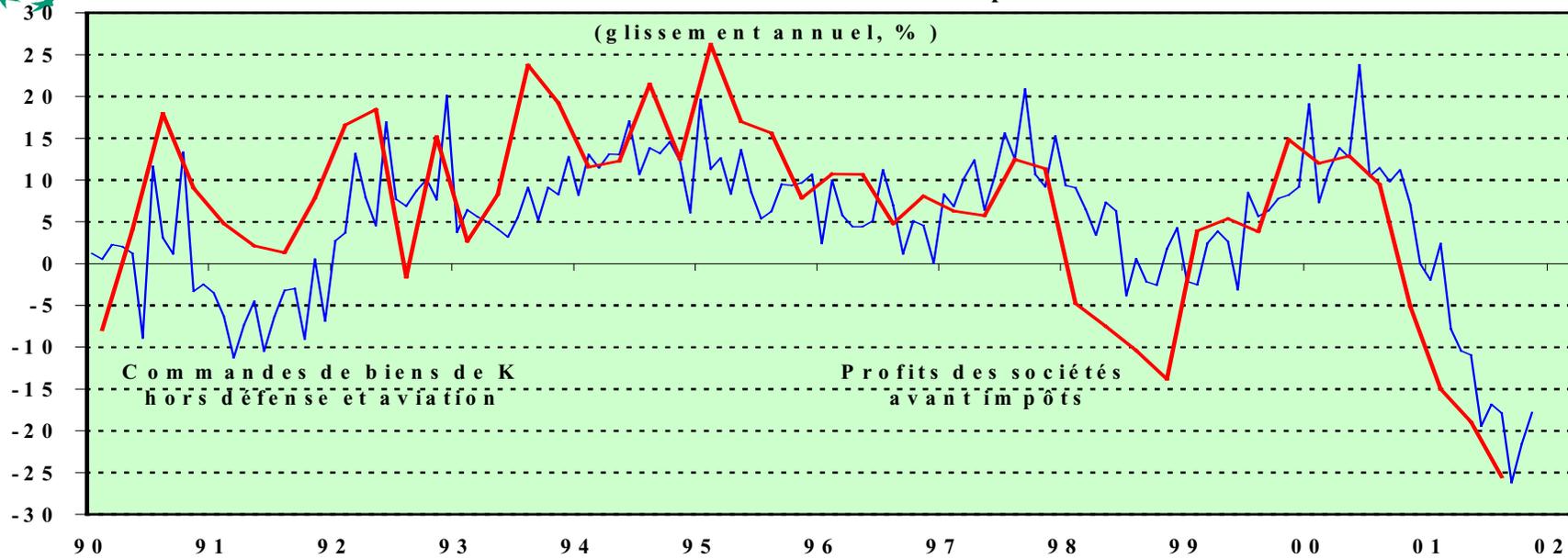
Etats Unis : situation des sociétés non financières



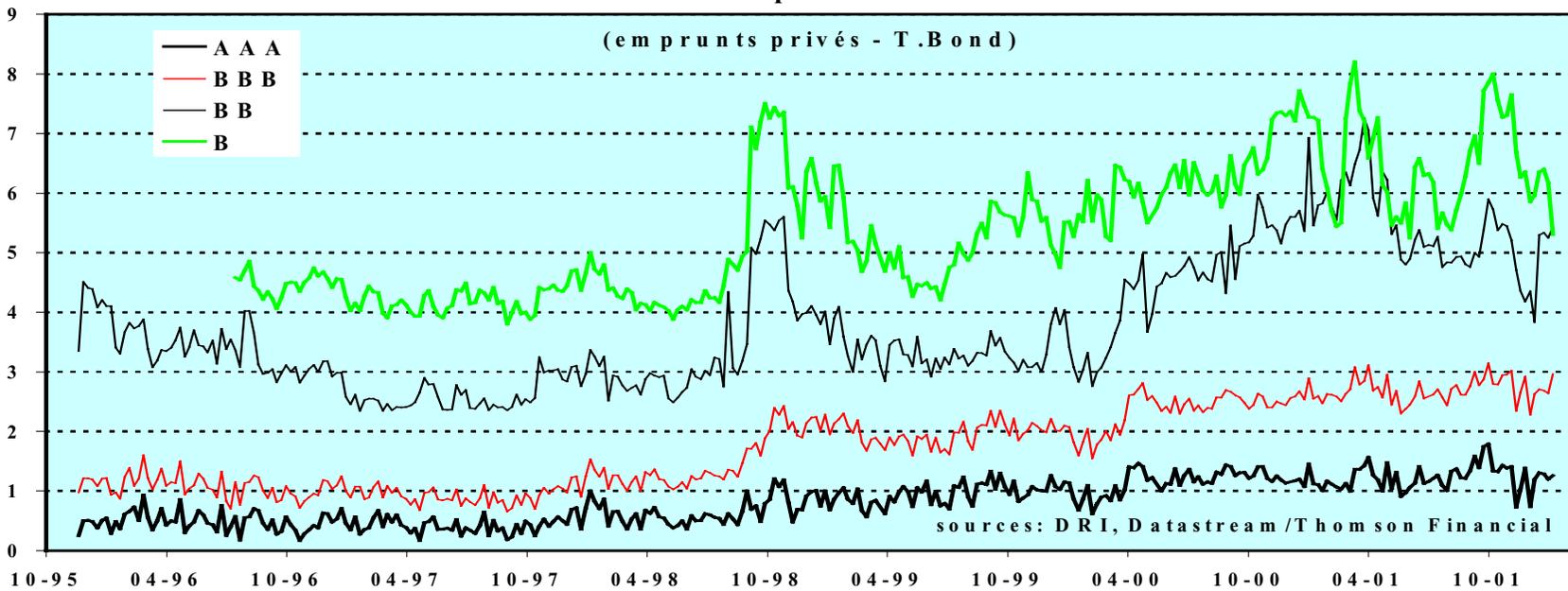
PIB, consommation et investissement



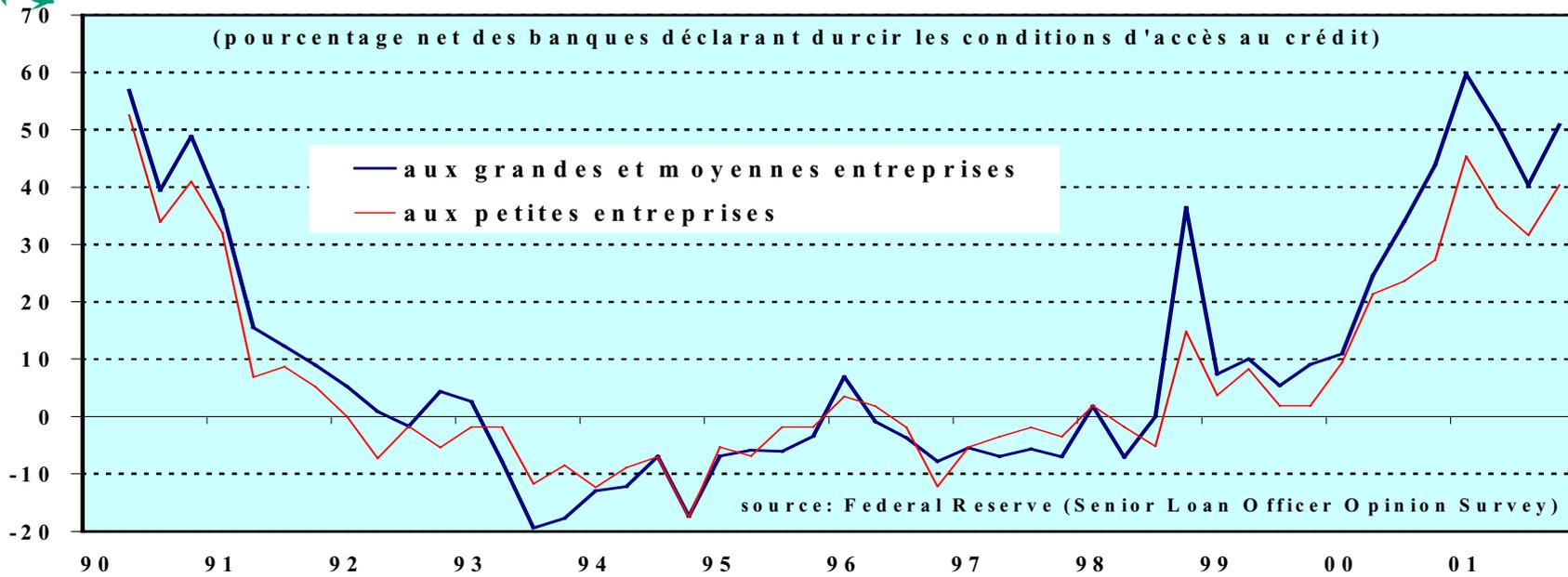
Etats Unis : commandes et profits



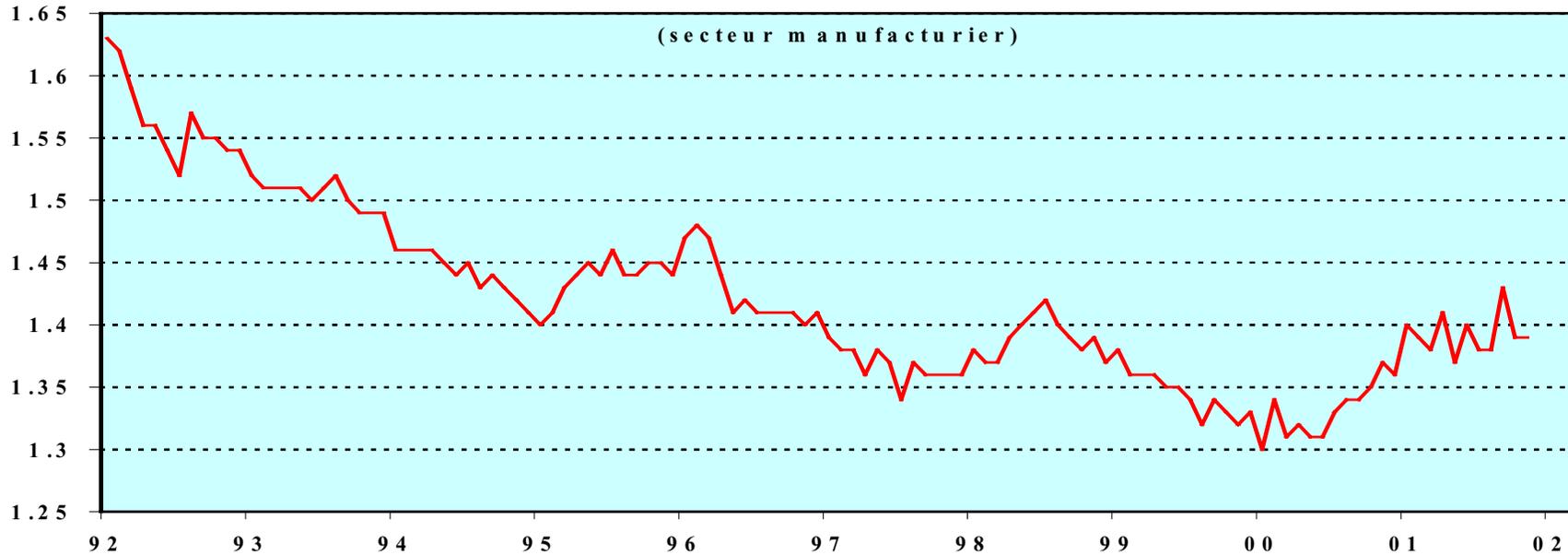
Etats Unis : spread de taux 10 ans



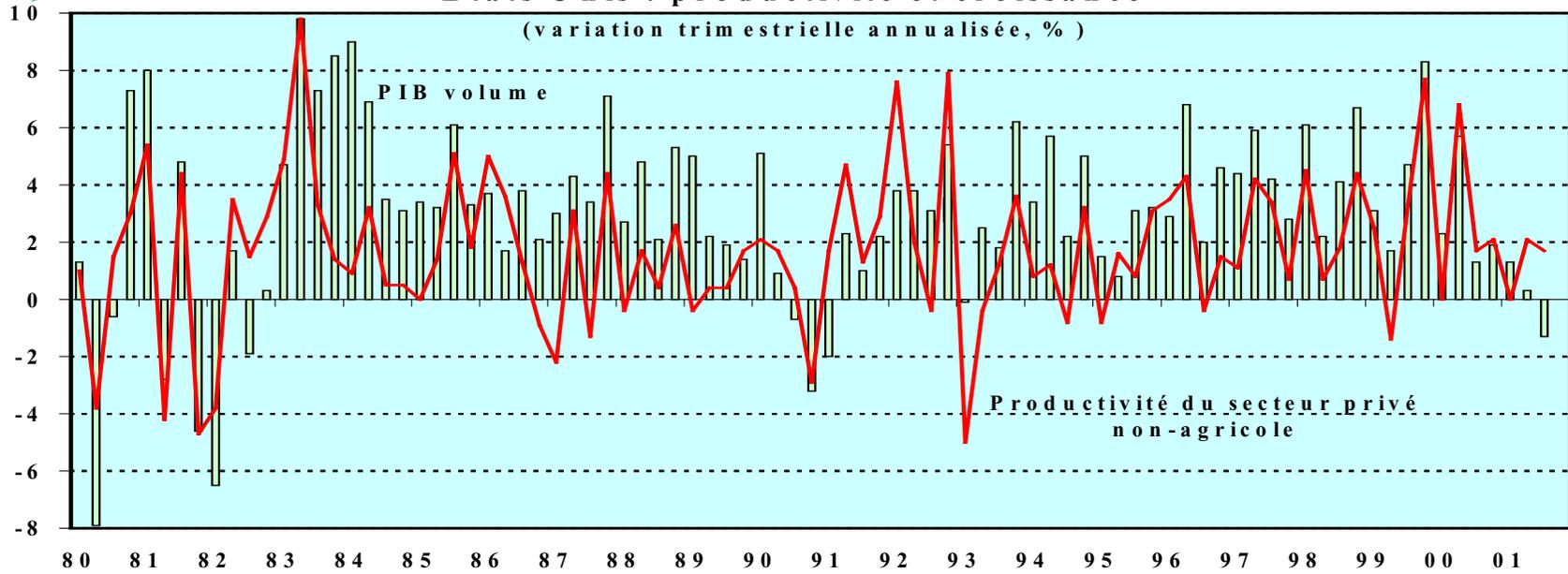
Durcissement des conditions d'accès au crédit



