

## ESSAI TRANSFORMÉ

### Perspectives 2005-2006 pour l'économie mondiale\*

La capacité de résistance de l'économie mondiale aux chocs a été durement éprouvée depuis 2000. Que l'on songe à l'éclatement de la bulle internet en 2000, aux attentats du World Trade Center en septembre 2001, à la guerre en Irak en mars 2003, aux scandales financiers, à la montée des prix du pétrole depuis 2004, les occasions n'ont à chaque fois pas manqué de s'interroger sur la pérennité de la croissance.

Mais l'économie mondiale a pu maintenir le cap de l'expansion, sans tensions inflationnistes majeures. Emmenée par les États-Unis où les réactions de politique économique face aux chocs ont été vigoureuses, et la Chine qui pousse les feux de la croissance, l'expansion s'est diffusée aussi aux autres zones développées, le Japon et l'Europe, où pourtant l'accompagnement de la politique économique a été bien moins volontariste.

### Résister par des politiques volontaristes...

Aux États-Unis, la politique monétaire a réagi dès les premiers signaux d'inflexion du cycle économique au début de 2001, la FED entrant dans une phase d'abaissement continu des taux d'intérêt. Au contraire, la réaction de la Banque centrale européenne a été beaucoup plus timorée, le recul des taux ayant été plus tardif et moins ample qu'aux États-Unis. Le constat est plus sévère pour la politique budgétaire.

TABLEAU I : IMPULSIONS BUDGÉTAIRES CUMULÉES DE 2001 À 2005\*

En points de PIB	2001	2002	2003	2004	2005
Zone euro	0,9	1,6	1,8	1,4	1,5
Royaume-Uni	1,2	3,6	5,1	5,4	5,2
États-Unis	0,8	3,4	4,7	4,9	4,6
Japon	-1,6	-0,2	-0,4	-1,4	-1,5

\* L'impulsion est la variation du déficit structurel primaire.

Sources : Comptes nationaux, calculs OFCE.

Aux États-Unis, l'impulsion positive initiée par les baisses d'impôt et relayée par la hausse des dépenses publiques en réaction aux attentats du 11 septembre, s'est prolongée jusqu'en 2003. De fait, de 2001 à 2004, l'impulsion budgétaire aux États-Unis s'est approchée de 5 points de PIB (tableau 1). Mais la zone euro, où l'impulsion budgétaire n'a jamais dépassé 2 points sur la même période, s'est enfermée dans l'inaction, contrainte par les exigences du Pacte de stabilité et de croissance.

Si la politique monétaire a été plus volontariste aux États-Unis que dans la zone euro, elle y a trouvé aussi un terrain plus fertile pour agir sur la croissance. La sensibilité de l'économie américaine aux taux d'intérêt est plus forte qu'en Europe, au travers notamment d'une inclination plus répandue des ménages américains à s'endetter, de la possibilité de recharger les hypothèques<sup>1</sup>, ou de la facilité de renégociation d'emprunts déjà contractés. Bien que l'endettement bancaire des ménages se soit alourdi dans certains pays européens, comme en Espagne du fait de l'exubérance du marché immobilier, le taux d'endettement moyen des ménages de la zone (81 % en 2004) est resté très inférieur à celui des ménages anglo-saxons (118 % aux États-Unis et 144 % au Royaume-Uni) et a moins progressé (hausse de 6,5 points dans la zone euro, contre 35,7 au Royaume-Uni et 18,3 aux États-Unis) depuis la baisse franche des taux d'intérêt amorcée en 2000.

\* Cette étude résume le dossier à paraître dans le n° 95 de la *Revue de l'OFCE*, rédigé par le Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend Hélène Baudchon, Guillaume Chevillon, Marion Cochard, 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. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 14 octobre 2005.

1. Ce mécanisme consiste à emprunter avec comme collatéral un bien déjà engagé et remboursé partiellement ou dont l'appréciation dégage de nouvelles marges d'endettement. Aux États-Unis, cette possibilité d'extraction hypothécaire est renforcée par le fait que les sommes extraites peuvent être utilisées à autre chose que de l'immobilier.

