

CROISSANCE MONDIALE : ESSAI TRANSFORMÉ

Perspectives 2005-2006 pour l'économie mondiale *

Emmenée par les États-Unis, la Chine et les pays en développement, la croissance mondiale, éprouvée par des chocs successifs — bulle internet en 2000, attentats du World Trade Center fin 2001, guerre en Irak en 2003, scandales financiers et montée des prix du pétrole depuis 2004 — devrait maintenir le cap de l'expansion en 2005 et en 2006 (4,2 % en 2005 puis 4,1 % en 2006, après un record de 5 % en 2004), en se diffusant progressivement aux autres zones. Dans les pays industrialisés où la croissance est forte, les moteurs de celle-ci sont des politiques budgétaires volontaristes (5,0 points de PIB d'impulsion budgétaire cumulés entre 2000 et 2004 aux États-Unis, 4,6 au Royaume-Uni) associées à des politiques monétaires accommodantes jouant fortement sur le patrimoine immobilier et sur l'endettement des ménages. Ces relais n'ont pas joué dans les grands pays de la zone euro et au Japon, contraints par le Pacte de stabilité et de croissance ou par la déflation. Les forts déséquilibres accumulés aux États-Unis, qui présentaient jusqu'ici des risques pour l'économie mondiale, sont en voie de résorption. De même, la montée des prix du pétrole s'étant effectuée progressivement et en présence de tensions déflationnistes dans des économies dont la dépendance à l'or noir s'est fortement réduite au cours des dernières décennies, ne devrait pas constituer un risque majeur tant que son effet sur la consommation des ménages est compensé par un recours au crédit. Aux États-Unis, la croissance se réduirait vers son potentiel en 2005 (3,5 %) et en 2006 (3,2 %). Elle gagnerait en revanche en autonomie vis-à-vis des impulsions budgétaires: le fort investissement, soutenu par la consommation des ménages, deviendrait le moteur de l'expansion. Les pressions inflationnistes, dues à l'augmentation du prix du pétrole, ne se transmettraient pas au reste de l'économie. Dans un environnement mondial porteur, seule la zone euro, affaiblie par l'Allemagne et l'Italie où le ralentissement observé fin 2004 se prolonge, reste à la traîne. Avec des politiques économiques peu volontaristes et un investissement qui repart à peine, la demande intérieure y demeure trop bridée pour permettre un vrai rebond.

* Cette étude résume le dossier à paraître dans le n° 95 de la *Revue de l'OFCE*, rédigé par le Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend Hélène Baudchon, Guillaume Chevillon, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart, Danielle Schweisguth et Elena Stancanelli. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 14 octobre 2005.

■ Département analyse et prévision

Scénario général

Résister...

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

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

... par des politiques volontaristes...

Aux États-Unis, la politique monétaire a réagi dès les premiers signaux d'inflexion du cycle économique au début de 2001, la FED entrant dans une phase d'abaissement continu des taux d'intérêt. Au contraire, la réaction de la Banque centrale européenne a été beaucoup plus timorée, le recul des taux ayant été plus tardif et moins ample qu'aux États-Unis. Le constat pour la politique budgétaire est plus sévère : l'impulsion positive initiée par les baisses d'impôt et relayée par la hausse des dépenses publiques en réaction aux attentats du 11 septembre s'est prolongée jusqu'en 2003. De fait, de 2001 à 2004, l'impulsion budgétaire aux États-Unis s'est approchée de 5 points de PIB (tableau 1). La zone euro, où l'impulsion budgétaire n'a jamais dépassé 2 points de PIB sur la même période, s'est enfermée dans l'inaction, contrainte par les exigences du Pacte de stabilité et de croissance.

1. Impulsions budgétaires cumulées de 2000 à 2005 *

En points de PIB

	2001	2002	2003	2004
Zone euro	0,9	1,6	1,8	1,4
Royaume-Uni	1,2	3,6	5,1	5,4
Etats-Unis	0,8	3,4	4,7	4,9
Japon	-1,6	-0,2	-0,4	-1,4

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

Sources : Comptes nationaux, calculs OFCE.

CROISSANCE MONDIALE: ESSAI TRANSFORMÉ ■

2. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

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

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

2. Bulgarie, Croatie, Roumanie et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

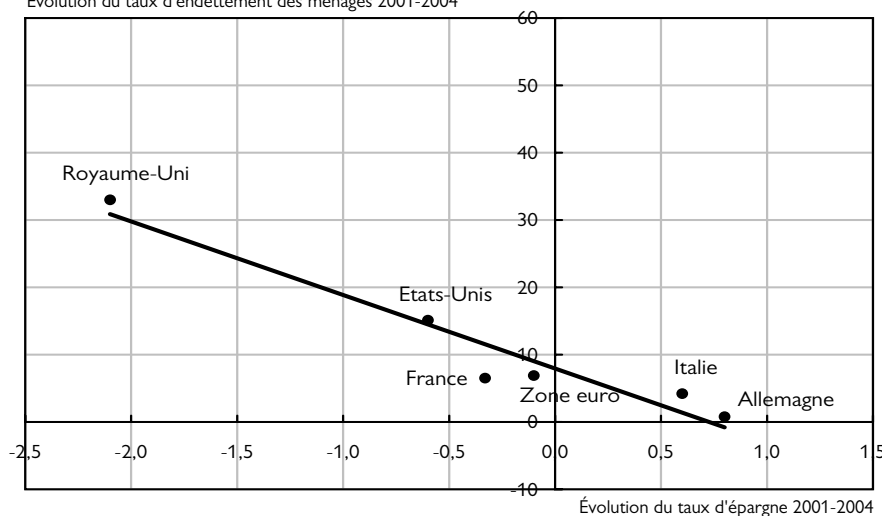
Sources: FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2005.