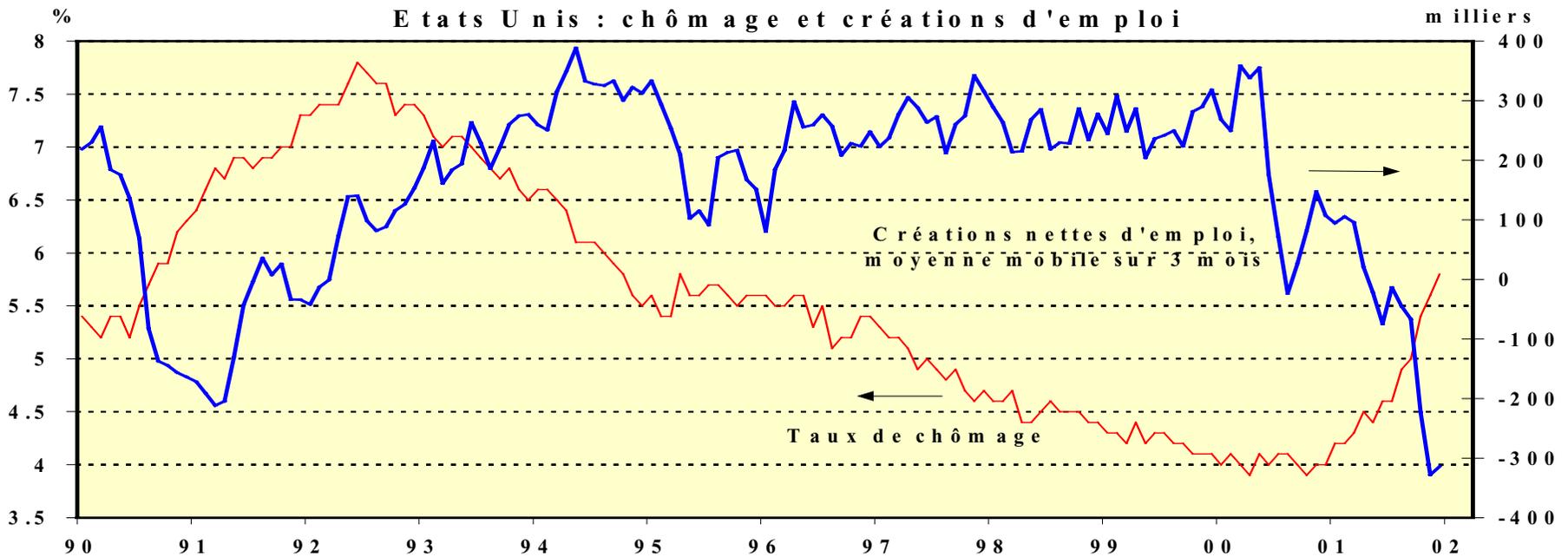
Etats Unis: ratio stocks/ventes

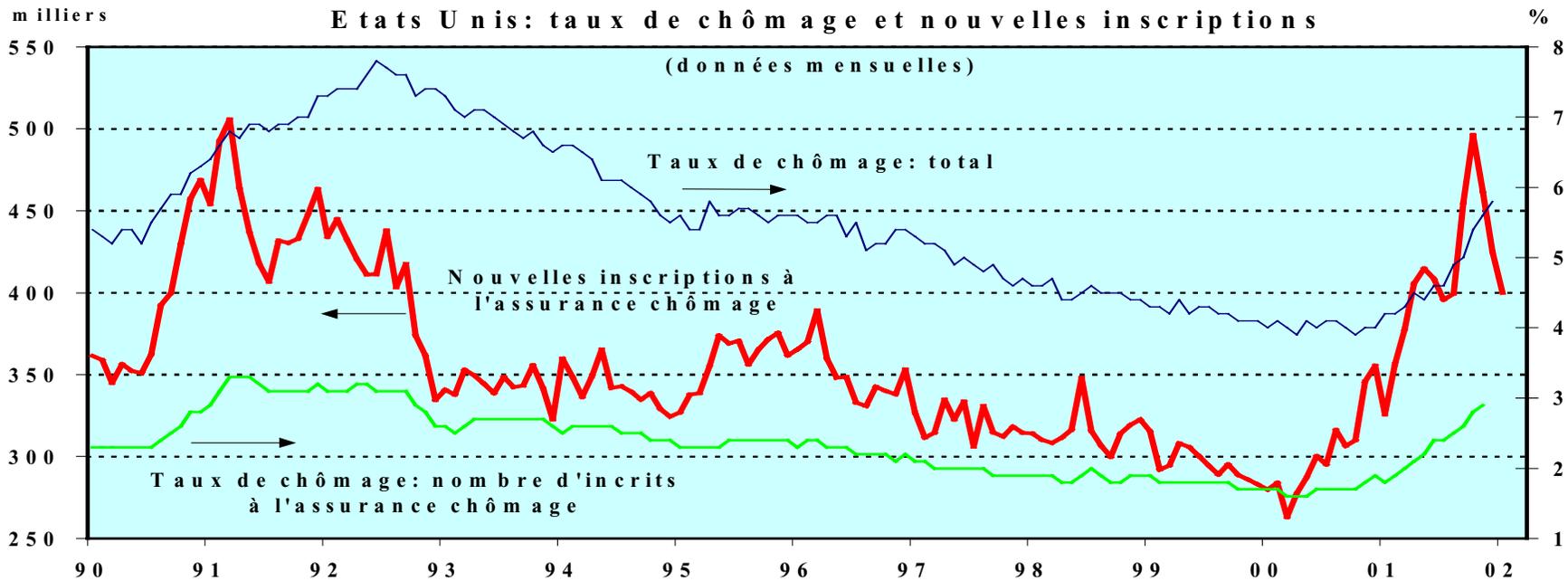
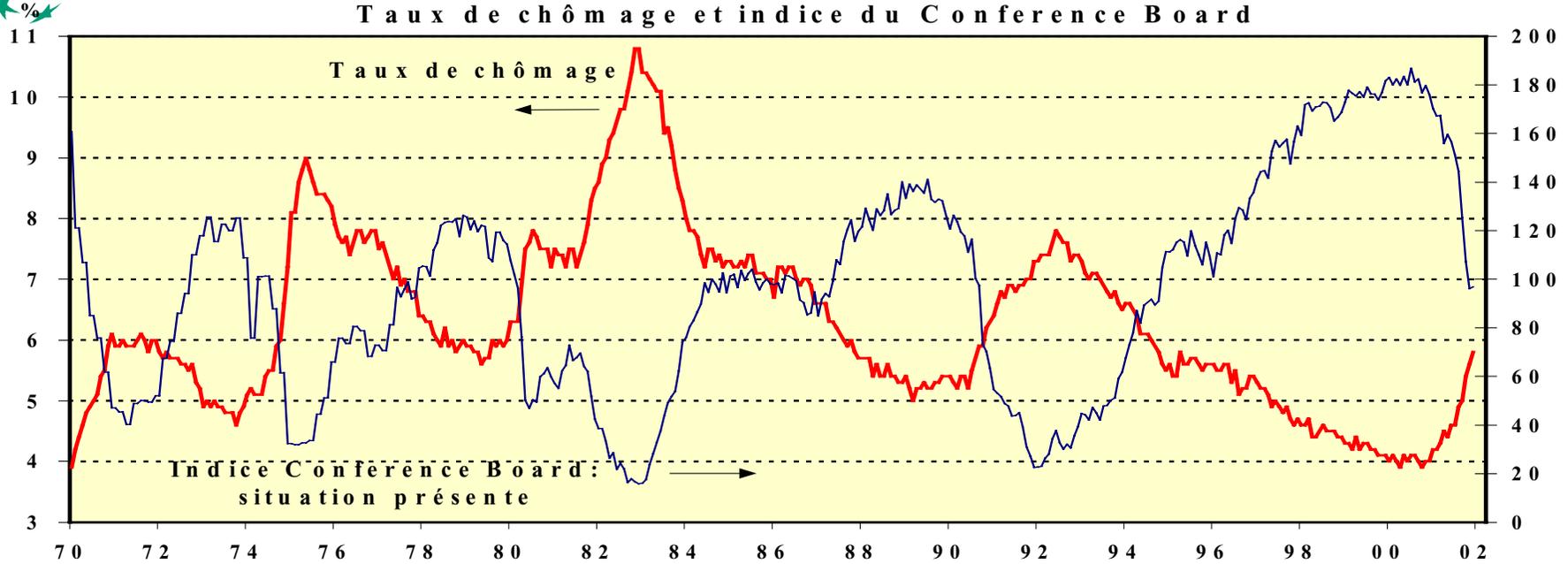


Etats Unis : productivité et croissance



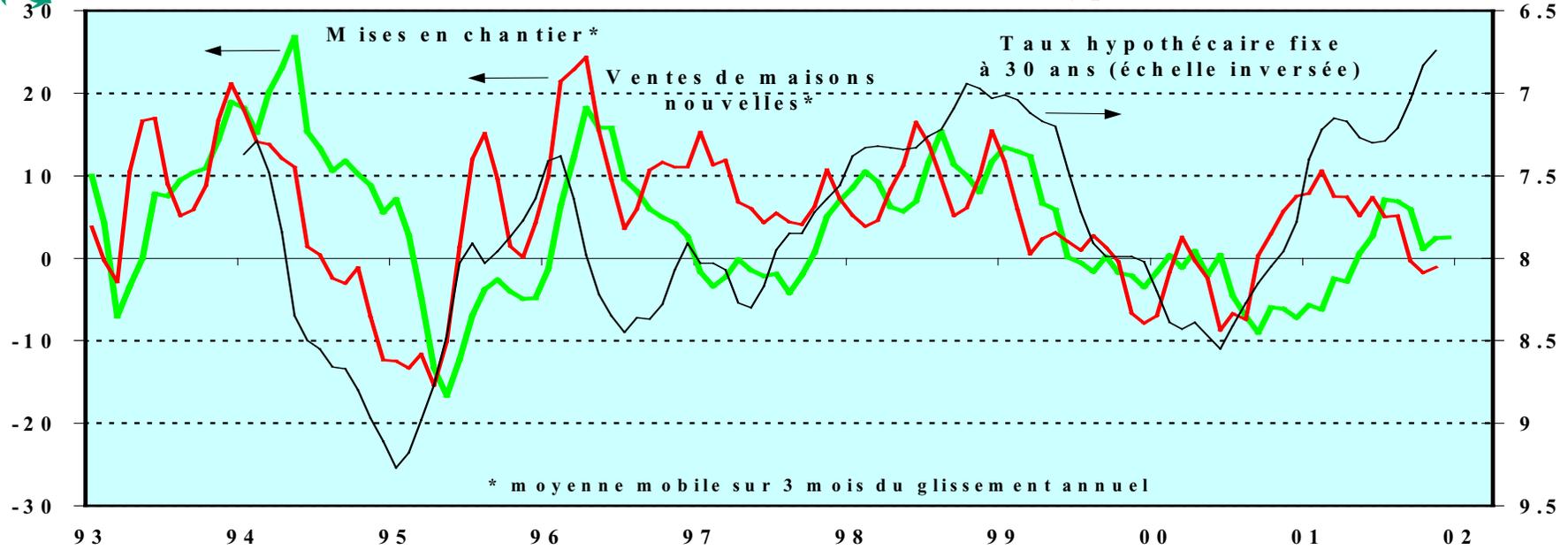
Etats Unis : chômage et créations d'emploi