**TABLEAU 2 : PRINCIPALES HYPOTHÈSES ET RÉSUMÉ DES PRÉVISIONS**

	Trimestres ou semestres												Années			
	2004				2005				2006				2004	2005	2006	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prix du pétrole en \$ <sup>1</sup>	31,9	35,4	41,5	44,1	47,5	51,6	61,5	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	38,2	55,2	60,0	
Matières premières Industrielles en \$ <sup>2</sup>	13,4	-1,0	2,1	4,5	10,5	-3,1	0,7	-2,0	-2,0	-2,0	-1,0	-1,0	24,8	12,2	-6,1	
Taux de change <sup>1</sup>																
1 = ... \$	1,25	1,20	1,22	1,30	1,31	1,26	1,22	1,22	1,21	1,20	1,19	1,19	1,24	1,25	1,20	
1 \$ = ... yen	107	110	110	106	104	108	111	111	112	113	114	114	108	109	113	
1 £ = ...	1,47	1,50	1,49	1,44	1,44	1,47	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,47	1,46	1,46	
Taux d'intérêt courts <sup>1</sup>																
États-Unis	1,0	1,1	1,6	2,1	2,7	3,1	3,6	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	1,5	3,3	4,0	
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	
Zone euro	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	
Royaume-Uni	4,1	4,5	4,9	4,8	4,9	4,8	4,6	4,3	4,3	4,3	4,3	4,5	4,6	4,6	4,3	
Taux d'intérêt longs <sup>1</sup>																
États-Unis	4,0	4,6	4,3	4,2	4,3	4,2	4,2	4,4	4,5	4,5	4,6	4,6	4,3	4,3	4,6	
Japon	1,3	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	
Zone euro	4,2	4,4	4,2	3,8	3,7	3,4	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	4,1	3,4	3,4	
Royaume-Uni	4,8	5,1	5,0	4,7	4,7	4,4	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,9	4,4	4,4	
Prix à la consommation <sup>3</sup>																
États-Unis	1,8	2,8	2,7	3,4	3,0	2,9	3,5	3,1	3,0	2,5	2,1	2,2	2,7	3,1	2,4	
Japon	-0,1	-0,3	-0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	
Zone euro	1,7	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,1	2,1	1,8	1,5	1,5	1,5	2,1	2,0	1,6	
Royaume-Uni	1,3	1,4	1,2	1,4	1,7	2,0	2,5	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,3	2,1	2,0	
PIB en volume, cvs <sup>2</sup>																
États-Unis	1,0	0,9	1,0	0,8	0,9	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	0,8	4,2	3,5	3,2	
Japon	1,3	-0,4	-0,1	0,1	1,4	0,8	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	2,6	2,2	1,9	
Zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,8	1,3	1,9	
Allemagne	0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,8	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	0,9	1,4	
France	0,6	0,7	0,1	0,7	0,4	0,1	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,1	1,7	2,2	
Italie	0,5	0,3	0,4	-0,4	-0,5	0,7	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	1,0	0,1	1,2	
Royaume-Uni	1,0	0,7	0,3	0,5	0,3	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	3,2	1,7	2,2	
Importations de marchandises en volume, cvs <sup>2</sup>																
Monde	2,9	2,9	1,6	2,6	-0,2	2,5	1,9	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	10,9	6,7	8,2	
Pays industrialisés	1,9	2,8	2,1	1,9	-0,2	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	8,5	5,0	5,6	
PED	4,9	2,9	0,9	3,8	-0,1	4,4	3,1	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9	15,5	9,9	12,8	
Balances courantes en points de PIB, cvs																
États-Unis	-5,4		-6,0		-6,4		-6,3		-6,1		-6,0		-5,7	-6,4	-6,1	
Japon	3,4		3,8		3,2		3,9		4,0		4,4		3,6	3,6	4,1	
Allemagne	4,2		5,7		6,2		5,3		6,2		6,5		4,9	5,8	6,4	

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 cotisations 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. Prévision OFCE avril 2005.

Dans un contexte où les entreprises ne pouvaient investir avant d'avoir digéré les excès de la fin des années 1990, la hausse des prix de l'immobilier et de l'endettement s'est avérée être l'essence du mécanisme de transmission de la politique monétaire : les patrimoines immobiliers, jusque là potentiels, ont été rendus liquides par l'augmentation de l'endettement des ménages acquéreurs. Cette liquidité accrue du patrimoine a induit la baisse de l'épargne des vendeurs finaux et apporté un soutien direct à la consommation<sup>2</sup>. La hausse des prix de l'immobilier est le signe que la stimulation monétaire, impulsée par la baisse des taux d'intérêt, fonctionne. Là où la hausse des prix immobiliers est plus vigoureuse, la stimulation est plus efficace.

## ... au prix de déséquilibres...

L'écart de croissance en faveur des États-Unis s'est toutefois maintenu au prix d'un creusement de leur déficit courant qui aurait pu aboutir à une crise financière majeure : effondrement du dollar, durcissement de la politique monétaire pour contrecarrer la fuite des capitaux, neutralisation du levier d'action budgétaire résultant de la nécessaire réduction du déficit public, hausse des taux longs assortie d'une prime de risque majorée sur les titres publics américains.

Dans cette partie, dangereuse si elle n'est orchestrée que par un seul joueur contre tous les autres, les États-Unis se sont trouvés des alliés de circonstance qui avaient un intérêt propre à mener un jeu coopératif. Les pays asiatiques, et en particulier la Chine dont le modèle de développement est fondé sur la conquête de marchés extérieurs et l'accumulation d'excédents courants, ne pouvaient laisser se déprécier le dollar contre leur monnaie. En achetant des titres publics américains pour recycler l'excédent courant de leurs économies, les banques centrales asiatiques ont financé le déficit américain, empêché la remontée des taux d'intérêt à long terme, ancré leur monnaie sur le dollar... et maintenu leur devise sous-évaluée par rapport aux autres monnaies, et en particulier l'euro. Le perdant du jeu, qui, passivement, a laissé se dégrader sa compétitivité, a donc été l'Europe.

Cependant, les États-Unis et la Chine n'ont-ils pas encouragé l'accumulation de déséquilibres et différé une crise financière qui sera d'autant plus destructrice qu'elle aura été artificiellement contenue ?

## ... en voie de correction

Les évolutions récentes de l'économie américaine dissipent ce scénario noir. Les entreprises américaines ont complètement digéré maintenant les excès de la fin des années 1990. La forte croissance de la productivité et la dépréciation passée du dollar ont un effet positif sur le déficit courant américain. Le dollar, maintenu sous perfusion par les interventions des banques centrales asiatiques, a regagné en autonomie. Les entreprises américaines ont retrouvé une rentabilité élevée et assaini leurs positions compétitives. Elles reprennent des parts de marché, tant à l'exportation que sur le marché intérieur, et doivent à nouveau investir, appelant des flux de capitaux étrangers. Le territoire américain redevient plus attractif aux yeux des investisseurs que les pays en voie de développement ou que d'autres zones en croissance.