■ Département analyse et prévision

Si la politique monétaire a été plus volontariste aux États-Unis que dans la zone euro, elle y a trouvé aussi un terrain plus fertile pour agir sur la croissance. La sensibilité de l'économie américaine aux taux d'intérêt est plus forte qu'en Europe, au travers notamment d'une inclination plus répandue des ménages américains à s'endetter, de la possibilité de recharger les hypothèques¹, ou de la facilité de renégociation d'emprunts déjà contractés. Bien que l'endettement bancaire des ménages se soit alourdi dans certains pays, le taux d'endettement moyen des ménages de la zone est resté très inférieur à celui des ménages anglo-saxons et a peu évolué depuis la baisse franche des taux d'intérêt amorcée en 2000 (graphique 1).

1. Variation de l'endettement et du taux d'épargne

Évolution du taux d'endettement des ménages 2001-2004



Sources : Comptabilités nationales, banques centrales, calculs OFCE.

Dans un contexte où les entreprises ne pouvaient investir avant d'avoir digéré les excès de la fin des années 1990, la hausse des prix de l'immobilier et de l'endettement s'est avérée être l'essence du mécanisme de transmission de la politique monétaire : les patrimoines immobiliers, jusque-là potentiels, ont été rendus liquides par l'augmentation de l'endettement des ménages acquéreurs. Cette liquidité accrue du patrimoine a induit la baisse de l'épargne des vendeurs finaux et apporté un soutien direct à la consommation². La hausse des prix de

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

2. Ce mécanisme est décrit et formalisé dans le *Document de travail de l'OFCE 2005-16* d'octobre 2005 : « L'immobilier, pilier de la croissance ou épée de Damoclès », étude réalisée

l'immobilier est le signe que la stimulation monétaire, impulsée par la baisse des taux d'intérêt, fonctionne. Là où la hausse des prix immobiliers est plus vigoureuse, la stimulation est plus efficace. En Allemagne, ce canal ne s'est pas enclenché, comme l'indique la stagnation des prix immobiliers, et la baisse des taux n'a pas soutenu la croissance. Mais la hausse de l'immobilier peut conduire, comme au Royaume-Uni et aux États-Unis, à l'accumulation de déséquilibres qui devraient donner lieu à un assainissement de la situation financière des ménages (encadré 1).

1. Ménages : vers une correction des déséquilibres dans les pays anglo-saxons

Du fait d'une croissance élevée de la consommation et de l'investissement logement depuis plusieurs années aux États-Unis, des déséquilibres de plus en plus patents sont apparus dans la situation financière des ménages : leur taux d'épargne est à un plus bas historique (0,1 % selon la comptabilité américaine au deuxième trimestre 2005) et leur taux d'endettement élevé (124 % du revenu annuel). La remontée des taux courts aux États-Unis à partir de juin 2004 aurait dû marquer le début d'une phase de ralentissement des dépenses des ménages, mouvement que l'on n'a pas observé. En effet, le resserrement de la politique monétaire ne s'étant pour l'instant pas répercuté sur les taux longs, sur lesquels sont basés la plupart des nouveaux crédits hypothécaires, les ménages ont continué de s'endetter et de puiser dans leur épargne. Le boom des prix immobiliers s'est donc poursuivi, ceux-ci progressant désormais à des rythmes proches de 15 %. Cependant, à l'horizon de notre prévision, les taux longs devraient augmenter légèrement, ce qui se traduirait par une remontée du taux d'épargne et par une moindre croissance de l'endettement. La consommation des ménages et l'investissement logement ralentiraient.

Ce ralentissement interviendrait donc plus tardivement qu'au Royaume-Uni, où une correction des déséquilibres est déjà à l'œuvre après des années de forte croissance de la consommation : le taux d'épargne, très bas (4,2 % en 2004), est remonté au premier semestre et le taux d'endettement, qui a atteint un niveau record (143 % du revenu en 2004), s'est stabilisé au premier semestre 2005. La consommation a montré des signes de faiblesse depuis le second semestre 2004 et l'investissement logement s'est contracté au premier semestre 2005. Cependant, si le resserrement de la politique monétaire est intervenu plus tôt au Royaume-Uni (dès novembre 2003) et s'il a vite été transmis aux taux hypothécaires qui sont majoritairement à taux variables, il n'a pas mordu immédiatement sur l'activité dans l'immobilier. Depuis la mi-2004, les prix immobiliers ont ralenti fortement, passant d'une croissance de 21 % au deuxième trimestre 2004 à une croissance quasi nulle au troisième trimestre 2005, par rapport à la même période de l'année précédente, sans briser la croissance.

Dans la zone euro, la problématique est tout autre, puisque la consommation des ménages et l'investissement logement sont restés nettement en retrait par rapport aux pays anglo-saxons. D'abord, le revenu a été peu dynamique. Ensuite, le canal monétaire n'a pas fonctionné dans tous les pays.

le Département analyse et prévision pour le Service des études économiques et la Commission des finances du Sénat.

■ Département analyse et prévision

Certes, depuis 2000, les prix immobiliers ont en moyenne progressé de 7 % en rythme annuel, mais certains pays sont restés à l'écart de ce mouvement. C'est le cas notamment de l'Allemagne et des Pays-Bas, où l'investissement résidentiel n'en finit pas de purger les excès passés (respectivement la réunification et la bulle du milieu des années 1990). En revanche, en France, en Italie et surtout en Espagne, les prix immobiliers ont connu une croissance rapide. Synthèse de ces deux types de comportement, le taux d'endettement des ménages de la zone est resté très inférieur à celui des ménages anglo-saxons (seulement 81 % en 2004). Du fait du maintien des taux courts à un bas niveau, dans la plupart des pays de la zone à l'horizon de la prévision, les dynamiques à l'œuvre se poursuivraient.