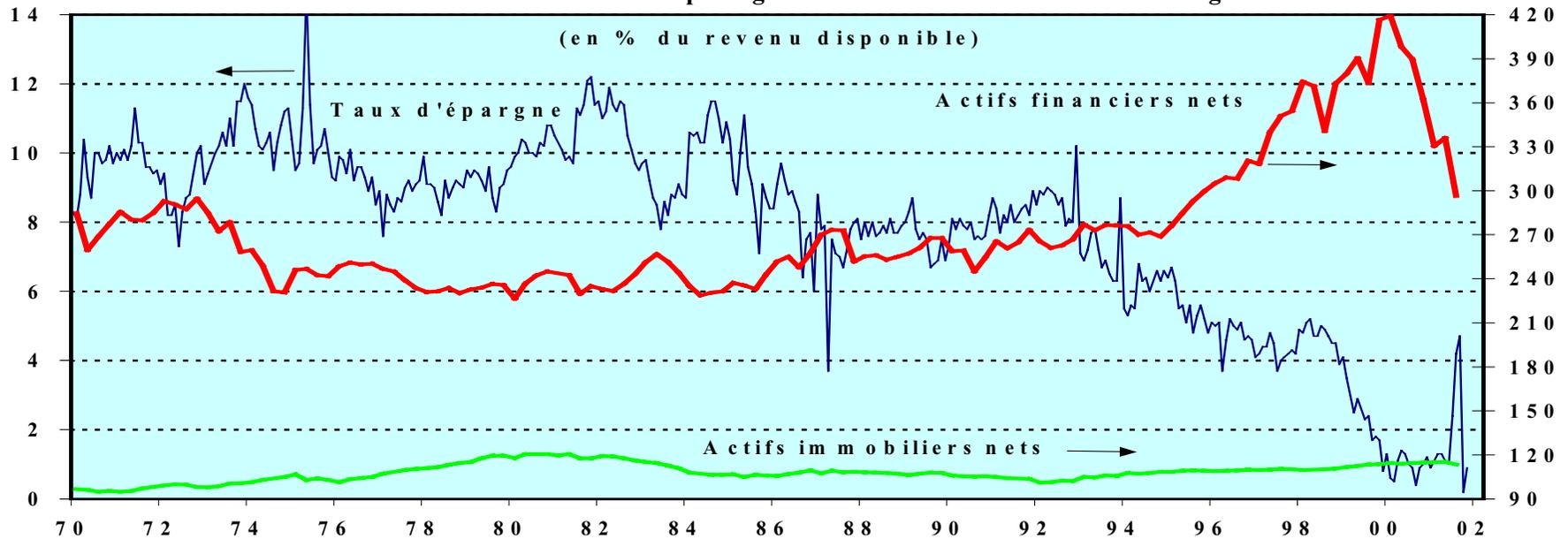




Etats Unis : mises en chantier et taux hypothécaire

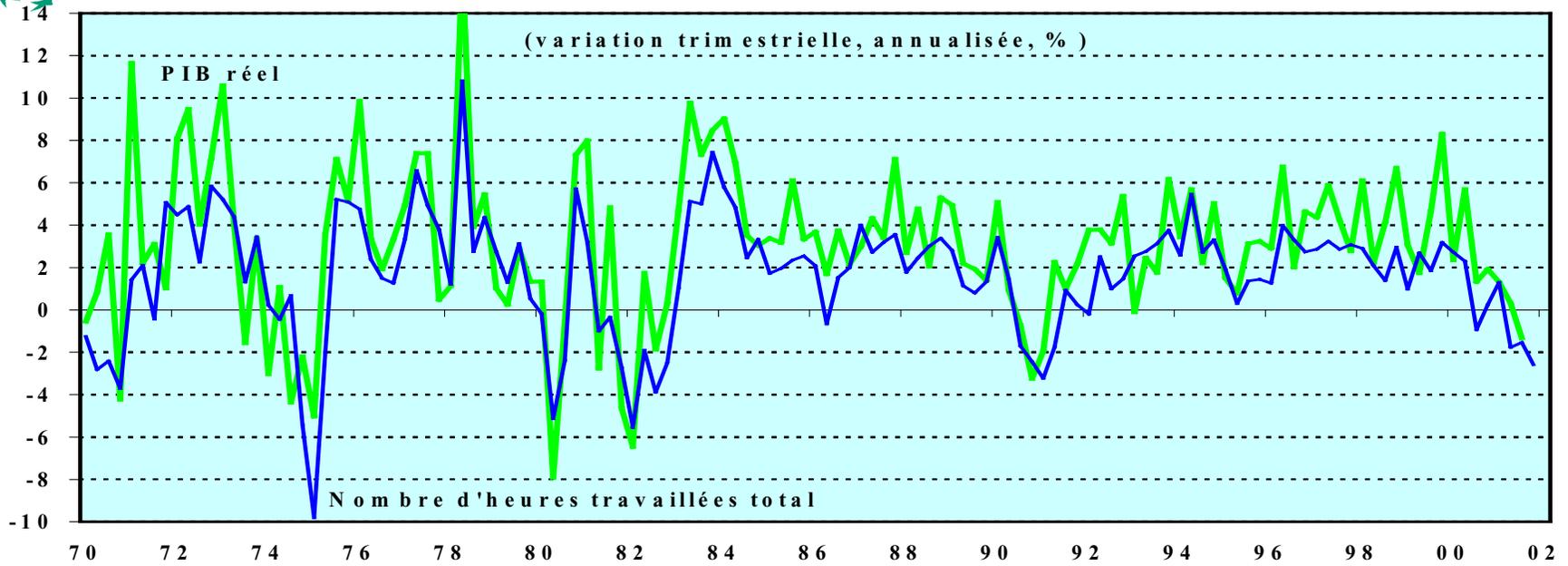


Etats Unis : taux d'épargne et richesse des ménages

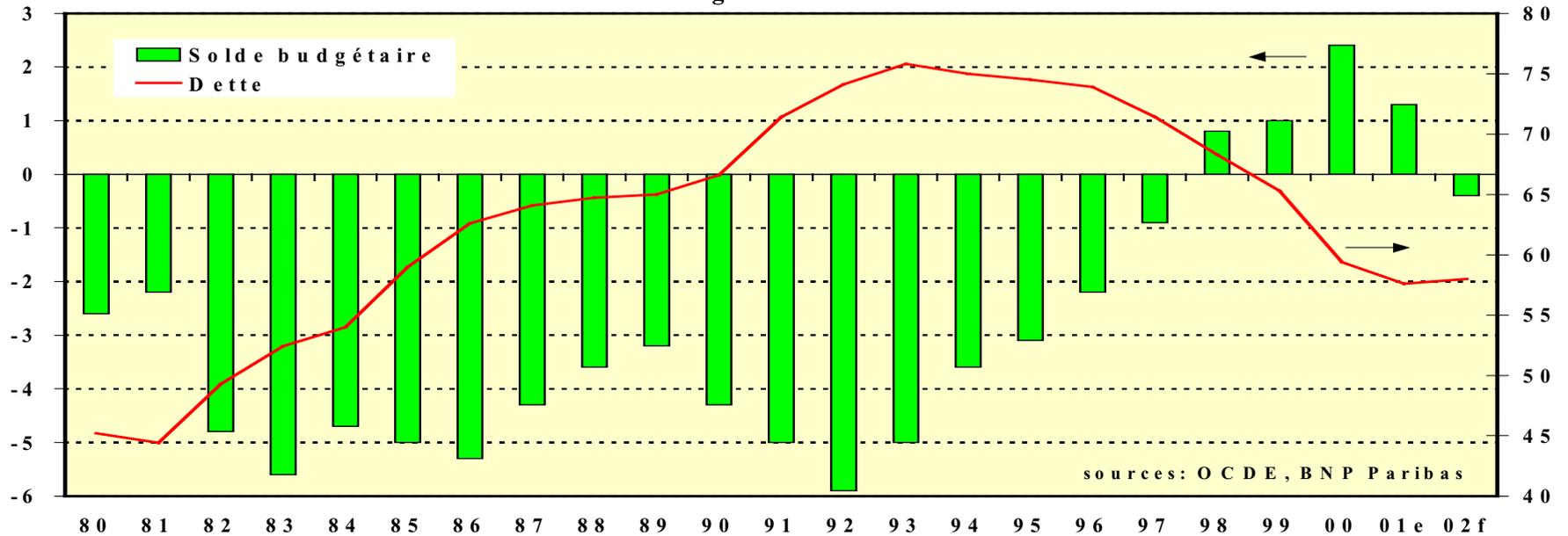


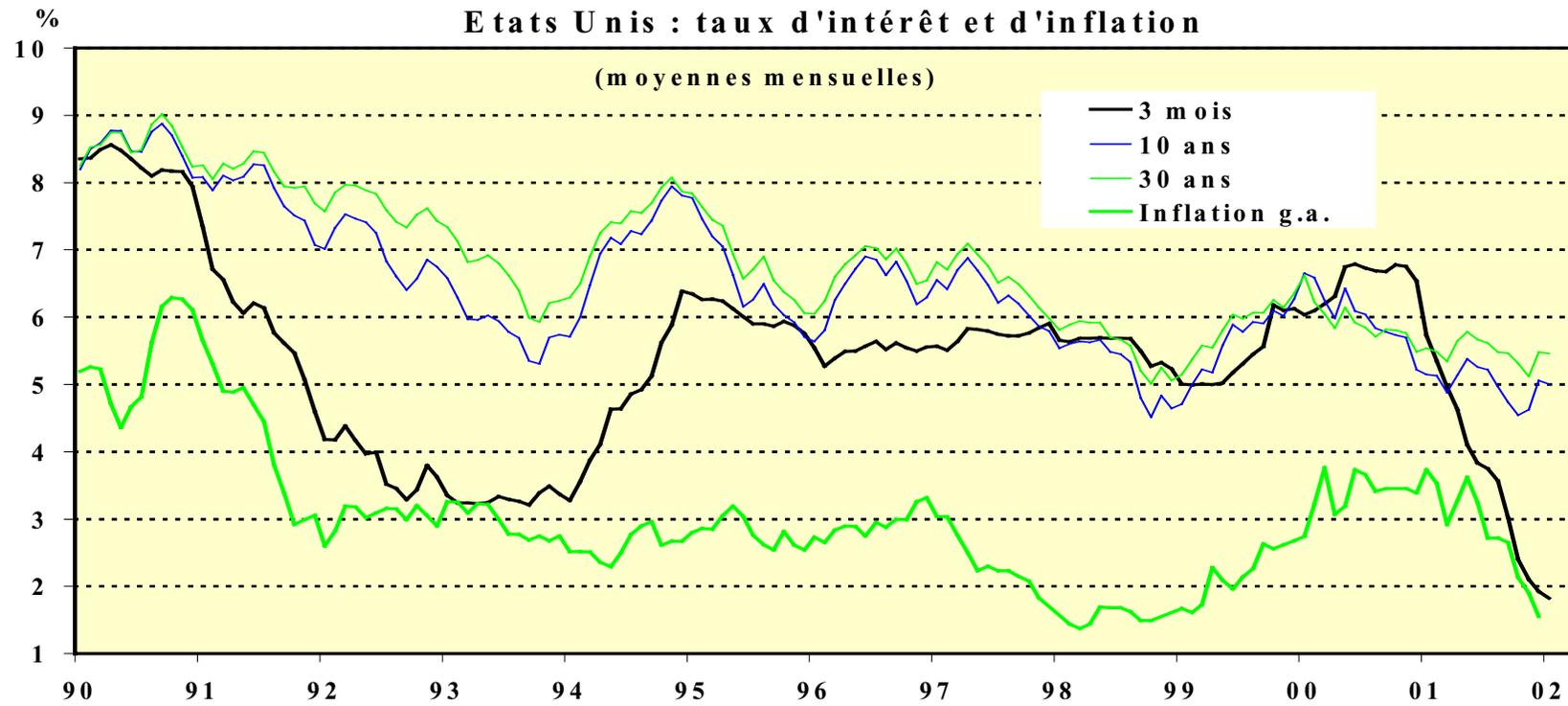


Etats Unis : PIB et nombre d'heures travaillées



Etats Unis : solde budgétaire et dette en % du PIB





ZONE EURO

- **Il était erroné de penser que la zone euro pourrait être épargnée par le ralentissement de l'économie mondiale**
 - **il est évident, bien sûr, que le degré d'ouverture de la zone est plus faible que celui de chacun des pays membres**
 - **il est probable que l'existence même de l'euro a évité l'apparition de tensions sur les changes et les taux**
 - **mais la zone a subi des chocs communs avec les Etats-Unis (prix pétroliers, Bourse, politique monétaire restrictive) et a été de plus affectée par des chocs spécifiques (effet du climat et des épidémies sur les prix alimentaires)**
 - **en conséquence, les cycles des affaires sont restés corrélés, ce qui paraît évident tant au regard des statistiques de production qu'au regard des indicateurs de confiance pour les entreprises et les ménages (voir p. 24 et 25)**

- **l'indice Reuters (sous le niveau 50) (voir p. 26) indique que le secteur manufacturier a continué à se contracter dans les derniers mois. La croissance dans la zone euro s'est quasi interrompue au printemps (comme aux Etats-Unis), les exportations et l'investissement s'inscrivant toujours sur une pente négative tandis que la consommation subit les conséquences de la détérioration du marché du travail, particulièrement en France et en Allemagne où le chômage a augmenté continuellement depuis respectivement janvier et mai 2001.**

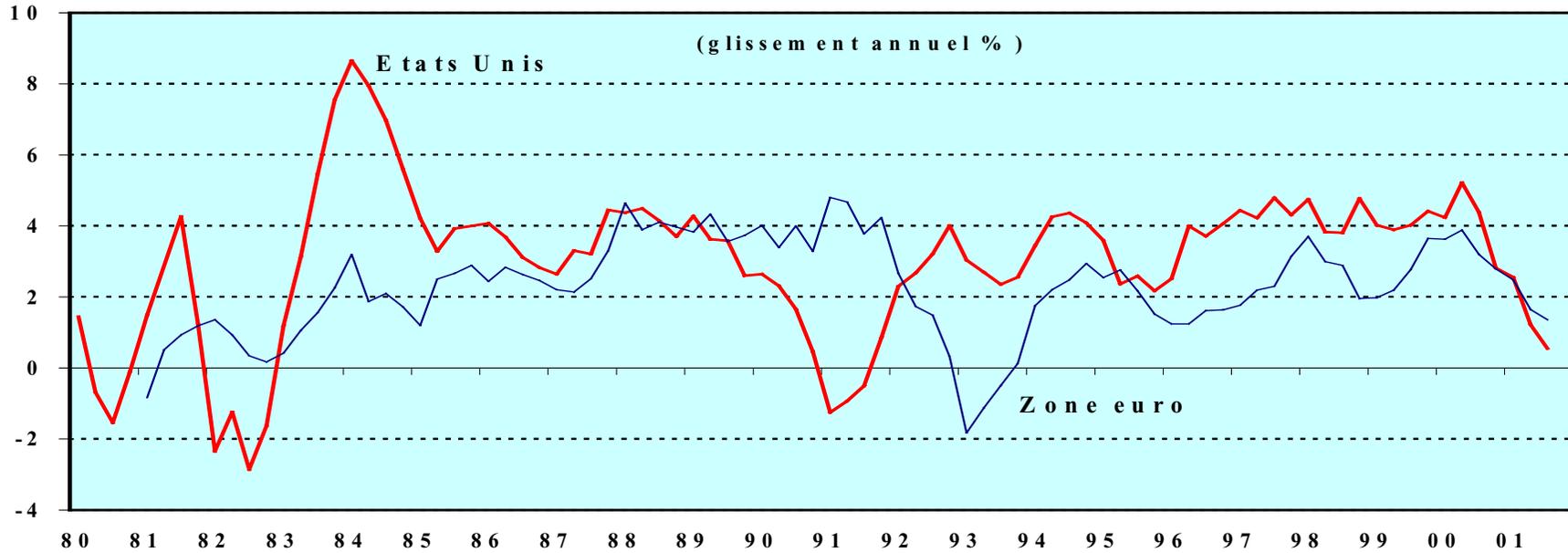
- **Il ne faut pas attendre une décrue de l'activité aussi importante que celle observée aux Etats-Unis :**
 - **la zone euro est moins sensible aux évolutions des Bourses**

- **la zone euro n ’a pas été le théâtre de surinvestissements massifs, comme en témoigne le degré d’utilisation des capacités qui reste proche de son niveau de longue période (en fait, l’investissement a été plutôt décevant dans la majeure partie des années 1990) (voir p. 26)**
- **les agents économiques privés sont dans l’ensemble moins endettés**
- **la décrue de l’inflation soutient les revenus réels (voir p. 27)**
- **le « policy mix » est de nature à soutenir l’activité mais les marges de manoeuvre sont limitées**
 - **du côté budgétaire, il est difficile d’aller au-delà du simple jeu des stabilisateurs automatiques (par exemple, le budget complémentaire adopté par la France à la fin 2001 ne représente que 0,2 point de PIB), compte tenu du Pacte de stabilité (voir p. 27)**

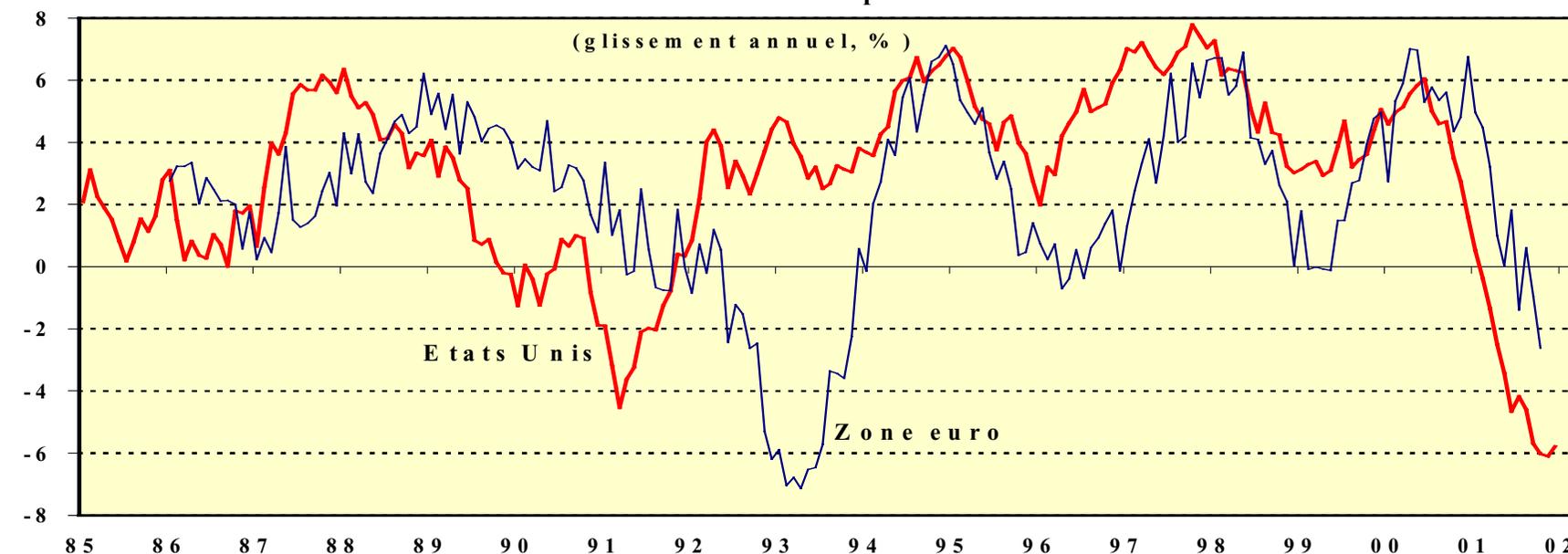
- **la politique monétaire n'a pas été aussi agressive qu'aux Etats-Unis (le taux de refinancement a commencé à être réduit qu'en mai, sa baisse totale est de 150 bp) (voir p. 28)**
- **cependant, la BCE peut aller au-delà. Elle reconnaît que le dépassement de l'objectif de croissance de l'agrégat monétaire M3 (8% contre 4,5%) n'est pas une source d'inquiétude (d'importantes liquidités sont détenues en raison d'une attitude d'aversion au risque et une part significative de la croissance de M3 provient de titres courts détenus par les non-résidents). L'inflation « headline » se modère rapidement (évacuation de l'incidence des prix énergétiques et alimentaires) et va rapidement passer sous les 2%, ce qui est l'objectif de la BCE (il est déjà revenu en deçà de 1,5% en France).**

