

PRESSIONS DOMINÉES

Perspectives 2004-2005 pour l'économie mondiale *

La reprise de l'économie mondiale est maintenant engagée sur un rythme de croisière. En 2004, la croissance rejoindrait presque 5 %, après avoir déjà atteint 4 % en 2003. L'expansion est largement diffusée à l'ensemble des zones, tant au continent américain, emmené par les États-Unis, qu'à l'Asie, impulsée par la croissance chinoise et le renouveau japonais. Même l'Europe, longtemps restée à l'écart, participe aujourd'hui aux festivités. En 2005, cette croissance, en léger retrait par rapport à celle de 2004, se poursuivrait à un rythme encore soutenu de 4,2 %.

Les désordres consécutifs à la formation, puis à l'éclatement de la bulle Internet, appartiennent maintenant à l'histoire. Les entreprises ont rétabli leur situation après plusieurs années d'assainissement et de gains de productivité, et disposent de confortables excédents, plutôt utilisés au désendettement et à la distribution de dividendes qu'à l'engagement de dépenses d'investissement. En contrepartie, les ménages font les frais du comportement malthusien des entreprises, et là où la hausse de l'immobilier fait défaut pour soutenir la consommation, comme en Allemagne, la croissance est moindre.

Forte croissance ne va naturellement pas sans tensions et déséquilibres. Les hausses spectaculaires du baril de pétrole et des matières premières inquiètent, à l'excès sans doute car les économies d'aujourd'hui sont mieux à même d'y faire face qu'il y a trente ans. Le risque majeur n'est pas celui des approvisionnements, mais celui lié aux déséquilibres des balances courantes. Que les excédents européen et asiatique cessent de financer le déficit américain, et le dollar décrocherait brutalement, plongeant l'économie américaine, puis mondiale, dans le ralentissement, voire la récession si la hausse des taux d'intérêt n'était plus maîtrisée et conduisait à un krach immobilier.

* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE.

L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valérie Chauvin, Guillaume Chevillon, Gaël Dupont, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart, Danielle Schweisguth et Elena Stancanelli. La prévision intègre les informations disponibles au 15 octobre 2004.

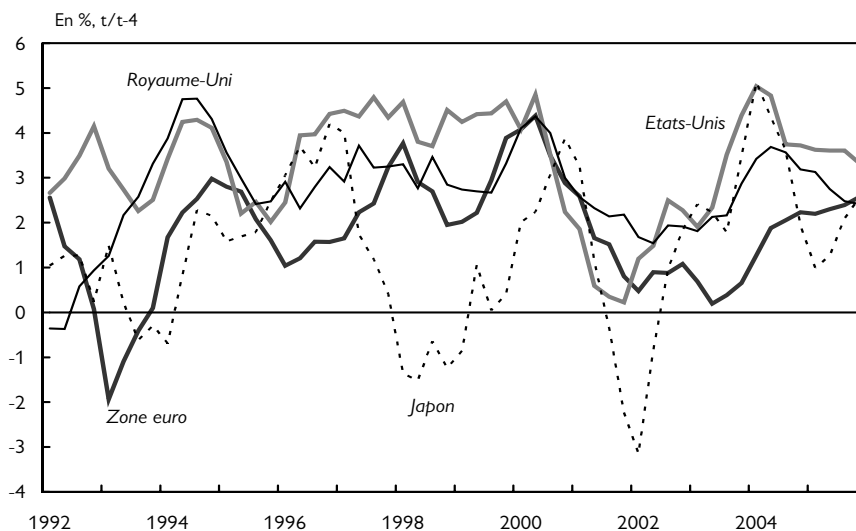
Octobre 2004

Revue de l'OFCE 91

Lignes de fuite

Le redressement de l'économie mondiale se poursuit. La croissance de l'économie mondiale a été de 4 % en 2003 ; elle devrait s'établir à 4,9 % en 2004. Le schéma amorcé en 2003 s'accélère en 2004. La croissance du PIB est forte aux États-Unis, très dynamique en Chine et dans la plupart des pays asiatiques. Le Japon bénéficie de l'accélération du commerce mondial et l'Amérique latine rattrape en partie la crise financière des années passées. L'Europe, en particulier les pays de la zone euro, faisait pâle figure dans ce tableau, mais les deux premiers trimestres de l'année 2004 ont déjoué les pronostics (graphique 1). Après une année 2003 en creux, le processus de reprise semble là aussi enclenché. La vigueur du commerce mondial a plus que compensé les pertes de part de marché induites par l'appréciation de l'euro. En 2005, la croissance mondiale se poursuivrait en ralentissant légèrement à 4,2 % (tableau 1).

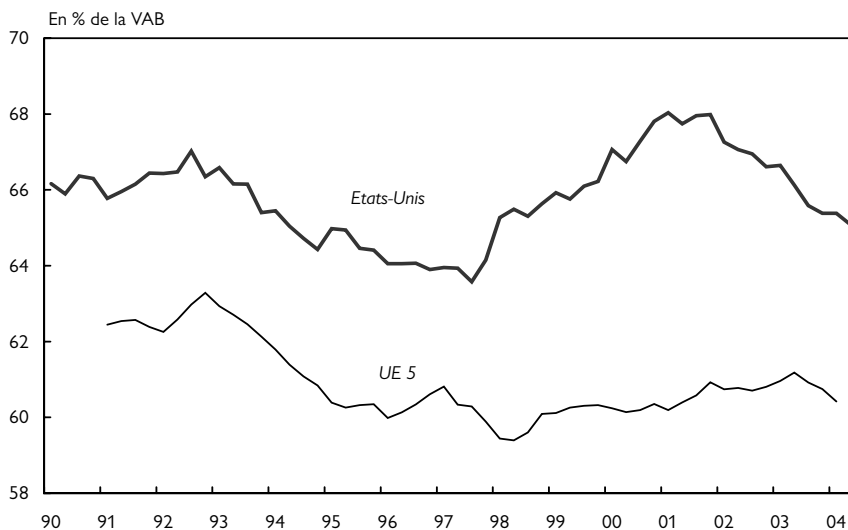
1. Croissance du PIB dans les principaux pays industrialisés



L'éclatement de la bulle Internet en mars 2000 et le long processus de correction des bilans des entreprises semblent désormais digérés : dans la zone euro et aux États-Unis, celles-ci ont renoué avec les profits et ont réalisé des gains de productivité considérables, au détriment de l'emploi mais en ramenant leur solvabilité à un niveau exceptionnel (voir dans ce dossier « Entreprises : l'investissement joue à 'cash-cash' »). La dette reste élevée lorsqu'on la rapporte à la valeur ajoutée, mais elle ne dégrade pas le résultat des entreprises car la baisse des taux d'intérêt

– depuis le début des années 1990 – limite la hausse des charges liées à la dette. Du reste, la confiance dans la stabilité de l'inflation à l'horizon des prochaines années écarte le risque d'une hausse importante des taux longs. Les cours boursiers restent hésitants, mais ne sont pas très éloignés des fondamentaux : les *Price Earning Ratios* (PER) ont retrouvé des niveaux plus proches de leur valeur de longue période : ainsi, aux États-Unis, ils se sont rapprochés de 20 (pour une valeur moyenne de 17 sur la période 1980-2004), au lieu de 30 au moment de la bulle Internet. Les mesures fiscales mises en place dans la zone euro et aux États-Unis depuis 2001 ont également ajouté à l'euphorie des « propriétaires innovateurs » en abaissant l'imposition des patrimoines, des revenus d'actions ou des bénéfices. Associée à de faibles créations d'emplois et à une déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des entreprises, la reprise a modifié la répartition du revenu (graphique 2).