Au final, en 2005 comme en 2006, la consommation des ménages croîtrait plus lentement que le PIB dans la zone euro, aux États-Unis et au Royaume-Uni. Dans ces deux derniers pays, l'assainissement de la situation financière des ménages conduirait à une hausse du taux d'épargne, qui limiterait la croissance de la consommation en 2006 (à respectivement 2,6 % et 1,8 %). Dans la zone euro, le partage de la valeur ajoutée restant défavorable aux salariés, la légère baisse du taux d'épargne ne suffirait pas à relancer la consommation, qui progresserait de seulement 1,3 % en 2006.

... au prix de déséquilibres

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

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

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

Les déséquilibres pourraient se résorber sans douleur

Les derniers développements de l'économie américaine dissipent ce scénario noir. Les entreprises américaines ont complètement digéré maintenant les excès de la fin des années 1990 (encadré 2). La forte croissance de la productivité et la dépréciation passée du dollar mordent sur le déficit courant américain. Le dollar, maintenu sous perfusion par les interventions des banques centrales asiatiques, s'apprécie depuis le début 2005. Les entreprises américaines ont retrouvé une rentabilité élevée et assaini leurs positions compétitives. Elles regagnent des parts de marché tant à l'exportation que sur le marché intérieur et doivent investir davantage, appelant des flux de capitaux étrangers. Le territoire américain redevient plus attractif aux yeux des investisseurs que les pays en voie de développement ou que d'autres zones en croissance. Les États-Unis peuvent recommencer à financer leur expansion productive avec un déficit courant important (voir dans ce dossier « Le bas niveau des taux longs: exception ou normalisation? »).

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

La Chine continue d'accumuler des excédents extérieurs et des réserves de change. C'est là la condition pour surseoir à l'ouverture de son système financier et à l'ouverture de son économie à des capitaux mobiles. Les excédents commerciaux ont pour contrepartie une épargne intérieure considérable, les réserves de changes permettent de garantir et de soutenir le système financier interne, autorisant l'intermédiation de cette épargne vers les investisseurs. Le taux d'intérêt implicite ou explicite proposé aux agents internes est moins élevé que celui que proposeraient les marchés financiers. La stratégie chinoise va donc continuer. Le déficit commercial des pays développés, dont les États-Unis, se creusera mais la banque centrale chinoise continuera d'accumuler des réserves et financera en particulier son principal client, les États-Unis.

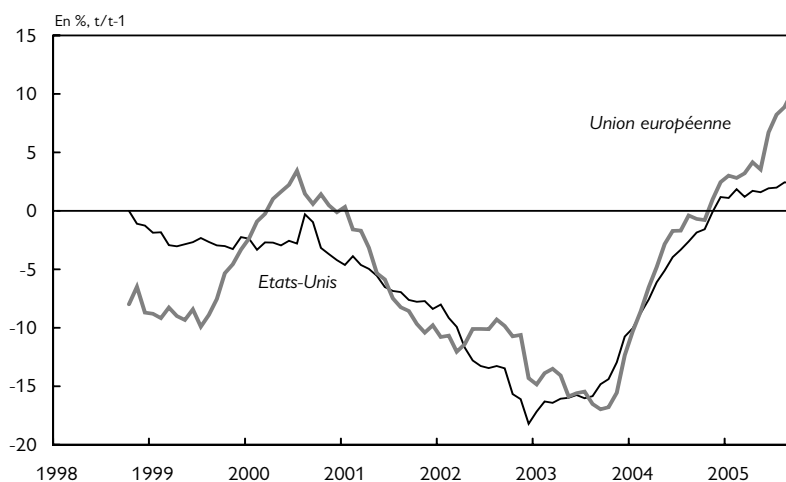
■ Département analyse et prévision

2. Situation des entreprises aux États-Unis et en Europe

Il semble déjà loin le temps des ravages de l'explosion de la bulle Internet. L'heure est maintenant aux profits, à une dette de qualité, à un capital bon marché et à la hausse des indices boursiers. Au regard de différents indicateurs (indices boursiers, endettement, notations de la qualité de la dette obligataire privée, rendements financiers des sociétés cotées), les entreprises ont touché le fond à la fin 2002-début 2003. Depuis, leur redressement a été spectaculaire, entraînant dans leurs sillage les marchés boursiers.

Les résultats des sociétés cotées ont augmenté de plus de 20 % en Europe et aux États-Unis en 2004. Ce mouvement de hausse des profits, accompagné d'une politique de désendettement entamée dès le début de l'année 2002 aux États-Unis et à partir de 2003 dans la zone euro a amélioré la qualité du crédit des deux côtés de l'Atlantique comme l'indique le différentiel de « notation » de la dette obligataire des entreprises réalisé par l'agence Moody's (graphique E1). La rentabilité financière du capital des entreprises cotées, fortement négative en 2002, a connu un rebond spectaculaire en 2003-2004.