- **avec un taux de croissance économique inférieur au potentiel, l'inflation fondamentale (hors éléments volatils) connaîtra à son tour une décrue à horizon des prochains mois.**
- **notre objectif pour le taux de refinancement est une baisse de 50 / 75 points de base. L'ampleur des réductions et leur calendrier dépendront de manière cruciale des négociations salariales qui débutent (notamment en Allemagne). (voir p. 29 et 30)**
- **L'euro : le succès du passage à l'euro fiduciaire pourrait être salué par les marchés. La diversification des avoirs officiels détenus par les banques centrales devrait également avoir un impact favorable mais c'est un phénomène qui prend du temps. La croissance potentielle est plus forte aux Etats-Unis. La mise en œuvre des réformes structurelles est lente. (voir p. 28)**

Zone euro/E tats U nis: croissance du PIB volume

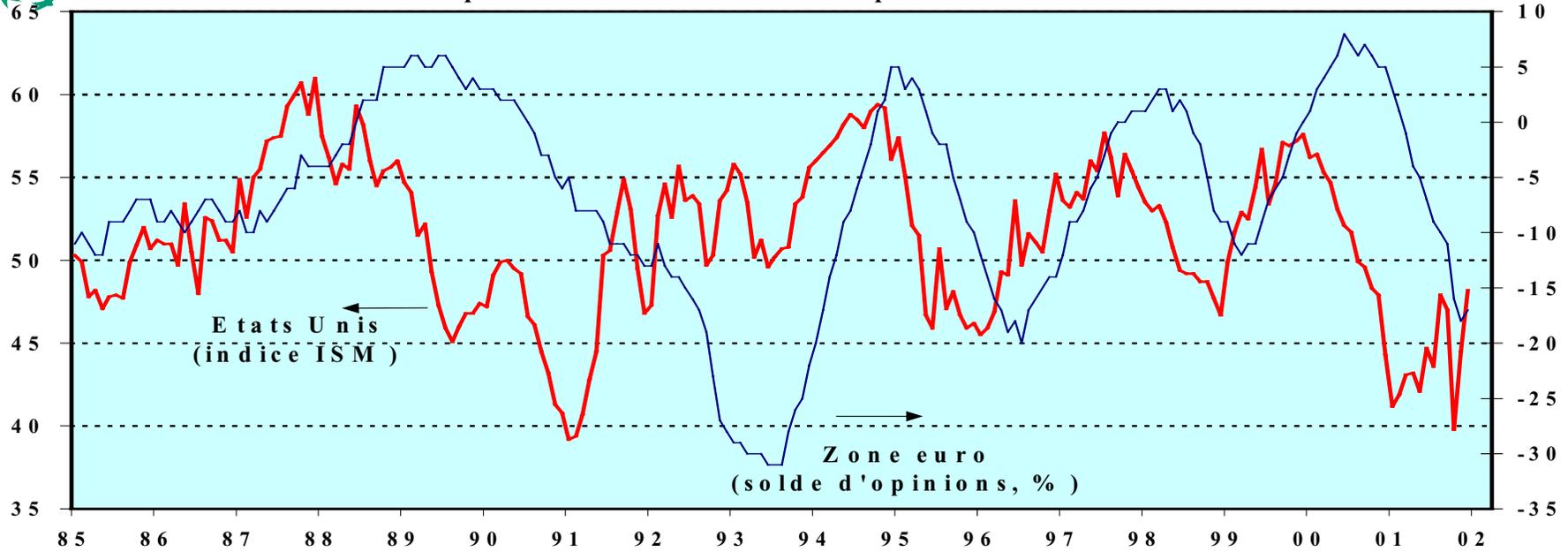


Zone euro/E tats U nis: production industrielle

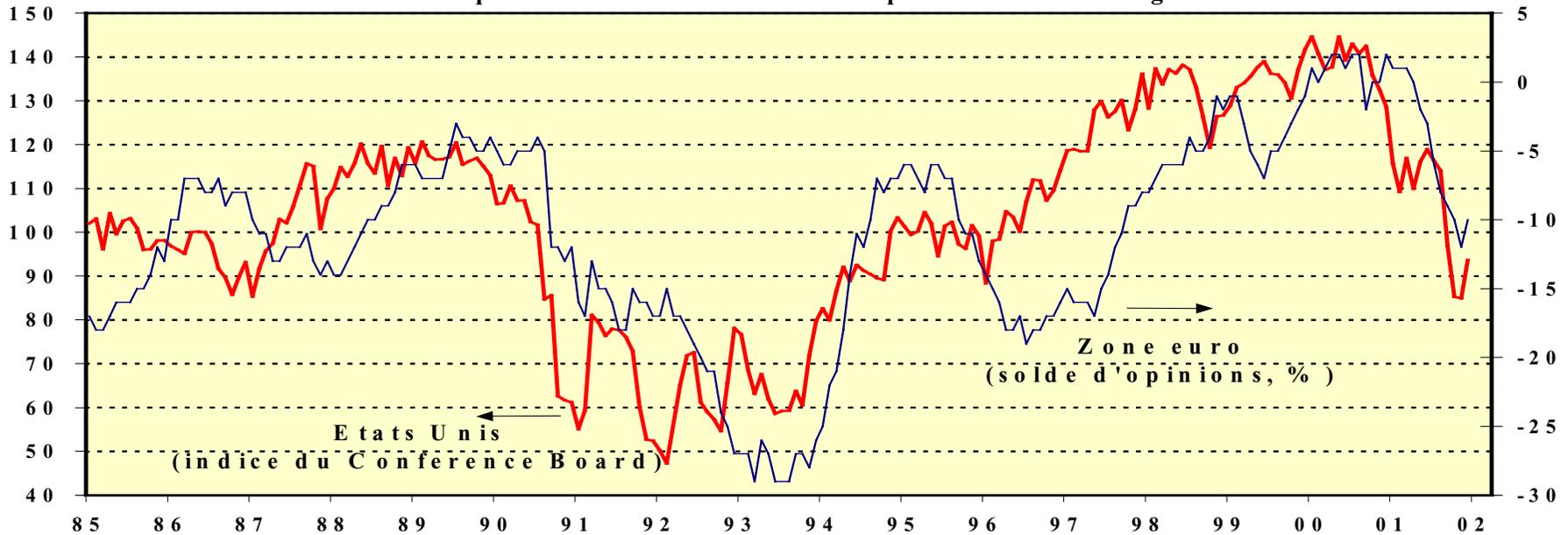




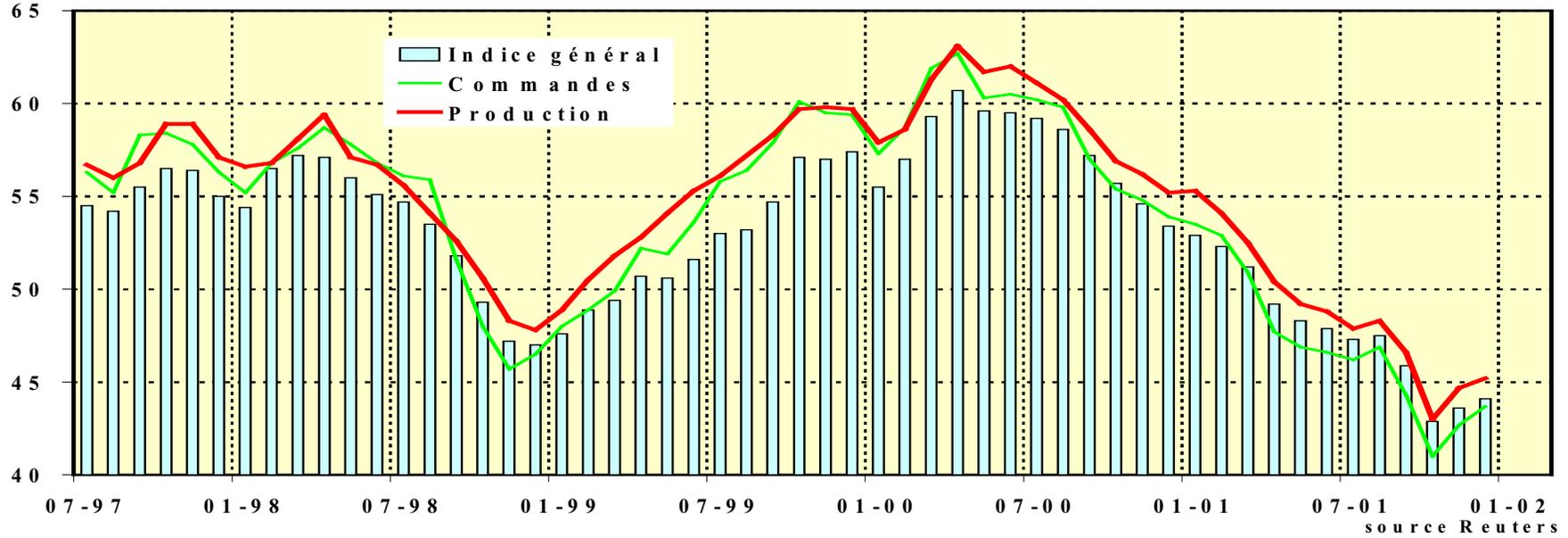
Enquêtes de confiance auprès des industriels



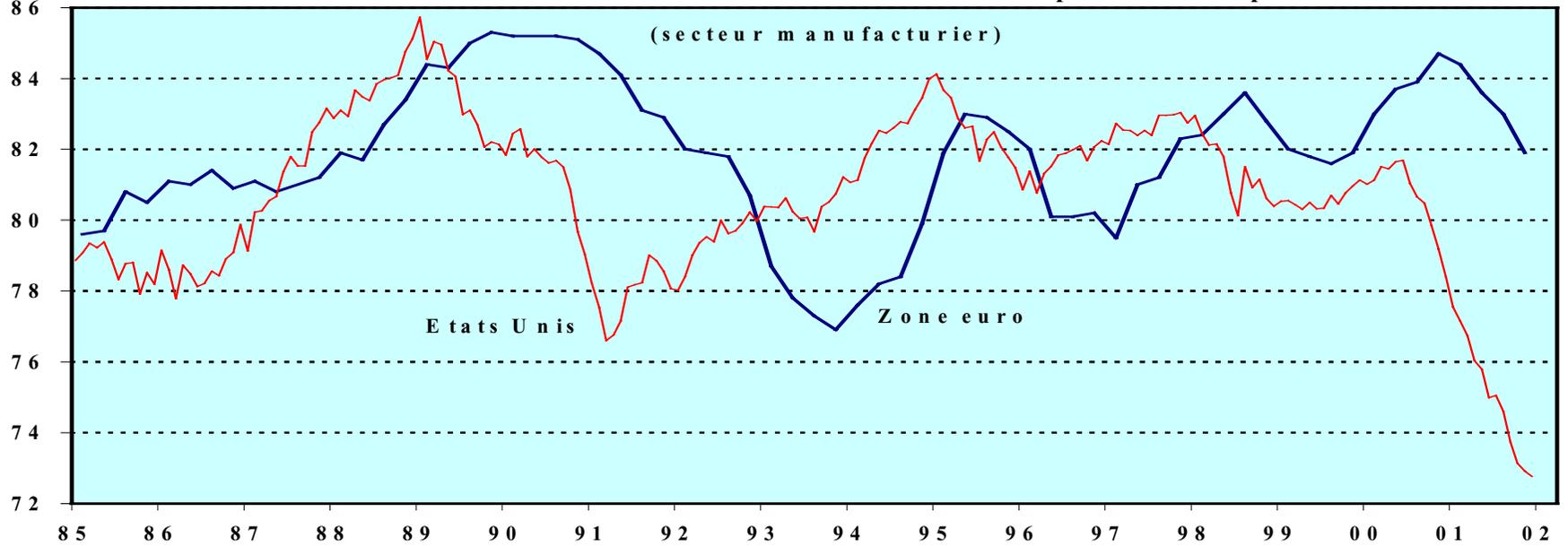
Enquêtes de confiance auprès des ménages

