

LE BATEAU IVRE

Perspectives 2007-2008 pour l'économie mondiale*

« Dans les clapotements furieux des marées,
Moi, l'autre hiver, plus sourd que les cerveaux d'enfants,
Je courus ! Et les Péninsules démarrées
N'ont pas subi tohu-bohus plus triomphants. »

Arthur Rimbaud, *Le Bateau Ivre*, 1871.

Depuis l'éclatement de la bulle Internet en 2000 et malgré l'instabilité géopolitique et la flambée des cours du pétrole, la croissance mondiale bat régulièrement des records. Ainsi, l'année 2006 a dépassé nos prévisions de septembre, la croissance mondiale s'étant établie à 5,1 % contre 4,7 % prévus. En dépit du retournement du marché immobilier américain, elle devrait rester dynamique à 4,6 % en 2007 et 4,5 % en 2008 grâce à l'essor des économies asiatiques, Chine en tête, et au dynamisme retrouvé de la zone euro (tableau 2). Mais la vigueur de la croissance en 2006 n'aura pas permis la résorption des déséquilibres, loin s'en faut. Ils se seront même aggravés, et s'accompagnent depuis le début de l'année 2007 d'un regain de volatilité sur les marchés (financiers et de change) dans un climat d'incertitude quant à l'orientation de la politique monétaire outre-Atlantique.

Le ralentissement américain...

Aux États-Unis, la croissance est entrée dans une phase de repli conjoncturel depuis le printemps dernier. La hausse des taux d'intérêt, intervenue à partir de 2004 sur fond d'endettement élevé des ménages, a fait plonger le marché de l'immobilier. Les transactions immobilières se sont contractées et les prix commencent à baisser.

L'investissement en logements a diminué de 4,2 % en 2006 et l'ajustement devrait se poursuivre en 2007 avec un repli de 8,5 % selon nos prévisions. Mais jusqu'à présent, la contagion au reste

de l'économie a été évitée. Les inquiétudes subsistent cependant sur le segment des *subprimes*, ces prêts à haut risque qui ont permis à de nombreux emprunteurs jusque-là exclus des circuits de financement de devenir propriétaires, depuis le dépôt de bilan de New Century, numéro deux du secteur. La consommation des ménages est restée dynamique, en progression de 3,2 % en 2006, soutenue par les revenus salariaux et le ralentissement des prix de détail en fin d'année grâce au repli des prix du pétrole. Les tensions inflationnistes ne sont pas pour autant absentes, l'inflation sous-jacente ayant accéléré au cours de l'année 2006 pour atteindre 2,7 % en fin d'année. Cette accélération était masquée au quatrième trimestre 2006 par la contribution négative de la composante énergétique, la hausse de l'indice des prix à la consommation étant limitée à 1,9 % en glissement annuel. La conduite de la politique monétaire sera donc délicate pour la Réserve fédérale qui devra trouver un équilibre entre risques récessifs et tensions inflationnistes. Nous supposons ici que la baisse des taux sera suffisante pour alléger la pression financière qui pèse sur les ménages et éviter la propagation de la crise immobilière aux autres secteurs.

La reprise ne viendra pas non plus de la politique budgétaire, les États-Unis étant contraints à la maîtrise des dépenses publiques depuis que la guerre en Irak a creusé leur déficit. L'impulsion budgétaire sera certes moins négative en 2007 et 2008 qu'elle ne l'était l'an dernier, mais aucune marge de manœuvre n'est à attendre d'une amélioration conjoncturelle du déficit (tableau 3). La croissance devrait ralentir à 2 % en 2007 et 2,5 % en 2008.

...ne déprimerait pas la croissance mondiale...

Mais le ralentissement américain ne pénaliserait pas outre mesure la croissance mondiale, les États-Unis n'étant plus sa principale locomotive. En parité de pouvoir d'achat, les États-

* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend : Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Pélérax, Mathieu Plane, Frédéric Reynès, Christine Riffart, Danielle Schweisguth. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 13 avril 2007.

