

# UN MONDE PRESQUE PARFAIT

## Perspectives 2004-2005 pour l'économie mondiale \*

*En 2003, la croissance mondiale est repartie après un accroc au premier semestre. Tirée par le bloc anglo-saxon, la croissance s'est généralisée à l'Asie, l'Amérique latine et l'Europe de l'Est. Elle continuerait d'être soutenue, supérieure à 4 % en moyenne annuelle en 2004 et 2005. Les États-Unis entreraient dans une phase de croissance qui permettrait la résorption des déséquilibres (déficits public et courant, endettement des ménages). La croissance ralentirait de 4,5 % en 2004 à 3,4 % en 2005.*

*La dépréciation du dollar observée depuis 2002 devrait en effet permettre le redressement du solde extérieur américain, tandis que les interventions des banques asiatiques en faveur du dollar permettraient de contrôler cette dépréciation et favoriseraient la croissance de la zone Pacifique en maintenant la compétitivité de cette dernière.*

*En revanche, la zone euro resterait à la traîne de la reprise mondiale avec une croissance de 1,4 et 2,1 % en 2004 et 2005. Elle pâtirait des effets de l'appréciation passée de l'euro (– 1 point de croissance en 2004), des ajustements restant à faire sur le marché du travail et d'un policy mix restrictif imposé par les contraintes du Pacte de stabilité et de croissance, alors que la situation économique — un creux comparable à ceux du début des années 1980 et 1990 — nécessiterait une politique expansionniste.*

\* 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 30 mars 2004.

**A**vec une croissance du PIB de 3,8 % en 2003, l'économie mondiale s'est engagée dans la reprise pressentie lors de notre prévision d'automne. La croissance s'est affirmée au second semestre 2003, tirée par le bloc anglo-saxon, et plus particulièrement par les États-Unis qui ont enregistré une croissance de 6 % en rythme annualisé dans la seconde moitié de 2003. L'Asie n'est pas demeurée en reste, et si la croissance en Corée du Sud est restée un peu en retrait des prévisions, la Chine a fait nettement mieux qu'escompté en 2003. Le Japon a enfin renoué avec la croissance. L'Amérique latine dans son ensemble a retrouvé une croissance modeste mais positive, indiscutable amélioration après la récession de 2002.

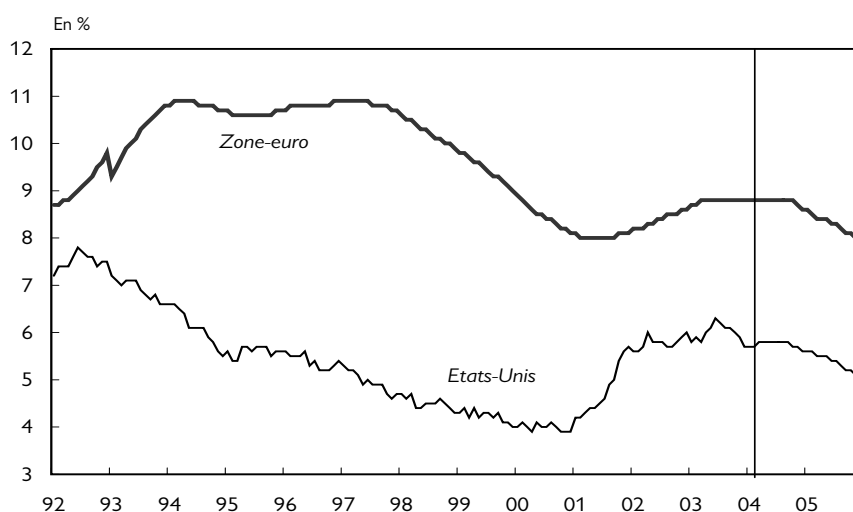
Amorcé en 2001, le ralentissement de l'économie mondiale a été sévère. L'écart de production au potentiel (tel que le définit l'OCDE par exemple, graphique 1) s'est creusé aux États-Unis et en Europe avec une ampleur comparable aux épisodes précédents de ralentissement ou de récession (début des années 1990 ou des années 1980). Le taux de chômage est remonté, dès le début de l'année 2001 aux États-Unis et une année après en Europe (graphique 2). Cependant, qu'il s'exprime par une fluctuation autour d'un chômage d'« équilibre » aux États-Unis ou par l'interruption du retour au plein emploi dans la zone euro, l'impact du ralentissement a été fort.

1. Écart du PIB au potentiel



Sources : OCDE, Eurostat, BEA, calculs et prévisions OFCE.

## 2. Taux de chômage dans la zone euro et aux États-Unis



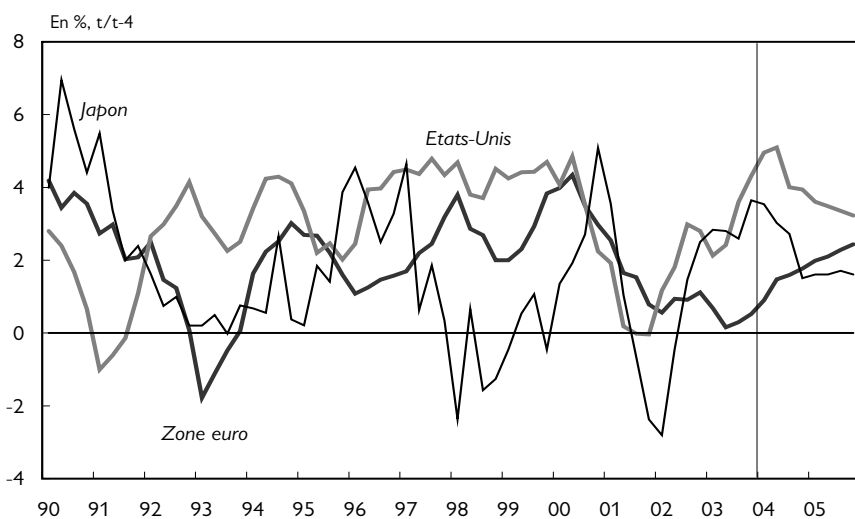
Sources : Eurostat, BLS, prévisions OFCE.

Dans la zone euro, la croissance est redevenue positive au second semestre 2003, après un premier semestre d'atonie de l'activité. Avec un rythme d'expansion de seulement 1,2 % dans la seconde moitié de 2003, elle est restée en retrait de la reprise anglo-saxonne. Peinant à profiter de l'accélération du commerce mondial à cause de l'appréciation de l'euro, et sans dynamisme interne, la zone euro ne parvient pas à combler le retard de production accumulé depuis 2001. Le différentiel de croissance avec les États-Unis s'installe et l'hypothèse d'un simple « retard à l'allumage » européen est de moins en moins vraisemblable (graphique 3).

Les politiques budgétaire et monétaire ont été très différentes entre les deux grandes zones et ces différences expliquent le fossé qui continue de se creuser. Depuis 2001, les politiques budgétaire et monétaire américaine ont fait feu de tout bois pour amortir le ralentissement et relancer la croissance, au prix de déséquilibres croissants mais encore sous contrôle. En Europe, les gouvernements et les institutions ont insuffisamment réagi et, depuis 2001, maintiennent un *policy mix* neutre, malgré des diversités nationales qui illustrent le manque de stratégie commune et qui accentuent l'absence de cohésion.