<sup>2</sup>. Ce mécanisme est décrit et formalisé dans le document de travail de l'OFCE 2005-16 d'octobre 2005 « L'immobilier, pilier de la croissance ou épée de Damoclès ».

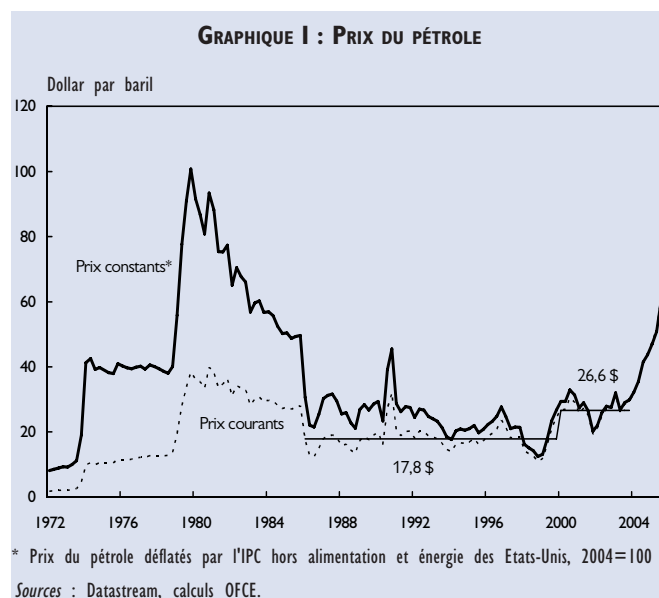
Concrétisation de cette dynamique, le déficit courant cesse de se dégrader et s'est même amélioré au début de l'année 2005. Hors importations pétrolières nettes, l'amélioration est plus significative encore. La Banque centrale du Japon a cessé d'intervenir massivement, le Yen ne présentant plus de tendance à l'appréciation relativement au dollar.

La Chine continue d'accumuler à la fois des excédents extérieurs et des réserves de change. C'est là la condition pour surseoir à l'ouverture de son système financier et à l'ouverture de son économie à des capitaux mobiles. Les excédents commerciaux ont pour contrepartie une épargne interne considérable. Les réserves de change permettent de garantir et de soutenir le système financier interne, autorisant l'intermédiation de cette épargne vers les investisseurs nationaux. Le taux d'intérêt proposé aux agents résidents est moins élevé que celui que proposeraient les marchés financiers. La stratégie chinoise va donc se poursuivre. L'excédent commercial de la Chine avec les pays développés s'amplifiera, mais la Banque centrale chinoise continuera d'accumuler des réserves et financera en particulier son principal client, les États-Unis.

## Pétrole, un choc sans traumatisme apparent

À plus de 60 dollars le baril de Brent au troisième trimestre 2005, les prix du pétrole ont augmenté en dollars de 50 % depuis le début de l'année (graphique 1). Cette hausse s'inscrit dans une tendance plus longue qui a vu les prix passer d'une moyenne de 17,8 dollars le baril sur les années 1986-1999 à 26,6 dollars sur la période 2000-2003, avant de s'emballer début 2004. Les prix ont donc augmenté de 250 % par rapport à leur niveau moyen des années 1990. En même temps, l'économie mondiale est engagée sur un rythme de croissance supérieure à 4 % depuis 2003, et ne semble guère affectée par un choc, qui en d'autres temps, aurait eu des conséquences dévastatrices.

Pourtant, l'ampleur de la hausse actuelle du pétrole (180 % en termes réels depuis 1999) est plus importante que celle du second choc pétrolier (120 %), même si elle reste moindre que celle du premier choc (350 %). Mais ces chocs, qui peuvent être comparés en termes de variation des prix, ne peuvent l'être quant à leurs conséquences.



Premièrement, le choc actuel, étalé sur plusieurs années et non pas sur quelques trimestres, favorise la progressivité des ajustements, à la différence des chocs antérieurs en face desquels les agents étaient contraints de réagir brutalement, déstabilisant alors les systèmes économiques.

Ensuite, lors des chocs précédents, les économies étaient en phase d'inflation et donc plus à même d'amplifier les tendances inflationnistes déjà ancrées dans les comportements. Aujourd'hui, les mécanismes d'indexation sont démantelés et la hausse du pétrole intervient dans des économies où les pressions déflationnistes sont fortes. Le choc actuel ne se double pas d'un choc de taux d'intérêt, les anticipations d'inflation restant faibles. Enfin, la consommation mondiale de pétrole par unité de PIB est moitié moindre qu'en 1973, traduisant la plus faible dépendance énergétique des pays importateurs qu'auparavant.

En apparence, le choc pétrolier actuel paraît donc assez neutre. Mais des ajustements n'en sont pas moins à l'œuvre. La hausse de l'inflation, via les produits pétroliers, a bien eu lieu, amputant le pouvoir d'achat des ménages. De plus, à l'inverse du choc inflationniste des années 1970, la hausse des prix du pétrole, dans un contexte de pression concurrentielle exacerbée (euro fort, concurrence des pays à bas salaires...) pousse les entreprises à compenser le renchérissement de leurs consommations intermédiaires par des ajustements sur leurs autres coûts de production, notamment salariaux. Un tel ajustement désinflationniste, voire déflationniste, explique l'absence de répercussions du choc pétrolier sur l'inflation sous-jacente (qui mesure la hausse des prix hors énergie). Ce choc pourrait finir par peser dangereusement sur la consommation des ménages s'il ne pouvait plus être compensé par une baisse du taux d'épargne et un recours accru aux crédits. Les effets dépressifs complets du choc, non encore révélés, seraient dans ce cas à venir.