TABLEAU I : PRINCIPALES HYPOTHÈSES ET RÉSUMÉ DES PRÉVISIONS

	Trimestres												Années			
	2006				2007				2008				2006	2007	2008	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prix du pétrole en \$ ¹	61,8	69,6	69,6	59,7	57,8	60	60	60	61	62	63	63	65,2	59,5	62,3	
Matières premières Industrielles en \$ ²	12,3	14,6	3,8	1,6	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-1,0	-1,0	-1,5	-1,5	8,1	-0,3	-1,3	
Taux de change ¹																
1 € = ... \$	1,20	1,26	1,27	1,29	1,31	1,32	1,33	1,34	1,35	1,35	1,35	1,35	1,26	1,32	1,35	
1 \$ = ... yen	117	114	116	118	119	118	118	117	116	114	112	110	116	118	113	
1 £ = ... €	1,46	1,45	1,47	1,49	1,49	1,52	1,52	1,52	1,50	1,48	1,48	1,48	1,47	1,51	1,49	
Taux d'intérêt courts ¹																
États-Unis	4,6	5,0	5,25	5,2	5,2	5,1	4,9	4,7	4,5	4,25	4,25	4,25	5,0	5,0	4,3	
Japon	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	1,0	1,3	1,3	0,3	0,7	1,1	
Zone euro	2,6	2,9	3,2	3,6	3,8	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	3,1	4,0	4,1	
Royaume-Uni	4,5	4,6	4,9	5,2	5,5	5,8	5,8	5,8	5,5	5,5	5,0	4,8	4,8	5,7	5,2	
Taux d'intérêt longs ¹																
États-Unis	4,6	5,1	4,9	4,6	4,7	4,5	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,8	4,5	4,6	
Japon	1,6	1,9	1,8	1,7	1,7	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,4	2,4	1,7	1,9	2,3	
Zone euro	3,6	4,0	4,0	3,9	3,9	4,0	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	3,9	4,1	4,4	
Royaume-Uni	4,2	4,6	4,6	4,6	4,9	4,8	5,0	5,0	5,0	4,9	4,8	4,7	4,5	4,9	4,9	
Prix à la consommation ³																
États-Unis	3,7	4,0	3,4	1,9	1,9	1,5	1,4	2,5	2,7	2,5	2,4	2,4	3,2	1,8	2,5	
Japon	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	-0,2	0,3	
Zone euro	2,3	2,5	2,2	1,8	1,8	1,7	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,2	1,8	1,9	
Royaume-Uni	1,9	2,2	2,4	2,8	2,7	2,6	2,5	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,3	2,5	2,2	
PIB en volume, cvs ²																
États-Unis	1,4	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	3,3	2,0	2,5	
Japon	0,7	0,3	0,1	1,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	2,2	2,3	2,5	
Zone euro	0,8	1,0	0,5	0,9	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	2,8	2,6	2,7	
Allemagne	0,8	1,2	0,8	0,9	0,4	0,6	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	2,9	2,7	2,8	
France	0,5	1,1	0,1	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	2,1	2,3	2,9	
Italie	0,8	0,6	0,3	1,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	1,9	1,6	
Royaume-Uni	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	2,8	2,9	2,4	
Importations de marchandises en volume, cvs ²																
Monde	2,7	2,2	2,0	1,4	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	9,6	7,9	8,4	
Pays industrialisés	3,0	1,5	0,3	0,7	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	7,7	4,7	6,3	
PED	2,0	3,5	4,9	2,5	3,3	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	12,8	13,4	11,6	
Balances courantes en points de PIB, cvs ¹																
États-Unis	-6,6	-6,6	-6,9	-5,8	-5,9	-5,8	-5,7	-5,8	-5,8	-5,7	-5,7	-5,7	-6,5	-5,8	-5,7	
Japon	4,0	3,4	3,7	4,6	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	3,9	4,2	4,3	
Zone euro													-0,2	0,5	-0,4	

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

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

Sources : Pétrole (*Brent*) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôts au Japon, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévision OFCE avril 2007.

Unis produisent 20 % du PIB mondial et la zone euro 15 %. La part de l'Asie en développement (hors Japon) approche 30 %, dont plus de 14 % pour la seule Chine qui est en passe de produire plus que la zone euro en parité de pouvoir d'achat. En termes de contributions à la croissance, l'écart est beaucoup plus marqué. L'Asie hors Japon est à l'origine de près de la moitié de la croissance mondiale en 2006 (2,5 points sur 5,1 %), alors que les États-Unis y ont contribué à hauteur de 0,7 point, la zone euro 0,4 point et le Japon 0,15 point.

TABLEAU 2 : PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2006	2007	2008
Allemagne	4,0	2,9	2,7	2,8
France	3,0	2,1	2,3	2,9
Italie	2,8	1,9	1,9	1,6
Espagne	1,9	3,8	3,5	2,7
Pays-Bas	0,9	2,9	2,9	2,8
Belgique	0,6	2,9	2,0	2,4
Autriche	0,5	3,4	2,8	2,4
Finlande	0,4	5,4	2,9	3,6
Portugal	0,4	1,4	1,8	1,9
Grèce	0,3	4,3	3,7	3,6
Irlande	0,3	5,9	5,3	4,5
Zone euro	15,1	2,8	2,6	2,7
Royaume-Uni	3,3	2,8	2,8	2,4
Suède	0,5	4,7	3,5	2,9
Danemark	0,3	3,2	2,6	2,2
Union européenne à 15	19,1	2,8	2,6	2,6
12 nouveaux pays membres	2,4	6,1	5,5	5,1
Union européenne à 27	21,5	3,1	2,9	2,8
Suisse	0,4	2,7	2,0	1,9
Norvège	0,3	4,6	3,2	2,7
Europe	22,3	2,6	2,4	2,3
États-Unis	20,0	3,3	2,0	2,5
Japon	6,5	2,2	2,3	2,5
Canada	1,8	2,7	2,0	2,3
Pays industriels	52,1	2,7	2,1	2,3
Pays candidats à l'UE ²	1,1	5,3	4,7	5,7
Russie	2,6	6,7	6,4	5,2
Autres CEI ³	1,2	9,2	8,0	7,2
Chine	14,4	10,7	10,1	9,5
Autres pays d'Asie	14,9	6,6	6,3	6,2
Amérique latine	7,6	4,7	4,1	3,7
Afrique	3,4	5,4	5,7	5,5
Moyen-Orient	2,8	5,8	5,4	5,2
Monde	100	5,1	4,6	4,5

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2005.

2. Croatie et Turquie.

3. Communauté des États Indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE, avril 2007.

Le dynamisme des économies asiatiques permettrait ainsi à l'économie mondiale de résister au ralentissement outre-Atlantique. La Chine a enregistré en 2006 sa meilleure performance depuis la crise asiatique, avec 10,7 % de croissance annuelle. Après un début d'année 2007 en fanfare, l'économie chinoise devrait connaître un rééquilibrage progressif de la demande intérieure en faveur de la consommation et une progression moins spectaculaire de l'excédent commercial.