2. Part des salaires dans la valeur ajoutée, secteur privé



Sources : OCDE, Eurostat, BEA, calculs OFCE.

Le prix des matières premières industrielles a augmenté de 23 % en dollars entre 2003 et 2004 (voir dans ce dossier la fiche « Brouillard autour des puits de pétrole ») et le pétrole de 30 %. La hausse du prix de l'énergie est alimentée par des tensions géopolitiques, mais aussi par une demande mondiale plus forte qu'anticipée et des capacités de production mobilisables insuffisantes à court terme pour faire face à un choc. En 2005, le prix du pétrole va dépendre du contexte international et de la volonté des producteurs à mobiliser leurs capacités de production. Quoi qu'il en soit, les conséquences dévastatrices sur l'éco-

■ Département analyse et prévision

nomie mondiale des chocs pétroliers des années 1970 ne devraient pas se reproduire. Aujourd'hui, le contenu énergétique de l'économie mondiale est plus faible qu'il y a 30 ans, et le risque de dérapage inflationniste est beaucoup plus limité : les banques centrales, indépendantes, ont un objectif d'inflation plus strict et les dynamiques de fixation des prix sont très contraintes du fait de la crédibilité de la politique monétaire. Les acteurs économiques montrent, jusqu'à présent, une certaine sérénité. À long terme, il est souhaitable que le niveau élevé des prix entraîne davantage de production et d'investissement et favorise des modes de consommation plus économes en énergie. C'est le vecteur habituel de l'information nécessaire à la coordination et aux arbitrages des agents dans une économie de marché décentralisée.

La croissance de l'économie mondiale n'est pas pour autant un long fleuve tranquille. La poursuite d'une croissance forte engendre nécessairement une série de tensions. Des déséquilibres importants persistent : la zone euro et le Japon accumulent des excédents courants alors que les États-Unis creusent leur déficit. Les déficits publics sont élevés au Japon et aux États-Unis. Les ménages américains, pour ne citer qu'eux, sont très endettés.

En 2004, le déficit courant des États-Unis a augmenté de 0,7 point de PIB, pour atteindre 5,5 % du PIB. La hausse du prix du pétrole a contribué à hauteur de 0,4 point de PIB à cette hausse. Mais la raison essentielle du déséquilibre courant américain n'est pas le prix de l'énergie. L'excédent courant cumulé du Japon et de la zone euro est passé de l'équivalent de 1,6 % du PIB des États-Unis en 2003 à 2,4 % en 2004. Aux États-Unis, la croissance – et les importations – ont été dopées par la faible propension à épargner des agents privés et par les stimulations monétaire et budgétaire de l'après bulle et de l'après 11 septembre 2001. Un durcissement du *policy-mix* aux États-Unis ralentirait la demande et contribuerait au rééquilibrage extérieur. Mais une orientation trop violente dans ce sens pèserait fortement sur la conjoncture mondiale : en 2003 et en 2004, la demande américaine a été l'un des moteurs de l'économie mondiale. Une stratégie de diminution des déséquilibres passe donc par un renforcement de la demande intérieure au Japon et en Europe. Une telle orientation coordonnée ferait peser moins de risque sur la conjoncture mondiale. Une dépréciation du taux de change effectif du dollar pourrait également contribuer à un début de rééquilibrage. Pourtant, la baisse récente n'a pas encore suffi à faire remonter les parts de marché américaines, et une dépréciation supplémentaire du billet vert par rapport à l'euro serait sans doute nécessaire pour le rééquilibrage des comptes courants. L'enjeu est de parvenir à un glissement contrôlé : un décrochage brutal du dollar aurait probablement un effet dévastateur sur l'économie mondiale. Mais les autorités monétaires nationales nous semblent en mesure d'éviter un tel scénario.

1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2003	2004	2005
Allemagne	4,4	- 0,1	1,5	2,1
France	3,2	0,5	2,5	2,6
Italie	3,1	0,4	1,2	2,0
Espagne	1,8	2,5	2,5	2,6
Pays-Bas	0,9	- 0,9	1,3	2,1
Belgique	0,6	1,1	1,7	2,5
Autriche	0,5	0,7	1,4	2,4
Finlande	0,4	2,1	2,9	3,6
Portugal	0,4	- 1,2	1,8	2,4
Grèce	0,3	4,3	3,7	2,9
Irlande	0,3	3,7	4,6	5,2
Zone euro	15,7	0,5	1,9	2,4
Royaume-Uni	3,1	2,2	3,4	2,6
Suède	0,5	1,7	3,3	2,9
Danemark	0,3	0,5	2,2	2,4
Union européenne à 15	19,7	0,9	2,2	2,4
10 nouveaux pays membres	1,8	3,8	5,0	4,6
Union européenne à 25	21,5	1,1	2,3	2,5
Suisse	0,4	- 0,3	1,7	1,9
Norvège	0,3	2,5	2,7	2,8
Europe	22,2	0,8	2,0	2,2
Etats-Unis	21,2	3,0	4,3	3,5
Japon	7,1	2,5	3,7	1,7
Canada	2,0	2,0	2,9	3,3
Pays industriels	54,2	1,9	3,1	2,6
Pays candidats à l'UE ²	1,4	5,4	7,4	5,4
Russie	2,7	7,3	7,1	7,5
Autres CEI ³	1,2	6,6	8,1	6,1
Chine	12,7	9,1	8,7	7,5
Autres pays d'Asie	13,5	6,9	6,3	6,0
Amérique latine	7,9	1,9	5,7	3,1
Afrique	3,2	4,3	4,5	5,4
Moyen-Orient	3,1	6,0	5,1	4,8
Monde	100,0	4,0	4,9	4,2

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 2004.

Le plus probable d'ici 2005 nous paraît être un maintien des déséquilibres courants. Le ralentissement de l'économie américaine sera modéré, tout comme l'accélération de l'économie européenne: les gouvernements européens vont réduire — modérément — leurs déficits, et les agents privés ne sont pas disposés à diminuer fortement leur épargne.

■ Département analyse et prévision

La forte stimulation budgétaire aux États-Unis a transformé l'excédent public de 2000 (1,6 point de PIB) en un déficit de près de 5 points de PIB. Le gonflement des déficits n'a pas été perçu par les agents économiques comme un dérapage incontrôlé des finances publiques, si l'on en juge par l'absence de hausse des taux d'intérêt sur les titres publics ou les comportements d'épargne des ménages. La politique budgétaire a donc vraisemblablement été efficiente et d'éventuels « effets non keynésiens » n'ont pas été constatés. Le redressement budgétaire pèsera probablement sur la croissance. La zone euro a, du fait d'une politique budgétaire légèrement restrictive, réussi à maintenir ses déficits publics en deçà de 3 % du PIB, malgré la faiblesse de la croissance. Le gouvernement japonais a mené une politique budgétaire restrictive qui, associée à la reprise de l'activité, a contribué à une baisse du déficit public, lequel reste malgré tout proche de 7 % du PIB. L'année 2005 devrait voir une convergence des politiques budgétaires vers davantage de neutralité (voir dans ce dossier « La politique budgétaire inversée »).

