

DÉCOUPLAGE EN DOUCEUR

Perspectives 2006-2007 pour l'économie mondiale*

En traversant sans dommage apparent nombre de chocs qui auraient pu la mettre à mal depuis l'éclatement de la bulle Internet en 2000 et, en résistant à l'accumulation des déséquilibres, la croissance mondiale a témoigné d'une étonnante solidité. Le ralentissement de l'économie internationale en 2005 aura été des plus modérés, avec une hausse du PIB mondial de 4,3 % faisant suite à une croissance record de 5 % en 2004. En 2006 et en 2007, la croissance mondiale se poursuivrait à des rythmes voisins de ceux de 2005, avec des hausses du PIB respectivement de 4,7 % et de 4 %.

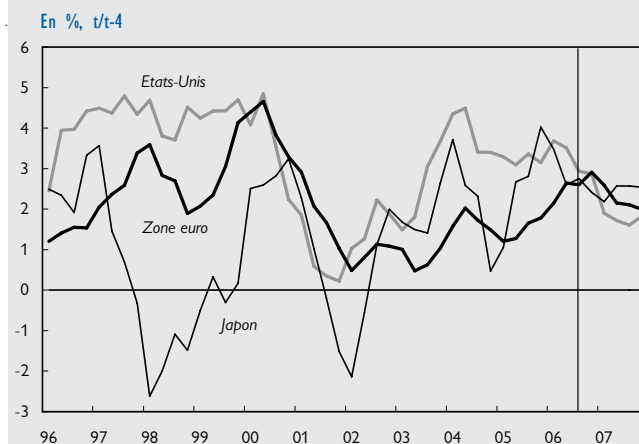
Redistribution de la croissance mondiale

Le principal évènement à l'horizon 2007 sera le ralentissement de l'économie américaine. Attendue à 3,2 % lors de notre précédente prévision, la croissance américaine s'établirait à 1,9 % en 2007. Le retournement du marché immobilier explique largement cette révision d'anticipation, mais le coup de frein porté à l'expansion outre-Atlantique serait peu visible sur la croissance mondiale. Il serait amorti par le maintien d'une croissance favorable en zone euro, au Japon et en Chine. Depuis l'éclatement de la bulle Internet et comparativement à la phase d'expansion de la fin des années 1990, la croissance mondiale accélère. La redistribution est nette entre les zones, puisque les États-Unis et la zone euro contribuent négativement à cette accélération, alors que l'Asie, les pays producteurs de pétrole et l'Amérique latine en sont les nouveaux moteurs. Cette

* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend : Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Pélérax, Mathieu Plane, Frédéric Reynès, Christine Riffart, Danielle Schweisguth. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 13 octobre 2006.

redistribution traduit le découplage de la croissance mondiale et explique sa résistance aux ratés de l'économie « locomotive ».

GRAPHIQUE I : CROISSANCE DANS LES GRANDES ZONES



Sources : Comptabilités nationales, prévision OFCE octobre 2006.

Les zones en développement — Asie, Amérique latine, pays de l'Europe de l'est — continueront à croître plus vite en 2007 que les grandes économies industrielles de la planète. Le ralentissement sera à peine perceptible en Chine, la croissance passant de 10,3 % en 2006 à 9 % en 2007. Elle sera stable dans le reste de l'Asie hors Japon à 5,8 % en 2007 et se maintiendra en Amérique latine et en Russie au-dessus de 4 % et 5 % respectivement. Le Japon, sorti de la déflation, et même la zone euro, qui a longtemps fait figure de lanterne rouge de la croissance mondiale, croîtront plus vite que les États-Unis (graphique 1). Le ralentissement américain reste toutefois relatif puisque la croissance en 2007 (1,9 %), ne sera que légèrement inférieure à celle de la zone euro.