Portée par la perspective des jeux olympiques de Pékin en 2008, la croissance chinoise se maintiendrait autour de 10 % en 2007 et 9,5 % en 2008.

L'ensemble des pays en développement a connu en 2006 des rythmes de croissance record. L'Amérique latine a profité de l'envolée du prix des matières premières, dont elle est exportatrice nette, pour renforcer sa demande intérieure. Un cercle vertueux s'est enclenché puisque les bonnes perspectives de débouchés ont soutenu le taux d'investissement qui s'est sensiblement redressé depuis 2003 (entre 2,5 et 7 points selon les pays). L'Amérique latine enregistre donc une belle performance en 2006 avec une croissance de 4,7 %, comparée à une moyenne de 3 % sur les dix dernières années.

Une dynamique similaire s'est enclenchée en Russie où les revenus pétroliers ont permis l'amélioration de l'excédent commercial et la réduction de la dette publique, passée de 90 % à moins de 10 % du PIB en l'espace de sept ans. Cet afflux de devises a dopé la demande intérieure (consommation et investissement) qui a crû à près de 10 % en moyenne annuelle, entraînant une hausse de 30 % des importations. La croissance, qui a atteint 6,7 % en 2006, devrait rester élevée en 2007 (6,4 %) et ralentir modérément en 2008 (autour de 5,2 %).

Les nouveaux pays membres de l'Union européenne profitent du redémarrage de l'économie allemande et de l'entrée massive d'investissements directs étrangers à la suite de leur adhésion à l'UE. Le risque de dérapage inflationniste s'amenuise, sauf en Hongrie, pays qui souffre de déséquilibres macroéconomiques persistants. Dans leur ensemble, les nouveaux pays membres de l'Union auront connu une croissance record de 6,1 % en 2006. La croissance restera dynamique en 2007 et 2008, progressant à des taux de 5,5 % et 5,1 % respectivement.

Le Japon, enfin, a vu sa croissance révisée à la baisse en 2005 et 2006. Avec une croissance de 2,2 % en 2006, la phase de reprise engagée en 2002 se poursuit, mais elle apparaît moins vigoureuse que lors de notre précédente prévision. Si 2006 a marqué la fin de la déflation au Japon, les effets de bases liés au repli du prix du pétrole ont de nouveau entraîné le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation en territoire négatif en février 2007. Malgré l'assainissement de son secteur financier, le Japon peine à retrouver une croissance durable et soutenue de l'économie asiatique, plombée par une dette publique qui atteint 176 % du PIB en 2006 et une demande intérieure qui reste atone. L'effort de restriction budgétaire se poursuivra en 2007 et 2008, avec une impulsion cumulée négative de près de 1 point de PIB sur ces deux années (tableau 3). La croissance s'établira à 2,3 % en 2007 et 2,5 % en 2008 grâce à la poursuite du cycle d'investissement et au redémarrage de la consommation privée.

... ni celle de la zone euro plus autonome...

L'année 2006 a marqué le renouveau de la croissance dans la zone euro. Engluée dans une phase de croissance lente depuis l'éclatement de la bulle Internet, la zone euro a longtemps fait douter de sa capacité à sortir de ces turbulences dans un environnement international pourtant très porteur. Et c'est au moment où l'économie mondiale a donné des signes d'essoufflement, en particulier l'économie américaine, que la zone euro s'engage dans une nouvelle phase de croissance qui de surcroît, pourrait s'avérer durable.

**TABLEAU 3 : POSITIONS BUDGÉTAIRES AUX ÉTATS-UNIS,
EN EUROPE ET AU JAPON**

Croissance du PIB <i>En %</i>	2005	2006	2007	2008	Moyenne 2005-2008
Zone euro	1,5	2,8	2,6	2,7	2,4
États-Unis	3,2	3,3	2,0	2,5	2,8
Royaume-Uni	1,9	2,8	2,9	2,4	2,5
Japon	1,9	2,2	2,3	2,5	2,2
Solde public <i>En % du PIB</i>					
Zone euro	-2,4	-1,8	-1,2	-0,9	-1,6
États-Unis	-3,7	-2,4	-2,6	-2,5	-2,8
Royaume-Uni	-3,0	-2,7	-2,5	-2,2	-2,6
Japon	-5,2	-4,6	-4,0	-3,6	-4,4
Impulsion budgétaire* <i>En points de PIB</i>					
Zone euro	-0,5	-0,6	0,0	0,1	-0,3
États-Unis	-0,8	-1,1	-0,5	-0,4	-0,7
Royaume-Uni	-0,6	-0,3	-0,1	-0,4	-0,4
Japon	-0,9	-0,4	-0,6	-0,4	-0,6

* Opposée de la variation du solde structurel primaire. Un chiffre positif indique une politique budgétaire expansionniste.

Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2007.

La zone euro a éprouvé les plus grandes difficultés à s'extraire des désordres qui ont marqué le début de la décennie. La politique économique européenne est restée beaucoup plus frileuse qu'outre-Atlantique, où le volontarisme des politiques budgétaires et monétaire a rapidement sorti l'économie américaine de l'ornière. Au contraire, la réaction de la Banque centrale européenne a été timorée et la politique budgétaire est restée contrainte par le Pacte de stabilité et de croissance, condamnant la zone à l'inaction. La dégradation des soldes publics avait conduit les pays de la zone euro à mener des politiques budgétaires peu expansionnistes de 2001 à 2003, voire restrictives comme en témoignent les impulsions franchement négatives de 2004 à 2006.