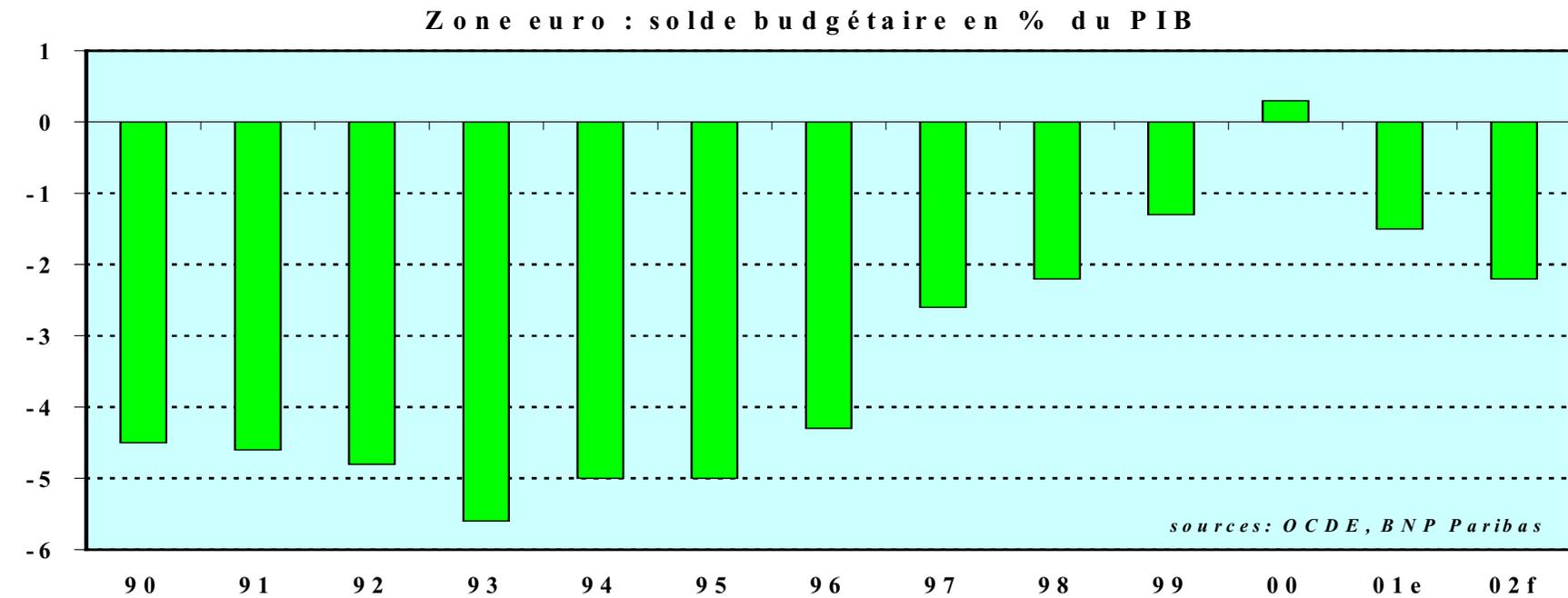
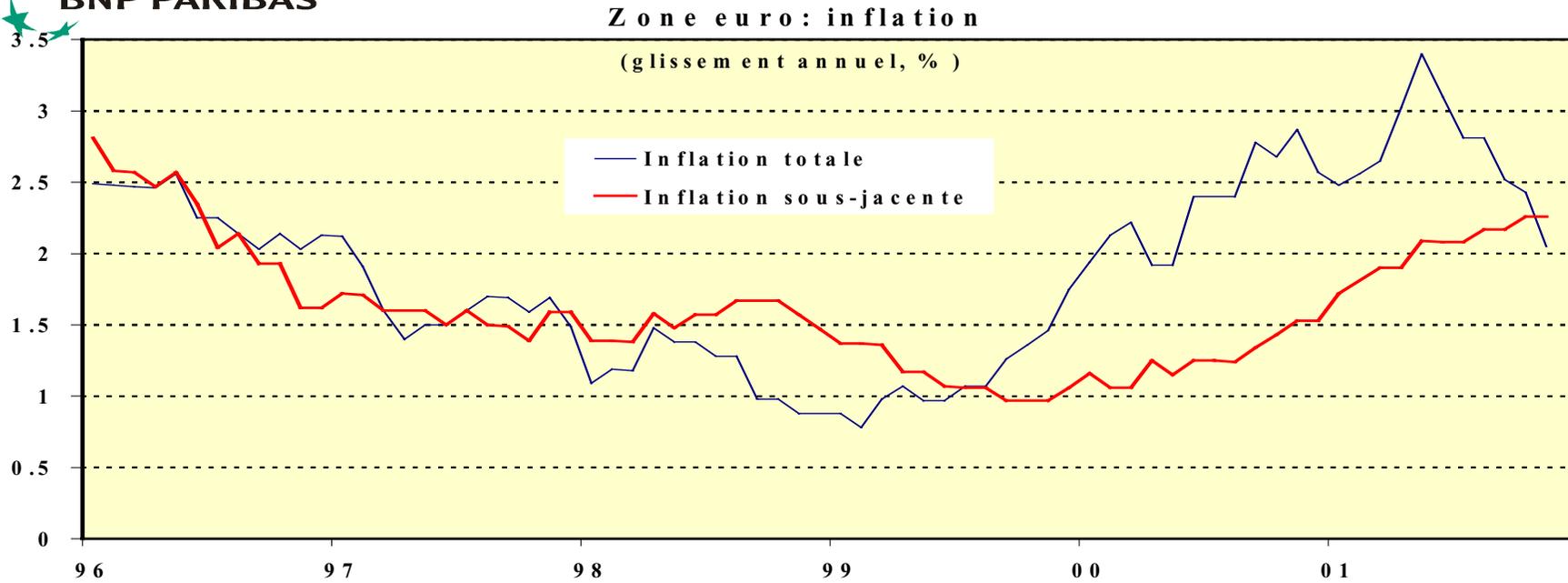


Zone euro : indices des directeurs d'achats

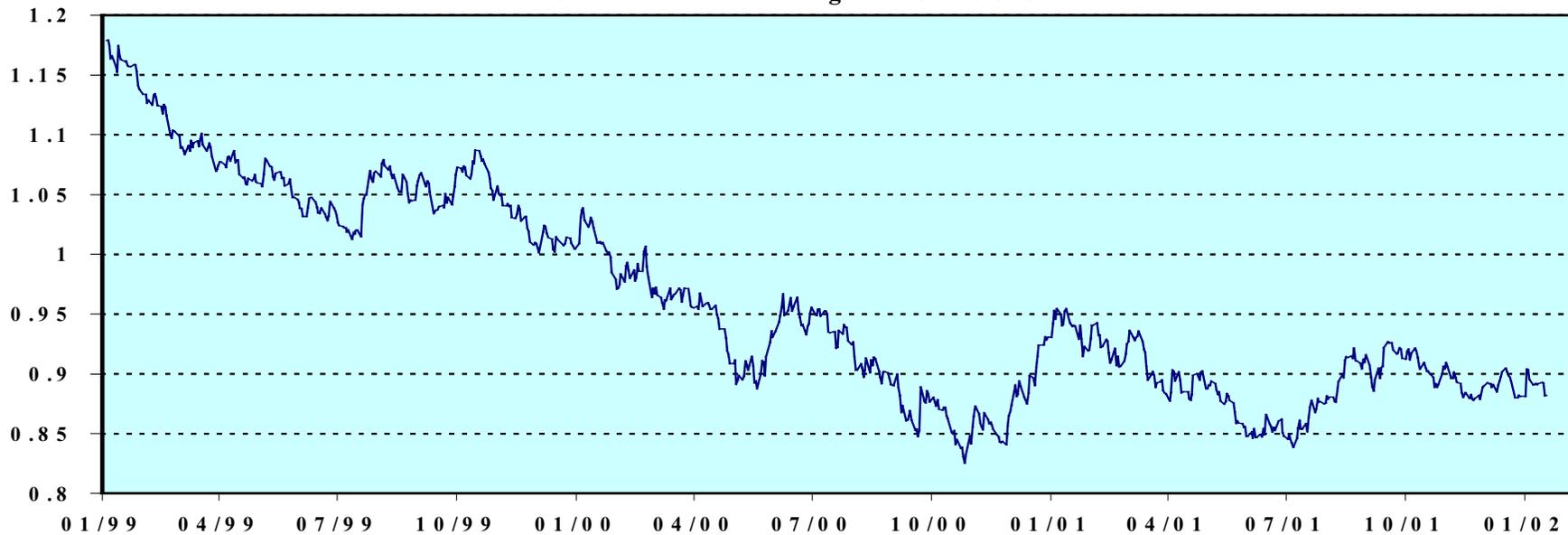
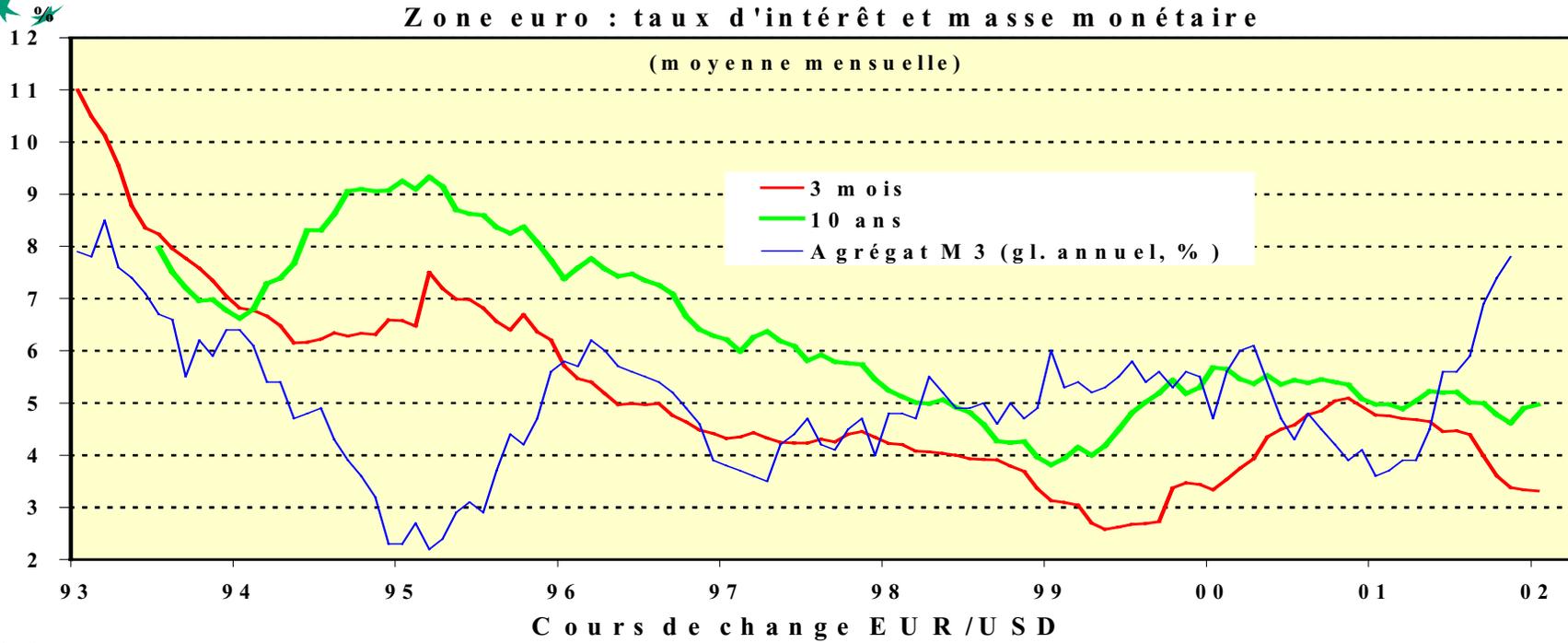


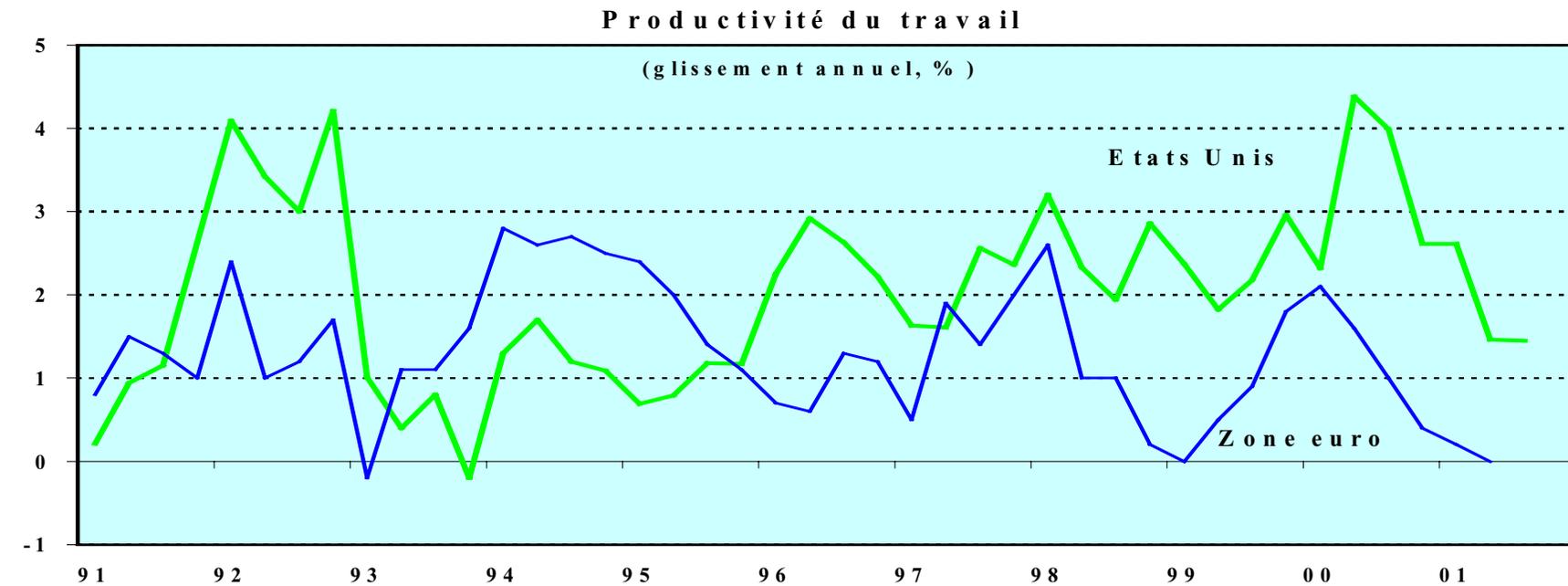
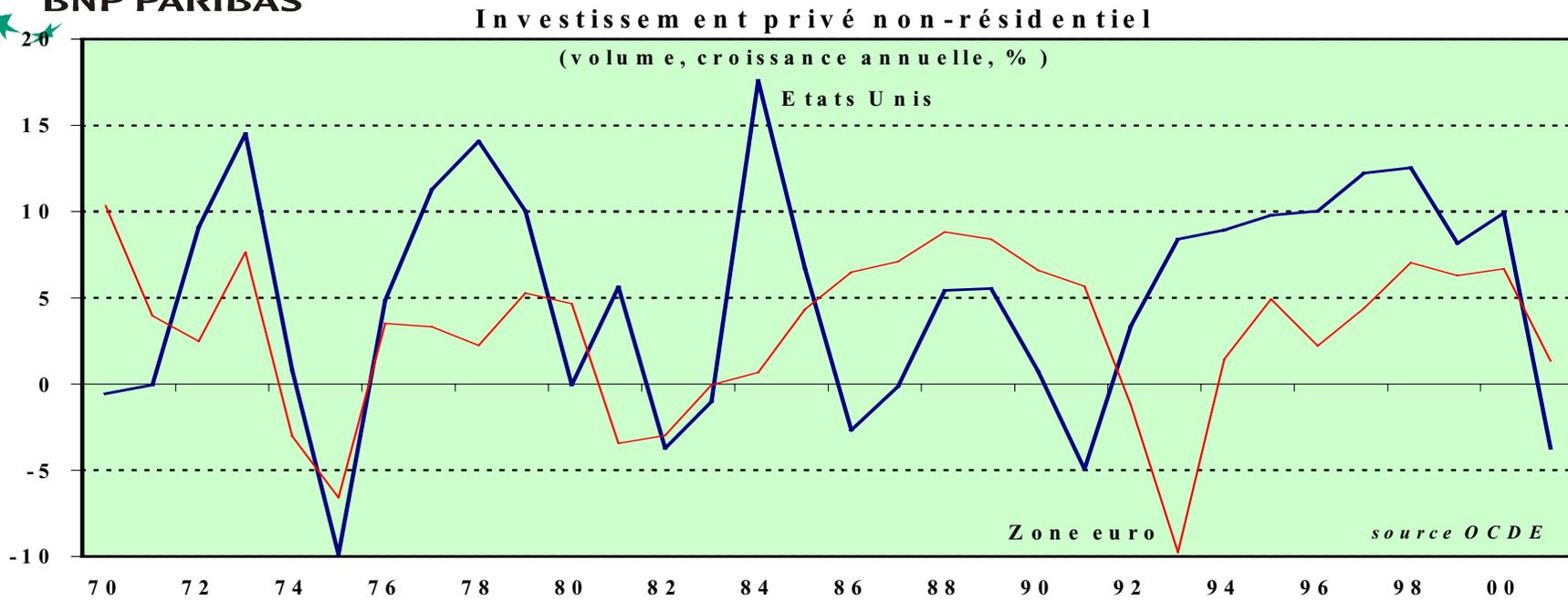
Zone euro/E tats U nis : taux d'utilisation des capacités de production