TABLEAU I : PRINCIPALES HYPOTHÈSES ET RÉSUMÉ DES PRÉVISIONS

	Trimestres												Années			
	2005				2006				2007				2005	2006	2007	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prix du pétrole en \$ ¹	47,5	51,6	61,5	56,9	61,8	69,6	69,5	61,0	64,0	65,0	65,0	65,0	54,4	65,5	64,8	
Matières premières Industrielles en \$ ²	10,5	-3,1	1,0	5,5	12,3	14,6	4,2	3,0	2,0	1,0	0,0	0,0	14,5	33,2	10,7	
Taux de change ¹																
1 € = ... \$	1,31	1,26	1,22	1,19	1,20	1,26	1,27	1,29	1,30	1,35	1,32	1,30	1,24	1,26	1,32	
1 \$ = ... yen	104	108	111	117	117	114	116	119	121	119	117	117	110	117	119	
1 £ = ... €	1,44	1,47	1,46	1,47	1,46	1,45	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,46	1,46	1,47	
Taux d'intérêt courts ¹																
États-Unis	2,7	3,1	3,6	4,2	4,6	5,0	5,3	5,1	5,0	4,8	4,5	4,5	3,4	5,0	4,7	
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,5	0,8	0,8	0,8	0,1	0,3	0,7	
Zone euro	2,1	2,1	2,1	2,3	2,6	2,9	3,2	3,5	3,7	3,8	3,8	3,8	2,2	3,1	3,8	
Royaume-Uni	4,9	4,8	4,6	4,6	4,5	4,6	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7	4,8	
Taux d'intérêt longs ¹																
États-Unis	4,3	4,2	4,2	4,5	4,6	5,1	4,9	4,6	4,6	4,6	4,5	4,4	4,3	4,8	4,5	
Japon	1,4	1,3	1,4	1,5	1,6	1,9	1,8	1,8	1,9	2,1	2,1	2,1	1,4	1,8	2,1	
Zone euro	3,7	3,4	3,3	3,4	3,6	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	3,4	3,9	4,2	
Royaume-Uni	4,7	4,4	4,3	4,3	4,2	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,4	4,5	4,6	
Prix à la consommation ³																
États-Unis	3,0	3,0	3,8	3,7	3,7	4,0	3,8	4,0	4,1	3,5	3,0	2,7	3,4	3,9	3,3	
Japon	-0,3	-0,4	-0,6	-1,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	-0,6	0,2	0,5	
Zone euro	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,1	2,4	2,4	2,2	2,3	2,2	2,3	2,3	
Royaume-Uni	1,7	2,0	2,4	2,1	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	
PIB en volume, cvs ²																
États-Unis	0,8	0,8	1,0	0,4	1,4	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	3,2	3,2	1,9	
Japon	1,4	1,1	0,5	1,0	0,8	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,6	2,8	2,5	
Zone euro	0,4	0,4	0,6	0,4	0,7	0,9	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	1,5	2,5	2,2	
Allemagne	0,6	0,3	0,5	0,3	0,7	0,9	0,5	0,7	0,3	0,3	0,5	0,5	1,1	2,3	1,9	
France	0,1	0,0	0,7	0,3	0,4	1,2	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	1,2	2,3	2,2	
Italie	-0,4	0,6	0,3	0,0	0,7	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	1,4	
Royaume-Uni	0,2	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	1,9	2,7	2,5	
Importations de marchandises en volume, cvs ²																
Monde	0,1	3,4	1,9	2,1	2,3	1,7	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	7,8	8,7	7,2	
Pays industrialisés	-0,1	2,1	1,5	2,1	2,7	1,4	1,7	1,5	1,2	1,2	1,3	1,4	6,1	8,1	5,6	
PED	0,5	6,0	2,5	2,0	1,6	2,2	2,6	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	10,8	9,8	10,0	
Balances courantes en points de PIB, cvs ¹																
États-Unis	-6,3	-6,3	-5,8	-7,0	-6,4	-6,5	-6,5	-6,3	-6,1	-5,8	-5,7	-5,7	-6,4	-6,5	-5,8	
Japon	3,5	3,4	3,5	4,2	4,0	3,3	3,9	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	3,7	3,8	4,2	
Zone euro	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-0,3	-0,4	-0,4	

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

3. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. En %.

Sources : Pétrole (*Brent*) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôts au Japon, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévission OFCE octobre 2006.

TABLEAU 2 : PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2005	2006	2007
Allemagne	4,4	1,1	2,3	1,9
France	3,2	1,2	2,3	2,2
Italie	3,1	0,1	1,6	1,4
Espagne	1,8	3,5	3,6	2,7
Pays-bas	0,9	1,5	2,8	3,1
Belgique	0,6	1,5	2,8	2,3
Autriche	0,5	2,6	2,8	2,1
Finlande	0,4	3,0	5,0	2,5
Portugal	0,4	0,4	1,6	1,3
Grèce	0,3	3,7	3,4	3,2
Irlande	0,3	5,5	5,2	4,9
Zone euro	15,7	1,5	2,5	2,2
Royaume-Uni	3,1	1,9	2,7	2,5
Suède	0,5	2,7	4,0	3,0
Danemark	0,3	3,4	2,6	2,1
Union européenne à 15	19,7	1,6	2,6	2,2
10 nouveaux pays membres	1,8	4,3	4,8	4,3
Union européenne à 25	21,5	1,7	2,7	2,3
Suisse	0,4	1,8	3,0	1,9
Norvège	0,3	3,4	2,4	2,8
Europe	22,2	1,5	2,4	2,0
États-Unis	21,2	3,2	3,2	1,9
Japon	7,1	2,6	2,8	2,5
Canada	2,0	2,9	2,9	2,7
Pays industriels	54,2	2,3	2,7	2,0
Pays candidats à l'UE ²	1,4	4,4	5,0	4,7
Russie	2,7	6,3	6,3	5,2
Autres CEI ³	1,2	6,5	6,9	6,4
Chine	12,7	9,9	10,3	9,0
Autres pays d'Asie	13,5	5,8	5,9	5,8
Amérique latine	7,9	3,9	5,0	4,1
Afrique	3,2	5,4	5,4	5,4
Moyen-Orient	3,1	5,7	5,8	5,2
Monde	100,0	4,3	4,7	4,0

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2002.

2. Bulgarie, Croatie, Roumanie et Turquie.

3. Communauté des États Indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2006.

Le marché immobilier américain se fissure...

Le ralentissement américain serait principalement enclenché par le recul du marché immobilier. Les indices d'un retournement du secteur s'accumulent de mois en mois et ne laissent guère d'espoir quant à une sortie sans dommage de la zone de turbulences qui s'annonce. La crise de l'immobilier en resterait néanmoins au stade de l'ajustement de marché face à un excès d'offre temporaire, et ne basculerait pas dans un krach dont l'effet récessif se propagerait à l'ensemble de l'économie américaine. La Réserve fédérale (Fed), habituellement prompte à réagir aux inflexions conjoncturelles, s'efforcerait de contrecarrer les influences dépressives à l'œuvre, tout en maintenant un œil vigilant sur les tensions inflationnistes apparues en fin d'année 2005. En effet, l'inflation s'établit à presque 4 % depuis plus d'une année et l'inflation sous-jacente a accéléré de 2,0 % à 2,8 % entre septembre 2005 et septembre 2006. L'évolution future de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis aura valeur de test pour la politique monétaire

américaine. Si les tensions s'avéraient persistantes, la Fed devrait durcir encore sa politique, les anticipations d'inflation grimperaient et la hausse des taux longs pourrait non seulement accentuer le ralentissement américain, mais aussi enclencher un ralentissement mondial.