E1. Notation des entreprises *

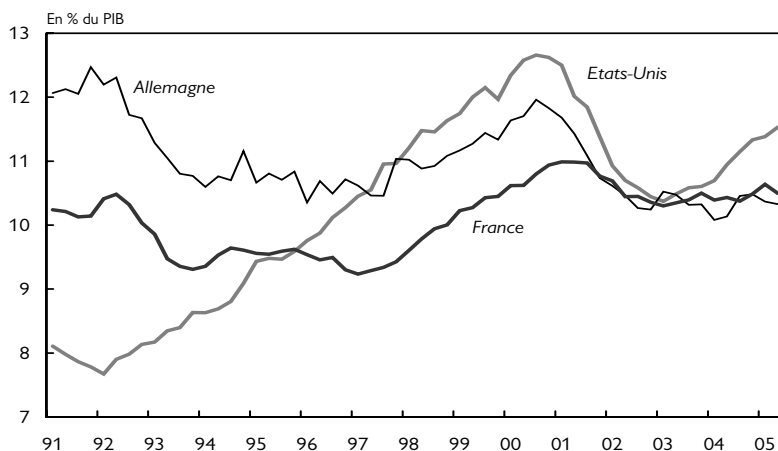


Sources : Comptabilités nationales, banques centrales, calculs OFCE.

Si les signaux concernant la situation opérationnelle et financière des entreprises sont bons des deux côtés de l'Atlantique, il existe cependant des divergences notables entre ces deux zones, à la fois en matière de politique d'investissement et, plus récemment, d'évolution des indices boursiers.

Les entreprises européennes, qui dégagent des profits élevés, en particulier au niveau des sociétés cotées, les utilisent assez peu pour financer des projets d'investissement en Europe. L'incertitude des perspectives de débouchés et les risques pesant sur la croissance s'opposent à une reprise vigoureuse de l'investissement productif des sociétés non financières (SNF) en Europe. Aux États-Unis, le rebond de la FBCF productive a été sans commune mesure avec celui de la FBCF des entreprises européennes (graphique E2).

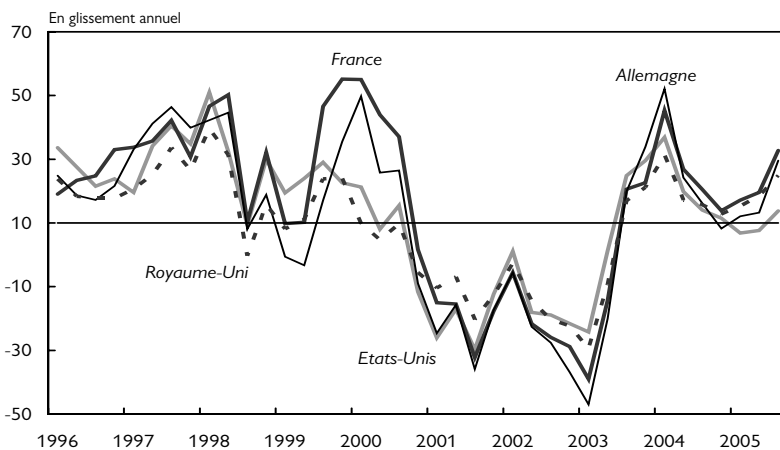
E2. Taux d'investissement productif



Sources : Comptes nationaux.

Depuis un peu plus d'un an, on observe un décrochage des indices boursiers américains et européens. Entre la mi-août 2004 et la mi-octobre 2005, le Dow Jones ne s'est apprécié que de 2 % alors que l'Eurostoxx a augmenté de 30 %, le Cac 40 de 27 % et le Dax de 34 %. Un des éléments d'explication est que le prix des entreprises américaines était surévalué au regard des bénéfices réalisés, à la différence des sociétés européennes qui étaient sous évaluées. Cette différence d'évolution observée sur les places boursières ne serait alors qu'un mouvement de correction vers une situation d'équilibre. Une autre explication est que le rendement financier du capital des sociétés cotées américaines (graphique E3) est, depuis la fin de l'année 2004, devenu plus faible que celui des pays européens. Cette situation devrait progressivement s'estomper, les entreprises européennes payant dans les mois à venir une politique d'investissement plus frileuse que celle engagée par les sociétés américaines.

E3. Rendements financiers des sociétés cotées *



* Le rendement financier est calculé comme la somme des plus values et des dividendes versés.
Sources : Datastream, calculs OFCE.

■ Département analyse et prévision

Les déséquilibres accumulés subsistent, mais la perspective d'une normalisation progressive de la situation gagne en probabilité. Tous les sujets d'inquiétude ne se sont pas évanouis pour autant.

Un risque d'inflation alimentée par un choc pétrolier...

Le renchérissement des prix du pétrole fait partie des risques potentiels. Jusqu'à présent, les économies n'ont eu qu'à subir des effets dits de « premier tour », liés à la hausse directe des carburants et des produits dérivés du pétrole. La spirale prix-salaires, à l'œuvre lors des premiers chocs pétroliers, ne s'est pas mise en place depuis le démarrage de la vague de hausse du pétrole au début 2004. Il n'est bien sûr pas exclu que les hausses quasi continues du pétrole n'aient finalement raison de la capacité de résistance des agents au renchérissement de l'énergie. La discipline des agents économiques est surprenante, imposée par la rigueur des banquiers centraux ou découlant des pressions déflationnistes qui pèsent par le chômage, la menace de la délocalisation ou la course à la productivité.

Dans le contexte de « règlement pacifique » des déséquilibres de l'économie mondiale, la résurgence de l'inflation au-delà des objectifs fixés par les banques centrales serait particulièrement malvenue car elle pousserait les autorités à durcir davantage la politique monétaire et à freiner une croissance américaine qui, à partir de 2004, s'était affranchie des impulsions de politique économique et avait gagné en autonomie. Mais au-delà de ces conséquences conjoncturelles, se profile un risque plus important encore. L'économie mondiale a tissé une toile d'endettements et de créances très serrée. Une résurgence de l'inflation induirait de telles tensions entre créditeurs et débiteurs que la résolution de ces conflits plongerait le monde dans une récession sévère. Le débouclage brutal de ces positions est un risque systémique pour l'ensemble du système économique et financier mondial.