Paradoxalement, le retard de croissance de la zone euro sur l'économie mondiale peut être vu comme de bon augure pour les deux années à venir. Cette désynchronisation, qui a longtemps tenu la zone à l'écart du dynamisme extérieur, pourra cette fois jouer en sens inverse en préservant le sentier de croissance apparu en 2006, malgré la dégradation de l'environnement international et la force de l'euro. Le rôle prépondérant de la demande intérieure, avec une contribution de 2,5 points aux 2,8 % de croissance enregistrés par le PIB en 2006, conforte par ailleurs l'idée d'une autonomie grandissante de l'expansion européenne. Initiée par l'accélération de l'investissement productif en 2006, la reprise se poursuivra par la mise en place d'un cercle vertueux. En effet, le comportement plus offensif des entreprises en matière de dépenses d'investissement et d'embauche générerait des revenus et favoriserait le recul du chômage ainsi que la baisse du taux d'épargne des ménages.

Le constat, au dernier trimestre 2006, d'un retour du taux d'utilisation des capacités de production au niveau du pic de la fin 2000 fait écho à la situation de l'emploi : il laisse augurer une plus grande sensibilité de l'investissement productif à l'activité dans les trimestres à venir quand, dans le même temps, les conditions de financement resteront favorables.

La dette des entreprises atteint certes un niveau élevé, 65 % du PIB au troisième trimestre 2006 contre un précédent pic à 52 % au premier trimestre 1999, mais elle est assise sur des actifs plus solides et plus aptes à dégager des bénéfices qu'au moment de la bulle. L'augmentation des profits en 2005 et 2006 en témoigne et est favorable à l'orientation des ressources, issues tant de l'autofinancement que de l'endettement, vers les dépenses en capital fixe dont la profitabilité restera attractive grâce au maintien des taux longs à un bas niveau.

La faible remontée des taux longs évitera aux pays de la zone euro dans lesquels la hausse des prix immobiliers a été la plus vive depuis dix ans une trop forte correction du marché comme celle en cours aux États-Unis. Le risque d'une transmission directe de la crise américaine à l'Europe est limité car les marchés immobiliers sont avant tout locaux et impliquent des acteurs majoritairement nationaux. La situation américaine, où le marché est gangrené par l'extension des crédits à risque, n'est donc pas transposable à l'Europe. Même si une correction est probable en France et en Espagne, elle ne saurait se généraliser au reste de la zone. Le marché immobilier allemand, resté complètement à l'écart de l'exubérance de ces dernières années, pourrait profiter d'un courant acheteur pour s'engager dans un mouvement de rattrapage.

Tous les ingrédients pour que le rebond de 2006 n'ait pas été qu'un feu de paille semblent réunis. Les contraintes qui avaient étouffé dans l'œuf les précédentes tentatives de reprise se sont desserrées. Les déficits publics se sont éloignés de la barre fatidique des 3 % du PIB en 2006, et la poursuite de l'assainissement budgétaire en 2007 et 2008 sera compatible avec le retour à une impulsion budgétaire neutre. Il est probable aussi qu'une hausse supplémentaire des taux directeurs de la Banque centrale européenne, prévue au deuxième trimestre 2007, marquera la fin du resserrement entamé en décembre 2005. La politique monétaire cesserait d'être accommodante mais ne prendrait pas un tournant restrictif propre à briser la reprise.

Naturellement, un dérapage de l'inflation remettrait en cause ce scénario monétaire. Mais, ici encore, les inquiétudes passées n'ont pas de raison de ressurgir. La faiblesse de la répercussion de la hausse de la TVA allemande sur l'indice des prix allemands est symptomatique de la faible réactivité des prix en Europe à des chocs *a priori* inflationnistes. Par ailleurs, la progression modérée des prix des matières premières industrielles et du pétrole, attendu à 63 dollars à la fin 2008, préviendront la résurgence de l'inflation.

Principalement fondée sur la dynamique interne, la croissance européenne bénéficiera aussi d'exportations dynamiques, malgré une demande adressée progressant ces deux prochaines années un peu moins vite qu'en 2006. L'appréciation de l'euro pourra être partiellement compensée par la maîtrise des prix à l'exportation de plusieurs pays de la zone, l'abondance des profits permettant aux entreprises de consentir des efforts sur leurs marges sans pénaliser leur capacité d'autofinancement.

La croissance dans la zone euro en 2007 et en 2008 dépassera celle des États-Unis pour la première fois depuis 2001. On peut se réjouir d'une telle inversion car elle témoigne d'un incontestable « mieux » pour la zone, comme les performances de 2006 l'ont montré. Cependant, elle provient aussi d'un fort ralentissement américain. La convergence des performances de croissance sera donc davantage obtenue avec un alignement par le bas des États-Unis sur le régime européen de ces dernières années qu'avec un alignement par le haut de la zone euro sur celui de son partenaire.

Mais, même sans gloire pour la zone, cette redistribution de la croissance est susceptible d'alléger les déséquilibres mondiaux. La meilleure performance relative européenne, qui dopera la demande adressée aux États-Unis, amortira le ralentissement outre-Atlantique et contribuera à la réduction du déficit extérieur américain.