Nous pensons néanmoins que le resserrement récent de la politique monétaire américaine pourrait suffire à rétablir la situation. Ce durcissement explique d'ailleurs en partie le retournement du marché immobilier américain. Dans ces conditions, le reflux des tensions inflationnistes permettrait au gouverneur de la Fed, Ben Bernanke, d'envisager une baisse des taux au début de l'année 2007 pour stimuler l'économie américaine. Par contre, la situation budgétaire laisserait peu de marges de manœuvre au gouvernement. Sous l'effet du ralentissement conjoncturel, le déficit passerait de 3,2 % à 3,5 % du PIB. Le choix de la maîtrise des dépenses publiques se traduirait par une impulsion à nouveau négative en 2007.

...mais la croissance mondiale résiste...

Pour l'instant, le ralentissement américain ne remet pas en cause le modèle qui a fondé la croissance mondiale depuis l'engagement de la phase d'expansion actuelle, après les chocs de la première moitié de la décennie. Les conséquences de l'important déficit courant aux États-Unis restent limitées, grâce au concours des pays asiatiques, notamment de la Chine, et aux pays producteurs de pétrole, Russie en tête. En recyclant en partie leurs excédents courants dans le financement de la dette extérieure américaine, les pays asiatiques et producteurs de pétrole soutiennent le dollar, favorisent la sagesse des taux longs et confortent leurs débouchés à l'exportation. Le passage à vide de l'économie américaine n'obligera pas les pays asiatiques à changer leur mode de développement, qui restera fondé sur la conquête de marchés extérieurs et l'ancrage de leur monnaie sur le dollar. Finalement, le seul changement notable dans le paysage de la croissance mondiale est le regain de vigueur de la zone euro.

...notamment dans la zone euro

Au premier semestre 2006, la zone euro s'est extraite d'une période de langueur prolongée en renouant avec des rythmes d'expansion qui n'avaient plus été observés depuis le début de la décennie, même si la croissance est restée encore inférieure d'environ 2 points au record observé en 2000. Cette accélération de l'activité a surpris par son ampleur. Une véritable dynamique interne s'est enclenchée reposant sur l'investissement et la consommation et non plus sur le seul dynamisme du reste du monde. Même si les perspectives de croissance pour 2007 sont en retrait par rapport à celles observée en 2006, notamment sous l'influence d'un durcissement de la politique économique, le ralentissement resterait modéré dans la zone euro et la croissance dépasserait celle des États-Unis pour la première fois depuis cinq ans.

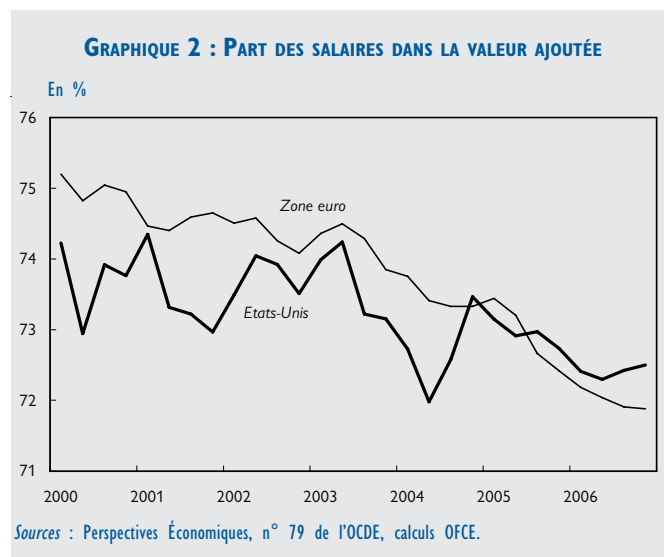
Il est difficile de se réjouir de cette meilleure performance relative, car elle proviendra davantage du ralentissement des États-Unis que d'une franche accélération de la croissance de la zone euro. Grande perdante de la reprise mondiale qui s'est engagée en 2002, la zone euro souffrira encore du tour restrictif adopté par les politiques économiques depuis la mise en place de la monnaie unique. Les seuls instruments susceptibles

d'impulser une dynamique de croissance collective ont été désactivés. D'un côté, la politique budgétaire s'est enfermée dans les exigences d'un Pacte de stabilité qui supprime quasiment toute marge de manœuvre. De l'autre, la politique monétaire reste conduite par la crainte permanente d'un regain d'inflation à chaque reprise.

Privés des instruments de politique économique qui ont fait l'efficacité du *policy-mix* aux États-Unis et confrontés à des questions lancinantes de sous-emploi et de soutenabilité des déficits publics, les pays européens sont contraints à des stratégies nationales. Non coopératives, ces politiques sont menées au détriment des partenaires et constituent un jeu à somme négative ou nulle pour l'ensemble de la zone¹. Ainsi, la stratégie allemande de désinflation compétitive visant à la conquête de marchés extérieurs pénalise doublement ses partenaires. Elle pèse sur la demande intérieure de l'Allemagne, affaiblissant en retour la demande extérieure de ses partenaires. Elle améliore la position compétitive de la zone mais, en bridant la demande intérieure, elle casse le ressort de la croissance interne. Le second effet l'emporte sur le premier et condamne la zone à de modestes performances.