La crainte des déséquilibres, dont le premier est celui des finances publiques, est le spectre que les européens évoquent pour justifier leur choix de politique économique. Que penser alors des déséquilibres accumulés dans l'économie américaine, un déficit public désormais supérieur à celui de la zone euro (en 2003, 4,8 % du PIB aux États-Unis contre 2,7 % pour la zone euro) et un déficit courant de presque 5 points de PIB, alors que la zone euro est en excédent de 0,4 point de PIB ?

3. Croissance du PIB



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE.

La sanction devrait être immédiate et brutale : décrochage violent et profond du dollar par rapport à toutes les monnaies, resserrement monétaire pour éviter la fuite des capitaux, nécessité de réduire le déficit public par une politique drastique, hausse des taux longs avec une prime de risque sur les titres publics américains. En bref, toutes proportions gardées, ce serait ce qu'ont connu le Brésil ou l'Argentine.

L'économie américaine est trop importante et le dollar trop utilisé de par le monde pour qu'on laisse opérer la sanction des marchés financiers. L'Asie, et au premier chef le Japon, ne peut se permettre un changement brutal de la situation. Les banques centrales continuent donc à financer l'économie américaine et autorisent ainsi, sous la contrainte ou volontairement, les politiques de soutien à la croissance américaine — et ce faisant, la croissance mondiale.

Il faudra sortir un jour de ce jeu dangereux, si possible rapidement. Le retour à une croissance américaine plus soutenable, la sortie de la déflation au Japon et l'application plus stricte des règles de la concurrence et de la finance à la Chine en sont quelques clefs. C'est ce scénario de retour progressif à la normale d'un monde presque parfait que nous retenons pour nos perspectives mondiales à l'horizon 2005.

Au-delà de l'instabilité engendrée par ces déséquilibres, une ombre entache le tableau : la zone euro pâtit à la fois de la faiblesse des monnaies asiatiques et de l'appréciation de l'euro. Celle-ci découle d'un ajustement contrôlé du dollar. Elle pèse sur la croissance européenne (près de 0,7 point de croissance en 2003), permet aux producteurs américains de gagner des parts de marché sur leurs concurrents

européens et participe à l'amélioration (relative) du déficit commercial américain. Une politique expansionniste en Europe, assise sur un déséquilibre plus important des finances publiques, aurait induit plus de demande intérieure, donc plus d'importations en provenance des États-Unis et un déficit courant américain réduit ; les ajustements par le change auraient été moins importants.

## Une croissance mondiale largement diffusée

Sous l'effet de la guerre en Irak au premier trimestre 2003, puis de l'épidémie de SRAS au deuxième, le commerce mondial avait pratiquement stagné dans la première moitié de 2003. La reprise est intervenue au second semestre, sous l'influence principalement de la zone Asie, alors qu'aux États-Unis les importations sont restées relativement sages et qu'en Europe elles étaient freinées par la faiblesse des demandes intérieures. La Chine aura été le moteur du commerce mondial en 2003. Les importations chinoises de marchandises ont crû de 40 % sur un an au quatrième trimestre 2003, les exportations de 31 %, progressions qui n'avaient plus été enregistrées depuis environ dix ans. Certes, le commerce extérieur de la Chine ne représente encore qu'environ 5 % du commerce mondial, trois fois moins que les États-Unis, mais elle en constitue depuis plusieurs années le pôle le plus dynamique. Le Japon, le reste de l'Asie en développement, l'Amérique latine ont aussi largement contribué à la reprise du commerce mondial, qui devrait se poursuivre en 2004 et en 2005 à un rythme annuel d'environ 8 %.

### Asie : retour japonais, envolée chinoise

Toujours en déflation, l'économie japonaise a renoué avec la croissance en 2003 (tableau 1). La croissance réelle du PIB y est redevenue positive, 2,7 %, grâce à une forte croissance des exportations, mais surtout un redressement spectaculaire de l'investissement productif privé, qui après un effondrement de 7 % en 2002, a rebondi de près de 10 % en 2003. La consommation privée a légèrement accéléré, 1,1 %, sous l'effet de la décre du chômage et ce, malgré le développement du travail à temps partiel, qui rend plus incertaines les perspectives de revenu et d'emploi des ménages.

En 2004 et 2005, la croissance au Japon se poursuivrait, respectivement 2,6 % et 1,6 %, tirée par les exportations, en particulier vers la Chine et les États-Unis où la croissance prévue reste forte. La demande intérieure privée accélérerait en 2004, grâce à la consommation des ménages, 1,8 %. L'investissement productif, après le rattrapage de 2003, ne ferait qu'accompagner la croissance des débouchés, les entreprises n'étant pas contraintes financièrement du fait de la restauration des profits.

1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

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

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2001.

2. Les chiffres sont légèrement différents de ceux publiés par Eurostat en raison de la différence de méthode d'agrégation (pondération à partir des comptes en écus 1995).

3. Y compris Turquie.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE.

Du côté de l'Asie hors Japon, tous les pays, hormis la Corée et Singapour, ont enregistré une accélération de leur croissance entre 2002 et 2003, en dépit de l'épidémie de SRAS. La tendance haussière des taux de change de la zone par rapport au dollar n'a pas entamé l'avantage de compétitivité, ni freiné le dynamisme de leurs exportations. Ainsi le PIB chinois a-t-il crû de plus de 9 % en 2003, porté par le commerce extérieur mais aussi par une demande intérieure solide assise sur une politique budgétaire expansionniste et des taux d'intérêt bas. Les perspectives sont bien orientées pour 2004 et 2005, le taux de croissance global de la zone restant voisin de celui enregistré en 2003, environ 7 %.

### Croissance inégalement répartie en Amérique latine

Malgré une piètre performance au Brésil, qui a enregistré un recul de son PIB de 0,3 %, l'Amérique latine a repris le chemin de la croissance en 2003, 1,8 % dans l'ensemble du sous-continent, après la récession de 2002 liée à la crise de l'économie argentine. Des politiques économiques drastiques ont permis un meilleur contrôle des finances publiques et la résorption des tensions inflationnistes engendrées par la crise des changes en 2002.

L'expansion devrait se poursuivre en 2004 et en 2005 dans l'ensemble de la zone, respectivement 3,8 % et 3 %, sans qu'aucun pays cette fois ne fasse exception. Le Brésil notamment, qui manquait à l'appel en 2003, profitera d'une politique monétaire plus stimulante, malgré une politique budgétaire encore restrictive, et surtout, les conditions d'emprunt sur le marché international seront particulièrement favorables. La région devrait bénéficier du retour de la confiance des investisseurs étrangers, rassurés par la stabilisation des économies, une meilleure position compétitive et un environnement international plus porteur (reprise de la demande mondiale, hausse du prix des matières premières).