... à condition d'éviter un dérapage du dollar

La conjoncture est donc plutôt favorable à un atterrissage en douceur et à une redistribution géographique de l'activité en 2007. Cependant, la situation n'est pas exempte de risques. L'équilibre de la croissance mondiale repose sur une abondance de liquidités qui permet de financer à bas coût le déficit courant américain. Échaudés par les crises financières de la fin des années 1990, les pays en développement sont contraints de maintenir une épargne élevée afin d'accumuler des réserves de change qui leur permettent de préserver la stabilité de leurs taux de change et de se prémunir contre d'éventuelles attaques spéculatives. L'épargne dégagée par les pays asiatiques et les pays producteurs de pétrole finance la croissance américaine et explique le bas niveau des taux longs. Elle a permis aux États-Unis de financer leur déficit (tableau 4) en évitant une dépréciation significative du dollar.

TABLEAU 4 : SOLDES DU COMPTE COURANT EN POURCENTAGE DU PIB

	1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2007
États-Unis	- 1,1	- 2,6	- 5,0	- 6,8
PECO	- 0,4	- 4,1	- 4,4	- 5,4
Zone euro	- 0,3	0,5	0,4	- 0,2
Amérique latine	- 2,5	- 3,0	- 0,2	1,0
Japon	2,6	2,4	3,1	3,8
Asie rapide	- 0,5	3,0	5,4	4,2
Chine	0,8	2,1	3,5	6,9
Russie	1,3	6,7	9,7	11,5
Moyen-Orient	- 5,3	2,5	9,8	24,1

Source : FMI.

Mais des taux d'intérêt de long terme faibles en phase de reprise économique ne sont pas exempts d'effets pervers. Une situation de surévaluation est apparue sur les marchés immobiliers de nombreux pays et la baisse des prix en cas de remontée brutale des taux d'intérêt pourrait déstabiliser les économies des pays concernés. Le faible coût du financement a encouragé l'endettement des entreprises, en particulier *via* les opérations de LBO (acquisitions d'entreprises avec effets de levier), qui atteint aujourd'hui un niveau très élevé. L'économie mondiale a développé une sensibilité accrue aux mouvements de taux d'intérêt et l'équilibre actuel pourrait s'effondrer comme un château de cartes si l'un des piliers se fissurait.

Or la conduite de la politique monétaire américaine est devenue un exercice périlleux. D'une part le marché immobilier américain se retourne, privant la consommation des ménages du soutien des prêts hypothécaires qui avaient pour collatéral un bien immobilier, et d'autre part les tensions inflationnistes sont toujours présentes. Qu'elles soient géopolitiques (nucléaire iranien) ou financières, les sources de tensions sont multiples. Une nouvelle flambée du pétrole ou bien une faillite d'un fonds

d'investissement important provoquerait à coup sûr une augmentation des taux d'intérêt qui pourrait plonger l'économie américaine en récession. Les conséquences s'enchaîneraient alors comme un parcours de dominos et affecteraient l'économie mondiale. Tout d'abord une croissance plus faible aux États-Unis détériorerait la soutenabilité du déficit courant américain, qui atteignait 6,5 % du PIB en 2006. Le dollar, soutenu jusqu'à présent par des anticipations de croissance robuste de l'économie américaine, pourrait dévisser, se maintenant durablement au-dessus du seuil de 1,35 dollar pour un euro. Ce décrochage du dollar entraînerait un retournement des anticipations des intervenants sur le marché des changes. En particulier, les investisseurs détenant des positions ouvertes en yen sous forme de *carry trade* couperaient leurs positions afin de se prémunir contre les pertes liées à la dépréciation de la monnaie dans laquelle ils ont investi. Cette fuite soudaine et massive de capitaux précipiterait la chute du dollar. Cette chute pourrait être accentuée par une diversification des réserves de change des pays asiatiques, qui ne verraient plus dans le dollar une monnaie de réserve suffisamment solide.

Un tel décrochage du billet vert aurait des conséquences très dommageables pour l'économie mondiale. Pour les États-Unis, elles se limiteraient à un risque d'inflation importée qui pourrait se traduire par de nouvelles hausses de taux, alimentant le mécanisme décrit ci-dessus. Mais pour le reste du monde et l'Europe en particulier, l'appréciation de l'euro accentuerait les pertes de parts de marché à l'exportation. Privée d'un moteur de croissance externe, la reprise en cours dans la zone euro pourrait bien tourner court. D'autant que le vieux continent serait également affecté par la hausse des taux longs, dont les évolutions sont très corrélées aux taux américains. La recrudescence des faillites de ménages ou d'entreprises surendettés engendrerait la hausse des primes de risque et l'on pourrait assister à un *credit crunch* et à une chute des bourses. Il faudrait alors beaucoup plus qu'un simple retournement de tendance sur le marché des changes pour rétablir la situation. De telles corrections plongeraient donc l'économie mondiale dans une crise économique et financière de grande ampleur. Elles représentent la branche catastrophique de l'arbre des possibles de la croissance mondiale.

D'autres ajustements sont envisageables. Ils se feraient sans heurts et ne conduiraient à un rééquilibrage vertueux de l'économie mondiale que si un ensemble de conditions favorables sont réunies.