Les pressions inflationnistes restent sous contrôle

La réponse de l'inflation au choc pétrolier est restée depuis quelques années très en dessous de ce que l'ampleur de la hausse du prix du pétrole aurait pu laisser supposer. La multiplication du prix par six depuis la fin 1998 a bien sûr retenti sur l'inflation, mais par la seule composante « énergie » des indices de prix. La hausse des coûts intermédiaires n'a pas dégénéré en un supplément d'inflation en aval des systèmes productifs, désamorçant le risque d'enclenchement de spirales prix-salaires dans les économies des pays importateurs.



Des tensions inflationnistes apparaissent ici où là, comme aux États-Unis ou en Europe, mais restent sous contrôle. L'accélération des salaires aux États-Unis ne semble pas être l'amorce d'un emballement de la boucle prix-salaires, mais davantage une réponse des salariés au recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée, qui a atteint un point bas (graphique 2). La

vigilance des autorités monétaires, dans les discours mais aussi dans les actes, a contribué à asseoir leur crédibilité et à briser, avant qu'ils ne se manifestent ouvertement, les comportements inflationnistes. Les banques centrales y ont été indirectement aidées par l'émergence des économies en développement sur la scène internationale. Les gains de productivité induits par l'approfondissement de la division du travail dans l'Asie émergente et la pression sur les coûts dans les pays à bas salaires maintiennent les prix bas partout dans le monde. Le scénario que nous retenons pour l'inflation est donc celui où les tensions sont contenues et compensées par les tendances à la déflation.

Tour du monde de la croissance

Malgré le resserrement monétaire engagé depuis juin 2004, la croissance **américaine** est restée sur une dynamique relativement soutenue au premier semestre 2006 (3,5 % sur un an au deuxième trimestre). Mais la chute des indicateurs sur le marché de l'immobilier au cours des derniers mois laisse présager d'un ajustement beaucoup plus brutal que celui qui était anticipé au début de l'année. Après l'effondrement des permis de construire depuis octobre 2005 et des mises en chantier depuis janvier 2006 (- 20 % sur un an), c'est l'investissement logement qui recule pour le deuxième trimestre consécutif. Face à cette chute de la demande, tous les indicateurs de prix des logements marquent un infléchissement baissier. Jusqu'à présent, l'ajustement est resté localisé au secteur immobilier. La consommation a continué de ralentir mais est restée ferme, grâce à la hausse des salaires et d'importantes créations d'emplois. Du côté des entreprises, la situation est plutôt favorable. Le taux d'investissement augmente mais sans rattraper les niveaux précédant la bulle Internet et le taux de marge des entreprises reste à son maximum. On suppose que la hausse des taux déjà réalisée suffira à ralentir l'économie américaine et que la Fed laissera ses taux inchangés jusqu'à la fin de l'année 2006 avant de les porter progressivement à 4,5 % d'ici la fin de l'année 2007. Le ralentissement de l'économie américaine en 2007 devrait permettre d'effacer une partie des déséquilibres : l'encours hypothécaire des ménages se stabiliserait et le déficit courant s'améliorerait, revenant à 5,7 % du PIB fin 2007, alors qu'il avait atteint 7 % fin 2005.

Entraînée depuis 2004 dans une dynamique de croissance vertueuse, **l'Amérique latine** traverse cette année électorale avec une constance qui en dit long sur la solidité de ses fondamentaux. L'environnement international est resté propice, mais c'est surtout la solidité des demandes intérieures et la modération des tensions inflationnistes qui étonnent. En 2006, la croissance pourrait s'accélérer à 4,9 % avant de ralentir à 4,1 % l'année suivante. Partout la consommation des ménages est solide et l'investissement entre dans le haut de son cycle de croissance, desserrant du même coup les contraintes sur l'offre. Malgré le relâchement des politiques monétaires engagé depuis l'été 2005 au Brésil et au Mexique, l'inflation est restée maîtrisée sous la cible fixée par les autorités. La flambée des cours des matières premières agricoles, industrielles et pétrolières a sensiblement amélioré les termes de l'échange. En 2007, le retournement de la croissance américaine peserait sur les performances de la région, en particulier celles du Mexique.

L'économie **asiatique** a accéléré au premier semestre 2006 grâce à un nouveau record de croissance du PIB chinois. L'accélération de l'économie chinoise est liée à ses deux moteurs

1. Voir les analyses de notre précédente prévision, *Revue de l'OFCE*, n° 97, avril 2006.

habituels : l'investissement et les exportations. Les efforts du gouvernement chinois pour éviter les surcapacités industrielles et le durcissement de la politique monétaire n'ont pas eu les effets escomptés sur l'investissement. L'inflation reste par contre maîtrisée. Le reste de la zone subit de plein fouet la hausse passée des prix du pétrole depuis la suppression des subventions énergétiques. Les hausses de taux d'intérêt au premier semestre 2006 ont ralenti les économies d'Asie en développement rapide, mais le mouvement devrait progressivement s'inverser, les tensions inflationnistes se relâchant. Notre prévision table sur une légère décélération en 2007 imputable au ralentissement de l'économie américaine et à des conditions monétaires moins favorables. La croissance de la zone atteindrait 8 % en 2006 et 7,3 % en 2007.

Sortie en 2003 du marasme économique qui avait suivi l'éclatement de la bulle financière et immobilière en 1990, l'économie **japonaise** a crû à un rythme soutenu jusqu'au premier trimestre 2006 (2,3 % en 2004 et 2,6 % en 2005). L'assainissement du secteur bancaire entrepris par le gouvernement Koizumi a permis la reprise du crédit et de l'investissement privé. La consommation reste également soutenue grâce à l'embellie du marché du travail et l'évolution désormais positive des salaires nominaux. La compétitivité des exportations japonaises est dopée par la dépréciation du yen et favorisée par une spécialisation sur les segments à forte valeur ajoutée. Il n'y a guère que la rigueur de la politique budgétaire pour ralentir l'économie japonaise. L'indice révisé des prix à la consommation connaît une évolution positive depuis mai 2006, mais l'annonce officielle de la fin de la déflation se fait encore attendre. La croissance du PIB s'établirait à 2,8 % en 2006 et 2,5 % en 2007.