## Croissance à l'est, à l'ouest, au nord, au sud...

Après une croissance record de 5 % en 2004, l'économie mondiale ralentirait légèrement à l'horizon 2006, soit 4,2 % en 2005 et 4,1 % en 2006 (tableau 2). Les pays en voie de développement, et l'Asie en particulier, continueraient à tirer vers le haut la croissance mondiale. S'ils représentent moins de la moitié du PIB mondial, ils contribuent à hauteur de 68 % à la croissance totale en 2005. La Chine à elle seule y contribuerait à hauteur de 28 %. Au sein des pays industrialisés, les États-Unis resteront le premier pôle de croissance, contribuant pour plus de moitié à la croissance de la zone OCDE, et pour 18 % à la croissance mondiale.

L'année 2004 a été de bonne facture aux **États-Unis**, avec une hausse du PIB de 4,2 %. En 2005 et en 2006, la croissance se stabiliserait autour de son rythme potentiel, 3,5 % en 2005 et 3,2 % en 2006. Si l'écart se resserre avec la zone euro, les performances outre-Atlantique resteraient encore nettement supérieures à celles du vieux continent. Mais à la différence de ces dernières années, la croissance aux États-Unis a gagné en autonomie par rapport aux impulsions de politique économique. La dynamique de la croissance ne repose plus sur l'impulsion budgétaire, et profite encore de l'absence de transmission du resserrement de la politique monétaire aux taux d'intérêt longs. L'investissement est devenu le véritable moteur de la croissance depuis 2004, soutenue aussi par la consommation des ménages qui ne s'est pas ressentie de la

flambée des prix du pétrole. La hausse du pétrole n'a jusqu'à présent pas généré d'effets de second tour sur l'inflation, ce qui éloigne pour le moment le spectre d'un durcissement de la politique monétaire au-delà de la ligne actuelle de la Fed. L'impact des ouragans qui ont balayé la côte Sud-Est des États-Unis n'est pas non plus à même d'affecter significativement la croissance, et un effondrement des prix de l'immobilier, qui induirait une brusque et ample remontée du taux d'épargne des ménages, est peu probable, même si un essoufflement du marché résidentiel est envisagé. Malgré les chocs pétrolier et climatique, l'économie américaine semble prémunie d'un ralentissement prononcé en 2006.

**L'Asie** poursuit en tête la course de la croissance, entraînée par la performance chinoise. La forte demande des États-Unis pour les exportations asiatiques, une inflation modérée et une position financière extérieure largement excédentaire ont permis à l'Asie d'atténuer l'impact négatif des prix élevés du pétrole. Comme en 2004, la croissance asiatique se maintiendrait un peu au-dessus de 7 % en 2005 et en 2006. La Chine resterait le moteur de la zone, grâce au dynamisme de la consommation et à des gains de parts de marché toujours aussi importants.

**TABLEAU 3 : PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE**

Taux de croissance annuels, en %	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		2004	2005	2006
Allemagne	4,4	1,1	0,9	1,4
France	3,2	2,1	1,7	2,2
Italie	3,1	1,0	0,1	1,2
Espagne	1,8	3,1	3,3	2,9
Pays-bas	0,9	1,7	0,7	1,9
Belgique	0,6	2,7	1,3	2,0
Autriche	0,5	2,1	1,8	2,0
Finlande	0,4	3,5	1,6	4,1
Portugal	0,4	1,2	1,0	1,6
Grèce	0,3	4,2	2,8	2,6
Irlande	0,3	4,5	4,7	4,5
<b>Zone euro</b>	<b>15,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>
Royaume-Uni	3,1	3,2	1,7	2,2
Suède	0,5	3,1	2,2	2,4
Danemark	0,3	2,0	2,3	2,2
<b>Union européenne à 15</b>	<b>19,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>
10 nouveaux pays membres	1,8	4,5	3,7	4,5
<b>Union européenne à 25</b>	<b>21,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>
Suisse	0,4	2,1	1,0	1,5
Norvège	0,3	3,3	3,8	2,8
<b>Europe</b>	<b>22,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>
États-Unis	21,2	4,2	3,5	3,2
Japon	7,1	2,6	2,2	1,9
Canada	2,0	2,9	2,8	2,5
<b>Pays industriels</b>	<b>54,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
Pays candidats à l'UE <sup>2</sup>	1,4	8,1	4,9	4,8
Russie	2,7	7,2	5,7	5,4
Autres CEI <sup>3</sup>	1,2	10,4	6,7	6,5
Chine	12,7	9,5	9,1	8,5
Autres pays d'Asie	13,5	6,4	5,6	5,8
Amérique latine	7,9	6,2	4,0	3,6
Afrique	3,2	5,3	4,5	5,9
Moyen-Orient	3,1	5,5	5,4	5,0
<b>Monde</b>	<b>100</b>	<b>5,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>

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 2005.

Dans un environnement régional porteur, **le Japon**, a enfin sorti la tête de l'eau en 2004, et la croissance au premier semestre 2005 a été supérieure aux prévisions grâce à la bonne tenue de la consommation des ménages et à la croissance de l'investissement productif. Avec des taux de croissance respectivement de 2,2 % et 1,9 % en 2005 et en 2006, l'économie japonaise resterait dynamique, soutenue par le redémarrage des exportations, de plus en plus orienté vers l'Asie, mais freinée par la demande interne qui se ressentira de la hausse des coûts de production et de la suppression des abattements fiscaux pour les ménages.