Premièrement, la rentabilité du capital aux États-Unis doit rester suffisamment élevée pour garantir le maintien d'une croissance dynamique et non artificielle. Le ralentissement conjoncturel actuel fait cependant planer quelques doutes sur la réalisation de cette condition. Ensuite, le rééquilibrage du déficit courant américain passe nécessairement par davantage d'exportations et par une amélioration durable de la compétitivité américaine. Ce point pourrait déjà être acquis. L'ancrage de l'Europe et du Japon sur des trajectoires de croissance soutenue permettra d'alléger le déséquilibre entre les États-Unis et la Chine. Cette troisième condition pourrait être la bonne nouvelle de 2007 et de 2008. Enfin, le redressement de la position extérieure des États-Unis répondra inévitablement à une réduction de la surépargne des pays asiatiques et principalement celle de la Chine. Cela se fera si ces zones fournissent au monde autant de nouveaux consommateurs que de nouveaux producteurs. Ce dernier point reste, pour l'instant, à l'état de vœu ■

FRANCE : ESPOIR DE REPRISE

Perspectives 2007-2008 pour l'économie française

Le bilan économique de la France en 2006 est ambivalent. Celui-ci est encourageant sur le front de l'activité qui retrouve pour la première fois depuis 2000 un sentier de croissance, en glissement annuel, supérieur à son rythme potentiel. Au cours de cette année, le chômage a baissé principalement grâce à des créations d'emplois dans le secteur privé, et le déficit public est passé en dessous des 3 % du PIB. Mais, à l'instar de 2005, l'année 2006 a également été décevante : la France a moins profité que ses partenaires européens de la croissance mondiale et a enregistré un taux de croissance inférieur à la moyenne de la zone euro ; par ailleurs, du côté de l'action économique, de nombreuses décisions ont été différées après les élections présidentielles, ou prises isolément sans coordination au niveau européen.

TABLEAU I : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB

Moyenne annuelle	2005	2006	2007	2008
Taux de croissance du PIB	1,2	2,1	2,3	2,9
Dépenses des ménages	1,4	1,7	1,7	1,7
Investissements et stocks des entreprises	0,4	0,2	0,4	0,6
Dépenses des administrations	0,3	0,5	0,6	0,4
Total de la demande intérieure	2,2	2,3	2,8	2,9
Solde extérieur	-0,9	-0,4	-0,4	0,0
Taux de croissance du PIB (zone euro)	1,5	2,8	2,6	2,7

Sources : INSEE, comptes trimestriels; OFCE, prévision e-mod.fr 2007 et 2008.

Des performances en demi-teinte depuis 2005...

Après une année 2005 particulièrement médiocre (1,2 % en moyenne annuelle), l'économie française retrouve en 2006 un rythme de croissance supérieur à 2 %. Le rebond inscrit dans les enquêtes de conjoncture, et attendu au cours du second semestre 2005, a finalement eu lieu au cours du premier semestre 2006 : profitant de la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, les carnets de commandes étrangers se sont remplis puis, favorisée par le bas niveau des taux d'intérêt et renforcée par la bonne situation financière des entreprises, une spirale vertueuse d'augmentation des investissements productifs et des créations d'emplois s'est enclenchée, relativisant le discours dominant d'une France déclinante. Les pertes de parts de marché de l'économie française enregistrées depuis quatre ans, classées par la grande majorité des économistes comme structurelles, se sont finalement interrompues en 2006. La baisse du taux d'épargne des ménages a continué de soutenir la consommation et le risque d'un krach immobilier reste faible. Malgré la hausse du prix du pétrole, qui a franchi le seuil des 70 dollars le baril au cours du deuxième trimestre 2006, et la politique budgétaire restrictive — rognant à elle seule 0,8 point l'activité —, le PIB français a connu un rythme de croissance supérieur à 2 % en 2006, performance inédite depuis 2000. Il a permis au déficit public de passer en dessous de 3 % du PIB (2,5 %), à la dette publique de baisser de 2,7 points (63,9 % du PIB) et au taux de

chômage de prolonger sa décrue en s'installant aux alentours de 9 %, niveau jamais atteint depuis la fin de l'année 2000. Et comme en 2000, le franchissement de ce seuil sans tension inflationniste remet à l'ordre du jour la question du retour au plein emploi. Le parallèle avec les reprises de 1987 et de 1997 est couramment proposé, envisageant une fin « traditionnelle » de décennie, à savoir trois années de croissance forte après sept ans de croissance molle.

... inférieures à celles de nos partenaires

La période récente (2005-2006) se caractérise également par des performances françaises inférieures, pour la première fois depuis la mise en place de la monnaie unique, à celles enregistrées dans le reste de la zone euro.

Entre 1997 et 2004, la France a connu des performances économiques supérieures à celles de ses partenaires européens et tout particulièrement à l'Allemagne et l'Italie. Au cours de la période 1997-2002, stimulée par un marché du travail dynamique et une baisse du taux d'épargne, l'économie française a enregistré un surplus annuel de croissance de 0,3 point par rapport au reste de la zone euro et de plus d'un point par rapport à ses deux principaux partenaires. La reprise, suite à l'éclatement de la bulle Internet des années 2002-2004, confirme ce schéma : certes molle en France (1,4 % en moyenne annuelle), celle-ci est toujours supérieure à celle observée ailleurs dans la zone. Ce supplément de croissance s'explique en grande partie par une politique budgétaire plus expansionniste dans l'Hexagone qu'en moyenne dans les autres pays européens. Depuis 2005, cette logique s'inverse. Les politiques budgétaires sont, en moyenne, moins restrictives en zone euro qu'en France, freinant alors davantage les performances de cette dernière : la reprise engagée dès 2005 dans la plupart des économies européennes (1,9 %) a été retardée et d'une ampleur moindre pour l'économie française (1,6 %), permettant à la zone euro de combler son retard de croissance accumulé depuis 2002 avec l'Hexagone.