Du côté des **Pays d'Europe centrale et orientale (PECO)**, l'économie demeure dynamique et la demande intérieure a relayé le commerce extérieur comme moteur de la croissance au premier semestre 2006. L'économie a crû à un rythme très élevé au premier trimestre 2006 dans la plupart des nouveaux pays membres, ce qui nous a conduit à revoir à la hausse les prévisions de croissance pour 2006 et 2007 à 4,8 % et 4,3 % respectivement. La dynamique enclenchée a permis au taux de chômage de passer de 14,5 % en 2002 à 12,9 % au deuxième trimestre 2006 dans l'ensemble de la zone, mais les doubles déficits courant et budgétaire ne seraient pas jugulés à l'horizon 2007. La situation de la Hongrie resterait des plus préoccupantes, le déficit courant atteignant 8,5 % du PIB en 2006 et le déficit budgétaire 10,5 %. La fragilité de la croissance hongroise en a fait l'une des principales victimes du mouvement de défiance qui a affecté les marchés des changes de l'Europe émergente au mois de juin 2006. Le forint hongrois s'est déprécié de 8,9 % en un mois, la banque centrale n'ayant pas été en mesure de défendre sa monnaie en raison de la faiblesse des réserves de change. En Russie, un hiver particulièrement rude a provoqué un net recul du PIB au premier trimestre (- 2,2 %), mais l'économie repartirait dès le deuxième trimestre pour atteindre 6,3 % en moyenne sur l'année 2006 puis 5,2 % en 2007. Elle serait soutenue en 2006 par le dynamisme de la consommation des ménages, favorisé par l'afflux de devises lié à la hausse des prix du pétrole.

Le premier semestre a été très dynamique au **Royaume-Uni**, avec une croissance de 0,7 % à chaque trimestre. L'activité continue d'être tirée par la demande intérieure, dont les composantes se rééquilibrent. Après la hausse du taux d'épargne

des ménages en 2005, la croissance de la consommation des ménages est repartie à la hausse (2,3 % en glissement annuel contre 1 % un an auparavant). L'investissement des entreprises a accéléré au premier semestre 2006 et la hausse se poursuivrait au vu du taux d'utilisation des capacités de production. Consommation et investissement ont donc permis de compenser le ralentissement des dépenses des administrations publiques (2,1 % contre 3,5 % il y a un an). Les enquêtes de conjoncture laissent penser que la croissance restera forte jusqu'à fin 2006 avant de ralentir en 2007. Ces bonnes nouvelles et une inflation supérieure au centre de la cible de la politique monétaire (2,4 % en juillet pour une cible de 2 %) ont conduit la Banque d'Angleterre à relever son taux directeur de 0,25 point en août dernier pour le fixer à 4,75 %. Le ralentissement de la consommation des ménages ainsi que le caractère légèrement restrictif de la politique budgétaire devraient conduire à un léger ralentissement de la croissance britannique (2,7 % en 2006 et 2,5 % en 2007). Dans ce contexte et en l'absence d'accélération des prix, la Banque d'Angleterre laisserait ses taux inchangés.

Confirmant les prévisions optimistes pour l'année 2006, le premier semestre a permis à l'économie de la **zone euro** de sortir de la croissance molle dans laquelle elle se trouvait depuis deux ans. Tirée par la demande intérieure dans un contexte mondial favorable, la croissance de la zone euro s'est élevée à 0,7 % et 0,9 % aux deux premiers trimestres 2006. Cependant, le resserrement des politiques monétaire et budgétaire, conjugué au ralentissement de la croissance mondiale devrait entraver cette reprise dès le second semestre 2006. La croissance s'élèverait ainsi à 2,5 % en 2006 et 2,2 % en 2007. Les écarts entre pays de la zone euro tendraient à se réduire par rapport à 2005. L'Espagne, moteur de la croissance ces dernières années, verrait son PIB ralentir de 3,5 % en 2005 à 2,7 % en 2007. Dans le même temps, l'Allemagne et l'Italie iraient mieux même si, avec des taux respectifs de 1,9 % et 1,4 % en 2007, ces deux pays afficheront toujours les performances les plus faibles de la zone euro. La France retrouverait une position moyenne avec une augmentation du PIB de 2,2 % en 2007.

Sur l'ensemble de la zone, la consommation des ménages a accéléré (1,9 % en rythme annualisé au premier semestre 2006, contre 1,4 % en 2005), soutenue par l'accélération de la masse salariale, issue du dynamisme des créations d'emplois, et favorisée par des taux courts encore modérés et des taux longs qui n'ont que partiellement reflété le resserrement monétaire européen. L'investissement a aussi profité de ces conditions favorables et a accéléré, avec des croissances trimestrielles de 0,8 % et 1,9 % aux deux premiers trimestres 2006.