La politique monétaire est restée très accommodante (voir dans ce dossier « Politique monétaire: la marche à suivre »). Les taux courts réels sont nuls ou négatifs aux États-Unis et dans la zone euro. La stimulation de l'activité a été forte et est passée par le canal de l'immobilier plutôt que par le canal de l'investissement productif des entreprises (voir dans ce dossier « Logement: toujours plus haut »). Le faible niveau des taux d'intérêt a facilité le recours à l'endettement des ménages, qui se sont davantage portés acquéreurs sur le marché de l'immobilier. Les prix de l'immobilier ont connu une hausse rapide dans un grand nombre de pays industriels (à l'exception notable de l'Allemagne et du Japon). Il y a dans ce phénomène une fuite en avant, mais il a été un soutien fort à l'activité.

La question du pilotage économique paraît centrale dans un monde où les pressions sont fortes et contradictoires: la confiance en la maîtrise de l'inflation permet d'éviter le spectre du choc pétrolier; la stabilité des taux longs reflète celle des anticipations de prix et de croissance, le resserrement monétaire américain est progressif et accepté, ce qui écarte le risque d'un krach obligataire.

Mais tout cela peut n'être qu'un fragile château de carte. La croissance mondiale accroît les revenus. Ce revenu nouveau engendre un conflit de répartition entre l'ensemble des agents qui ont contribué à sa création. La hausse du prix du pétrole est ainsi un moyen pour les pays producteurs de capter une partie de la création de richesse mondiale (voir dans ce dossier « Pétrole: marée noire sur la croissance? »). Mais le conflit de répartition se joue également dans la localisation de l'activité économique, dans l'attribution des marges, dans le partage entre les salaires et les profits. Ce conflit peut alimenter une inflation comme une déflation, qui repousse sa résolution à plus tard. Les institutions en charge de la stabilité des prix peuvent empêcher que cela ne dégénère en une

spirale inflationniste ou déflationniste. En fixant les anticipations de prix, la tentation de la fuite en avant est écartée. Pour autant, aucune solution à la question de la répartition n'est apportée par la stabilité des prix. Le problème reste entier même si certaines dérives sont jugulées.

Retour sur le passé: la croissance s'installe

En 2003 et 2004, la croissance mondiale est très soutenue (respectivement 4 % et 4,9 % attendus cette année), du fait de la vigueur de l'activité aux États-Unis et dans les pays émergents. La zone euro, avec une croissance de 0,5 % en 2003 et prévue à 1,9 % en 2004, reste en retrait.

Le commerce mondial a accéléré de la fin 2003 et au premier semestre 2004, sous l'effet de la reprise économique. Le principal moteur de la croissance reste l'Asie émergente, mais les échanges ont également bénéficié de l'accélération du commerce extérieur des États-Unis et de l'Europe.

En 2003, le *policy-mix* a été très accommodant aux États-Unis et au Royaume-Uni, où l'impulsion budgétaire a dépassé 1 point de PIB, ainsi que, dans une moindre mesure, au Japon. Dans la zone euro, politique budgétaire et conditions monétaires ont été légèrement restrictives malgré la faiblesse de la croissance. En 2004, la politique monétaire est restée accommodante aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais alors que la politique budgétaire maintenait une impulsion de l'ordre d'1 point de PIB aux États-Unis, elle est devenue neutre au Royaume-Uni. Dans la zone euro, la politique budgétaire s'est également légèrement relâchée, alors qu'elle s'est nettement durcie au Japon. Le déficit budgétaire de 2004 représentera, selon nos prévisions, 2,8 % du PIB au Royaume-Uni, 3 % du PIB dans la zone euro, 4,8 % du PIB aux États-Unis et 6,9 % du PIB au Japon.

Après les turbulences de l'année 2003, les taux de change ont été relativement stables. Le dollar s'est légèrement apprécié vis-à-vis de l'euro entre mi-janvier et fin avril 2004 et baisse depuis. Le taux de change yen/dollar a été plus volatil. Globalement, le dollar s'est apprécié de 4,5 % vis-à-vis du yen au cours des dix premiers mois de l'année 2004. Au-delà des hausses passagères en début d'année, le taux de change effectif nominal du dollar est sur une pente décroissante depuis deux ans et demi (entre février 2002 et octobre 2004, il a baissé de 13 %). Le creusement du déficit courant américain au deuxième trimestre n'a pas posé de problème de financement malgré le repli des entrées nettes de capitaux officiels et des achats de dette publique. Les achats d'obligations privées ont pris le relais. Les achats d'actions restent

■ Département analyse et prévision

modestes malgré la reprise américaine, ce qui reflète probablement un certain attentisme après le krach du début de la décennie et les scandales financiers.

États-Unis : increvables ?

En 2003, les États-Unis ont connu une croissance très vigoureuse en grâce au dynamisme de toutes les composantes de la demande intérieure (tableau 2). Au deuxième trimestre 2004, la consommation des ménages a fortement ralenti, notamment en raison de l'accélération des prix de l'énergie. L'investissement, qui avait décéléré au premier trimestre, s'est vigoureusement repris au trimestre suivant. La demande interne a bénéficié du *policy-mix* favorable. Après un sursaut dans la seconde moitié de 2003, les exportations ont ralenti au premier semestre 2004. Deux années de dépréciation du dollar n'ont probablement pas encore suffi à compenser six années de hausses entre 1995 et 2001, du fait de l'ampleur relative de chacune de l'inertie des parts de marché. Malgré la reprise, les créations d'emplois sont restées décevantes au regard des cycles précédents. Les indicateurs conjoncturels indiquent un ralentissement de l'activité économique au cours de l'été 2004.

Reprise en Europe et au Japon

La reprise dans la zone euro est maintenant effective. La croissance du PIB a été de 2,2 % en rythme annuel au premier semestre 2004, confirmant le redressement engagé dans la seconde moitié de 2003. Les exportations et la consommation des ménages ont accéléré, alors que les investissements sont restés en retrait. Le chômage ne s'est pas réduit, ce qui est habituel en début de reprise.

La diffusion de la croissance est générale dans la zone euro : pour la première fois depuis l'entrée en ralentissement à la mi-2001, le glissement annuel du PIB est redevenu positif dans tous les pays de la zone. Mais, derrière cette unité de façade, les grands pays peuvent être subdivisés en deux groupes : ceux où la croissance est tirée par une demande intérieure dynamique mais est pénalisée par la faiblesse du commerce extérieur (la France et l'Espagne), et ceux pour lesquels la séquence est inverse (l'Allemagne et les Pays-Bas). L'Italie se trouve dans une situation intermédiaire. La situation florissante de l'immobilier en France et en Espagne stimule la consommation des ménages et incite les banques à accorder des crédits. Au contraire, en Allemagne et aux

Pays-Bas, la forte modération salariale et les réformes sociales pèsent sur la consommation mais améliorent la compétitivité.

En Allemagne, le revenu des ménages est pénalisé par l'évolution des salaires, de l'emploi et des revenus de transferts freinés par les réformes structurelles. L'immobilier ne soutient pas la consommation en raison de la crise endémique du bâtiment, initiée par la réunification. Mais les exportations bénéficient des gains de productivité et de compétitivité ainsi que d'une spécialisation plus favorable que d'autres pays européens vers les économies émergentes.

En France, les exportateurs ont subi des pertes de parts de marché importantes, en partie dues à une répartition géographique du commerce extérieur peu favorable, car orientée vers les pays d'Europe continentale, et en premier lieu vers l'Allemagne. La demande interne est portée par la baisse du taux d'épargne des ménages.