En 2007, malgré des décisions prises en 2006, ...

À l'exception des baisses d'impôts votées en 2006, le redémarrage de l'activité entrevu ces derniers trimestres devrait être tempéré en ce début d'année 2007 par certaines décisions prises l'année dernière. Ainsi, 2006 est marquée par un changement de comportement des autorités monétaires européennes : après trente mois de *statu quo*, la Banque centrale européenne (BCE) a augmenté à cinq reprises son taux directeur au cours de l'année. Compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire à l'activité, les effets restrictifs se feront sentir en 2007. Par ailleurs, le relâchement de certaines contraintes extérieures observé en 2006 ne devrait pas se poursuivre en 2007 où de nouvelles contraintes vont apparaître. Parmi celles-ci, citons le ralentissement de l'économie américaine ou encore la mise en place de la TVA sociale en Allemagne qui renforcera la politique de désinflation compétitive menée outre-Rhin depuis le début des années 2000.

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

	Niveau (Mds € 2000) 2005	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
		2007				2008				2006	2007	2008
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 551	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	2,1	2,3	2,9
Importations	475	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	7,1	4,6	6,5
Consommation des ménages	881	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	2,7	2,8	2,8
Consommation des administrations	359	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,6	1,9	1,4
FBCF totale, dont :	307	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,9	1,0	1,0	4,0	4,9	3,8
- Entreprises	169	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	4,6	5,1	4,7
- Ménages	77	0,7	0,7	0,6	0,8	0,4	0,4	0,5	0,5	2,5	2,1	2,1
- Administrations	51	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	2,9	3,3	2,8
Exportations	452	0,7	1,3	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	6,2	3,4	7,0
Variations de stocks (contribution)	5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0
Demande intérieure hors stocks	1 568	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	2,6	2,8	2,7

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du premier trimestre 2007.

TABLEAU 3 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS

	Évolutions trimestrielles								2006	2007	2008
	2007				2008						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	47	57	65	68	87	98	102	102	236	238	335
Nombre de chômeurs ¹ (en milliers)	-25	-29	-37	-41	-59	-66	-70	-70	-234	-177	-217
Taux de chômage ¹ (en %)	8,5	8,4	8,3	8,1	7,9	7,6	7,4	7,1	9,0	8,3	7,5
Déflateur de la consommation (en %)	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	1,2	0,8	1,6
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,9	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	3,2	2,8	3,3
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,9	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	3,2	2,8	3,3
<i>Ménages</i>											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	1,0	0,7	0,8	0,5	0,1	1,0	1,0	0,7	2,8	3,2	2,5
Taux d'épargne (en %)	15,3	15,2	15,3	15,0	14,8	15,0	15,2	15,1	15,1	15,2	15,0
Taux d'épargne financière (en %)	4,7	4,6	4,7	4,6	4,1	4,4	4,7	4,7	4,7	4,7	4,5
<i>Entreprises</i>											
Taux de marge (en %)	30,4	30,4	30,2	30,2	30,2	30,1	30,0	29,9	29,9	30,3	30,1
Taux d'investissement (en %)	19,2	19,3	19,3	19,3	19,4	19,5	19,5	19,6	18,8	19,3	19,5
Taux d'autofinancement ² (en %)	62,2	64,1	65,0	66,1	68,9	67,4	67,1	64,1	60,9	64,4	66,9
<i>Administrations</i>											
Capacité de financement/PIB (en %)									-2,5	-2,6	-2,2
Taux de prélèvements obligatoires (en %)									44,4	44,1	44,0
<i>Taux d'intérêt</i>											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	3,8	3,9	4,1	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	3,8	4,0	4,3
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	3,8	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	3,1	4,0	4,1

1. Au sens du BIT.

2. Épargne brute/FBCF.

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

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	9,6	7,1	7,3
Prix des concurrents en devises (en %)	0,6	0,6	0,8	0,8	1,0	0,6	0,7	0,7	-0,3	1,8	3,2
Prix du pétrole en dollars	57,8	60,0	60,0	60,0	61,0	62,0	63,0	63,0	65,1	59,3	62,3
Prix des importations en euros (en %)	-0,4	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	2,8	0,6	1,9
Prix des exportations en euros (en %)	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	1,3	1,4	1,4
Solde des biens et services (Mds d'euros)	-7,3	-8,2	-8,6	-8,7	-8,7	-8,9	-8,9	-9,1	-29,3	-32,9	-35,6

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du premier trimestre 2007.

Cette politique non coopérative sera d'ailleurs la principale contrainte qui pèsera sur la croissance hexagonale en 2007. En augmentant la taxation des biens importés et en améliorant la compétitivité-coûts des entreprises allemandes, cette politique s'apparente à une dévaluation réelle qui pèsera sur l'ensemble des économies européennes en général. Elle vise au renforcement des gains de parts de marché de l'Allemagne au détriment des autres grands pays européens et notamment de la France. Cela se traduira par une croissance de l'activité française de 0,6 % de croissance au 1^{er} et 2^e trimestre 2007.

... l'activité accélèrera ...