Les conditions financières devraient cependant se durcir en 2007 sous l'effet de la poursuite du resserrement monétaire entamé fin 2005. En raison de l'amélioration conjoncturelle et de la hausse de la TVA allemande, la BCE porterait ses taux directeurs à 3,75 % début 2007. Cette hausse se répercuterait progressivement sur les taux longs, induisant un léger ralentissement du crédit et de l'investissement qui progresserait encore de 3,8 % en 2007 contre 4,1 % en 2006. Les exportations ralentiraient en 2007 sous le coup de l'appréciation de l'euro et du ralentissement des débouchés extérieurs. Les pays de la zone euro seraient à la fois pénalisés par la contraction de la demande intérieure allemande, conséquence de la hausse de la TVA prévue pour janvier 2007, et par la baisse du taux de cotisations sociales favorisant les exportations allemandes au détriment de celles de leurs partenaires commerciaux ■

FRANCE : EMPLOIS À L'APPEL

Perspectives 2006-2007 pour l'économie française

Le bilan économique de l'année 2005 est contrasté : décevant du côté de l'activité, celle-ci n'ayant progressé qu'à un rythme très modeste (1,2 % en moyenne annuelle), encourageant sur le front du chômage avec un net retournement. En augmentation continue depuis 2001, passant de 8,6 % à 10,1 % au deuxième trimestre 2005, le taux de chômage s'est inscrit depuis lors sur une tendance baissière qui lui permet de revenir un an plus tard à 9,1 %, soit le niveau qui était le sien au milieu de l'année 2002.

TABLEAU I : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB

Moyenne annuelle	2004	2005	2006	2007
Taux de croissance du PIB	2,0	1,2	2,3	2,2
Dépenses des ménages	1,6	1,4	1,7	1,6
Investissements et stocks des entreprises	0,6	0,4	0,3	0,6
Dépenses des administrations	0,6	0,3	0,4	0,4
Total de la demande intérieure	2,8	2,2	2,5	2,6
Solde extérieur	- 0,7	- 1,0	- 0,2	- 0,4
Taux de croissance du PIB (zone euro)	1,7	1,5	2,5	2,2

Sources : INSEE, comptes trimestriels; OFCE, prévision e-mod.fr 2006 et 2007.

Le rebond inscrit dans les enquêtes de conjoncture, et attendu au cours du second semestre 2005, a finalement eu lieu au cours du premier semestre 2006 : profitant de la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, les carnets de commandes étrangers se sont remplis et, favorisée par le bas niveau des taux d'intérêt, une spirale vertueuse d'augmentation des investissements productifs et des créations d'emplois s'est enclenchée. Comme nous l'envisagions au printemps dernier, le PIB français a crû à un rythme supérieur à 3 % en rythme annualisé au cours du premier semestre 2006, prolongeant la décrue du taux de chômage en dessous des 9 %, niveau jamais atteint depuis la fin de l'année 2000.

Et à l'instar de 2000, le franchissement de ce seuil sans tension inflationniste remet à l'ordre du jour la question du plein emploi. Mais la caractéristique essentielle de la période récente est la baisse du chômage dans un contexte de croissance molle (2,5 % en glissement annuel) et de créations d'emplois modestes (174 000). À titre de comparaison, la baisse de même ampleur du taux de chômage observée en début d'année 2001 avait été obtenue alors que l'activité progressait à un rythme annuel supérieur à 3 % et que les créations d'emplois avoisinaient les 500 000.

Un examen du lien entre les variations de l'emploi et du chômage fournit un élément d'explication à ce phénomène : celui-ci ne proviendrait pas d'une rupture de l'incidence des variations de l'emploi sur le chômage qui reste actuellement à un niveau comparable à celui qui prévalait avant 2001. Il s'expliquerait principalement par le ralentissement de la croissance de la population active depuis le début des années 2000, résultat du vieillissement de la population et des départs en retraite anticipée. Ce ralentissement induit, en l'absence de créations d'emplois, une hausse du chômage moins importante (90 000) dans la

période 2001-2006 qu'au cours des années 1980-2001 (122 000). En d'autres termes, la baisse du chômage nécessite moins de croissance de l'activité aujourd'hui (1,7 %) que durant les années 1980-1990 (2 %).

Pour autant, le ralentissement de la croissance de la population active n'est pas une condition suffisante à la poursuite de la baisse du chômage. Celle-ci nécessite la confirmation de la spirale vertueuse d'augmentation des investissements productifs et des créations d'emplois enclenchée en début d'année, qui permettrait à l'économie française de croître à un rythme plus soutenu que celui enregistré au cours des années 2002-2005 (1,4 % l'an en moyenne). Ce ralentissement ne permet pas non plus d'expliquer la baisse prononcée du chômage depuis un an. Il nous semble plus que probable que les chiffres provisoires fournis par l'INSEE sous-estiment les créations d'emplois au cours des douze derniers mois. Une révision à la hausse de ces dernières est donc à attendre dans les prochaines évaluations de l'INSEE.

Sur la lancée du premier semestre et grâce au net redressement de leur situation financière, à la baisse du taux de chômage et au desserrement de certaines contraintes extérieures — notamment celles liées à l'appréciation passée de l'euro et à la forte augmentation du prix du pétrole — la croissance devrait rester dynamique au cours du second semestre 2006.

Comme l'illustrent les indicateurs synthétiques des affaires dans l'industrie et dans les services, même si le contexte global reste hésitant, la tendance demeure sur une pente ascendante.

L'indicateur avancé de l'OFCE, qui synthétise l'information contenue dans les enquêtes de conjoncture, confirme ce schéma : l'économie française devrait revenir sur un sentier de croissance certes plus modeste que celui observé au cours du premier semestre mais toujours supérieur au potentiel de croissance, avec des hausses du PIB de 0,6 % aux troisième et quatrième trimestres. Cela permettra d'atteindre une croissance de 2,3 % en 2006 en moyenne annuelle (2,8 % en glissement).

Malgré une demande intérieure dynamique,...