Le Royaume Uni a affiché une croissance de 2,2 % en 2003 qui devrait atteindre 3,4 % en 2004. La consommation des ménages a été très dynamique au second semestre 2003 et au premier semestre 2004, tandis que les exportations ont poursuivi leur déclin, commencé début 2002. Les entreprises ont beaucoup investi au premier semestre 2004 et le taux de chômage est toujours en baisse (4,7 % au deuxième trimestre 2004).

Les nouveaux pays membres de l'Union européenne ont enregistré une croissance de 3,8 % en 2003, qui accélérerait à 5 % en 2004. Les investissements ont été le principal moteur de la croissance en Hongrie et en République tchèque, et les exportations ont dopé la croissance en Pologne. La croissance russe a dépassé 7 %, bénéficiant de la montée du prix du pétrole.

Au Japon, la reprise engagée en 2003 s'est confirmée au premier trimestre 2004, portant la croissance à 5,1 % en glissement annuel. Début 2004, l'activité a bénéficié du dynamisme des exportations, notamment vers le reste de l'Asie, et de la vigueur de la consommation privée, due à l'amélioration des perspectives d'emploi et à l'attente d'une sortie de la déflation. Les prix à la consommation ont été quasiment stables (- 0,2 % en moyenne en 2004) mais le Japon n'est pas encore sorti de la déflation comme en témoigne un déflateur du PIB encore fortement négatif. Les investissements privés, qui ont tiré la croissance en 2003 (1,5 point de PIB en contribution annuelle), ont ralenti au deuxième trimestre 2004.

■ Département analyse et prévision

2. Contributions à la croissance

	PIB			Consommation privée			Consommation publique			Formation brute de capital ⁴			Commerce extérieur		
	S1 ³	S2 ³	A ³	S1	S2	A	S1	S2	A	S1	S2	A	S1	S2	A
Allemagne	2003	0,3	-0,1	0,0	-0,4	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,6	0,0	0,5	-1,0	0,6	-0,6
	2004	0,8	1,0	1,5	-0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,0	1,1	0,6	1,7
France	2003	-0,1	0,8	0,5	0,4	0,9	0,2	0,4	0,6	0,0	0,2	-0,1	-0,7	-0,2	-0,8
	2004	1,5	1,2	2,5	0,8	0,7	1,4	0,4	0,1	1,0	0,8	1,5	-0,6	-0,5	-1,0
Italie	2003	-0,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,8	0,2	0,4	0,6	-1,0	0,2	-1,0	0,7	-0,9
	2004	0,7	0,7	1,2	0,5	0,3	0,8	0,0	0,1	0,6	0,1	0,2	-0,5	0,2	0,0
Espagne	2003	1,4	1,3	2,5	0,9	0,9	1,7	0,4	0,4	1,0	0,4	0,9	-0,8	-0,4	-0,8
	2004	1,3	1,0	2,5	1,1	0,6	1,8	0,4	0,3	0,6	0,1	0,8	-0,7	0,0	-0,9
Zone euro ¹	2003	0,0	0,5	0,5	0,3	0,2	0,6	0,1	0,2	0,3	0,0	0,2	-0,7	0,2	-0,7
	2004	1,1	1,1	1,9	0,4	0,4	0,7	0,1	0,1	0,4	0,4	0,6	-0,7	0,2	0,1
Etats-Unis ²	2003	1,1	2,8	3,0	1,0	1,5	2,3	0,3	0,2	0,5	0,0	1,1	0,7	-0,3	0,0
	2004	2,0	1,7	4,3	1,2	1,0	2,4	0,2	0,2	1,1	0,7	2,0	-0,4	-0,2	-0,6
Japon	2003	0,6	2,0	2,5	-0,2	0,7	0,4	0,0	0,1	0,2	0,5	0,7	0,3	0,5	0,7
	2004	2,6	0,1	3,7	1,0	0,5	1,7	0,1	0,1	0,3	0,8	-0,8	0,6	0,3	1,0
Royaume-Uni	2003	0,7	1,8	2,2	0,6	1,0	1,6	0,3	0,6	0,7	0,6	0,3	0,3	-0,4	-0,4
	2004	1,6	1,6	3,4	1,2	0,9	2,2	0,4	0,1	0,8	0,7	1,3	-0,6	-0,2	-0,9

1. Pour quelques petits pays de la zone euro, la somme des composantes n'est pas égale au PIB, la différence étant inscrite dans une variable d'ajustement. La somme des contributions peut donc différer de la croissance du PIB.

2. Les comptes américains sont à prix chaînés, la somme des contributions peut donc différer de la croissance du PIB. Le poste " consommation publique " inclut aussi l'investissement public.

3. S1 : premier semestre, S2 : second semestre, A : année.

4. Formation brute de capital fixe et variations de stocks.

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2004.

Très forte croissance dans les zones émergentes

L'Asie a connu une croissance très dynamique au premier semestre 2004. Les exportations ont été dopées par la reprise économique mondiale, la vigueur des importations chinoises et une compétitivité-prix favorable: la baisse du dollar a permis une dépréciation du taux de change effectif des économies dont la monnaie est ancrée au billet vert. La demande intérieure a également été robuste, soutenue, pour la première fois depuis la crise asiatique, par une reprise vigoureuse des investissements privés. La Chine a continué d'être la locomotive de l'Asie en 2003 (+ 9,1 %) et 2004 (+ 8,7 %, selon nos prévisions).

La reprise des économies d'Amérique du Sud s'est confirmée en 2004 (croissance globale de 5,7 %, selon nos prévisions) après trois ans de quasi-stagnation. Le Brésil et le Mexique ont bénéficié de la vigueur des exportations, qui a stimulé les investissements et a relancé la consommation privée. En Argentine et au Venezuela, le processus de sortie de crise s'est poursuivi, aidé par la flambée des prix du pétrole.

Pétrole et inflation: flambée contenue

L'OPEP, un cartel éclairé?

La hausse du prix du pétrole a été un évènement majeur en 2004. Entamée au printemps 2003, elle s'est accélérée depuis le début de l'été 2004. Le marché pétrolier est largement imprévisible et très volatil: les cours réagissent violemment aux tensions internationales. Or, depuis un an, les évènements susceptibles de perturber les approvisionnements en pétrole se sont multipliés: crise au Venezuela, conflit irakien, menaces terroristes, affaire loukos en Russie, instabilité politique au Nigeria, cyclones dans le golfe du Mexique et, enfin, grèves en Norvège.

Au-delà de ces péripéties qui jouent sur l'offre ou les anticipations, les cours reflètent une augmentation de la demande en provenance de la Chine, du reste de l'Asie et des États-Unis supérieure à ce qui était attendu.

L'OPEP a pris acte de ce dynamisme de la demande et a fait une série d'annonces visant à augmenter les capacités productives à court et moyen termes. Ces annonces devraient apaiser les marchés. L'OPEP contrôle aujourd'hui environ 38 % de la production mondiale de pétrole et envisage de relever sa bande de prix cible, fixée entre 22 et 28 dollars depuis 2000, à 28 et 36 dollars pour intégrer la nouvelle donne sur la demande et les nouvelles conditions de rentabilité des investissements, compte tenu de la baisse du dollar.