L'envolée des prix du brut profite à **l'Amérique latine**, exportatrice nette de pétrole, qui accumule des excédents commerciaux très élevés en 2005. Outre le soutien de l'environnement international, le renforcement des dynamiques de demande intérieure s'est poursuivi, avec un boom de l'investissement productif et une consommation privée bien orientée. Après une croissance exceptionnelle en 2004, 6,2 % dans la zone, l'activité progresserait à un rythme toujours soutenu en 2005 et en 2006, respectivement 4 % et 3,6 %, mais moins rapide sous l'effet de l'appréciation des taux de change effectifs réels et de politiques économiques relativement restrictives dans les pays les plus inflationnistes. Les exportations continueront cependant d'être portées par le dynamisme de la croissance aux États-Unis et en Chine, la part de l'Asie dans les exportations sud-américaines ayant presque doublé en 4 ans.

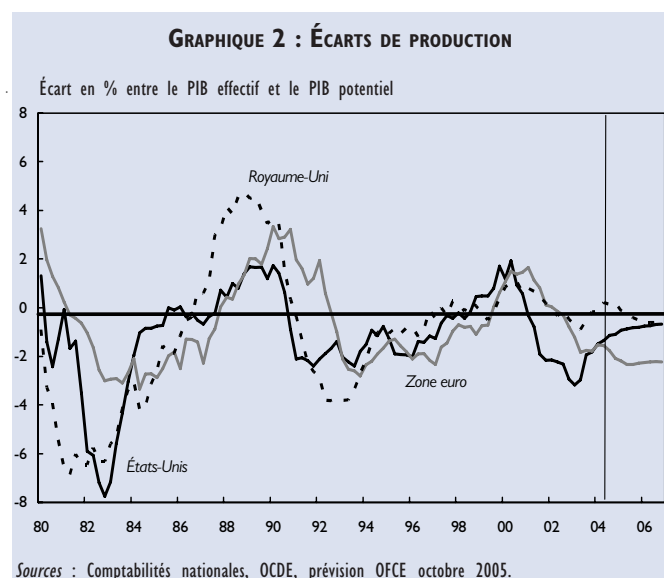
**Au Royaume-Uni**, l'économie a fortement ralenti à partir du deuxième trimestre 2004, et la bonne performance de l'année dernière, 3,2 %, ne sera pas renouvelée en 2005 et en 2006 ou la croissance oscillerait autour de 2 %. De fait, la croissance britannique s'est rapprochée de celle de la zone euro, après avoir un temps soutenu la comparaison avec la croissance américaine. La hausse des taux d'intérêt a freiné l'activité intérieure, alors qu'aucun soutien à la croissance n'est venu de l'environnement extérieur. La consommation des ménages a nettement ralenti et l'industrie manufacturière se trouve au bord de la récession. L'impulsion budgétaire devrait être légèrement négative en 2005 et en 2006, mais une politique monétaire accommodante permettrait à l'économie britannique de redémarrer doucement en 2006.

Les pays **d'Europe centrale et orientale** poursuivront leur rattrapage, mais à un rythme moins soutenu qu'en 2004. Les nouveaux pays membres de l'Union européenne devraient tirer leur épingle du jeu en 2006, avec une croissance de 4,5 % après 3,7 % en 2005 et 4,5 % en 2004. La discipline budgétaire, la forte productivité du travail et l'appréciation des taux de change effectifs contiennent les pressions inflationnistes, mais pèsent sur la demande intérieure. La reprise progressive des importations de la zone euro dynamisera les exportations des nouveaux pays membres et contribuera à l'accélération de la croissance en 2006. La situation a plutôt tendance à se dégrader pour les autres pays de la zone : la Roumanie et la Bulgarie demeurent dans une situation macroéconomique incertaine et les autres économies de l'ancienne sphère soviétique souffrent d'instabilité monétaire et politique, et sont contraintes d'engager des mesures pour stabiliser l'inflation. Quant à la Russie, un ralentissement de ses revenus d'exportations énergétiques est probable sans que la demande interne ne prenne le relais.

## ... mais pas au centre

Dans **la zone euro**, la reprise engagée au second semestre 2003 est restée à la traîne de celle de l'économie mondiale, tirée vers le bas par l'Allemagne et l'Italie. Cette situation perdure, puisque, confirmant le ralentissement initié au second semestre 2004, la croissance a été faible au premier semestre 2005 (0,3 % aux premier et deuxième trimestres). À la différence des États-Unis, où il s'est progressivement réduit depuis deux ans pour remonter à -0,9 %, l'écart de production de la zone s'est encore creusé, pour atteindre -2,3 % du PIB au deuxième trimestre 2005 (graphique 2). Les politiques économiques menées dans la zone euro sont bien moins expansionnistes qu'outre-Atlantique et ont des relais moins efficaces, notamment la politique monétaire, pour des raisons institutionnelles ou liées au comportement d'endettement des ménages. À l'horizon de la prévision, ce schéma devrait se poursuivre, avec une croissance de 1,3 % en 2005 et de 1,9 % en 2006, après 1,8 % en 2004.