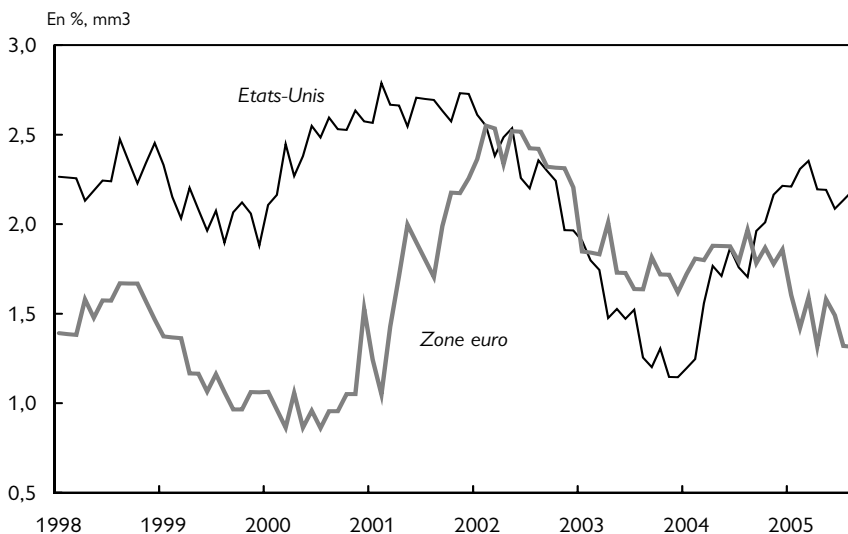
... ou une déflation européenne

Paradoxalement, l'autre risque majeur de l'économie mondiale est la déflation. La zone euro illustre ce schéma par lequel elle entrerait dans une lourde crise dont il est difficile de s'extraire, comme le montre l'expérience japonaise des quinze dernières années. La faiblesse des performances économiques européennes est liée à son impuissance à réguler les fluctuations brutales que le capitalisme moderne semble condamné à engendrer. En retour la faiblesse de la croissance accroît le chômage et compromet le pacte de redistribution. Explicitement (réformes structurelles en tout genre) ou implicitement (poids du chômage sur les salaires réels, menaces de délocalisation), le partage de la valeur ajoutée se fait au profit des producteurs.

■ Département analyse et prévision

Les ressorts internes de la croissance sont brisés et la pression de la concurrence ronge les salaires et les prix. Alors que le prix du pétrole flambe, l'inflation « sous-jacente » en Europe ralentit et atteint des rythmes qui sont pratiquement indiscernables de la baisse des prix (graphique 2). Que cela se prolonge ou que le prix du pétrole chute brusquement et l'économie de la zone euro entrera dans une dangereuse spirale déflationniste.

2. Inflation sous-jacente dans la zone euro et aux États-Unis *



* Pour les États-Unis, l'inflation sous-jacente est l'inflation hors énergie et alimentaire. Pour la zone euro, les prix de l'alcool et du tabac ne sont pas intégrés non plus.

Sources : BLS, Eurostat.

À plus long terme encore, la faible croissance pèse sur les capacités d'investissement de chacun, que ce soit les entreprises, les États ou les individus, et entame le potentiel de croissance (encadré 3). L'absence de régulation conjoncturelle fait ainsi courir des risques bien plus forts qu'avoir des cycles plus marqués autour d'une tendance immuable. Oublier également que la régulation conjoncturelle doit lutter contre la déflation autant que contre l'inflation est une position dangereusement asymétrique.

3. Le grand écart des croissances potentielles

Les faibles performances de croissance dans la zone euro comparées à celles enregistrées aux États-Unis et au Royaume-Uni sont à relativiser au regard des différentiels de croissance potentielle: un des principaux moteurs de cette dernière — les fluctuations de la population active — éclaire les différences observées entre économies. Le ralentissement de la croissance de la population active observé au cours de la dernière décennie dans la plupart des pays industrialisés — causé entre autres par le vieillissement des populations, la réduction des soldes migratoires et la fin du rattrapage de l'emploi féminin — pèse sur le potentiel de croissance (tableau). Malgré un infléchissement récent dans la plupart des pays industrialisés, la croissance potentielle demeure plus vigoureuse aux États-Unis et au Royaume-Uni grâce à des gains de productivité du travail plus dynamiques, voire en accélération outre-Atlantique.

Évolution récente de la croissance potentielle

Variation annuelle moyenne en %

	France	Allemagne	Espagne	Italie	Etats-Unis	R.- U.
Croissance stabilisant le chômage ($a=b+c$)						
1994-2000	1,8	1,8	1,4	2,0	3,3	2,6
2001-2004	1,6	1,0	1,6	0,2	2,9	2,0
Population active (b)						
1994-2000	0,5	0,2	1,4	0,4	1,3	0,5
2001-2004	0,6	0,0	1,4	0,3	0,8	0,5
Productivité par tête ($c=d+e$)						
1994-2000 *	1,4	1,7	0,0	1,6	2,0	2,1
2001-2004	1,0	1,0	0,2	-0,1	2,1	1,5
Productivité horaire (d)						
1994-2000 *	1,9	2,3	0,0	1,7	2,0	1,1
2001-2004	1,5	1,4	0,5	0,1	2,5	0,8
Durée du travail (e)						
1994-2000	-0,5	-0,6	0,0	-0,1	0,0	1,0
2001-2004	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2	-0,4	0,4

* Sauf Espagne, 1996-2000.