■ Département analyse et prévision

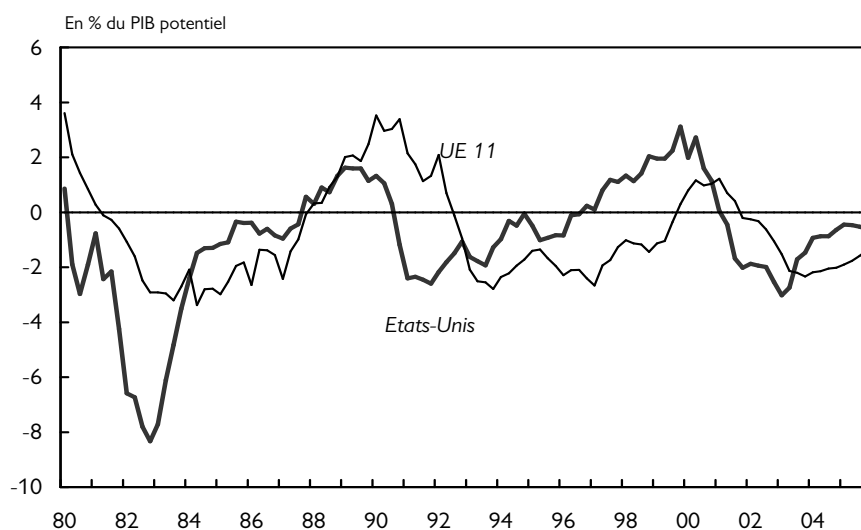
L'inflation est maîtrisée...

La hausse du prix du pétrole induit un transfert des pays consommateurs vers les pays producteurs. Depuis 1999, l'OPEP a vu ses revenus pétroliers doubler, passant de 200 milliards de dollars à presque 400 milliards de dollars. En 2004, 100 milliards, soit 0,25 point du PIB des pays de l'OCDE seront transférés (voir dans ce dossier « Pétrole: marée noire sur la croissance? »).

L'inflation a accéléré dans les pays développés du fait de la hausse du cours du pétrole. Pourtant, l'augmentation du cours du pétrole ne s'est pas traduite par des hausses de prix de second rang (augmentation des salaires et des prix de valeur ajoutée). L'appréciation de l'euro par rapport au dollar a en outre atténué l'impact du cours du pétrole sur les prix dans la zone euro. La hausse des prix de consommation liée à l'augmentation du cours du baril se limite donc à l'effet direct sur l'inflation en 2004, que l'on estime à 0,5 point aux États-Unis et à 0,3 point dans la zone euro.

Pour le reste, l'écart de production étant négatif dans la plupart des pays développés (graphique 3), les prix de consommation ne subissent pas de pression à la hausse. L'inflation est faible au Royaume-Uni (+ 1,3 % en glissement annuel en août pour l'indice des prix de consommation harmonisé) et reste modérée dans la zone euro (+ 2,3 %) et aux États-Unis (+ 2,7 % pour l'indice des prix de consommation). Elle est toujours négative au Japon (- 0,1 % en juillet).

3. Écart du PIB au PIB potentiel



Sources : OCDE, Eurostat, BEA, calculs et prévision OFCE octobre 2004.

... la politique monétaire reste accommodante...

Entre un choc pétrolier aux impacts macroéconomiques jusqu'ici limités, un marché de l'immobilier qu'on veut éviter d'inquiéter et une reprise qui reste à confirmer, notamment dans la zone euro, le pilotage monétaire est délicat. Au début 2004, les taux courts réels étaient négatifs aux États-Unis et nuls dans la zone euro. Aux États-Unis, la Réserve fédérale justifiait sa politique très accommodante par la crainte principale de la déflation. La remontée des taux directeurs était attendue dès que la reprise s'annoncerait. Entre mai et septembre 2004, la Réserve fédérale a augmenté ses taux directeurs de 75 points de base (tableau 3).

La Banque centrale européenne (BCE) n'a pas remonté ses taux directeurs qui restent pratiquement neutres au niveau de la zone. Malgré une inflation devenue légèrement supérieure à 2 % en septembre, la BCE semble attendre que la reprise se confirme, en portant une attention soutenue à l'écart de production négatif dans la zone.

Le Royaume-Uni constitue un cas à part: les taux courts réels sont restés positifs, en l'absence de tensions inflationnistes, à l'exception notable des prix de l'immobilier, dans une économie proche du plein emploi. La Banque centrale souhaite contenir la hausse des prix de l'immobilier et de l'endettement des ménages. Depuis novembre 2003, elle a déjà augmenté ses taux à quatre reprises pour les porter à 4 %, soit une hausse cumulée de 125 points de base.

■ Département analyse et prévision

3. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et matières premières

	Trimestres												Années			
	2003				2004				2005				2003	2004	2005	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change¹																
1 euro = ...\$	1,07	1,14	1,12	1,19	1,25	1,20	1,22	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,13	1,23	1,25
1 \$ = ...yen	119	118	117	109	107	110	110	110	112	112	114	114	116	109	113	
1 € = ...euros	1,49	1,43	1,43	1,43	1,47	1,50	1,49	1,48	1,48	1,48	1,48	1,48	1,48	1,45	1,48	1,48
Taux d'intérêt à court terme¹																
États-Unis	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,1	1,6	2,0	2,3	2,5	2,8	3,0	3,0	1,1	1,4	2,6
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zone euro	2,7	2,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4
Royaume-Uni	3,7	3,6	3,5	3,9	4,1	4,5	4,9	5,1	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	3,7	4,7	5,4
Taux d'intérêt à long terme¹																
États-Unis	3,9	3,6	4,2	4,3	4,0	4,6	4,3	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1	5,1	4,0	4,3	4,9
Japon	0,8	0,6	1,2	1,4	1,3	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,0	1,5	1,3
Zone euro	4,2	4,0	4,2	4,4	4,2	4,4	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,2	4,3	4,5
Royaume-Uni	4,3	4,2	4,5	4,9	4,8	5,1	5,0	5,2	5,3	5,3	5,4	5,5	5,5	4,5	5,0	5,4
Prix du pétrole, Brent, en \$ ¹	31,3	26,1	28,4	29,5	32,0	35,6	42,2	40,0	36,0	35,0	33,0	33,0	33,0	28,8	37,4	34,3
Prix du pétrole, Brent, en € ¹	29,1	23,0	25,3	24,8	25,6	29,5	34,5	32,0	28,8	28,0	26,4	26,4	26,4	25,5	30,4	27,4
Matières premières industrielles ²	8,5	1,6	1,9	9,8	13,4	-1,0	1,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	16,9	22,9	-1,1

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôt au Japon, EURIBOR pour la zone euro, inter-bancaire au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'Etat à 10 ans pour la zone euro, obligations d'Etat à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg), Prévision OFCE octobre 2004.

... et les taux longs sont bas

La hausse de la dette publique aux États-Unis et dans la zone euro, ainsi que l'augmentation de l'endettement des ménages américains ces dernières années, n'ont pas empêché les taux longs de baisser depuis quatre ans des deux côtés de l'Atlantique. Il est vrai que dans le même temps, les entreprises ont réduit leur recours au crédit par la hausse de leur autofinancement. L'alimentation du marché en liquidités ainsi que la disponibilité de l'épargne asiatique (et européenne) ont également contribué à contenir les taux d'intérêt longs, d'autant que les perspectives de croissance, aux États-Unis comme en Europe, restaient incertaines.

Au premier semestre 2004, la hausse des prix des matières premières a eu pour conséquence une augmentation des taux longs, surtout aux États-Unis, reflet de la hausse des prix courants et anticipés. Cette augmentation était également le résultat de l'amélioration des perspectives de croissance. Mais à la mi-2004, les taux longs américains se sont détendus malgré la remontée des taux courts. Dans ses annonces comme dans ses décisions, la Réserve fédérale a montré sa fermeté à éliminer tout risque d'inflation. De plus, il est apparu que la hausse du prix du pétrole aurait probablement davantage un effet négatif sur l'économie réelle qu'un effet durable sur les prix. À ce constat se sont ajoutés, au cours de l'été, quelques indicateurs un peu moins favorables quant aux perspectives de reprise. Dans un contexte d'incertitudes géopolitiques et économiques fortes, les obligations américaines ont probablement servi de valeur refuge. Les taux longs européens sont quant à eux corrélés aux taux américains, tant qu'il n'y a pas d'anticipations à la baisse ou à la hausse, à moyen terme, sur les évolutions de l'euro par rapport au dollar.