La demande intérieure resterait incapable de stimuler la croissance. L'amélioration progressive de l'emploi et la baisse du taux d'épargne en 2006 permettraient à la consommation de reprendre un peu de vigueur, mais elle resterait bridée par un faible pouvoir d'achat, notamment en Allemagne où, dans le cadre de la politique de désinflation compétitive, la progression contrôlée des revenus d'activité et de transferts ne permet pas à la demande intérieure de pleinement profiter de l'embellie sur le front de l'emploi. Les gains de part de marché obtenus par l'Allemagne le sont au détriment de ses partenaires européens, et en particulier de l'Italie qui voit ses problèmes de compétitivité encore accrus. Quant à l'investissement, un léger mieux se dessine depuis quelques trimestres, malgré un trou d'air au premier trimestre 2005. La croissance de l'investissement se poursuivrait à l'horizon de la prévision, confortée par la dépréciation de l'euro et le retour d'une contribution positive du commerce extérieur, mais la faiblesse de la consommation empêchera une véritable reprise fondée sur l'investissement d'extension des capacités de production ■



# FRANCE : UN POTENTIEL DE CROISSANCE

## Perspectives 2005-2006 pour l'économie française

Depuis près de 10 ans, la France connaît des performances économiques supérieures à celles de ses partenaires européens. Ainsi, depuis 1997, l'économie française enregistre un surplus annuel moyen de croissance de 0,4 point par rapport à l'ensemble de la zone euro et de plus d'un point par rapport à ses deux principaux partenaires, l'Allemagne et l'Italie.

TABLEAU I : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB

Moyenne annuelle	2003	2004	2005	2006
<b>Taux de croissance du PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>
Dépenses des ménages	1,1	1,4	1,4	1,5
Investissements et stocks des entreprises	- 0,1	1,0	0,8	0,5
Dépenses des administrations	0,8	0,8	0,5	0,6
Total de la demande intérieure	1,8	3,2	2,7	2,6
Solde extérieur	- 0,9	- 1,1	- 0,9	- 0,4
<b>Taux de croissance du PIB (zone euro)</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision e-mod.fr 2005 et 2006.

### Bien que supérieures à celle de la zone euro...

Cette meilleure performance trouve son origine dans un grand dynamisme de la demande intérieure et notamment de la consommation des ménages. Entre 1998 et 2002, ce surplus a été alimenté principalement par de plus fortes créations d'emplois en France que chez nos partenaires. Depuis deux ans, le maintien d'une plus forte consommation dans l'hexagone est le fruit d'un comportement d'épargne des ménages différent : alors que les ménages français ont fortement puisé dans leur épargne au cours des deux dernières années — le taux d'épargne a baissé de 0,9 point en 2003 et de 0,5 point en 2004, s'établissant à 15,2 % en fin d'année — les ménages allemands et italiens épargnaient davantage (0,4 point supplémentaire en 2003 et 0,5 point en 2004 en Allemagne, et 0,2 point en 2003 et 2004 en Italie). Selon notre équation économétrique, la baisse du taux d'épargne enregistrée depuis 2003 en France s'explique principalement — pour 70 % — par les effets induits de la hausse du prix de l'immobilier.

Ces effets sont de deux ordres : premièrement, l'immobilier est un vecteur puissant de transmission de la politique monétaire. Le bas niveau des taux d'intérêt rend, d'un côté, l'achat de logements rentable par rapport à la location et, de l'autre, solvables les ménages qui veulent se porter acquéreurs. Ces derniers, en accédant massivement au crédit, injectent des liquidités dans l'économie, stimulant la consommation. Deuxièmement, selon un effet de richesse souvent évoqué, les ménages propriétaires se sentent plus riches, ce qui stimule leur consommation.

Ces deux éléments expliquent également la différence d'évolution du taux d'épargne en France et en Allemagne : les prix de l'immobilier ont très peu progressé en Allemagne, ce qui a limité l'impact positif du faible niveau des taux d'intérêt sur la consommation et effacé un potentiel « effet de richesse immobilière ». Par ailleurs, la faiblesse de la croissance du revenu en Allemagne, résultant des réformes engagées depuis 2003, a limité la capacité d'emprunt des ménages et par là, la consommation des ménages.

Si la croissance a été plus dynamique en France depuis 10 ans, le niveau de l'*output gap* en 2004 — l'écart entre la production effective et la production potentielle — est du même ordre de grandeur que celui enregistré en Allemagne et en Italie, traduisant un potentiel nettement supérieur en France.

Le maintien d'une croissance effective en dessous de son potentiel pendant 5 ans explique la dégradation du marché du travail et les pressions désinflationnistes observées actuellement. À cet égard, la lecture des indices des prix confirme qu'en dépit d'un choc *a priori* inflationniste, les pressions à l'œuvre actuellement au sein de l'économie française sont désinflationnistes : l'indice des prix à la consommation s'est bien sûr ressenti de la hausse de sa composante énergie, mais ces effets dits de « premier tour » ne se sont pas diffusés à l'ensemble de l'économie, éloignant le spectre de l'enclenchement d'une spirale prix-salaires.

### ... les performances de l'économie française restent médiocres...

Bien que toujours supérieures à celles de nos partenaires européens, les performances économiques de la France en 2005 resteront, à l'image de celles des 5 dernières années, médiocres. Le taux de croissance de l'économie française devrait s'établir à 1,7 % cette année, résultat proche des 1,6 % observés en moyenne depuis 2001 mais loin des performances annuelles moyennes enregistrées au cours des vingt dernières années (2,1 %) ou de la dernière décennie (2,2 %).

### ... en raison de chocs extérieurs négatifs...

Faisant suite à trois années de faible croissance, la vigueur de la reprise amorcée en 2004 a été décevante. Si le dynamisme interne a été satisfaisant, il n'en va de même de la contribution extérieure. Pour la première fois depuis 1991, le solde extérieur est redevenu déficitaire. Plus grave, au cours des deux dernières années, la France est le pays de la zone euro qui a le moins bénéficié du dynamisme de la demande mondiale : en 2004, les échanges extérieurs ont amputé la croissance de 1,1 point de PIB dans l'hexagone alors qu'ils ont été neutres pour la zone euro.