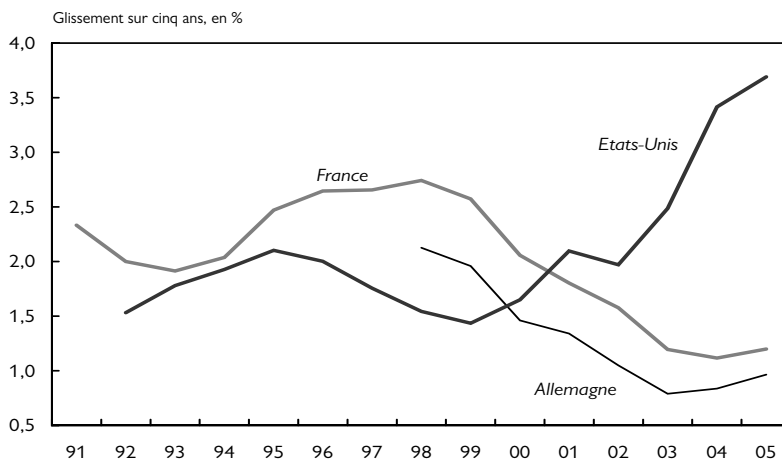
Sources : OCDE et données nationales, calculs OFCE.

Le ralentissement européen n'est pas lié aux arguments de « structure » habituellement employés concernant les rigidités spécifiques du marché du travail, mais à une faiblesse récente de la productivité globale des facteurs: alors qu'elle progressait plus rapidement en France et en Allemagne qu'aux États-Unis jusqu'au tournant du millénaire, un très fort écart se creuse depuis 2000 (graphique E1). Cette rupture traduit pour partie des comportements d'investissement marqués par les différences conjoncturelles, les États-Unis ayant connu une fin de cycle économique plus franche que la zone euro. Toutefois, les éléments réversibles ont des conséquences structurelles à plus longue échéance. L'investissement privé a été touché des deux côtés de l'Atlantique. Mais les contraintes du Pacte de stabilité et de croissance ont pesé sur les dépenses publiques dans la zone euro. Ne pouvant faire face à l'augmentation de l'écart entre recettes et dépenses en période de faible croissance, les gouvernements ont rogné sur leurs investissements. Le rebond observé aux États-Unis (graphique E2) est donc exceptionnel, comparé aux autres économies.

■ Département analyse et prévision

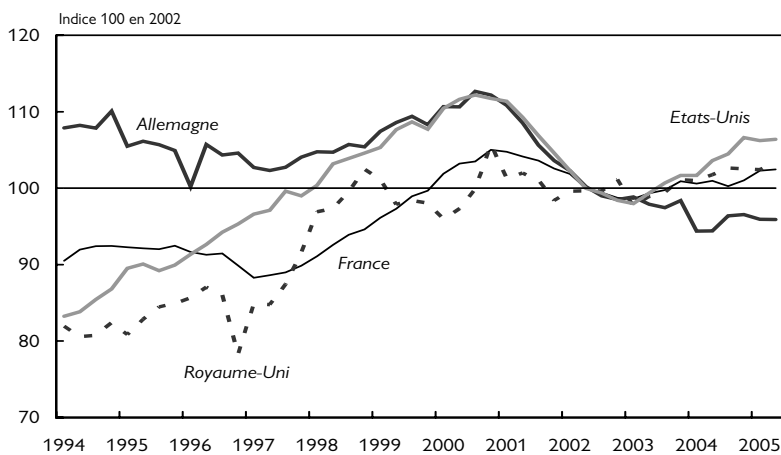
Le nouveau régime de croissance des États-Unis, fondé sur la productivité et une régulation conjoncturelle affirmée, a permis de maintenir l'économie américaine à flot pendant la crise: par effet d'hystérèse, l'absence de fluctuations de court terme soutient le potentiel de croissance à plus longue échéance. À l'opposé, la faiblesse de la productivité et l'absence de politique économique à l'échelle de l'Europe pèsent sur le potentiel de croissance des prochaines années.

E1. Productivité globale horaire des facteurs dans le secteur privé



Nous évaluons le taux de croissance de la productivité globale des facteurs à partir d'une fonction de production de Cobb-Douglas. La productivité globale horaire des facteurs (π) du secteur privé est calculée via son taux de croissance $\dot{\pi} = \dot{Q} - \alpha \dot{L} - (1 - \alpha) \dot{K}$ où Q est la valeur ajoutée du secteur privé, α la part des salaires dans cette VA, L l'emploi en heures et K le stock de capital. Ce calcul comporte des lacunes en ce qui concerne la mesure de la croissance du stock de capital. Les données utilisées proviennent de l'OCDE et des comptes nationaux.
Sources : OCDE et données nationales, calculs OFCE.

E2. Part de l'investissement* brut hors logement dans le PIB



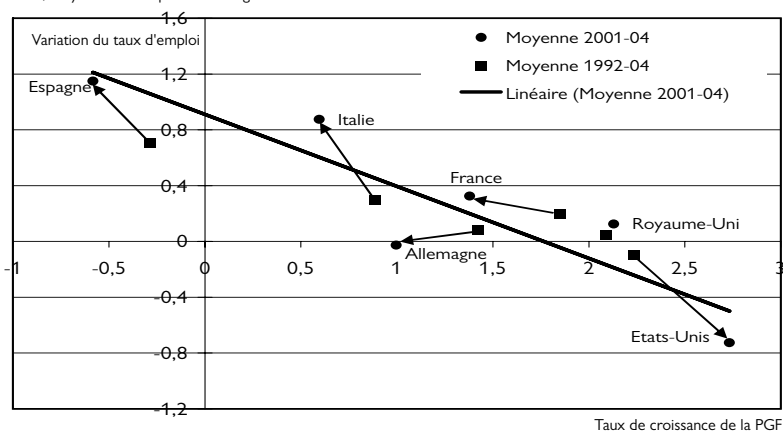
* L'investissement est la somme des investissements public et privé hors logement.
Sources : OCDE, calculs OFCE.