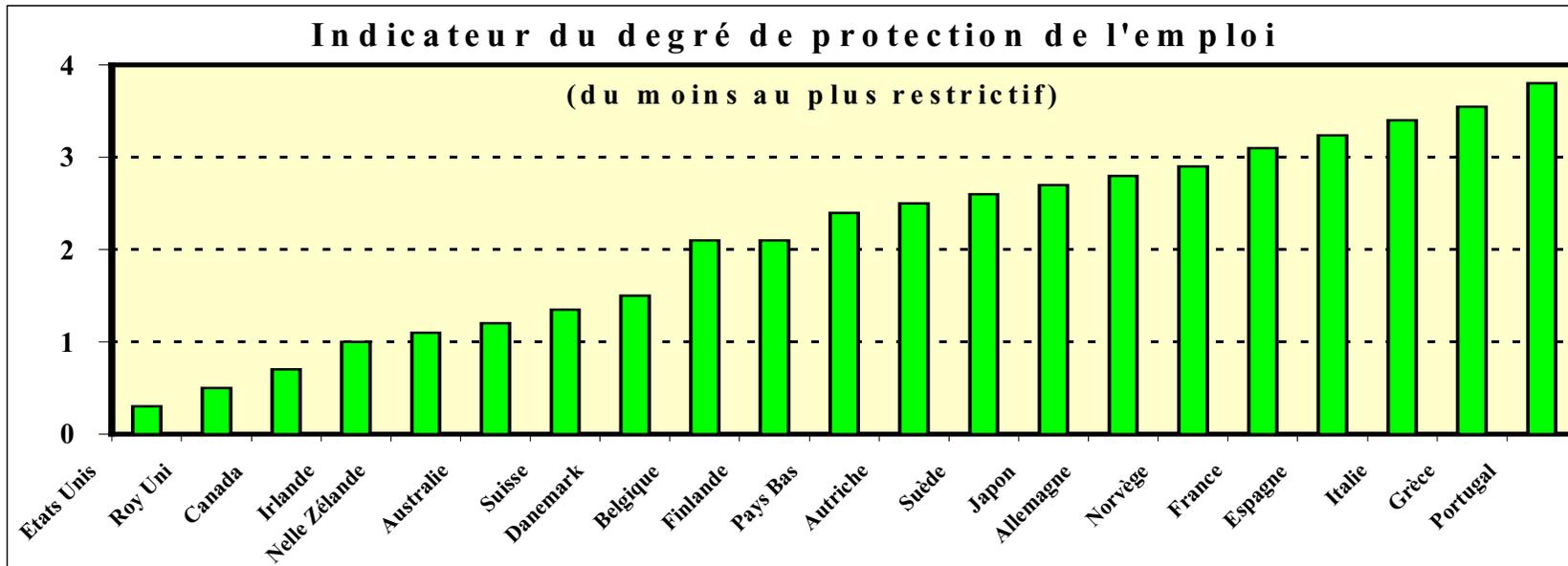
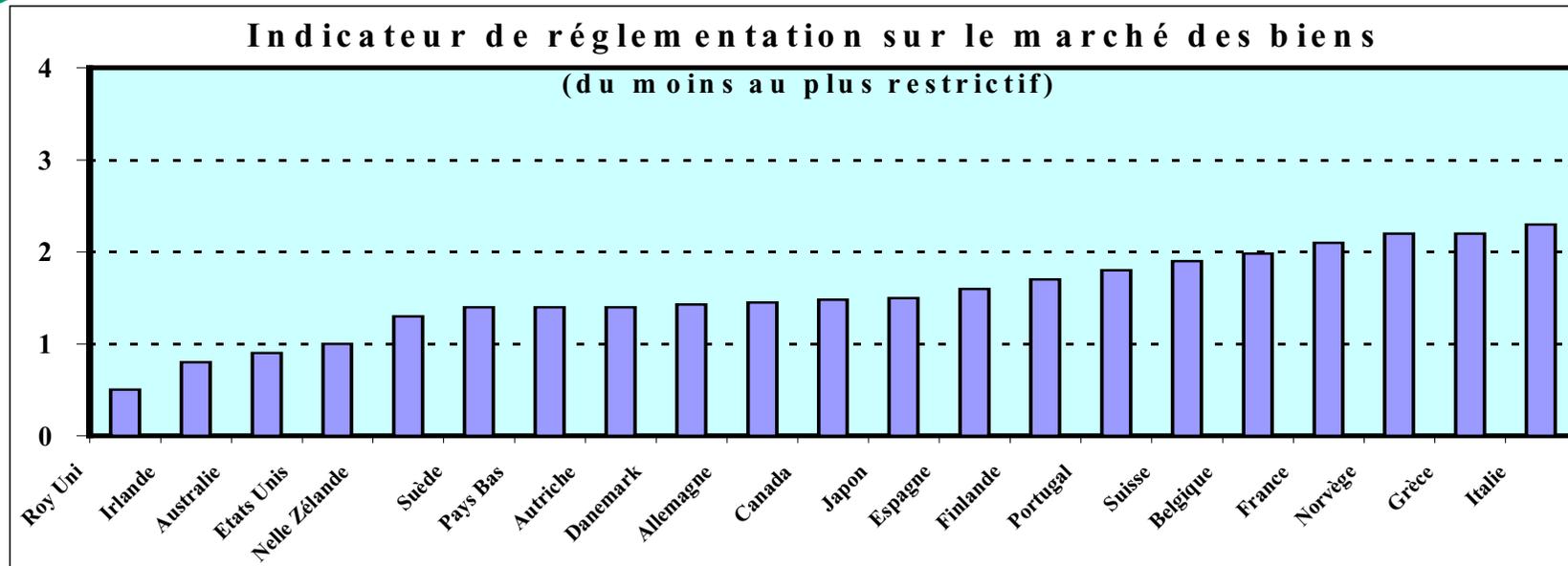


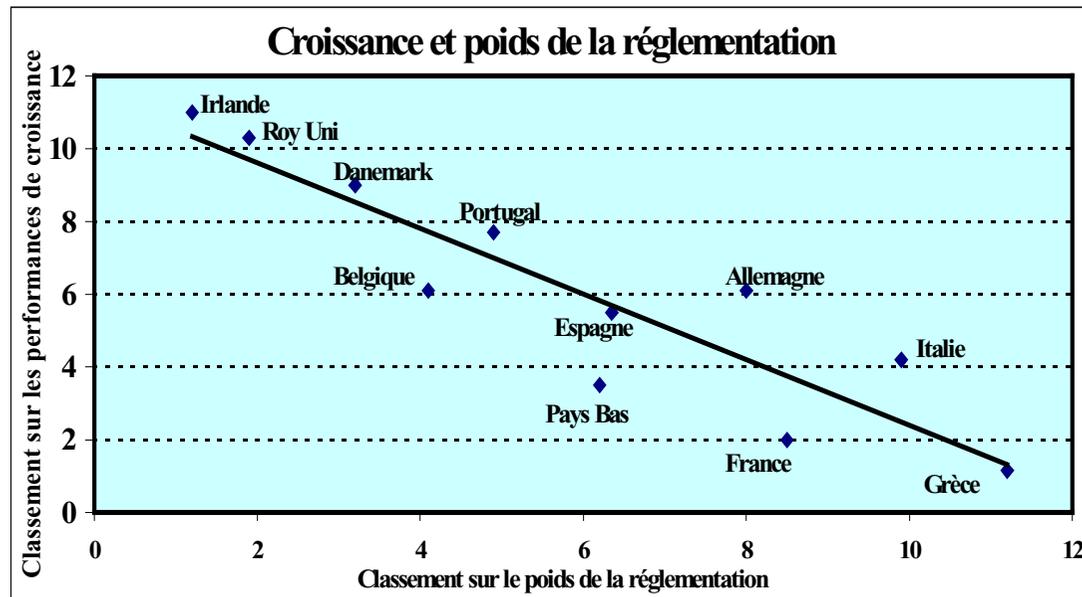
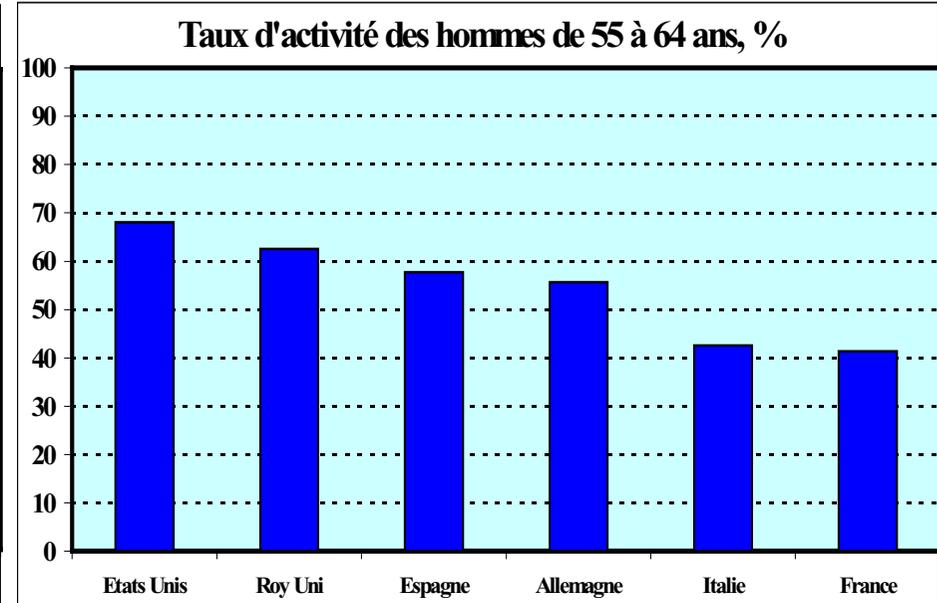
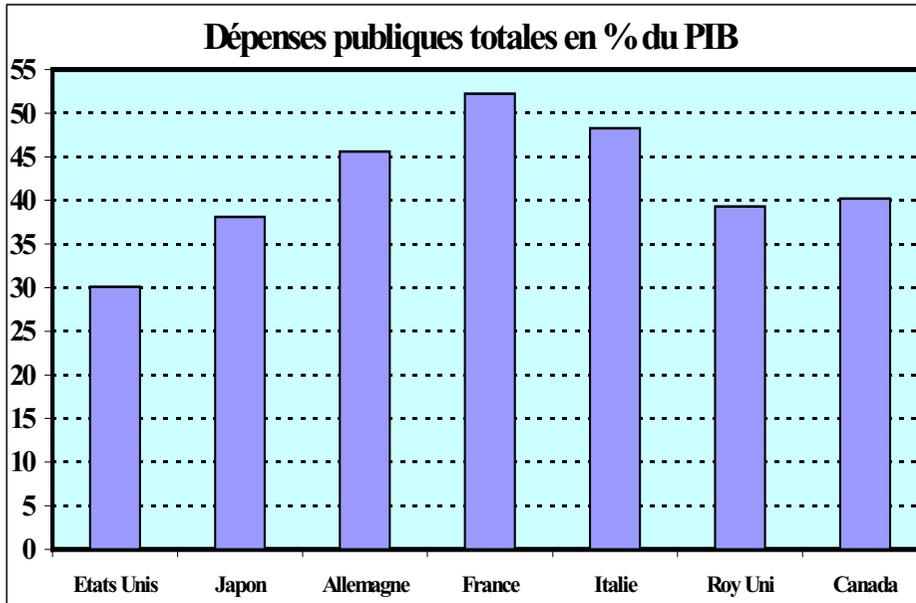


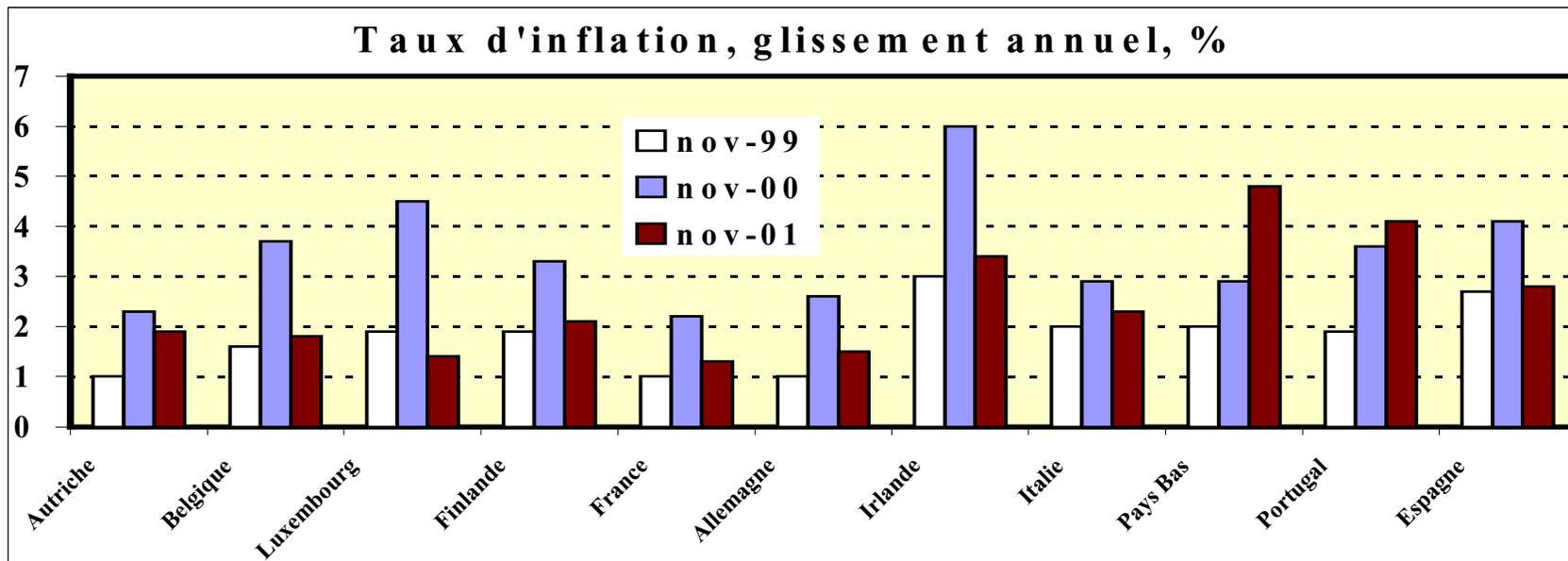
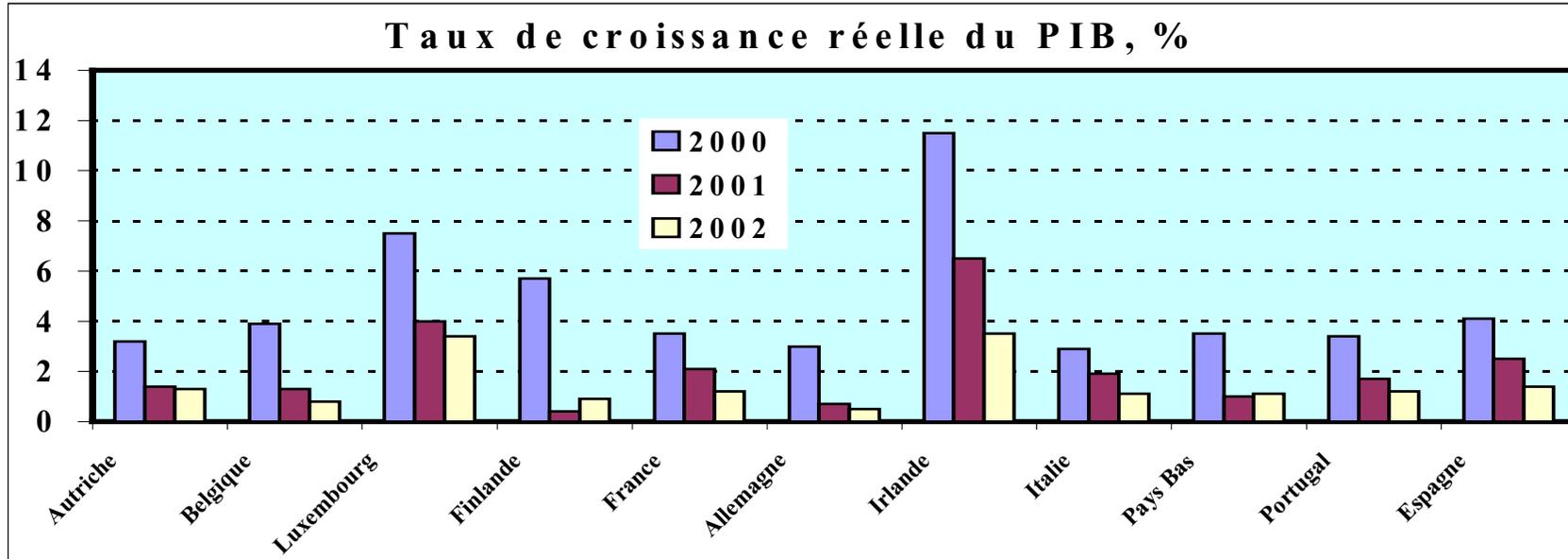
Zone euro : taux d'intérêt et masse monétaire