Le fort dynamisme de la demande intérieure en France observé ces dernières années est soutenu principalement par la bonne tenue de la dépense des ménages. Malgré un climat peu porteur — pouvoir d'achat en berne dû à un marché du travail peu dynamique et à une accélération de l'inflation en raison des effets directs de la hausse des prix du pétrole — les ménages ont préservé la croissance de leur consommation en réduisant leur épargne et en recourant à l'emprunt. Cette évolution a été favorisée par le bas niveau des taux d'intérêt et portée par la bonne tenue du marché de l'immobilier.

Cette forte baisse du taux d'épargne observée depuis 2003 devrait quelque peu s'essouffler en 2006. Sous l'effet conjugué de la baisse du taux de chômage et d'un prix de l'immobilier toujours élevé, et malgré la hausse des taux d'intérêt, le taux d'épargne devrait baisser de 0,3 point en 2006 (contre 0,6 point en moyenne au cours de la période 2002-2005) et s'établir à 14,7 % en moyenne sur l'année.

TABLEAU 2 : ÉQUILIBRES RESSOURCES-EMPLOIS EN BIENS ET SERVICES MARCHANDS (AUX PRIX DE 2000)

	Niveau (Mds € 2000) 2005	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
		2006				2007				2005	2006	2007
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 551	0,4	1,2	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	1,2	2,3	2,2
Importations	475	1,4	3,2	1,8	1,5	1,4	1,5	1,6	1,5	6,4	8,9	6,6
Consommation des ménages	881	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,2	2,8	2,5
Consommation des administrations	359	0,8	0,8	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	1,1	2,1	1,2
FBCF totale, dont :	307	0,0	1,7	0,8	0,7	0,6	0,8	0,7	0,8	3,7	3,7	3,1
- Entreprises	169	-0,4	2,3	0,9	0,7	0,5	1,0	0,9	1,0	3,7	4,0	3,5
- Ménages	77	0,4	0,6	0,7	0,6	0,8	0,4	0,4	0,4	4,1	2,6	2,4
- Administrations	51	0,6	1,2	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8	0,9	3,8	3,4	2,8
Exportations	452	3,2	1,6	1,7	1,6	1,0	1,3	1,5	1,7	3,2	8,2	5,8
Variations de stocks (contribution)	5	-0,7	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2
Demande intérieure hors stocks	1 568	0,6	0,9	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	2,2	2,8	2,3

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod.fr à partir du troisième trimestre 2006.

TABLEAU 3 : QUELQUES CHIFFRES CLEF

	Évolutions trimestrielles								2005	2006	2007
	2006				2007						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	47	60	84	59	33	31	30	31	112	205	181
Nombre de chômeurs ¹ (en milliers)	-33	-105	-63	-43	-24	-25	-53	-42	-22	-225	-170
Taux de chômage ¹ (en %)	9,6	9,1	8,9	8,7	8,6	8,5	8,3	8,2	9,9	9,1	8,4
Déflateur de la consommation (en %)	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	1,8	1,6	1,7
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	1,2	0,5	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	2,9	3,5	3,4
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	1,2	0,5	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	2,9	3,5	3,4
<i>Ménages</i>											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,0	1,1	1,0	0,8	0,2	0,7	0,7	0,6	1,2	2,4	2,5
Taux d'épargne (en %)	14,3	14,6	14,9	15,1	14,7	14,8	14,8	14,8	15,0	14,7	14,8
Taux d'épargne financière (en %)	3,9	4,1	4,5	4,7	4,4	4,5	4,6	4,7	4,9	4,3	4,6
<i>Entreprises</i>											
Taux de marge (en %)	29,4	30,2	30,1	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9
Taux d'investissement (en %)	18,4	18,5	18,5	18,5	18,5	18,6	18,6	18,6	18,3	18,5	18,6
Taux d'autofinancement ² (en %)	61,1	73,2	72,4	68,4	72,0	71,4	68,2	63,9	69,2	68,8	68,8
<i>Administrations</i>											
Capacité de financement/PIB (en %)									-2,9	-2,7	-2,9
Taux de prélèvements obligatoires (en %)									44,0	44,2	43,9
<i>Taux d'intérêt</i>											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	3,5	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	3,4	3,9	4,1
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	2,6	2,9	3,2	3,5	3,7	3,8	3,8	3,8	2,2	3,1	3,8

1. Au sens du BIT.

2. Épargne brute/FBCF.

TABLEAU 4 : LES HYPOTHÈSES D'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET LES SOLDES EXTÉRIEURS

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2006				2007				2005	2006	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	3,0	1,7	1,8	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	7,3	9,0	6,5
Prix des concurrents en devises (en %)	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,5	2,1	-0,6	-0,1	4,9	-0,9	1,9
Prix du pétrole en dollars	61,8	69,6	69,5	61,0	64,0	65,0	65,0	65,0	54,4	65,5	64,8
Prix des importations en euros (en %)	1,3	0,2	-0,6	0,3	0,7	-0,1	0,6	0,2	3,0	2,5	1,0
Prix des exportations en euros (en %)	0,1	0,4	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0	1,4	1,0	0,1
Solde des biens et services (Mds d'euros)	-5,4	-7,1	-6,8	-7,2	-8,4	-8,8	-9,8	-10,0	-16,7	-26,5	-37,0

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod.fr à partir du troisième trimestre 2006.

En 2007, cette baisse continue du taux d'épargne depuis quatre ans devrait s'interrompre. En revanche, l'amélioration du marché du travail ainsi que la réforme fiscale (baisse de l'impôt sur le revenu et augmentation de la prime pour l'emploi) soutiendront le pouvoir d'achat des ménages.