CROISSANCE MONDIALE: ESSAI TRANSFORMÉ ■

Forcés de soutenir l'emploi en période de chômage massif, la France et l'Allemagne ont préféré un enrichissement de la croissance en emplois et ont donc connu une déqualification et une baisse de la productivité (graphique E3). Ainsi, puisque la croissance du PIB est fonction des croissances du taux d'emploi et de la productivité, le maintien du taux d'emploi, voire son augmentation, permet de compenser les baisses de productivité. Malheureusement, l'Allemagne a perdu sur les deux tableaux (hors cas particulier du secteur manufacturier). En ce qui concerne les États-Unis, ce dernier graphique nuance la forte hausse de la productivité qui s'est réalisée au prix d'une chute du taux d'emploi. L'impact en terme de croissance en est donc moindre.

E3. Taux d'emploi et productivité globale horaire des facteurs

En %, moyennes sur la période et régression linéaire sur 2001-2004



* Le taux d'emploi est le rapport du nombre de personnes employées sur la population en âge de travailler.
Sources : OCDE et données nationales, calculs OFCE.

■ Département analyse et prévision

Tour du monde: vers un rééquilibrage?

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

L'année 2004 a été de bonne facture aux États-Unis, avec une hausse du PIB de 4,2 %. En 2005 et 2006, la croissance aux États-Unis se stabiliserait autour de son rythme potentiel (respectivement 3,5 % et 3,2 %). Si l'écart se resserre avec la zone euro, les performances outre-Atlantique resteraient nettement supérieures à celles du vieux continent (voir plus bas: « Une zone euro toujours en petite forme »). Ce dynamisme s'appuie sur une demande intérieure solide, soutenue par un rebond de l'investissement depuis 2004 — les entreprises ont assaini leur situation financière et profitent du bas niveau des taux d'intérêt longs — et par la vigueur de la consommation des ménages — la progression du revenu et la baisse du taux d'épargne font plus que compenser la hausse du niveau général des prix. La flambée des prix du pétrole n'a, jusqu'à présent, pas généré d'effets de second tour sur l'inflation, mais le risque n'est pas exclu à l'horizon 2006. Autre point à surveiller: le taux d'endettement des ménages atteint des sommets avec l'engouement des américains pour l'immobilier. La reprise du marché du travail et la poursuite du cycle d'investissement comptent parmi les facteurs qui viendront soutenir la croissance jusqu'en 2006. Le ralentissement serait imputable au resserrement modéré des conditions monétaires. En outre, l'économie américaine est désormais moins dépendante de l'impulsion budgétaire et le déficit courant cesse de se dégrader: il se stabilise autour de 6,3 % du PIB.

Au Royaume-Uni, l'économie a fortement ralenti depuis le deuxième trimestre 2004 et la bonne performance de 2004 (3,2 %) ne sera pas renouvelée en 2005 et 2006 (1,7 % et 2,2 %). La hausse des taux d'intérêt a freiné l'activité intérieure, alors qu'aucun soutien à la croissance n'est venu de l'environnement extérieur. La consommation des ménages a nettement ralenti et l'industrie manufacturière se trouve au bord de la récession. L'impulsion budgétaire serait légèrement négative en 2005 et 2006, et seul un assouplissement de la politique monétaire permettrait à l'économie de redémarrer doucement en 2006. Les performances de l'économie britannique sont

aujourd'hui déconnectées de la croissance américaine et se rapprochent de celles de la zone euro.

L'économie japonaise, au contraire, sort enfin la tête de l'eau. La croissance au premier semestre 2005 a été supérieure aux prévisions grâce à la bonne tenue de la consommation des ménages et à la poursuite de l'investissement productif. Le commerce extérieur, moteur traditionnel de la reprise nippone, a joué un rôle moins important au début de l'année, les exportateurs nippons ayant pâti des ajustements en cours dans le secteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC). Le taux d'épargne se réduit progressivement, tandis que la situation s'améliore sur le front de l'emploi, avec une augmentation des embauches en contrats réguliers. L'assainissement du secteur financier a permis aux entreprises d'emprunter pour financer leurs investissements. Après une première année de reprise en 2004 (2,6 % de croissance), l'économie nippone resterait dynamique en 2005 et en 2006 (2,2 % et 1,9 %), soutenue par le redémarrage du commerce extérieur, de plus en plus orienté vers l'Asie. La confiance des ménages et la reprise de l'investissement logement permettraient à la demande intérieure de prendre le relais de la croissance. Si l'évolution des prix est aujourd'hui encore négative, le Japon devrait sortir de la déflation à l'horizon 2006.