Immobilier: sommets atteints?

Depuis 1997, les prix immobiliers ont beaucoup augmenté (+ 135 % au Royaume-Uni, + 120 % en Espagne, + 60 % en France et aux États-Unis). La demande a été soutenue par un revenu des ménages dynamique et des conditions de financement favorables (taux d'intérêt bas et développement du crédit hypothécaire par les banques). Les mises en chantier s'en sont trouvées stimulées aux États-Unis, au Royaume-Uni, en France et en Espagne à partir de 2002. Pourtant il ne semble pas qu'il y ait d'excès d'offre notable, excepté en Espagne, où les mises en chantier qui avaient connu un premier bond dès 1997, ont augmenté de 40 % en 2 ans et de 125 % en 7 ans.

■ Département analyse et prévision

Selon des études empiriques reliant les prix immobiliers aux prix passés, au revenu des ménages et au taux d'intérêt, le prix de l'immobilier serait surévalué de 10 à 20 % en Espagne et au Royaume-Uni. Le ralentissement attendu de la demande et de l'offre permettrait un ajustement marqué mais progressif des prix. En France, où les prix seraient également légèrement surévalués, le ralentissement des prix se produirait sur un marché du logement moins tendu. Aux États-Unis, les prix semblent en ligne avec les fondamentaux.

Politique monétaire : le canal de la pierre

Aux États-Unis comme dans certains pays d'Europe, le dynamisme récent de la consommation des ménages s'explique en partie par la hausse des prix de l'immobilier. Les ménages propriétaires ont constaté un accroissement de leur patrimoine ce qui, par un effet de richesse, a motivé la baisse de leur taux d'épargne.

Mais dans la période récente, le niveau élevé du prix de l'immobilier a stimulé la consommation des ménages par le biais d'un autre mécanisme: il a été un vecteur puissant de transmission de la politique monétaire, très accommodante depuis 2001. Compte tenu du collatéral qu'il procure, le logement abolit la contrainte de liquidité. Les banques distribuent largement du crédit, à un faible coût pour les ménages. En d'autres termes, la faiblesse des taux stimule non seulement l'achat de logements, mais aussi la consommation.

Aux États-Unis comme au Royaume Uni, la souplesse réglementaire sur le marché hypothécaire a renforcé ce mécanisme par la renégociation des crédits hypothécaires et le refinancement en utilisant les valeurs de marché des collatéraux. Aujourd'hui, la dette des ménages américains atteint 120 % de leur revenu (140 % pour les ménages britanniques) pour une charge de la dette (intérêts et principal) qui reste raisonnable au moins au niveau macroéconomique (13 % du revenu disponible). En Europe, le même mécanisme a mis plus de temps à s'enclencher, du fait de plus grandes rigidités en matière d'hypothèques et d'une moindre concurrence dans le secteur bancaire. Les nouveaux crédits à l'habitat progressent cependant vivement et si le schéma est moins direct que dans le cas américain, les liquidités injectées par les banques stimulent la consommation des ménages (voir dans ce dossier « Logement: toujours plus haut »).

Scénario 2005 : apaisements

En 2005, les fondamentaux de l'économie mondiale devraient rester solides. L'activité ralentirait dans les zones où elle était la plus dynamique en 2004 (États-Unis, Royaume-Uni, Japon, zones émergentes) et accélérerait dans la zone euro, pour se rapprocher de son niveau potentiel. L'écart au niveau potentiel de la zone euro resterait néanmoins plus important que celui des États-Unis ou du Royaume-Uni. Les déséquilibres (comptes courants, endettement des ménages aux États-Unis et au Royaume-Uni, surcapacités en Chine,...) ne se résorberaient que partiellement mais l'économie mondiale continuerait à vivre sans dommage.

Le conflit de répartition induit par l'augmentation de la rente pétrolière ne dégénérerait pas en inflation généralisée du fait de l'absence de propagation sur les prix et les salaires. Le prélèvement pétrolier, en limitant les revenus, ne ferait que ralentir les économies consommatrices. Le cours du pétrole reviendrait assez rapidement en dessous de 40 dollars, pour se stabiliser à 33 dollars en fin d'année, soit légèrement au dessus du cours moyen du premier trimestre 2004 (32 dollars). Cela suppose que les incertitudes qui poussent les anticipations à la hausse soient levées.

Plusieurs autres éléments suggèrent un ralentissement des prix dans les principales zones. Les pressions déflationnistes, dues notamment aux nouvelles technologies et à la concurrence par les prix des pays émergents, continuent à jouer. La Chine reste un réservoir de productivité et de main-d'œuvre bon marché. Le Japon est toujours en déflation. Ces éléments obligent les entreprises à contenir leurs prix et les salaires. Du reste, la croissance de ces derniers n'a rien d'exceptionnelle, et aucune tension sur les capacités de production ne se manifeste. Enfin, les prix de l'immobilier devraient ralentir. En conséquence, l'inflation décélérerait légèrement des deux côtés de l'Atlantique: la hausse des prix à la consommation passerait de 3 % fin 2004 à 2,5 % fin 2005 aux États-Unis, et de 2,2 % à 1,7 % dans la zone euro. Les prix à la consommation continueraient à décroître au Japon (- 0,1 %) et l'inflation resterait modeste au Royaume-Uni (1,5 %).

Au vu des conditions d'offre et de rendement, le risque d'une baisse brusque des prix de l'immobilier n'est vraiment important qu'en Espagne, où nous avons cependant retenu l'hypothèse d'un ajustement progressif. Ce serait aussi le cas aux États-Unis, en France et au Royaume-Uni.

Du fait de prévisions d'inflation modérée, les remontées de taux directeurs seraient progressives et modestes. D'autant que la crainte d'une chute du marché immobilier ne peut pas être entièrement écartée. La Réserve fédérale augmenterait progressivement ses taux

■ Département analyse et prévision

directeurs jusqu'à la fin 2005, à des fins de normalisation de sa politique. Le taux directeur passerait de 1,75 % en octobre 2004 à 3 % fin 2005. Dans la zone euro, la hausse prévue des taux directeurs serait plus faible. Malgré l'accélération des économies de la zone, le PIB resterait en deçà de son potentiel (passant de - 2 points de PIB en 2004 à - 1 en 2005) et l'inflation sous-jacente serait bien en dessous de 2 %. Compte tenu des niveaux d'inflation respectifs, les taux courts réels seraient moins négatifs dans la zone euro (- 0,2 % au quatrième trimestre 2004 du fait d'un taux d'intérêt à 2 % et d'une inflation à 2,2 %) qu'aux États-Unis (- 0,4 % du fait d'un taux d'intérêt à 2 % et d'une inflation à 2,4 %), malgré un écart au potentiel plus important dans la zone euro, lié à une position plus orthodoxe de la Banque centrale européenne vis-à-vis du risque inflationniste. Au Royaume-Uni, les taux courts augmenteraient fin 2004 et début 2005 et se stabiliseraient ensuite.