Sous ces hypothèses, la croissance de la consommation atteindrait 2,8 % en 2006 et 2,5 % en 2007, rythme soutenu qui reste toutefois inférieur à celui observé entre 1998 et 2000 (3,3 %).

De son côté, non contraint par une situation financière des entreprises en nette amélioration, illustrée par les bénéfiques records de celles du CAC 40, et de bonnes conditions de financement, l'investissement productif des sociétés non financières devrait suivre la demande et croître à un rythme de 4 % en 2006 et de 3,5 % en 2007, rythme toutefois très largement inférieur à ceux observés au cours des dernières périodes de reprise (9 % en moyenne au cours de la période 1998-2000).

... l'amplification des contraintes extérieures...

Le redémarrage de l'économie française est tempéré dans notre prévision par l'environnement international. Le relâchement de certaines contraintes extérieures en 2006 ne devrait malheureusement pas se poursuivre en 2007. À l'horizon de notre prévision, nous supposons que l'euro continuera de s'apprécier pour atteindre 1,35 dollar au deuxième trimestre 2007, niveau très rarement atteint depuis la mise en place de la monnaie unique, avant de revenir progressivement à 1,30 dollar fin 2007. Cette nouvelle appréciation de l'euro devrait affecter la croissance dans l'Hexagone, en l'amputant d'1/2 point en 2007 contre 0,3 point en 2006. Par ailleurs, nous faisons l'hypothèse que le prix du baril se stabiliserait à 65 dollars en 2007. Compte tenu des effets retardés du prix du pétrole sur l'activité, la croissance de 2007 pâtira de la hausse passée du prix de l'énergie, l'amputant de 0,4 point (contre 0,5 en 2006).

... notamment celle liée à la politique menée outre-Rhin...

La reprise de l'activité en France serait également entravée par la hausse de la TVA allemande en partie utilisée à des fins sociales. Cette mesure renforcera la politique de désinflation compétitive menée outre-Rhin depuis le début des années 2000.

En augmentant la taxation des biens importés et en améliorant la compétitivité-coût des entreprises allemandes, cette politique non coopérative s'apparente à une dévaluation réelle qui pèsera sur l'ensemble des économies européennes et sera la principale responsable du ralentissement de la croissance dans l'Hexagone. Elle vise au renforcement des gains de parts de marché de l'Allemagne en 2007 au détriment des autres grands pays européens et notamment de la France. Cela se traduira par un ralentissement de l'activité française en début d'année 2007 qui empêchera l'économie française de rattraper l'ensemble du retard de production accumulé depuis 2001. Sans cette politique non coopérative, l'économie française aurait ainsi connu une croissance supérieure à celle retenue dans notre scénario (2,5 % et 2,7 % en 2006 et 2007).

... ralentirait la croissance française 2007...

Au total, après avoir amputé la croissance de 1,1 point en 2006, contre 1,4 en 2005 et 1,3 en 2004, ces contraintes extérieures amputeront la croissance de 1,3 point en 2007.

En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître de 2,3 % en 2006 et de 2,2 % en 2007, performances proches de celles de ses principaux partenaires.

Le ralentissement est toutefois plus marqué que ne le laissent entrevoir les chiffres en moyennes annuelles. En glissement annuel, la France connaîtrait une croissance de 2 % en 2007 après 2,8 % en 2006.

Le déficit public passerait en dessous de 3 % du PIB en 2006 (2,7 %) mais reviendrait à 2,9 % en 2007 du fait de la disparition de recettes non fiscales exceptionnelles et de l'entrée en vigueur de la réforme fiscale.

... sans remettre en cause la baisse du chômage

En s'installant au-dessus de 2 %, la croissance à elle seule devrait permettre au chômage de continuer sa décade engagée mi-2005. Plus précisément, compte tenu de la progression modérée de la population active, le taux de chômage connaîtrait une baisse prononcée en 2006 (1 point) qui proviendrait pour l'essentiel (0,8 point) des créations d'emplois marchands mais aussi de la relance des contrats aidés non marchands et de la progression des emplois publics non aidés. En 2007, le taux de chômage connaîtrait une moindre baisse (0,6 point), en raison des réductions d'effectifs en contrats aidés et du ralentissement de l'activité.

Le taux de chômage s'établirait à 8,7 % de la population active fin 2006, puis à 8,2 % fin 2007 contre 9,7 % fin 2005.

Les risques

Bien entendu, des risques existent qui pourraient conduire à une remise en cause de notre scénario à l'horizon 2007. Ils sont, pour l'essentiel, relatifs à l'environnement international : crise pétrolière majeure, ralentissement marqué de la croissance dans le monde, chute prolongée du dollar, etc. Ils pourraient remettre en cause nos perspectives, amputant la croissance à l'horizon 2007 de près d'un demi-point si le prix du pétrole revenait durablement à 80 dollars le baril et si l'euro s'établissait à 1,4 dollar. Un scénario de dynamique interne plus noir est également envisageable. Il suppose un enchaînement d'évolutions très négatives qui pour l'heure ne transparaissent ni dans les enquêtes ni dans les statistiques fournies par l'INSEE : les principaux risques résident dans un resserrement plus important de la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne (BCE) et dans la baisse du prix de l'immobilier. Nous avons simulé l'impact sur l'économie française d'une baisse de 15 % du prix de l'immobilier et d'une hausse supplémentaire d'1/2 point du taux directeur de la BCE en 2006 et en 2007. Transitant par le canal de l'immobilier, cette impulsion négative nourrit la baisse du prix de l'immobilier et amputerait la croissance de 0,1 point de PIB en 2006 et de 0,4 point en 2007 ■