### Croissance à l'Est

Les économies d'Europe centrale et orientale ont bénéficié des effets de la dépréciation de certaines de leurs monnaies face à l'euro entamée depuis la fin 2002 et, au second semestre 2003, de l'amélioration conjoncturelle de l'Union européenne, après un an et demi de ralentissement. Dans l'ensemble des pays composant l'ex-bloc de l'Est, la croissance a accéléré, de 4,1 % en 2002 à 6,2 % en 2003. Le redressement prévu en Europe de l'Ouest, conjugué à la croissance des parts de marché des Peco, continuera à profiter aux exportations en 2004 et en 2005. La consommation, qui avait stimulé la demande interne en 2003 pourrait ralentir, mais l'investissement accélérerait, bénéficiant à la fois de bonnes conditions monétaires, de la croissance des débouchés, de la baisse des déficits publics et de l'élargissement de l'Union européenne.

Au total, la croissance dans l'ensemble des pays de l'Est resterait voisine de 5 % en 2004 et en 2005.

En Russie, la croissance a été forte en 2003, grâce à la hausse du prix des matières premières et à la forte impulsion budgétaire liée à la période pré-électorale. La vigueur de l'économie russe ne se démentira pas en 2004 et en 2005, la hausse du PIB restant supérieure à 5 % grâce à une politique budgétaire qui restera expansionniste, l'effet des baisses d'impôts surpassant l'effet restrictif du ralentissement des dépenses publiques après les élections. Le problème principal est celui de l'appréciation du rouble, la Banque centrale devant concilier des objectifs contradictoires : lutter contre une inflation encore à deux chiffres, tout en évitant la hausse de la devise. Néanmoins, la diversification des sources de la croissance économique rend l'économie russe progressivement moins tributaire de l'étranger.

### États-Unis : une sortie de récession qui s'est normalisée

L'année 2003 a été celle de l'accélération de la reprise aux États-Unis (tableau 2). La croissance au second semestre, notamment celle du troisième trimestre, a pu surprendre par sa vigueur, mais la sortie de récession à la fin 2001 s'était déroulée sur un rythme inhabituellement lent : la politique économique très expansionniste ayant limité l'ampleur de la récession en 2001, l'assainissement lié à cette phase conjoncturelle n'avait pu aller complètement à son terme, ce qui en retour a freiné la reprise. La forte croissance du second semestre 2003 a en quelque sorte permis de retrouver le rythme trimestriel moyen de croissance caractéristique d'une telle phase du cycle d'activité, tandis que les impulsions de politique économique sont restées très positives.

La forte progression du PIB au troisième trimestre 2003 a résulté d'une croissance soutenue de l'ensemble de ses composantes, tandis que les importations stagnaient. Un tel rythme d'expansion n'était probablement pas soutenable, et, au quatrième trimestre, la consommation et l'investissement ont ralenti, tandis que le rebond des importations amputait la contribution toujours très positive des exportations.

En 2004, la croissance accélérerait encore en moyenne annuelle, 4,5 %, mais ralentirait légèrement en glissement annuel, 3,8 %, marquant le passage d'un régime de sortie de récession à celui d'une phase de croissance de l'économie. La décélération se poursuivrait en 2005 ; toutefois, les taux de croissance, tant en moyenne qu'en glissement, resteraient supérieurs à 3 %. Ce scénario repose sur la poursuite de la dynamique autonome de la demande intérieure, qui cependant n'accélérerait pas davantage, et sur un redressement de la contribution du commerce extérieur.



## 2. Contributions à la croissance

En point de croissance

	PIB			Consommation privée			Consommation publique			Formation brute de capital <sup>3</sup>			Commerce extérieur			
	S1 <sup>2</sup>	S2 <sup>2</sup>	A <sup>2</sup>	S1	S2	A	S1	S2	A	S1	S2	A	S1	S2	A	
Allemagne	2002	0,2	0,2	0,2	-0,7	0,2	-0,6	0,2	0,1	0,3	-0,5	-0,2	-1,3	1,2	0,2	1,7
	2003	-0,3	0,2	-0,1	0,0	-0,4	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,4	0,2	-0,9	0,8	-0,4
France	2002	0,9	0,4	1,2	0,3	0,5	0,8	0,5	0,4	0,9	-0,1	-0,4	-0,6	0,2	0,0	0,1
	2003	-0,3	0,5	0,2	0,5	0,3	0,9	0,2	0,3	0,6	-0,2	-0,1	-0,4	-0,8	-0,1	-0,9
Italie	2002	0,1	0,6	0,4	0,1	0,6	0,3	0,2	0,1	0,3	0,7	-0,1	0,7	-0,8	-0,1	-0,9
	2003	-0,1	0,4	0,4	0,4	0,1	0,8	0,3	0,1	0,4	0,2	0,1	0,2	-0,9	0,0	-0,9
Espagne	2002	0,8	1,1	2,0	1,1	0,6	1,6	0,4	0,4	0,8	-0,2	1,2	0,3	-0,5	-1,1	-0,6
	2003	1,1	1,4	2,4	1,1	0,7	1,8	0,4	0,4	0,8	-0,3	1,0	0,6	0,0	-0,8	-1,0
Zone euro	2002	0,6	0,5	0,9	-0,2	0,3	0,0	0,3	0,2	0,6	0,0	0,0	-0,3	0,4	-0,1	0,6
	2003	-0,1	0,5	0,4	0,3	0,1	0,5	0,2	0,2	0,4	0,1	-0,1	0,1	-0,6	0,2	-0,6
Etats-Unis <sup>1</sup>	2002	1,6	1,2	2,2	1,5	0,8	2,4	0,5	0,4	0,7	0,1	0,5	-0,2	-0,4	-0,4	-0,7
	2003	1,0	2,9	3,1	0,9	1,8	2,2	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,9	0,6	-0,2	0,0	-0,4
Japon	2002	-0,2	1,6	-0,3	0,2	0,5	0,5	0,2	0,1	0,4	-1,3	0,7	-1,9	0,7	0,2	0,7
	2003	1,0	1,8	2,7	0,0	0,6	0,6	0,1	0,1	0,2	0,5	0,8	1,3	0,4	0,5	0,7
Royaume-Uni	2002	0,7	1,3	1,7	0,9	1,0	2,2	0,3	0,0	0,5	0,1	0,9	0,3	-0,6	-0,7	-1,3
	2003	0,9	1,6	2,3	0,7	1,5	2,0	0,3	0,2	0,4	-0,2	0,3	0,4	0,1	-0,4	-0,4

1. 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.

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

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

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévisions OFCE.

## Royaume-Uni, la voie médiane

L'économie britannique a suivi une voie médiane entre la forte reprise américaine et la reprise européenne à pas comptés. La croissance du PIB a accéléré à partir du deuxième trimestre 2003, pour atteindre 2,8 % sur un an au quatrième trimestre. L'industrie manufacturière est sortie de la récession dans laquelle elle était entrée au début de 2001. La consommation des ménages est restée dynamique en 2003, sous l'influence de la baisse du chômage et de la progression des salaires nominaux, alors que l'investissement privé n'a pas encore entamé son redressement, attendu pour cette année. La consommation resterait dynamique au premier semestre 2004, puis ralentirait du fait d'un moindre endettement des ménages, résultat de la hausse des taux de la Banque d'Angleterre. Le PIB britannique croîtrait de 3,1 % en 2004 et de 2,6 % en 2005.