JAPON

- **Le Japon est entré dans sa 3ème récession en une décennie (voir p. 39)**
- **En dépit de l'effort de réduction des coûts, la baisse des volumes et des prix a inscrit les profits sur une pente très négative (voir p. 39)**
- **L'excédent de capacités et la baisse des profits entraînent une baisse de l'investissement qui va se poursuivre jusqu'à fin 2002 (voir p. 40)**
- **Les indicateurs avancés montrent que l'investissement continuera à se contracter dans les prochains mois**

- **Le ratio stocks / livraisons s'établit à un niveau record, la correction qui va en résulter sera négative pour l'activité (voir p. 40)**
- **Le chômage augmente, il a atteint un sommet depuis la fin de la deuxième guerre mondiale (voir p. 41)**
- **Bien que les prix décroissent, la baisse des salaires nominaux, des heures supplémentaires, des bonus..., sont autant d'éléments négatifs qui pèsent sur la consommation (voir p. 41)**
- **Les marges de manoeuvre budgétaires sont épuisées, l'instrument budgétaire est par ailleurs peu efficace (affaiblissement du multiplicateur keynésien des dépenses publiques, comportement « ricardien » des ménages) (voir p. 42)**

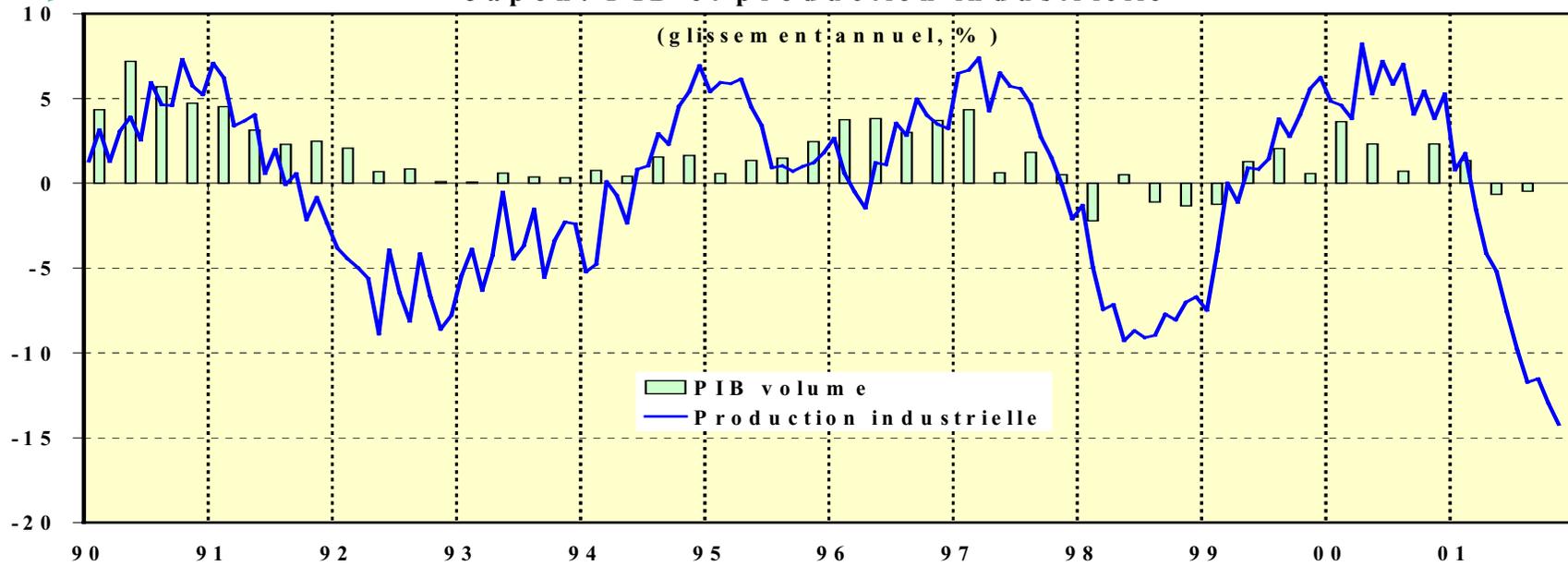
- **Les autorités monétaires maintiendront le taux zéro dans l'avenir prévisible. L'injection de liquidités s'est traduite par une forte hausse de la base monétaire. Les banques thésaurisent (leurs réserves dépassent très largement le niveau obligatoire) (voir p. 42 et 43)**
- **Il serait judicieux de modifier la politique actuelle :**
 - **mettre fin à l'environnement déflationniste supposerait l'adoption d'un objectif d'inflation (pas seulement le maintien du taux zéro jusqu'à la fin de l'inflation négative) de façon à générer des anticipations de hausse des prix et l'incitation à dépenser et emprunter.**

- **Cela suppose que la BoJ fasse l’acquisition d’actifs tels des actions, des actifs réels au-delà des obligations. La dépréciation du yen n’a qu’un impact limité (le degré d’ouverture de l’économie japonaise est limité) et un taux de change approprié pour « reflater » l’économie (180 contre USD) ne manquerait pas de créer d’importantes tensions.**
- **Par ailleurs, le canal du crédit ne fonctionne pas comme mécanisme de transmission de la politique monétaire. Pour résoudre ce problème, il faut mettre fin à une situation dans laquelle BoJ et gouvernement font preuve d’attentisme (chacun attend les décisions de l’autre). Les conditions nécessaires sont les suivantes :**

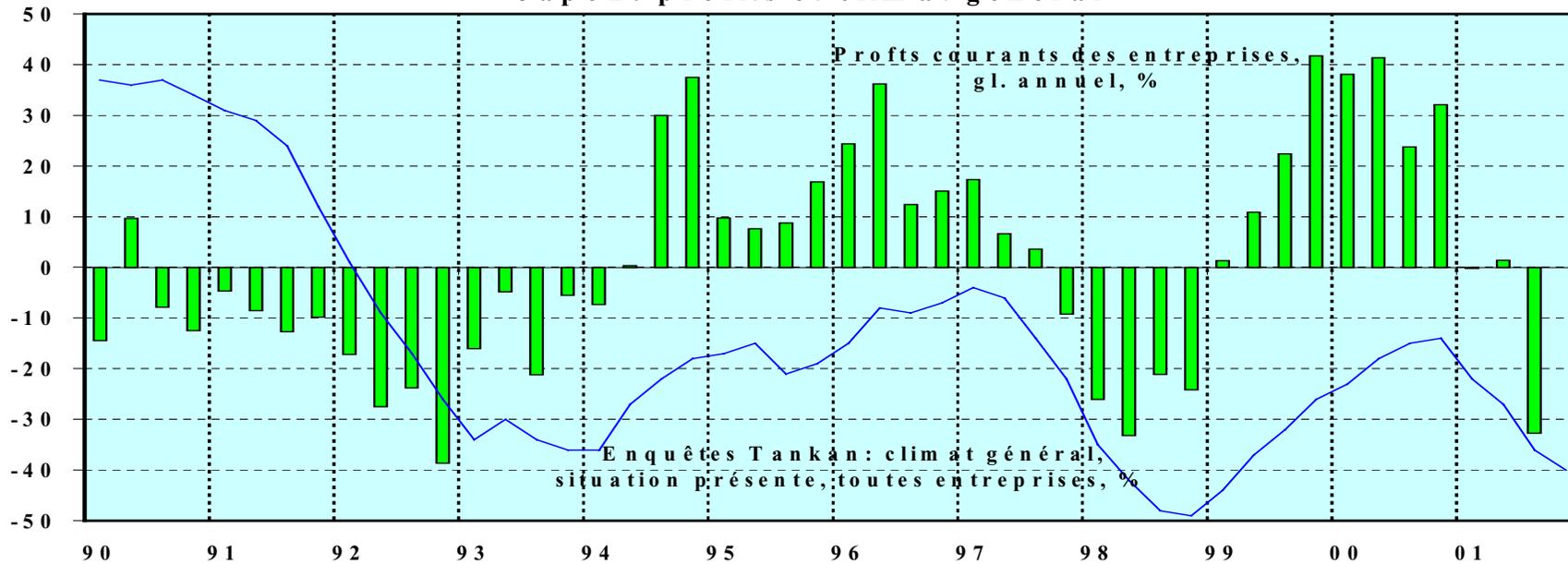
- **inciter les banques à disposer de leurs mauvaises créances (elles craignent de faire ressortir des pertes et de perdre leur indépendance)**
- **recapitaliser le secteur. Sans doute est-ce difficile en mobilisant l'argent du contribuable mais c'est probablement possible par financement monétaire**
- **pour l'heure, le montant ces créances non productives est incertain et de toute manière sous-estimé. Plusieurs systèmes de classification de la qualité des créances coexistent et il existe en la matière une vaste « zone grise ».**
- **une solution au problème aurait pour effet de mettre fin aux « relations spéciales » traditionnelles entre le secteur bancaire et les grandes sociétés en difficulté, les fonds pourraient alors être alloués de façon plus efficace.**

- **l'expérience des dernières années suggère que la probabilité de la mise en oeuvre effective des réformes est limitée. Les conséquences des réformes sur la croissance (négatives à court terme mais positives ensuite) ne sont pas prises en compte dans notre scénario central. Le recul du PIB japonais serait limité à 0,3% en 2001 et 0,7% en 2002.**