La politique budgétaire américaine sera restrictive en 2005, ce qui constitue un vrai changement et contribuera au ralentissement de l'activité. Dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Japon, la politique budgétaire sera neutre.

Le commerce mondial ralentit depuis le milieu de 2004 dans toutes les grandes zones de l'économie mondiale (Asie, États-Unis, Europe). Sa croissance devrait cependant rester forte en 2005 (+ 9 %), grâce au dynamisme de l'économie mondiale. Étant données les faibles fluctuations de change envisagées dans notre prévision, les positions compétitives actuelles se maintiendraient d'ici à la fin 2005.

Le maintien des déséquilibres courants ne remettrait pas en cause les équilibres sur les marchés des changes. Le déficit courant américain devrait rester élevé (5 % du PIB), mais les différentiels de taux d'intérêt et de taux de croissance évolueront en faveur des titres américains, ce qui devrait interrompre la baisse du dollar. Le dollar baisserait légèrement vis-à-vis de l'euro fin 2004 puis se stabiliserait en 2005 à 1,25 dollar pour 1 euro. Le billet vert augmenterait vis-à-vis du yen, passant de 110 yen pour 1 dollar en moyenne au troisième trimestre 2004 à 114 yen fin 2005. L'économie japonaise ralentit et n'est pas sortie de la déflation, ce qui justifie la volonté des autorités monétaires japonaises à ce que le yen ne s'apprécie pas trop, voire se déprécie. La politique de stabilisation du yuan chinois ne serait pas remise en cause d'ici 2006. La livre sterling restera stable vis-à-vis de l'euro.

États-Unis: fin d'euphorie artificielle

Fin 2005, l'économie américaine aura presque comblé son écart de production. La croissance restera légèrement inférieure à la croissance

potentielle du fait de deux contraintes: le prix du pétrole et la politique économique.

En 2005, l'investissement productif conserverait un rythme élevé, aux alentours de 10 % de croissance en moyenne annuelle comme en 2004, bénéficiant de conditions de financement très favorables et des bonnes nouvelles conjoncturelles propre à stimuler les débouchés. La consommation des ménages bénéficierait de la vigueur du pouvoir d'achat de leur revenu, due à une légère reprise des salaires et de l'emploi ainsi qu'au ralentissement des prix à la consommation. Ces éléments permettraient de compenser le durcissement modéré du *policy-mix*: l'économie américaine continuerait de recouvrer son autonomie. La remontée progressive des taux d'intérêt ralentirait la demande de crédits des ménages, et l'impulsion budgétaire, encore nettement positive en 2004, serait légèrement négative en 2005, aux alentours de 0,5 point de PIB. À politique budgétaire inchangée en 2005 par rapport à 2004, le déficit budgétaire pourrait se réduire, mais cette réduction resterait modérée (déficit de 4,2 % du PIB en 2005). La contribution du commerce extérieur deviendrait nulle grâce à la reprise des exportations, la compétitivité des entreprises bénéficiant enfin de la dépréciation passée du dollar.

Zone euro: lente accélération...

La reprise devrait se poursuivre dans la seconde moitié de 2004 et en 2005, mais les chocs passés, la baisse du dollar et la flambée du pétrole amputeront la croissance de quelques dixièmes de points. Les indicateurs, encore favorablement orientés au début de l'automne, mais dans leur grande majorité encore sous leurs niveaux moyens de longue période, confortent d'ailleurs le scénario d'une croissance relativement peu vigoureuse pour la fin de l'année. La consommation accélérerait, mais progressivement, car les revenus salariaux resteraient pénalisés par les retards à l'embauche usuels en cette phase du cycle. L'investissement pourra poursuivre sa progression, les entreprises n'étant plus contraintes financièrement après plusieurs années d'apurement de leur situation financière. Au total, l'activité augmenterait de 2,4 % en moyenne annuelle, soit un rythme légèrement supérieur à la croissance potentielle, mais modéré pour une période de reprise. Les disparités nationales devraient persister; la population active est plus dynamique en France, les politiques structurelles en Allemagne continuent à avoir un impact fort sur la demande interne, l'inflation reste plus élevée en Italie.

■ Département analyse et prévision

Reste du monde: ralentissement

Au Royaume-Uni, la consommation des ménages ralentirait sous l'effet de la baisse attendue des prix de l'immobilier et de la hausse des taux d'intérêt. Ces derniers freineraient aussi les investissements privés. La croissance britannique serait de 2,6 % en 2005.

La croissance resterait très dynamique dans les nouveaux pays membres de l'Union européenne en 2005 (+ 4,6 %, en moyenne), bénéficiant notamment de la reprise dans les pays voisins de l'Union. Le niveau des prix du pétrole et le – modeste – durcissement de la politique budgétaire dans la plupart des pays, ainsi que le durcissement des conditions monétaires en Pologne (augmentation des taux d'intérêt et remontée du taux de change) induiraient cependant un léger ralentissement par rapport à 2004.

La croissance ralentirait au Japon (+ 1,7 % en 2005). Les exportations seraient moins dynamiques qu'en 2004 en raison du ralentissement des importations asiatiques. Les investissements privés et la consommation décéléraient en conséquence.

L'Asie en développement connaîtrait un léger ralentissement en 2005 (6,3 %), principalement imputable à la hausse des prix pétroliers. Ce continent est particulièrement vulnérable aux chocs pétroliers: l'Asie (Japon inclus) représente 24 % du pétrole consommé dans le monde, mais n'en produit que 10 %. L'intensité énergétique y est très élevée. Les programmes de restrictions des investissements menés par le gouvernement chinois contribueraient également au ralentissement de l'économie (+ 7,5 % de croissance en 2005).

Les pays d'Amérique du Sud connaîtraient un léger ralentissement en 2005 (+ 3,1 %, en moyenne), dû au ralentissement des exportations et aux tensions inflationnistes au Mexique et au Brésil.

Risques

La prévision décrite dans ces pages repose sur l'absence d'aggravation des problèmes qui planent de manière chronique sur l'économie mondiale depuis deux ans. Plusieurs scénarii moins favorables sont cependant envisageables.

Pétrole et inflation

Notre prévision repose sur l'hypothèse de l'absence de diffusion de la hausse des prix des matières premières sur l'ensemble des prix et des salaires et suppose la baisse du cours du pétrole dans les prochains trimestres.

Dans l'hypothèse d'un maintien du prix du pétrole à son niveau actuel, voire de la poursuite de sa hausse, le ralentissement modéré de la croissance, envisagé dans notre prévision pour la fin 2004 et l'année 2005 serait plus net. En l'absence d'effet de second rang, un baril à 50 dollars au lieu de 34,3 jusqu'à fin 2005 induirait une croissance inférieure de 0,5 point par rapport à notre scénario.

Si, en outre, le cours du pétrole avait pour conséquence une hausse généralisée des prix, la croissance serait plus fortement pénalisée. Les banques centrales augmenteraient probablement les taux d'intérêt, ce qui approfondirait le ralentissement et renforcerait la probabilité d'occurrence d'une chute des prix de l'immobilier (cf. *infra*).

En revanche, l'impact récessif du choc pour les pays consommateurs serait atténué par la hausse de la demande adressée émanant des pays exportateurs, et par l'effet favorable du recyclage des pétrodollars sur les taux d'intérêt.