## Zone euro à la traîne

En ayant atteint seulement 0,4 %, la croissance de la zone euro a été, en 2003, la plus faible depuis la récession de 1993. Cette situation contraste avec celle prévalant dans le reste du monde, où, à des degrés divers, la croissance s'est généralisée. La reprise de la croissance au second semestre 2003 a surtout été le fait des échanges extérieurs, alors que la hausse de la demande intérieure est restée à 0,3 %. Mais l'impact de l'embellie économique des autres régions du monde a été étouffé par un choc persistant sur les taux de change et une politique économique inadaptée.

La faiblesse de la consommation privée, dont la croissance sur un an atteignait péniblement 0,5 % au quatrième trimestre 2003 a fortement contribué à l'absence de reprise de la demande intérieure. Tous les pays ne sont toutefois pas logés à la même enseigne et le fait marquant de l'année 2003 est la grande dispersion des taux de croissance de la consommation à l'intérieur de la zone (négatifs au Pays-Bas et en Allemagne, soutenus en France et en Espagne).

La faible progression des débouchés internes et externes a bridé à peu près partout les dépenses d'investissement, qui ont encore reculé en moyenne annuelle en 2003, malgré l'amélioration de la rentabilité.

Les perspectives pour 2004 et 2005 décrivent une reprise au ralenti (encadré 1). La zone euro cumulera en effet plusieurs handicaps : la hausse de l'euro, un *policy mix* toujours inadapté et la digestion, toujours en cours, des excès de la bulle technologique. L'Allemagne retirerait les fruits de ses efforts passés pour modérer les coûts salariaux : la demande interne resterait en retrait, mais la contribution extérieure serait très positive. En France, la dynamique intérieure soutiendrait encore l'économie. L'Italie pâtirait des déséquilibres accumulés : la contribution extérieure serait négative et le taux d'investissement se redresserait peu. Le rattrapage espagnol s'essoufflerait, du fait d'une contribution extérieure négative et du poids de l'endettement des ménages sur leurs dépenses.

### 1. Impact de l'évolution des jours ouvrables en 2004 sur la croissance dans la zone euro

L'année 2004 sera caractérisée dans la plupart des pays de la zone euro par un nombre élevé de jours ouvrés (tableau). 2004 est en effet une année bissextile, et Noël et le 1<sup>er</sup> mai tomberont un samedi. À cela se rajoute le fait que dans plusieurs pays, un nombre inhabituellement élevé d'autres jours fériés tomberont un samedi ou un dimanche. C'est notamment le cas de l'Allemagne, où quatre jours fériés nationaux ou régionaux tomberont un samedi, et deux un dimanche.

L'impact sur les variables macro-économiques est assez délicat à chiffrer. Dans la plupart des cas, les revenus versés aux ménages sont déterminés sur une base forfaitaire mensuelle qui ne dépend pas du nombre de jours ouvrables. Par ailleurs, les entreprises réagissent en général en lissant leur production, si bien qu'une bonne part des variations du nombre de jours ouvrés est absorbée par les heures supplémentaires et les variations de stocks. L'impact sur le PIB est donc inférieur à la variation du nombre de jours ouvrés. Pour la France, l'INSEE estime un supplément de croissance annuelle en 2004 de 0,3 point de PIB, les instituts allemands l'estiment à 0,6 point pour l'Allemagne, la Commission européenne le chiffre à 0,4 point pour la zone euro.

#### Évolution des jours ouvrables et impact sur la croissance

	France	Allemagne
Nombre de jours fériés légaux/officiels	11	12,3 (10 nationaux, 7 régionaux, comptant pour 2,3 en moyenne nationale)
Nombre de jours ouvrés		
2003	252	248,3
2004	255	253
Évolution du nombre de jours ouvrables 2003-2004	+ 1,2 %	+ 1,9 %
Taux de croissance du PIB 2003-2004		
Corrigé des jours ouvrables	+ 1,5 %	+ 1,3 %
Non corrigé des jours ouvrables	+ 1,8 %	+ 1,9 %
Effet des jours ouvrables	+ 0,3 %	+ 0,6 %

## Jusqu'où cela peut-il aller ?

La reprise mondiale est donc vigoureuse. Elle ne se fait pas sans tensions et sans risques. C'est pourquoi il convient de revenir sur les principales hypothèses qui sous-tendent nos prévisions :

— La hausse des matières premières ne devrait pas mettre en péril la reprise (« les matières premières flambent »).

Les déséquilibres accumulés de l'économie américaine vont au-delà du déficit courant et public. Leur résorption est une priorité pour échapper à des scénarios d'ajustement récessifs (« États-Unis : reprise en main des déséquilibres »).

— Le soutien apporté par les pays asiatiques compense les tendances à la dépréciation du dollar et redistribue le poids de l'ajustement en partie sur la zone euro (« Une évolution du dollar qui fait le bonheur des uns et le malheur des autres »).

— La zone euro ne connaît pas de reprise franche et la croissance serait insuffisante en regard du retard accumulé (« La zone euro dans la voiture balai »).

### Les matières premières flambent

L'embellie conjoncturelle mondiale suscite déjà quelques inquiétudes quant à la soutenabilité de cette croissance. À peine engagée, elle s'est doublée d'une flambée du cours des matières premières visible depuis le milieu de 2003 (tableau 3). En mars 2004, le prix du pétrole atteint 34 dollars le baril contre une moyenne de 28,5 dollars en 2003 et le prix des matières premières hors énergie a grimpé de 25 % sur un an. La hausse frappe principalement les matières premières industrielles qui ont vu leur cours augmenter de près de 30 % sur les six derniers mois et retrouver leur haut niveau depuis 1995. Elle a été tirée principalement par les métaux communs (acier, nickel, aluminium...). Cette envolée retrace à la fois des déséquilibres de marché mais répond aussi à d'autres facteurs. La vigueur de la demande en provenance des États-Unis et surtout de la Chine au second semestre a pris de court les fournisseurs. À l'insuffisance de certaines matières premières (minerai de fer...), se conjuguent des difficultés d'acheminement (adaptation des ports insuffisante, manque de cargos...). Par ailleurs, si sur la période 1995-2001, l'appréciation du dollar avait entraîné la dégrèvement des prix des matières premières libellés dans la devise américaine, le retournement vis-à-vis des autres devises observé du début 2002 à février 2004 a incité les pays exportateurs à gonfler leur marge (graphique 4). Enfin, le marché des matières premières a été frappé par des mouvements spéculatifs, particulièrement actifs en période de reprise du cycle d'activité.