Ce résultat s'explique principalement par trois chocs extérieurs qui sont venus rogner la compétitivité française et ainsi entraver sa croissance économique.

En premier lieu, **la hausse progressive de l'euro** entre la mi-2001 et le début 2005 a pesé fortement sur les croissances européenne et française. Son impact négatif a été maximal en 2004, amputant la croissance française de 0,7 point de PIB. En 2005, son impact sera encore important puisqu'elle rognera la croissance de 0,6 point.

Fortement dépendant de la courroie de transmission des échanges mondiaux, le cycle de croissance de l'économie française a alors été atténué, et ce d'autant plus que **la hausse des prix du pétrole** est venue rogner l'activité de 0,2 point en 2004 et de 0,5 point en 2005. Au total, ces deux chocs extérieurs ont amputé

**TABLEAU 2 : ÉQUILIBRES RESSOURCES-EMPLOIS EN BIENS ET SERVICES MARCHANDS (AUX PRIX DE 95)**

	Niveau (Mds 95) 2004	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
		2005				2006				2004	2005	2006
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 535	0,4	0,1	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,1	1,7	2,2
Importations	445	0,7	1,3	1,5	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	6,1	5,6	6,3
Consommation des ménages	854	0,8	-0,3	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	2,3	2,2	2,5
Consommation des administrations	363	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,7	1,4	1,6
FBCF totale, dont :	297	1,5	-0,4	0,9	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0	2,1	2,9	3,3
- Entreprises	171	1,9	-1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	1,0	1,1	1,4	3,0	3,5
- Ménages	75	0,7	0,7	0,6	0,1	0,7	0,9	0,9	0,8	3,1	2,8	2,6
- Administrations	51	1,2	0,4	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	3,1	2,6	3,6
Exportations	431	-0,2	1,0	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	2,0	2,5	5,5
Variations de stocks (contribution)	13	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,5	0,1
Demande intérieure hors stocks	1 536	0,8	-0,2	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	2,3	2,2	2,5

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod.fr à partir du troisième trimestre 2005.

**TABLEAU 3 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS**

	Évolutions trimestrielles								2004	2005	2006
	2005				2006						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	29	-6	62	50	65	75	63	62	-13	92	235
Nombre de chômeurs <sup>1</sup> (en milliers)	36	-3	-67	-63	-5	-30	-20	-21	63	-10	-124
Taux de chômage <sup>1</sup> (en %)	10,1	10,2	9,9	9,8	9,6	9,5	9,3	9,2	10,0	10,0	9,4
Prix à la consommation <sup>2</sup> (en %)	0,1	0,9	0,4	0,3	0,4	0,4	0,1	0,1	2,1	1,8	1,7
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,9	0,5	0,8	0,7	0,9	0,5	0,8	0,7	2,6	2,6	2,9
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,9	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	2,5	2,6	3,0
<i>Ménages</i>											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,5	0,3	0,3	0,7	0,1	0,8	0,8	0,9	1,6	2,1	2,1
Taux d'épargne (en %)	15,3	15,8	15,3	15,2	14,8	15,0	15,1	15,3	15,4	15,4	15,0
Taux d'épargne financière (en %)	5,6	6,1	5,6	5,6	5,1	5,3	5,4	5,6	6,0	5,8	5,3
<i>Entreprises</i>											
Taux de marge (en %)	30,5	30,3	31,3	31,5	31,5	31,5	31,6	31,7	30,7	30,9	31,6
Taux d'investissement <sup>3</sup> (en %)	17,5	17,3	17,3	17,3	17,3	17,4	17,4	17,4	17,1	17,3	17,4
Taux d'autofinancement <sup>4</sup> (en %)	78,7	69,9	79,8	84,8	81,2	77,2	72,9	68,9	81,5	78,4	75,0
<i>Administrations</i>											
Capacité de financement/PIB (en %)									-3,6	-3,2	-3,2
Taux de prélèvement obligatoire (en %)									43,4	43,7	43,7
<i>Taux d'intérêt</i>											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	3,6	3,4	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,6	T4 4,1 3,8	T4 3,4 3,4	T4 3,5 3,6
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1 2,2	2,1 2,1	2,1 2,1

1. Au sens du BIT.

2. Indice des prix à la consommation, cvs.

3. En valeur, y compris stock.

4. Épargne brute/FBCF.

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

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2005				2006				2004	2005	2006
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	-0,7	1,5	1,6	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	9,6	5,0	7,0
Prix des concurrents en devises (en %)	2,0	0,0	1,2	0,2	0,8	0,5	0,3	0,7	10,9	7,6	2,2
Prix du pétrole en dollars	47,5	51,6	61,5	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	38,2	55,2	60,0
Prix des importations en euros (en %)	0,0	0,5	0,2	0,4	0,6	0,4	0,4	0,2	1,2	2,3	1,7
Prix des exportations en euros (en %)	-0,1	0,0	0,0	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6	2,1	1,0	1,9
Solde des biens et services (Mds d'euros)	-2,6	-3,6	-4,3	-4,3	-4,6	-4,8	-4,8	-4,8	4,5	-14,8	-19,0

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod.fr à partir du troisième trimestre 2005.

de près d'1 point la croissance en 2004 et de 1,1 point en 2005, empêchant l'économie française de rattraper une partie de son retard de production accumulé depuis 2001.