Dollar

Un autre scénario est celui d'une dépréciation forte du dollar. Si cette dépréciation est contrôlée, le taux de change du dollar par rapport à l'euro ou aux monnaies asiatiques s'établirait au niveau jugé souhaitable par les différents acteurs (principalement les autorités américaines). Les anticipations de change sur les parités euro/dollar ou dollar/yen se stabiliseraient à des niveaux déterminés sans risque d'effets cumulatifs et de surajustement. Les États-Unis gagneraient en compétitivité et, lorsque les gains de compétitivité l'emporteraient sur la dégradation initiale de la balance courante (courbe en « J »), leur position extérieure se rétablirait. La dépréciation du dollar en renchérisant les importations provoquerait une accélération de l'inflation américaine qui pourrait justifier un resserrement monétaire. Ce resserrement, en ralentissant la demande interne américaine, renforcerait l'effet positif sur la balance courante.

L'euro serait probablement la monnaie qui s'apprécierait le plus par rapport au dollar. La sortie de la déflation au Japon passe par le maintien d'un yen à très bas niveau tandis que la compétitivité des pays en développement (notamment asiatiques) passant par un taux de change

■ Département analyse et prévision

faible est la clef de leur modèle de développement. Les gains de part de marché américains seraient compensés par des pertes de part de marché européennes, la zone euro faisant les frais du rétablissement de la position extérieure américaine. Ce scénario se traduirait par une croissance plus faible dans la zone euro. Une inflation plus faible dans la zone euro, induite par l'appréciation de l'euro, pourrait justifier une baisse des taux d'intérêt directeurs. Au total, une dépréciation du dollar de 10 % par rapport à l'euro, amputerait la croissance européenne de 0,4 point la première année et de 0,8 point l'année suivante.

Une dépréciation contrôlée du dollar vis-à-vis de l'euro soulagerait le déséquilibre de la balance courante sans compromettre le mécanisme de croissance mondiale. Cependant, un tel scénario suppose que l'on puisse contrôler la baisse du dollar par rapport à l'euro.

Dans le passé, les ajustements de change rendus nécessaires par des balances courantes lourdement dégradées se sont souvent traduits par des surajustements très forts dans les parités. Le mécanisme est le suivant: les anticipations de change s'orientent à la baisse dès que l'ajustement commence et ce processus est cumulatif. Les opérateurs liquident leurs actifs libellés dans la monnaie en question avant que celle-ci ne soit trop dévaluée. Ils alimentent ainsi la baisse du change et nourrissent des anticipations de change encore plus basses qui poussent à de nouvelles liquidations. Les effets de gains de compétitivité étant plus long à produire leurs effets, l'économie, surtout si elle est en situation débitrice, fait alors face à une crise de liquidité. Les agents débiteurs doivent alors augmenter les taux d'intérêt qu'ils offrent sur les marchés internationaux. Un ralentissement brutal de l'économie, au-delà de ce qui est impliqué par le rétablissement de la balance courante, est alors possible. L'affaiblissement de la monnaie et la crise de liquidité peuvent également alimenter une inflation interne qui annule les gains de compétitivité.

Jusqu'à maintenant, ce sont des économies émergentes et peu armées pour défendre leurs monnaies qui ont fait l'expérience de ces processus cumulatifs (Mexique, Turquie, Argentine, etc...). Les États-Unis disposent de solides arguments pour justifier un consensus autour de leur taux de change. Le dollar est une monnaie de transaction internationale, de nombreux actifs sont détenus en dollar, l'économie américaine est une économie importante et qui pèse lourd dans les performances de l'économie mondiale. Les agents économiques ont encore une grande confiance dans les actifs libellés en dollar et ne peuvent imaginer que le dollar connaisse autre chose qu'une crise passagère et puisse, au même titre que le rouble ou le peso être durablement dévalué.

Pourtant, l'euro est une monnaie de réserve alternative et peut venir concurrencer le dollar. Une crise, même si elle est perçue comme

temporaire, peut pousser un certain nombre d'agents à basculer, par prudence, leurs actifs sur l'euro. La fuite devant le dollar serait alors amorcée, entraînant d'autres anticipations de baisse et un scénario qui s'apparenterait à celui de la crise de change d'un pays émergent. Pour soutenir leur monnaie, contrer le risque inflationniste et faire face à la crise (relative) de liquidité, les taux longs et courts américains devraient augmenter, provoquant un ralentissement plus fort que nécessaire de l'économie américaine et de l'économie mondiale.

Un tel scénario est peu probable. Le statut particulier du dollar lui confère des privilèges. Il pourrait cependant être accru si d'autres pays souhaitent une appréciation de leur monnaie par rapport au dollar. Pour contrer les tensions inflationnistes ou le renchérissement du prix des matières premières, certains pays d'Asie peuvent vouloir une appréciation modérée de leur monnaie par rapport au dollar. La conjonction d'objectifs non coordonnés et de gains à court terme peut alors alimenter le risque d'un glissement qui progressivement échappe au contrôle.

Immobilier

Dans l'état actuel du marché, et dans l'hypothèse où les taux d'intérêt ne subiraient pas de chocs, il n'existe pas en Europe de risque immobilier proprement dit, sauf peut être en Espagne. En revanche, la réalisation du « risque dollar », et de son corollaire, la hausse des taux d'intérêt longs, pourrait précipiter le retournement du marché immobilier, marqué par plusieurs années de forte hausse. La propension à consommer des ménages en serait affectée, les moins-values immobilières, même latentes, pouvant freiner la capacité d'endettement des ménages.

Le risque est moindre que celui de la fin des années 1990. Au moment du krach immobilier de 1991, les banques et assurances avaient beaucoup souffert car elles avaient massivement investi dans ce secteur. Pour apurer leur bilans, elles avaient dû vendre et donc alimenter la dépression du marché. Aujourd'hui, elles jouent beaucoup plus le rôle d'intermédiaire et sont moins exposées. En outre, l'absence d'inflation et d'anticipation d'inflation limite le risque de taux pour les banques.

Crise asiatique? chinoise?

Existe-t-il un risque « crise asiatique », à l'image de celle survenue en 1997? Son avènement est plus hypothétique, car il supposerait l'émergence d'un sentiment de défiance des investisseurs internationaux vis-à-vis de l'accumulation de créances douteuses dans les pays asiatiques et la généralisation d'interrogations sur l'opportunité

■ Département analyse et prévision

d'investir dans des économies où le risque de suraccumulation devient plus pesant. Le cas échéant, les sorties de capitaux entraîneraient un effondrement de l'investissement qui pèserait sur la croissance. Naturellement, la dévaluation des monnaies asiatiques induite par les retraits de capitaux serait à l'origine de gains de compétitivité qui soutiendraient l'activité par le canal du commerce extérieur. Mais l'effet inflationniste de la dévaluation dans un contexte de tensions exacerbées, pourrait inciter les banques centrales asiatiques à se porter vendeuses de leurs réserves en dollars sur le marché des changes, et finalement soutenir leur monnaie.

La Chine occupe une place importante dans le système économique asiatique. L'intégration régionale est principalement verticale, la Chine se spécialisant dans les stades finaux de production. Un ralentissement brutal de l'économie chinoise aurait des conséquences fortes sur la région. Or, en Chine, les entreprises d'État sont fortement endettées, et souvent en situation d'insolvabilité. Malgré la recapitalisation de deux grandes banques début 2004, le ratio de créances douteuses reste élevé et constitue une épée de Damoclès pour le système bancaire chinois. Les mesures prises par le gouvernement chinois pour freiner l'investissement dans les secteurs en pleine expansion n'ont pas été aussi efficaces que prévu (fermeture d'usines, encadrement réglementaire des crédits accordés aux secteurs en surchauffe, hausse du taux de réserves obligatoires). Une crise financière est donc possible.