## 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 change <sup>1</sup>																
1 euro = ...\$	1,08	1,14	1,12	1,19	1,25	1,25	1,20	1,20	1,19	1,17	1,16	1,15	1,13	1,23	1,17	
1 \$ = ...yen	119	118	117	109	107	110	110	110	110	110	110	110	116	109	110	
1 £ = ...euro	1,49	1,43	1,43	1,43	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,45	1,47	1,47	
Taux d'intérêt à court terme <sup>1</sup>																
Etats-Unis	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,3	1,5	1,8	2,0	2,3	1,1	1,1	1,9	
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	2,7	2,4	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,4	2,4	2,3	2,1	2,2	
Royaume-Uni	3,8	3,6	3,5	3,9	4,1	4,3	4,5	4,5	4,7	4,8	5,0	5,0	3,7	4,3	4,9	
Taux d'intérêt à long terme <sup>1</sup>																
Etats-Unis	3,9	3,6	4,2	4,3	4,1	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1	4,0	4,3	4,9	
Japon	0,8	0,6	1,2	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,0	1,3	1,3	
Zone euro	4,2	4,0	4,2	4,4	4,2	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,2	4,3	4,4	
Royaume-Uni	4,3	4,2	4,5	4,9	4,8	4,9	4,9	5,0	5,1	5,1	5,2	5,3	4,5	4,9	5,2	
Prix du pétrole, Brent, en \$ <sup>1</sup>	31,3	26,1	28,4	29,5	31,9	26,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,8	28,5	28,0	
Prix du pétrole, Brent, en € <sup>1</sup>	29,1	23,0	25,3	24,8	25,4	20,8	23,3	23,3	23,6	23,9	24,1	24,3	25,5	23,3	24,0	
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	8,5	1,6	1,9	9,8	9,2	0,8	- 6,0	- 3,0	- 2,2	0,0	- 2,2	0,0	16,5	14,9	- 8,2	

1. Moyenne sur la période.

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

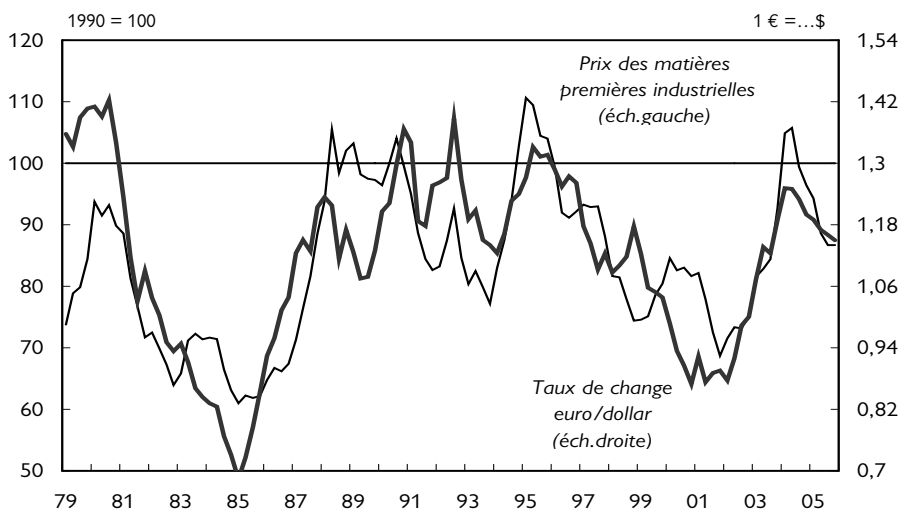
Sources : Taux de change et pétrole : relevés des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois : papier commercial aux Etats-Unis, certificats de dépôt au Japon, EURIBOR pour la zone euro, inter-bancaire au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux Etats-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen 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). Prévisions OFCE.

Si les prix des matières premières restent encore élevés fin mars, notre scénario exclut le risque d'une croissance étouffée par des tensions inflationnistes. Certaines parties du monde sont plus exposées que d'autres. L'Asie, et au premier chef la Chine, dont la devise est ancrée au dollar et dont les besoins sont énormes, pourrait connaître assez rapidement un regain de tensions du fait du renchérissement du coût des inputs, ce qui pourra infléchir le rythme de croissance. La hausse serait plus facilement absorbée aux États-Unis et dans la zone euro, où elle a été compensée au deux tiers par l'appréciation de l'euro face au dollar.

Notre hypothèse de retournement du marché des matières premières s'explique par deux facteurs. À la différence des premier et deuxième chocs pétroliers, la hausse des cours n'est pas nourrie par un embargo, ou des capacités de production saturées. Au contraire, les capacités de production dans la sidérurgie restent excédentaires, notamment aux États-Unis (pour preuve les mesures protectionnistes prises voilà un an pour protéger l'industrie nationale de la concurrence étrangère), et les tensions sur l'offre devraient s'atténuer courant 2004. Jusqu'au printemps 2003, le prix des matières premières était resté très bas : en terme réel, il n'a cessé de décliner pour atteindre un point bas historique en 2002, freinant l'incitation à l'exploitation de nouveaux gisements. Aujourd'hui, le retournement des prix redresse les perspectives de rentabilité, et devrait être de nature à relancer l'investissement dans le secteur.

La flambée des prix devrait donc s'atténuer avant de se retourner et ramener les prix vers des niveaux qui resteraient encore élevés tant sur le pétrole (autour de 28 dollars le baril) que les autres matières premières, mais qui ne seraient pas de nature à entamer la poursuite de la reprise.

#### 4. Prix des matières premières et taux de change



Sources : HWWA (Hambourg), OCDE, prévisions OFCE.

## États-Unis : reprise en main des déséquilibres

Aux États-Unis, l'agressivité des politiques budgétaire et monétaire s'est traduite dans les comptes des agents. En 2003 le besoin de financement des administrations publiques représentait 4,8 % du PIB et le taux d'endettement des ménages a atteint 121 % de leur revenu disponible, son plus haut niveau historique. Par ailleurs, la forte stimulation de la demande interne, malgré une faible utilisation des capacités de production, a porté le déficit courant lui aussi à un niveau record de 4,9 % du PIB. Les mécanismes de correction de certains de ces déséquilibres sont déjà enclenchés pour 2004. Ils aboutiraient à une lente décélération de la croissance américaine vers des niveaux plus soutenables, et éviteraient des ajustements brutaux.

En ce qui concerne les ménages, leur endettement est gagé sur un actif considérable et a été entretenu par la baisse des taux d'intérêt. Ainsi, le ratio passif/actif est resté stable en 2003, du fait de la croissance des prix des actifs boursiers et immobiliers. Par ailleurs, la baisse des taux d'intérêt a permis de solvabiliser un grand nombre de ménages, et favorisé la croissance de l'endettement, dans cette limite. Les charges financières liées à cette dette (intérêts + remboursement du capital), exprimées en pourcentage du revenu des ménages, se sont stabilisées depuis 2002. À l'horizon de la prévision, la remontée progressive des taux d'intérêt et le ralentissement du pouvoir d'achat des ménages freineraient la croissance de l'endettement. La Réserve fédérale serait en effet attentive à préparer les agents à ce changement d'orientation et à éviter tout risque de contraction brutale du crédit.