Ces deux éléments, appréciation du taux de change effectif de l'euro et hausse du prix du pétrole expliquent une grande part des mauvais résultats du commerce extérieur français depuis 2003. En revanche, ils n'expliquent pas pourquoi la France est le pays de la zone euro qui a le moins bénéficié du dynamisme de la demande mondiale. Les raisons sont à chercher du côté de la spécialisation géographique et sectorielle de la France, mais aussi de la politique menée par l'Allemagne depuis deux ans. Engagée depuis 2003 dans une thérapie visant l'amélioration de l'offre par la restriction des salaires et des prestations, l'Allemagne a vu ses coûts salariaux unitaires diminuer en niveau absolu mais aussi relativement à ses autres partenaires européens dont la France. Selon notre équation économétrique, cette politique expliquerait 30 % de la baisse des parts de marchés enregistrée au cours des deux dernières années. Par ailleurs, les baisses de salaires ont conduit à une forte contraction de la demande intérieure allemande et par là-même des importations de notre principal partenaire.

### ... qui devraient s'estomper en 2006

Nous faisons l'hypothèse d'un arrêt du mouvement haussier de l'euro au cours du second trimestre 2005 et nous supposons qu'il s'échangera à 1,19 dollar en fin d'année 2006. En conséquence, la croissance ne devrait quasiment plus être affectée l'année prochaine. Nous faisons également l'hypothèse que le prix du baril resterait à 60 dollars, stabilisant également son impact sur la croissance (-0,5 point). De même, la politique menée outre-Rhin ne devrait pas peser plus en 2006 qu'en 2005. Au total, l'impact cumulé de l'ensemble des contraintes extérieures amputera la croissance de 0,9 point en 2006, soit 0,5 point de moins qu'en 2005 et 0,3 point qu'en 2004.

### Quel scénario à l'horizon de notre prévision ?

Avec le desserrement des contraintes extérieures, la stabilisation de la situation opérationnelle des entreprises, le redressement de leur situation financière et la réactivation de la politique de l'emploi, le second semestre 2005 ne démarre pas sans atouts.

Les perspectives personnelles de production dans l'industrie et dans les services sont sur une pente ascendante, même si le contexte global reste hésitant. Un rebond de l'économie française devrait alors se concrétiser au troisième trimestre 2005.

### La baisse du taux d'épargne des ménages ...

La forte baisse du taux d'épargne observée depuis 2003 s'est quelque peu essoufflée en début d'année 2005 avec l'accélération du revenu des ménages. En 2006, les ménages, bien que prudents, continueraient toutefois de puiser dans leur épargne. Sous l'effet conjugué de la baisse du taux de chômage et du maintien des taux d'intérêt à un faible niveau, le taux d'épargne devrait baisser de -0,4 point en 2006, s'établissant à 15 % en moyenne sur l'année. La croissance de la consommation atteindrait 2,5 % en

2006, rythme qui reste toutefois inférieur à celui observé au cours des huit dernières années avec des pics à plus de 3,5 % entre 1998 et 2000.

### ... ainsi que la réactivation de la politique de l'emploi...

Enfin, la réactivation de la politique de l'emploi devrait permettre, en 2006, de créer proportionnellement plus d'emplois que lors des années précédentes. Compte tenu du retard pris pour lancer les contrats d'avenir et de la poursuite des baisses d'effectifs en CES et des emplois jeune, la politique de l'emploi, impulsée par plusieurs mesures d'urgence pour l'emploi adoptées en juin 2005, ne contribue à la baisse du taux de chômage qu'à partir du second semestre 2005. En tenant compte de la reprise de l'emploi marchand et des effets de la réforme des retraites, le taux de chômage baisserait de 10 % de la population active fin 2004, à 9,8 % fin 2005, puis à 9,2 % fin 2006.

### ... devraient permettre à l'économie française de croître à son potentiel

En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître en 2006 à son rythme potentiel (2,2 %).

Une croissance inférieure à 3 % alors que l'activité au cours des quatre dernières années a été très inférieure à son potentiel, est une performance modeste. Le redémarrage de l'économie française est encore tempéré dans notre prévision par l'environnement international et la politique budgétaire, et son rythme est inférieur à ce qui serait possible après une phase de fort ralentissement. Une comparaison avec les précédents scénarios de reprise le confirme. À l'horizon 2006, la reprise anticipée est très en deçà de celle constatée à la fin des années 1980, ou plus récemment en 1997.

Le déficit public passerait de 3,6 % du PIB en 2004 à 3,2 % en 2005 en tenant compte de la recette exceptionnelle issue de la soulte des Industries Electriques et Gazières (IEG). En 2006, l'accélération conjoncturelle et la poursuite de la rigueur budgétaire permettront de compenser l'absence de soulte et de stabiliser le déficit public à 3,2 % du PIB. Le risque d'avoir un déficit supérieur à 3,0 % du PIB pour la cinquième année consécutive n'est donc pas négligeable. Compte tenu de son inertie, la dette publique augmenterait en 2005 et en 2006, où elle atteindrait 66,7 % du PIB.

### Les risques

Des risques existent, qui pourraient invalider notre scénario à l'horizon 2006. Ils sont, pour l'essentiel, relatifs à l'environnement international : crise pétrolière majeure, chute prolongée du dollar, etc... Ils pourraient remettre en cause les perspectives positives, amputant la croissance à l'horizon 2006 d'un demi-point si le prix du pétrole se maintenait à 70 dollars le baril et si l'euro s'établissait à 1,4 dollar. Un scénario de dynamique interne plus noir est également envisageable (effondrement du prix de l'immobilier, enclenchement d'une spirale inflationniste...). Il suppose un enchaînement d'évolutions très négatives qui, pour l'heure, ne transparaissent ni dans les enquêtes de conjoncture ni dans les statistiques de l'INSEE ■