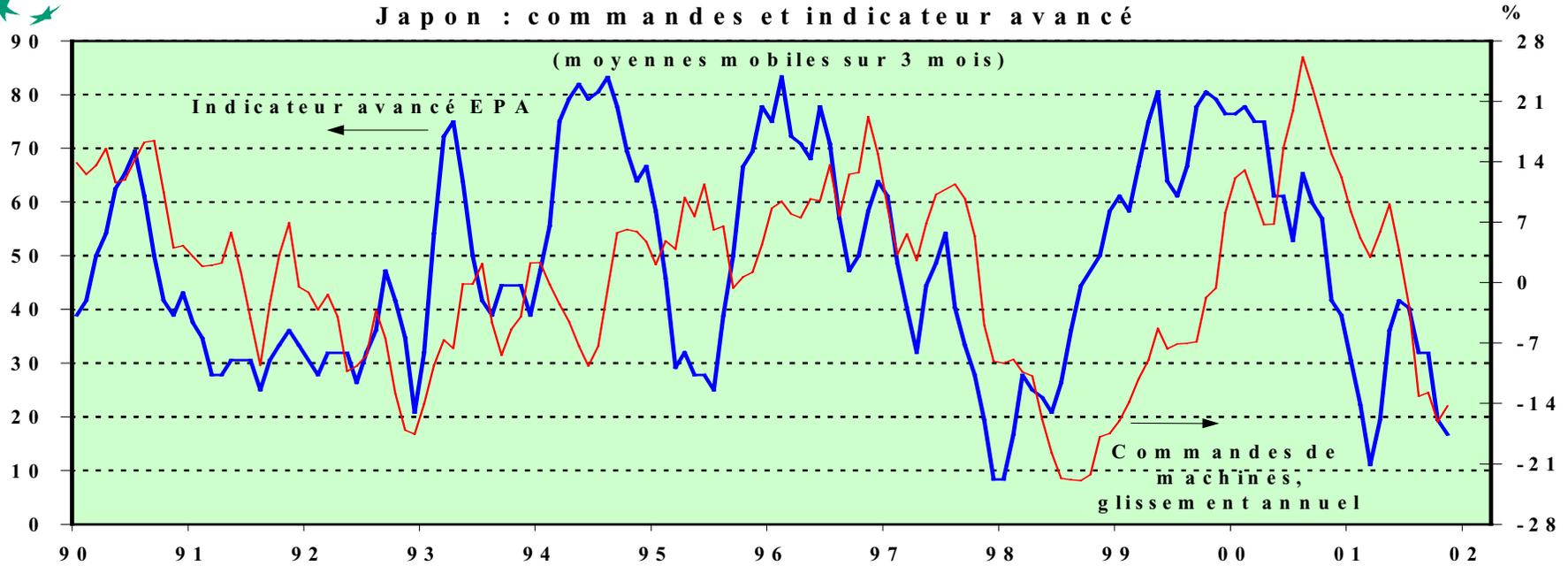
Japon : PIB et production industrielle



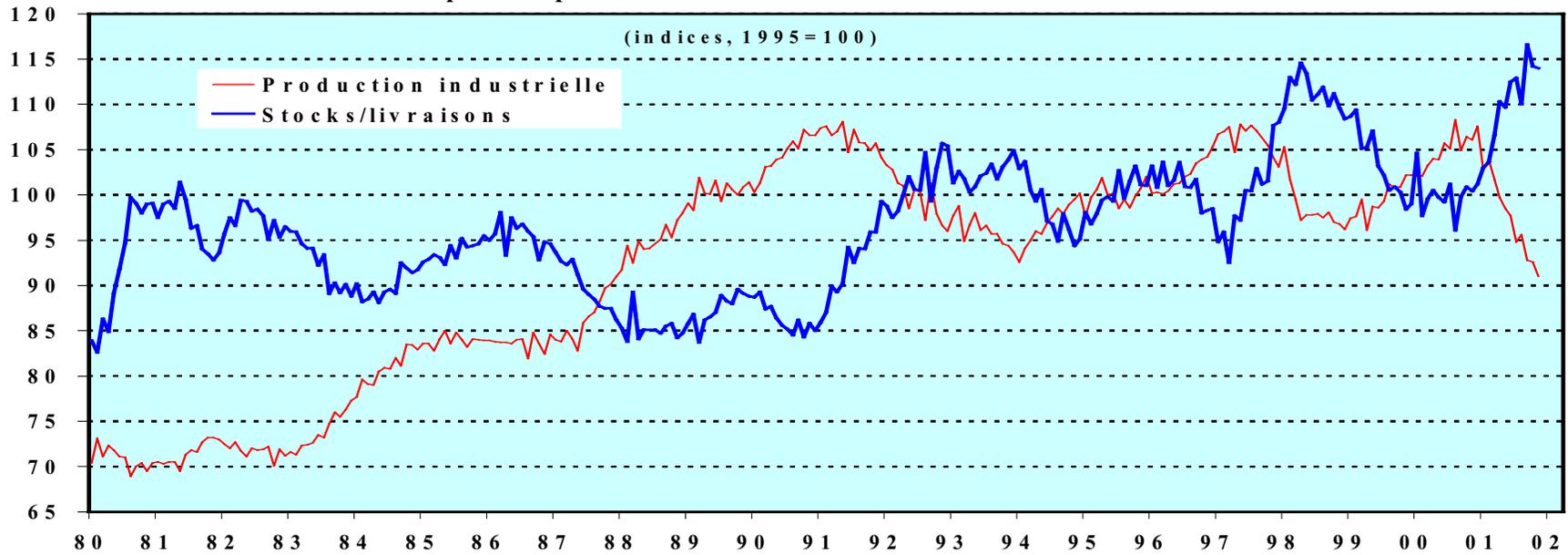
Japon : profits et climat général



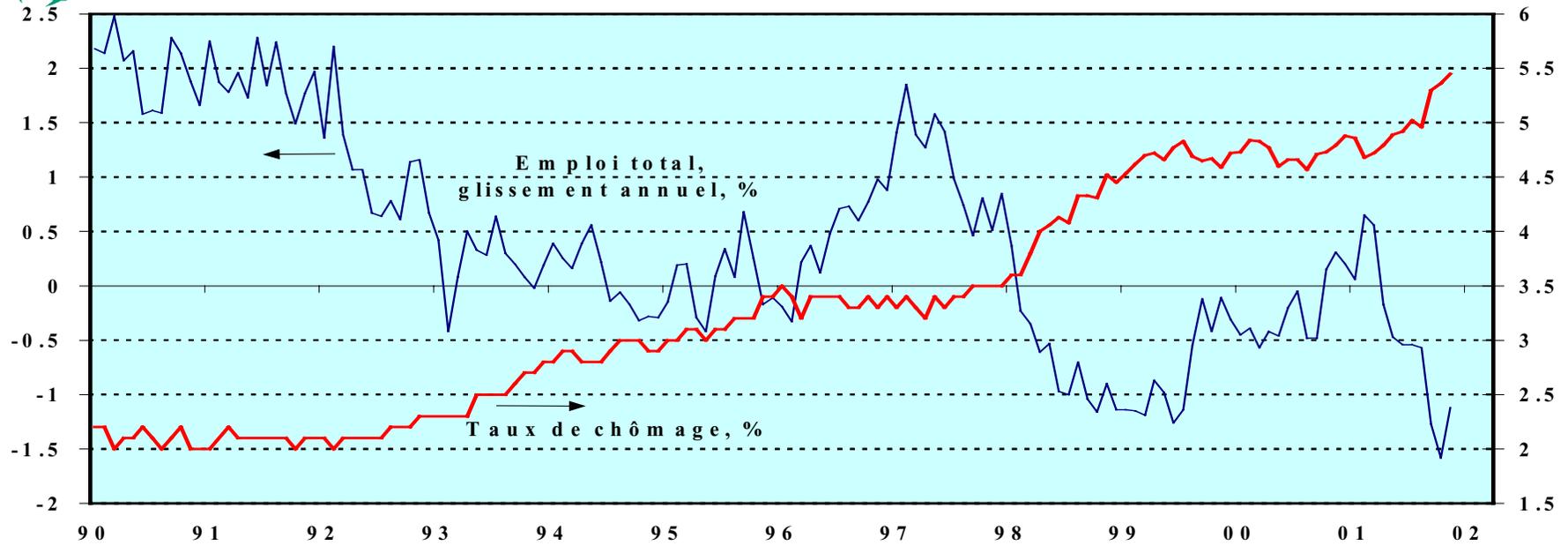
Japon : commandes et indicateur avancé



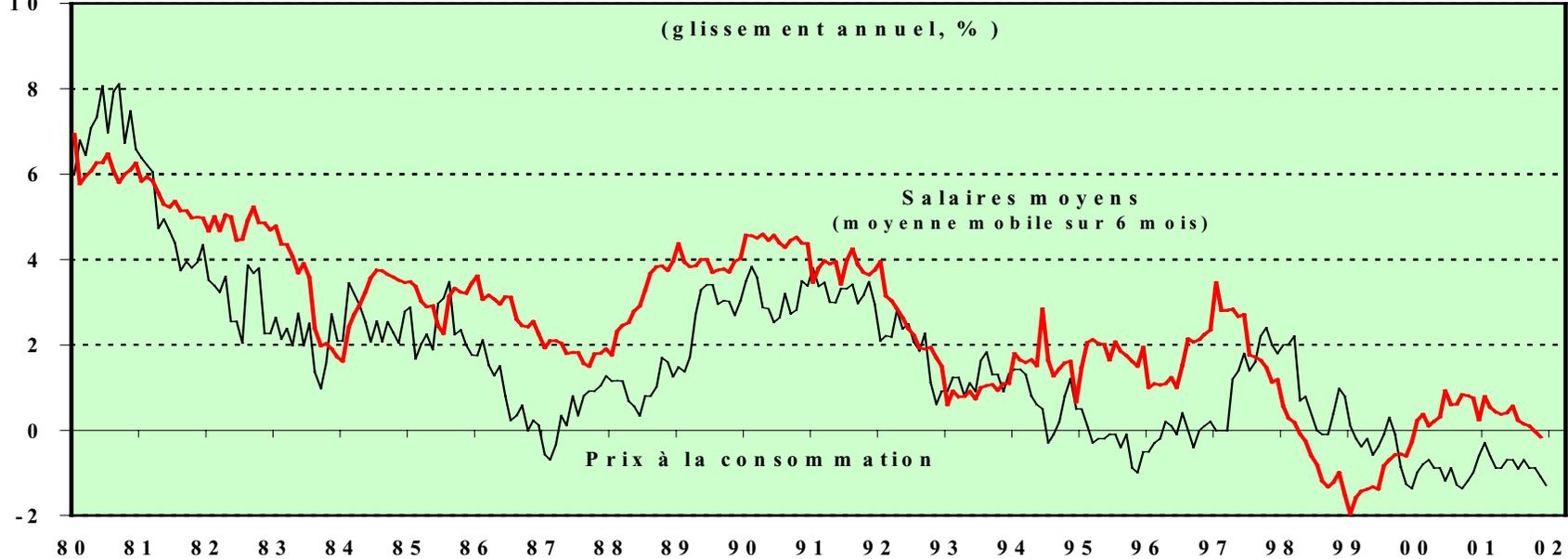
Japon : production industrielle et stocks



Le marché du travail au Japon

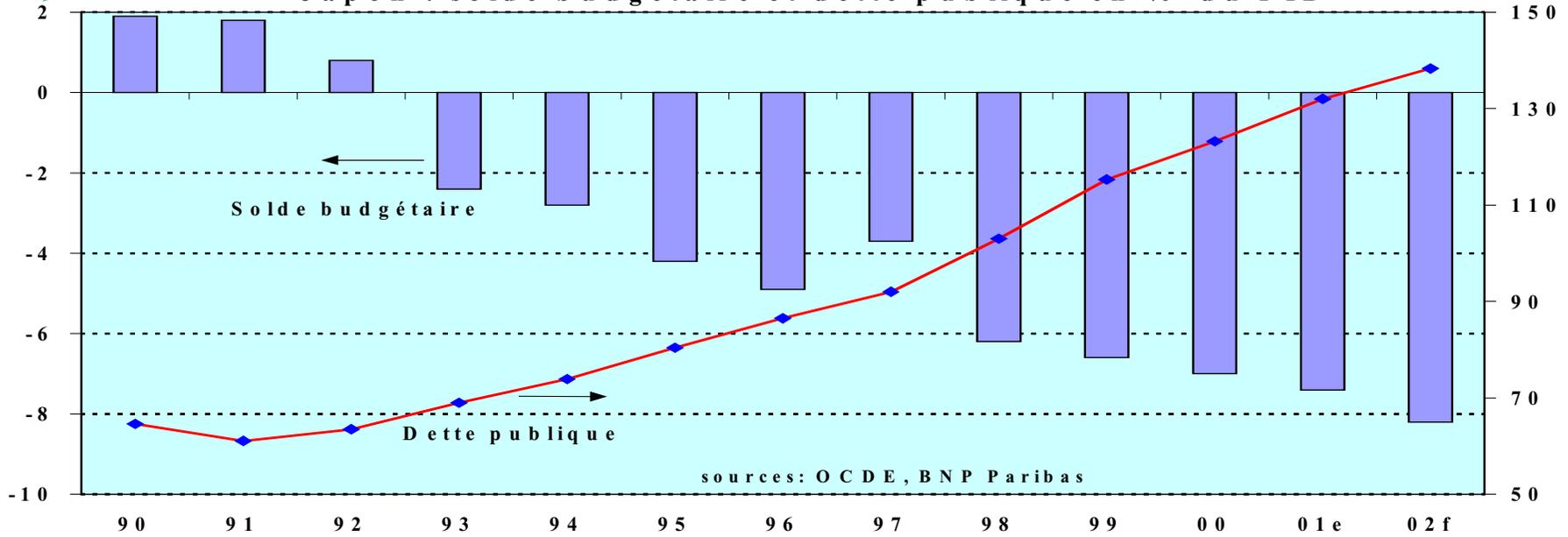


Japon : salaires et prix

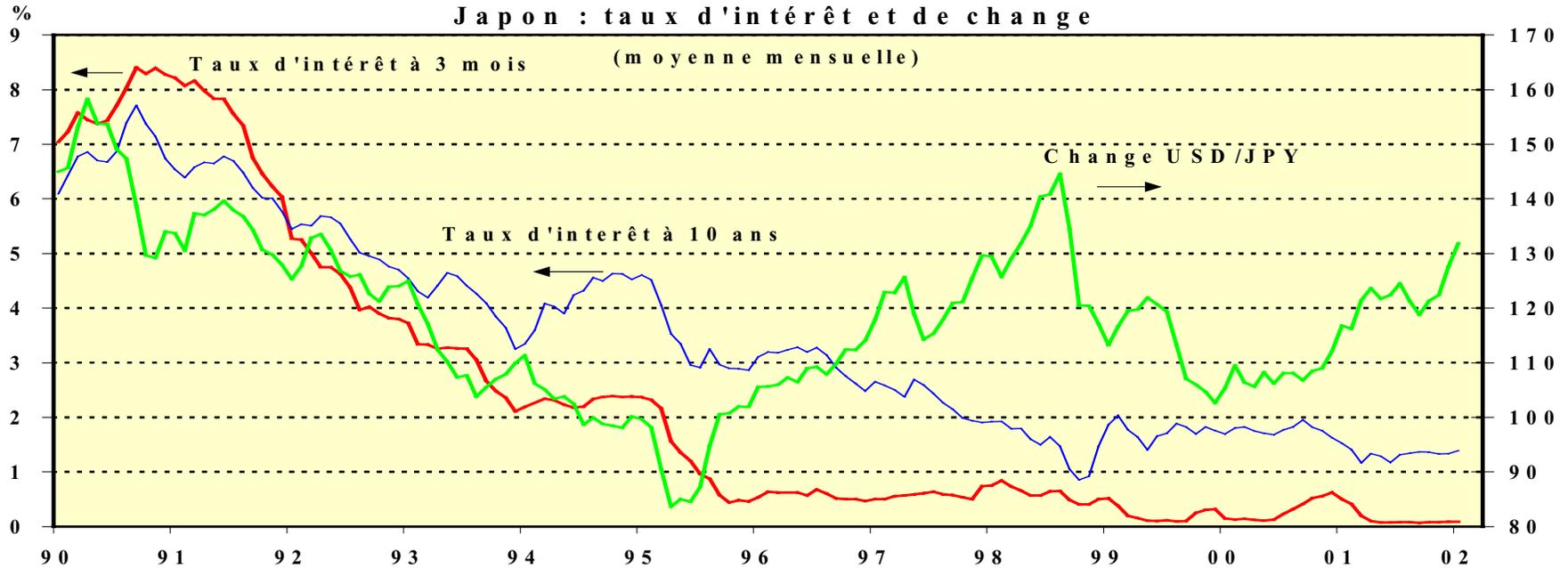




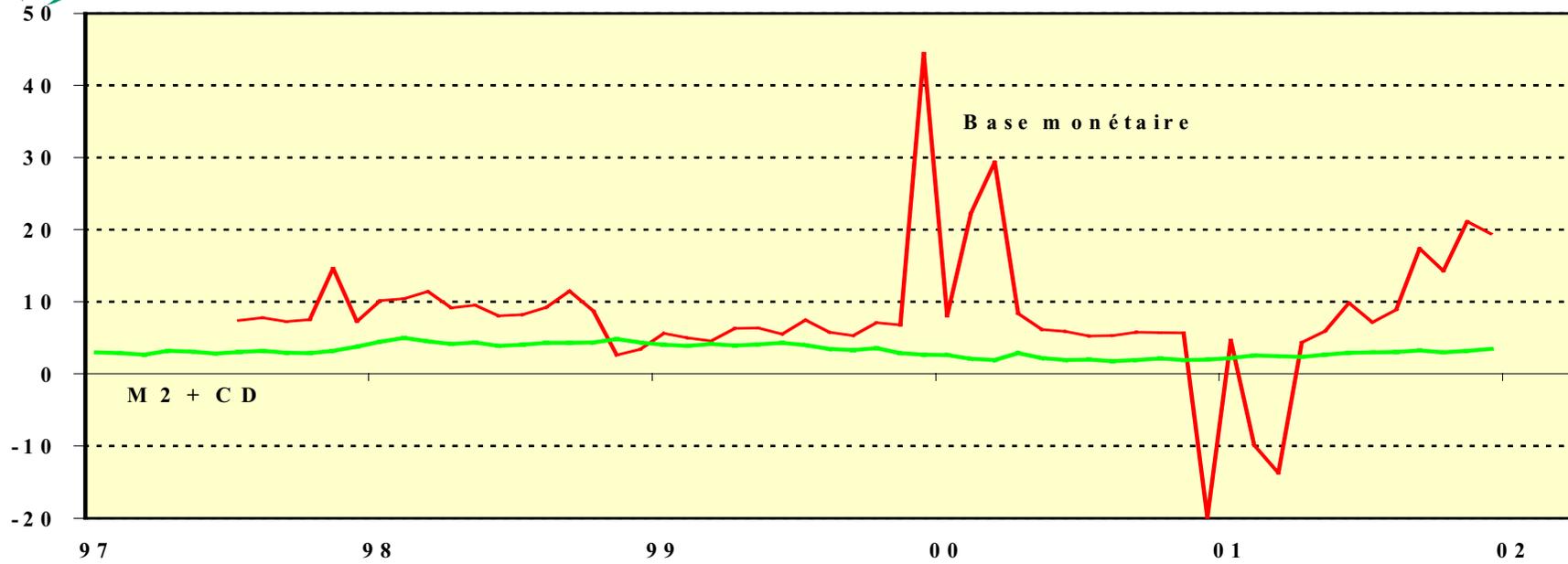
Japon : solde budgétaire et dette publique en % du PIB



Japon : taux d'intérêt et de change



Japon : secteur monétaire, glissement annuel %



Japon : réserves des banques