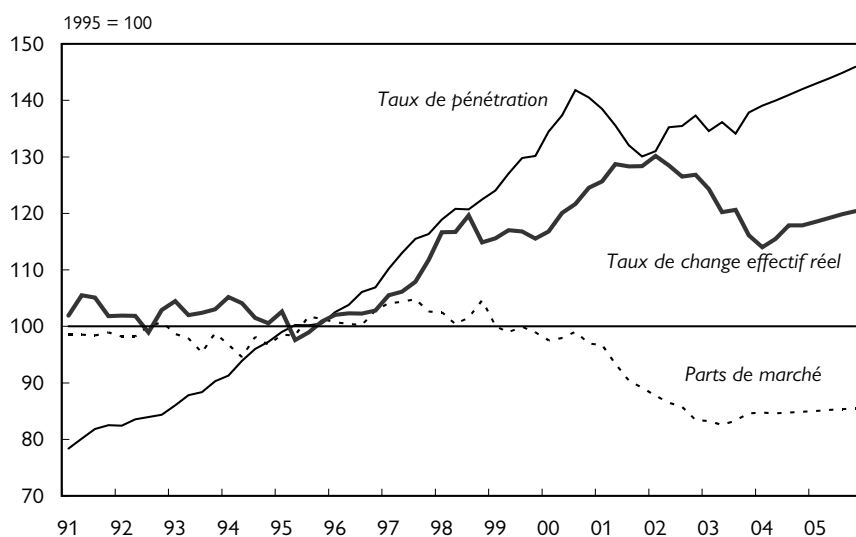
Les entreprises ont nettement amélioré leur situation financière en 2003. Leur taux de marge s'est franchement redressé du fait de gains de productivité importants et de la modération salariale, et elles ont bénéficié de règles d'amortissement accéléré pour leurs investissements. En 2005, la situation serait moins favorable. Les gains de productivité s'infléchiraient et les possibilités d'amortissement accéléré disparaîtraient. L'investissement productif resterait malgré tout dynamique du fait des débouchés et de la disparition des excès de capacité.

L'hypothèse d'absence de nouvelles mesures budgétaires implique un net redressement des finances publiques en 2005, du fait d'une politique restrictive (impulsion négative de 1 point de PIB en 2005 après + 1,7 en 2003 et + 1,1 en 2004). Son ampleur est semblable à celle menée dans les années 1990. Le déficit public se redresserait nettement de 5,1 % du PIB en 2004 à 4,0 % en 2005.

Enfin, la dépréciation du dollar a permis un début de redressement du solde courant au cours de l'année 2003 alors même que la croissance américaine restait vive. Les gains de compétitivité améliorent les parts de marché des producteurs américains à la fois sur le marché extérieur et

domestique (graphique 5). La contribution du commerce extérieur à la croissance serait tout juste nulle à l'horizon de la prévision. Ce serait le point de départ d'une phase d'ajustement du déficit courant à l'image du rééquilibrage qui s'était opéré entre 1987 et 1992, précédente période de faiblesse du dollar. Ayant déjà gagné 0,5 point de PIB entre 2003 et 2004, le déficit courant continuerait de décroître, mais plus lentement. Il atteindrait 4,2 % du PIB au quatrième trimestre 2005.

5. États-Unis : échanges extérieurs et dollar



Sources : BEA, Réserve fédérale, calculs et prévisions OFCE.

## Une évolution du dollar qui fait le bonheur des uns et le malheur des autres

Le scénario américain repose donc sur l'hypothèse d'une résorption progressive des déséquilibres à l'horizon 2005 sur fond de croissance forte et de politique économique d'ajustement. Après s'être dépréciée d'environ 30 % entre début 2002 et début 2004 vis-à-vis de l'euro, la devise américaine pourrait donc retrouver son crédit de confiance. Certains atouts (différentiel de croissance positif vis-à-vis de l'Europe, rythme de productivité plus élevé et donc meilleures perspectives de rendements) reprendraient de l'importance aux yeux des investisseurs étrangers, qui cesseraient de se focaliser sur l'ampleur du déficit courant américain. Fin 2005, l'euro devrait revenir vers 1,15 dollar.

En 2002 et 2003, la dégradation du déficit courant, au-delà d'un seuil jugé critique par les marchés, et la réapparition du déficit public, sur fonds

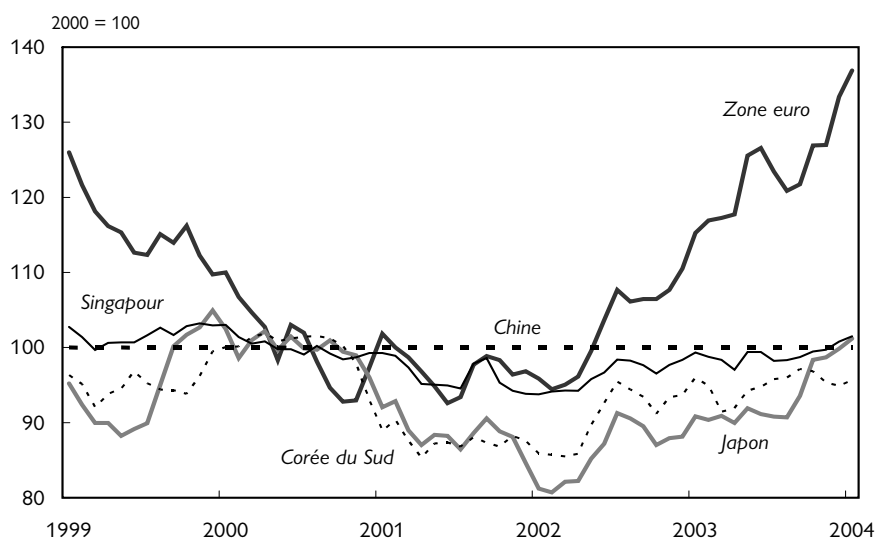


de désillusion quant à la nouvelle économie et de scandales financiers, avaient entamé la confiance des investisseurs étrangers envers l'économie américaine. Les entrées nettes de capitaux privés, notamment les investissements directs étrangers, se sont réduites et sont devenues insuffisantes pour couvrir le besoin de financement externe. L'ajustement s'est fait par la baisse du dollar, conformément à un système de change flottant, ce qui permet à terme de redresser l'attractivité et la compétitivité du pays, et donc de revenir vers l'équilibre de la balance des paiements par les flux.

Si cette dépréciation a jusqu'ici été plutôt bien perçue par le gouvernement américain qui y voit là un moyen de stimuler la croissance et de corriger un déficit de compétitivité, elle n'est pas sans conséquence pour le reste du monde (graphique 6).

En Asie, l'appréciation spontanée du yen et de certaines autres monnaies locales qui sont en régime de change flottant apparaît particulièrement mal venue à un moment où le Japon, tiré par ses exportations, sort à peine de sa récession et alors que la compétitivité des produits de la zone vis-à-vis des États-Unis mais aussi de la Chine, reste une variable déterminante pour le développement régional. Dès lors, les banques centrales de ces pays interviennent massivement pour limiter l'appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar et du yuan.

6. Taux de change du dollar (vis-à-vis de certaines monnaies)



Source : FMI.

En Chine, la politique d'ancrage du yuan au dollar, pierre angulaire de la stratégie d'ouverture du pays aux capitaux étrangers, oblige les autorités monétaires à racheter les dollars aux agents privés au taux officiel garanti, ce qui revient implicitement, vu l'excédent de la balance des paiements, à soutenir le dollar. Du point de vue chinois, cette politique conforte son avantage de compétitivité vis-à-vis du monde hors États-Unis, et notamment du reste de l'Asie, et permet de financer la croissance par l'injection de liquidités dans l'économie, *via* l'accumulation massive des réserves de change. Néanmoins, cette stratégie n'est pas exempte de risque. Malgré une inflation faible, la modération des coûts salariaux unitaires (obtenue par des gains de productivité très élevés) peut masquer le risque de tensions inflationnistes *via* la hausse du prix des inputs importés. D'autres déséquilibres peuvent intervenir : contraintes d'offre dans certains secteurs, surcapacités dans d'autres, développement de créances douteuses, fragilisation des secteurs bancaires...