L'activité bénéficiera en 2007 à la fois d'un contexte européen toujours porteur et d'une politique budgétaire qui cessera d'être restrictive. Ainsi, après trois années d'impulsions budgétaires négatives liées à une hausse significative des prélèvements obligatoires (PO), passant de 42,9 % du PIB en 2003 à 44,4 % en 2006, l'année 2007 connaîtrait une pause dans la baisse du déficit structurel. L'impulsion budgétaire serait même légèrement positive (0,1 point de PIB) sous l'effet d'une baisse de 0,3 point de PIB des PO qui ne serait compensée qu'en partie par l'ajustement sur les dépenses publiques (1,8 % en volume en 2007). Dans ces conditions, après trois années de baisses consécutives, le déficit public cesserait de diminuer en 2007, pour s'établir à 2,6 % du PIB.

Le fort dynamisme de la demande intérieure en France observé ces dernières années est soutenu principalement par la bonne tenue de la dépense des ménages. Cette dernière s'étant exprimée dans un climat peu porteur, les ménages ont réduit leur épargne et ont eu recours à l'emprunt. Cette évolution a été favorisée par le bas niveau des taux d'intérêt et portée par le dynamisme du marché de l'immobilier. La forte baisse du taux d'épargne observée depuis 2003 devrait faire place à une légère augmentation en 2007 sous l'effet de la réforme fiscale et de la hausse des taux d'intérêt. En revanche, l'amélioration du marché du travail et la réforme fiscale soutiendront la dépense des ménages. Sous ces hypothèses, la croissance de la consommation atteindrait 2,8 % en 2007 après 2,7 % en 2006.

De son côté, le taux de croissance de l'investissement productif s'accélérait en 2007 (4,2 %) et 2008 (4,7 %) en raison de bas taux d'intérêt réels, d'une profitabilité élevée des entreprises, de l'apparition de tensions sur les capacités de production et de l'accélération de la croissance. La dynamique de l'investissement resterait cependant encore loin de la croissance de la fin des années 1990 (8,5 % par an en moyenne entre 1998 et 2000).

... refermant l'écart de production en 2008

En 2008, nous faisons l'hypothèse que le nouveau gouvernement fera le pari de la croissance et non celui de la réduction drastique du déficit et de la dette. Nous supposons que le programme pluriannuel des finances publiques présenté à Bruxelles par le gouvernement à la fin 2006 (qui prévoit un retour à l'équilibre des comptes publics et une baisse de la dette publique en dessous des 60 % du PIB en 2010) ne sera pas respecté. Pour

atteindre cet objectif, le programme prévoit un très fort ralentissement des dépenses publiques en 2008 (0,6 % en volume), correspondant à une impulsion budgétaire négative de 0,8 point de PIB. Compte tenu de l'impact du vieillissement sur les dépenses de protection sociale et du dépassement systématique des objectifs affichés en matière de dépenses publiques, nous retenons une hypothèse moins restrictive de progression de la dépense publique (1,8 %), qui ne remet en cause ni la dynamique de croissance ni la baisse de la dette.

Par ailleurs, la phase de resserrement monétaire de la BCE devrait prendre fin en 2008. La spirale vertueuse d'augmentation des investissements productifs, des créations d'emplois et des salaires engagée fin 2006 s'amplifierait, aidée par la levée quasi-totale des contraintes qui avaient pesé fortement sur l'économie française depuis 2004. Comme en 2007, la baisse du chômage incitera les ménages à diminuer leur épargne de précaution en 2008. Au total, le taux d'épargne diminuerait de 0,2 point. La consommation restera le principal moteur de la croissance avec une progression de 2,8 %.

En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître de 2,9 % en 2008 après 2,3 % en 2007, performances proches de ses principaux partenaires. Le déficit public resterait en dessous de 3 % du PIB en 2008 et atteindrait son niveau le plus bas depuis 2001 (2,2 %) alors que la dette s'élèverait à 62,8 % du PIB après 63,2 % en 2007.

En s'installant au-dessus de 2 %, la croissance devrait permettre au chômage de continuer sa décrue. Compte tenu de la progression modérée de la population active, le taux de chômage connaîtrait une baisse prononcée en 2008 (1 point) qui proviendrait pour l'essentiel des créations d'emplois marchands. Le taux de chômage s'établirait à 7,1 % de la population active fin 2008, contre 8,1 % fin 2007 et 8,6 % fin 2006. Le recalage du taux de chômage, reporté à l'automne par l'INSEE, pourrait conduire à une révision à la hausse de 0,8 point.

Les risques

Des risques existent qui pourraient conduire à une remise en cause de notre scénario à l'horizon 2008. Ils sont, pour l'essentiel, relatifs à l'environnement international : crise pétrolière majeure, ralentissement marqué de la croissance américaine, puis transmission à l'ensemble des économies européennes, chute prolongée du dollar, reprise avortée outre-Rhin, etc. La croissance en 2008 serait amputée de près d'1/2 point si le prix du pétrole remontait à 80 dollars le baril et si l'euro s'établissait à 1,5 dollar.

Un scénario de dynamique interne plus noir est également envisageable. Nous avons tenté de mesurer l'impact sur l'économie française d'un respect du programme pluriannuel des finances publiques. Ce dernier prévoit un contrôle strict des dépenses publiques qui ne progresseraient que de 0,6 % en 2008 contre plus de 2,3 % au cours des cinq dernières années. Le respect de cet engagement amputerait la croissance de 0,6 point par rapport à notre scénario central, empêchant la production de combler son retard accumulé depuis 2001 et ne permettant qu'une baisse d'1/2 point du taux de chômage ■