À l'horizon de notre prévision, l'Asie devrait continuer, sous la contrainte ou volontairement, de soutenir le dollar tandis que le retour de la confiance envers les États-Unis en 2004 et 2005 relâcherait la pression à la baisse.

Les grands gagnants de ces évolutions sont la Chine (hausse de compétitivité et financement de sa croissance par l'extérieur) et les États-Unis (regain de compétitivité). À l'opposé, le reste de l'Asie, et principalement le Japon, pâtit de cette situation. Mais c'est surtout la zone euro, qui en observant sans réagir le jeu des Banques centrales asiatiques, subit un frein à sa croissance. En laissant l'Asie gérer seule l'accès de faiblesse du dollar, la zone euro subit à la fois l'impact négatif de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar mais également l'impact de la résistance des monnaies asiatiques à s'ajuster librement. Le taux de change effectif de l'euro s'apprécie donc probablement plus qu'il ne le ferait en l'absence d'interventions.

## La zone euro dans la voiture balai

L'économie européenne doit donc faire face à un choc de grande ampleur, l'appréciation de l'euro. Cette situation pénalise naturellement l'économie européenne, mais moins que par le passé. La mise en place de la monnaie unique le 1<sup>er</sup> janvier 1999 a en effet supprimé, au sein de la zone euro, les variations de change mais aussi les écarts entre les taux d'intérêt. Elle a aussi permis l'émergence d'une grande monnaie de facturation internationale qui entame peu à peu la position dominante du dollar. Les entreprises européennes exportent de plus en plus en euros, réduisant la sensibilité du commerce extérieur de la zone aux fluctuations du dollar. Néanmoins ce processus est progressif : certains pays de l'Est ont vu leurs monnaies suivre partiellement le dollar.

Au total, le dollar s'est déprécié de 30 % vis-à-vis de l'euro entre son maximum de 2002 et son minimum du début 2004, dont 15 % en 2003. La baisse du dollar ne s'est toutefois pas faite « d'une seule traite », mais au contraire graduellement, entraînant un étalement de son impact au cours du temps. En 2002, les effets positifs de l'appréciation de l'euro ont dominé : la balance courante s'est améliorée grâce à la baisse du prix des biens importés. C'est en 2003 que l'économie a commencé à pâtir des mouvements du change vis-à-vis de l'ensemble de ses partenaires commerciaux, avec une perte de 0,7 point de croissance. Cet impact atteindrait 1 point en 2004. Il passe par deux canaux. La perte de compétitivité entraîne la baisse des exportations et la hausse des importations, diminuant ainsi la contribution extérieure à la croissance. Pour limiter cet effet, les exportateurs réduisent leurs marges (comme en France et en Espagne notamment) ou compriment leurs coûts salariaux (comme en Allemagne) : cela affaiblit la demande interne et donc les importations.

Ainsi, la mauvaise santé de la zone euro ne se limite pas au commerce extérieur. La demande interne reste extrêmement faible. La consommation des ménages souffre de la faiblesse du pouvoir d'achat des ménages. Du fait de la rigidité du marché du travail, l'appréciation de l'euro a demandé des ajustements alors que les effets de l'éclatement de la bulle Internet en 2000 n'étaient pas complètement digérés. Les ajustements ont été d'autant plus importants que la croissance était déjà faible. Ils ont eu lieu en partie en 2003, mais doivent se poursuivre dans les cinq grands pays de la zone euro, à l'exception de l'Allemagne. Les ajustements y ont commencé dès 2001, si bien que les coûts salariaux n'y ont pas accéléré.

En 2003, bien que l'inflation sous-jacente ait ralenti, l'inflation d'ensemble s'est maintenue au-dessus de 2 %, du fait de facteurs exceptionnels. Inférieure à 2 % en février 2004, celle-ci devrait encore baisser du fait de la disparition de ces derniers et de la modération des coûts salariaux.

La politique budgétaire pèse aussi sur le pouvoir d'achat. La succession d'années de faible croissance a amené certains pays, parmi les plus vertueux comme les Pays-Bas, au seuil des 3 % du PIB pour le déficit. En Allemagne, la restriction budgétaire se double d'une réforme structurelle du marché du travail qui a un impact négatif sur la croissance à court terme. Au total, les pays mènent une politique restrictive pour compenser les effets de la mauvaise conjoncture passée, alors même que la situation nécessiterait une politique contracyclique du fait du flottement des anticipations des agents privés.

Dans ce contexte de faible revenu et d'anticipations défavorables, la baisse des taux pratiqués pour les crédits aux ménages n'a pas permis la reprise des crédits de trésorerie (- 3,7 % en glissement annuel au

troisième trimestre 2003)<sup>1</sup>. Le dynamisme des crédits à l'habitat a pu compenser une partie de cette atonie. Dans une période de faible croissance des revenus, les crédits à l'habitat sont en effet moins risqués pour les banques que les crédits de trésorerie, du fait de l'existence d'une garantie. Aussi, ils ont favorisé leurs dépenses pour le logement ou de consommation (équipement du logement : meubles, électroménager...). Cependant, une partie de cette croissance des crédits hypothécaires a nourri de fortes progressions des prix de l'immobilier dans certains pays (France, Espagne, Pays-Bas, Irlande et Grèce). À l'horizon de la prévision, la lente remontée des taux hypothécaires observée depuis l'été 2003 éviterait l'emballement des crédits immobiliers et écarterait le risque d'une bulle. L'Allemagne fait là encore figure d'exception. Le marché de l'immobilier y est plombé par des facteurs structurels comme des stocks de logements encore pléthoriques suite au *boom* de la réunification et les crédits hypothécaires y sont restés extrêmement sages par rapport aux autres pays européens.

L'investissement repartirait en lien avec l'amélioration des autres composantes de la demande. Le taux d'utilisation des capacités de production est inférieur à sa moyenne de long terme dans de nombreux pays. La situation financière des entreprises s'est améliorée, même si le redressement de leurs comptes n'a pas été aussi complet qu'aux États-Unis. Leur endettement est néanmoins revenu à des niveaux soutenables, si bien que le taux d'investissement augmenterait légèrement.

## Quelques facteurs de risques...

Le premier de ces risques concerne le dollar. Les pressions à la baisse pourraient se poursuivre au-delà du premier trimestre 2004 (si les investisseurs privés jugent que l'ajustement du taux de change aux déséquilibres américains est insuffisant, la croissance est inférieure aux attentes...). Le dollar continuerait de baisser, l'ampleur du repli dépendant de la stratégie des pays d'Asie, soucieux d'éviter des changements brutaux de parité mais aussi de ne pas laisser s'accumuler de trop lourds déséquilibres structurels. Plusieurs scénarios peuvent alors être envisagés.

La baisse du dollar est modérée et les taux de change relatifs entre les zones restent globalement inchangés. Aux États-Unis, la compétitivité se renforcerait, l'impact global serait positif sur la croissance. Ainsi, une baisse supplémentaire de 10 à 15 % du dollar vis-à-vis de l'euro permettrait une stimulation de 0,6 point de croissance et les déséquilibres internes et externes se réduiraient plus aisément. Dans la zone euro,

1. Les exceptions notables sont la France et l'Italie, où les crédits de trésorerie sont repartis au cours de 2003 (respectivement 4,2 % et 15,7 %).

l'impact récessif de l'appréciation de l'euro s'amplifierait (1,2 point de croissance en moins). En Asie, la croissance resterait forte mais continuerait de nourrir les déséquilibres (pressions inflationnistes, surcapacités...) qui pourraient s'avérer problématiques à terme.

La baisse du dollar est plus importante (si l'intervention des banques asiatiques se réduit) et nécessite un ajustement plus sévère aux États-Unis. L'accélération de l'inflation justifierait un resserrement monétaire plus strict et, en l'absence d'entrées suffisantes de capitaux pour financer le déficit public, les taux longs augmenteraient et la politique budgétaire deviendrait nettement plus restrictive. L'ajustement récessif prendrait alors le dessus sur l'avantage de compétitivité. Dans la zone euro, en l'absence d'une politique économique plus réactive, l'effort de marge des entreprises et la pression sur les coûts salariaux ne manqueraient pas d'étouffer définitivement la reprise européenne et pourraient se traduire par l'émergence de tendances déflationnistes.

Le scénario d'un décrochage brutal du dollar, lâché par l'Asie et en proie à des attaques spéculatives n'est pas retenu ici.

Les autres sources de risques sont diverses.

La hausse du prix des matières premières pourrait se prolonger en 2004, soutenue par le maintien de tensions (les goulets de production demeurent face à une demande qui ne ralentit pas). Des tensions inflationnistes apparaîtraient dans les pays consommateurs. Dans l'hypothèse où les prix resteraient durablement au niveau du premier trimestre (soit une hausse de 30 % par rapport à 2003), la croissance s'en ressentirait. Le surcroît de revenus en faveur des pays exportateurs ne comblerait pas l'impact récessif sur les demandes internes. En France, la croissance serait amputée de 0,3 point en 2004 et 0,5 point supplémentaire en 2005, et l'inflation s'accélérait de 1,3 point la première année.

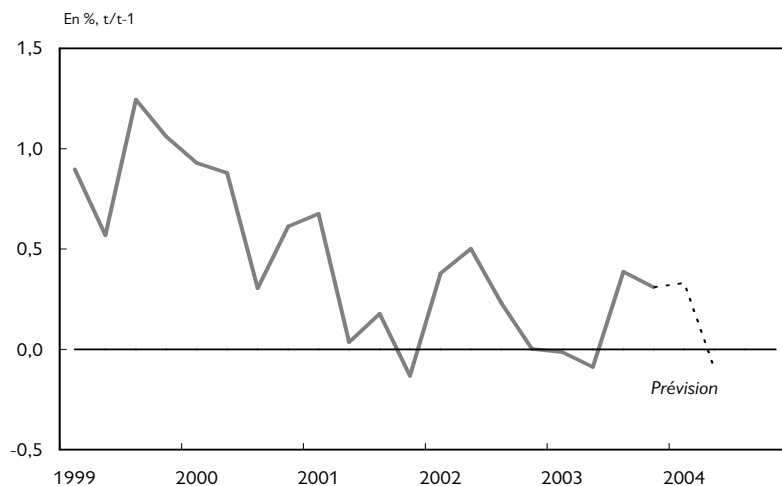
Indépendamment des aléas qui pèsent sur l'environnement de la zone euro, la reprise qui s'est engagée l'année dernière reste encore très fragile. Elle n'est pas à l'abri d'une nouvelle rechute (encadré 2).

## 2. L'indicateur avancé : risque de rechute au deuxième trimestre

Selon l'indicateur avancé pour la zone euro\*, actualisé avec les données disponibles jusque fin février, la reprise de l'activité engagée au second semestre 2003 se prolongerait au premier trimestre 2004, avec une hausse du PIB de 0,3 % (voir graphique et tableau). En revanche, l'information conjoncturelle contient en germe le risque d'une rechute au deuxième trimestre, puisque selon l'indicateur, la croissance pourrait être légèrement négative (- 0,1 %). L'acquis à la mi-2004 serait de 0,7 %, rendant la croissance réalisable en moyenne annuelle (1 % avec des taux de croissance de 0,4 % aux T3 et T4 2004) très inférieure à celle du consensus (1,7 % en mars).

La reprise économique à l'échelon international est le principal moteur de la croissance en Europe depuis le troisième trimestre 2003. La hausse de la demande externe, alimentée par les états-Unis mais aussi par l'Asie, a profité et profite encore à la zone euro. Les effets de cette reprise se reflètent par une progression du secteur industriel, dont témoigne le net redressement du climat de confiance dans ce secteur depuis un peu plus de six mois : après avoir été négative au premier semestre 2003, la contribution de l'enquête de conjoncture dans l'industrie est redevenue positive, seul élément favorable parmi les composantes de l'indicateur. La confiance dans l'industrie paraît toutefois plus hésitante en début d'année 2004, marquée par la baisse du dollar qui pèse sur la compétitivité du secteur exposé à la concurrence internationale. à l'horizon de la prévision, la contribution du climat de confiance dans l'industrie devrait rechuter pour redevenir légèrement négative, marquant du même coup l'arrêt de la reprise en cours.

Taux de croissance du PIB observé et prévu



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

\* F. Charpin, « Indicateur à court terme de la zone euro », *Revue de l'OFCE*, n° 83, octobre 2002, pp. 229-242.

Toutes les autres composantes de l'indicateur ont exercé, et exercent encore une influence négative sur la croissance. La contribution de la confiance des ménages, négative depuis le troisième trimestre 2002, le restera d'ici à juin, sans dégradation supplémentaire si le moral des consommateurs n'est pas mis à mal par la recrudescence du risque terroriste en Europe à la suite des attentats de Madrid. Clairement ici, le risque est baissier.

#### Croissance du PIB en volume

En %, t/t-1, cvs, cjo

	2003				2004	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Comptes Eurostat	0	-0,1	0,4	0,3	—	—
Indicateur	-0,2	-0,1	0	0,3	0,3	-0,1

Sources : Eurostat, calculs et prévisions OFCE.

Les conditions monétaires sont restrictives depuis le troisième trimestre 2001, à la fois du fait de la baisse du dollar, mais aussi de la politique monétaire menée dans la zone euro, moins accommodante que celle mise en œuvre outre-Atlantique : la contribution cumulée du dollar et des taux d'intérêt serait donc toujours fortement négative au deuxième trimestre (-0,25 point). Enfin, le relâchement des prix du pétrole après la poussée haussière liée à la guerre en Irak il y a un an, aura un impact expansionniste fugace au premier trimestre 2004 puisque cet effet disparaîtra au deuxième trimestre.