La croissance en Asie continue sa course en tête, entraînée par la performance chinoise. La forte demande des États-Unis pour les produits asiatiques, une inflation modérée et une position financière extérieure largement excédentaire ont permis à l'Asie d'atténuer l'impact négatif des prix élevés du pétrole. Après une performance exceptionnelle de 7,9 % en 2004, la croissance se maintiendrait à un niveau élevé: 7,3 % en 2005 et 7,1 % en 2006. L'économie serait soutenue dans plusieurs pays d'Asie du Sud-Est par la reprise du cycle des semi-conducteurs. Mais la Chine resterait le moteur de la zone, grâce au dynamisme de la consommation et aux gains toujours aussi forts de parts de marché. L'inflation demeure modérée en Asie, mais les politiques de subventions des prix de l'énergie pratiquées par de nombreux pays pourraient bien faire l'effet d'une bombe à retardement.

L'envolée des prix du brut profite à l'Amérique latine, exportatrice nette de pétrole, qui accumule des excédents commerciaux très élevés en 2005. Outre le soutien de l'environnement international, la consolidation des dynamiques de demande intérieure s'est poursuivie, avec un boom de l'investissement productif et une consommation privée bien orientée. Après des performances exceptionnelles en 2004 (6,2 % de croissance en moyenne), l'activité progresserait à un rythme toujours soutenu en 2005 et 2006 (4,0 % et 3,6 %). Ce ralentissement serait imputable à l'appréciation des taux de change effectifs réels et à des politiques économiques relativement restrictives dans les pays les plus inflationnistes. Les exportations continueront cependant d'être portées

■ Département analyse et prévision

par le dynamisme de la croissance aux États-Unis et en Chine, la part de l'Asie dans les exportations sud-américaines ayant presque doublé en quatre ans.

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

Une zone euro toujours en petite forme

Confirmant le ralentissement initié au second semestre 2004, la croissance a été atone au premier semestre 2005 (0,3 % chaque trimestre). La reprise n'aura donc pas eu le temps de s'affirmer, la zone euro restant à la traîne des autres zones (avec une croissance de seulement 1,8 % en 2004, inférieure à son rythme potentiel). Ce schéma devrait se poursuivre à l'horizon de notre prévision, avec une croissance de 1,3 % en 2005 et de 1,9 % en 2006. Une croissance plus vigoureuse n'est cependant pas à exclure au second semestre 2005, selon l'indicateur avancé (encadré 4).

La consommation des ménages, qui avait jusqu'alors soutenu la croissance, a commencé à montrer des signes de faiblesse début 2005 (0,1 % chaque trimestre). Certes les créations d'emplois ont un peu accéléré — avec pour conséquence une légère baisse du taux de chômage depuis fin 2004, pour atteindre 8,7 % au deuxième trimestre 2005 —, mais face aux incertitudes pesant sur l'activité économique, les ménages ont augmenté leur taux d'épargne. En 2006, l'amélioration progressive de l'emploi et la décélération de l'inflation permettraient à la consommation de réaccélérer un peu, mais elle resterait bridée par un faible pouvoir d'achat.

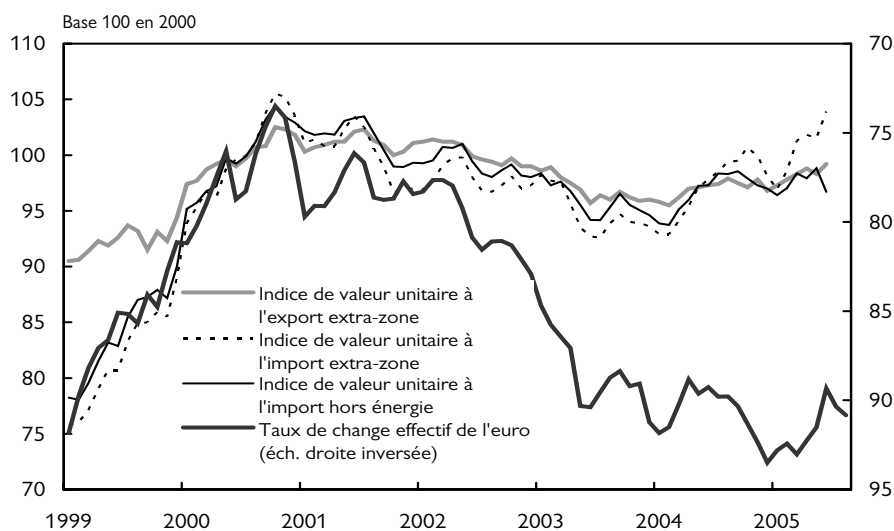
Quant à l'investissement, un léger mieux se dessine depuis quelques trimestres, malgré un trou d'air début 2005. Mais, la faiblesse de la consommation et des débouchés extérieurs empêche une véritable

CROISSANCE MONDIALE: ESSAI TRANSFORMÉ ■

reprise. Avec la dépréciation de l'euro, et donc une croissance des exportations plus forte en 2006, et avec le léger mieux attendu concernant la consommation, l'investissement accélérerait. Le commerce extérieur cesserait de peser sur la croissance en 2006, avec une contribution légèrement positive (+ 0,3 point).

Alors que la plupart des exportateurs avaient comprimé leurs marges depuis 2002, la dépréciation de l'euro leur a permis d'augmenter leurs prix à l'extérieur de la zone (graphique 3). Cependant, du fait du renchérissement du prix du pétrole, les indices de valeur unitaire à l'importation extra-zone ont fortement augmenté, conduisant à une dégradation des termes de l'échange. Au premier semestre 2005, ce n'est donc pas tant la mauvaise performance à l'exportation de la zone qui a dégradé le solde commercial que la facture énergétique: alors qu'en 2004 le déficit des produits énergétiques s'était creusé de 17 milliards d'euros, sur les seuls six premiers mois de l'année 2005, il s'est dégradé de 26 milliards par rapport à la même période de 2004.

3. Taux de change de l'euro et indices de valeur unitaire



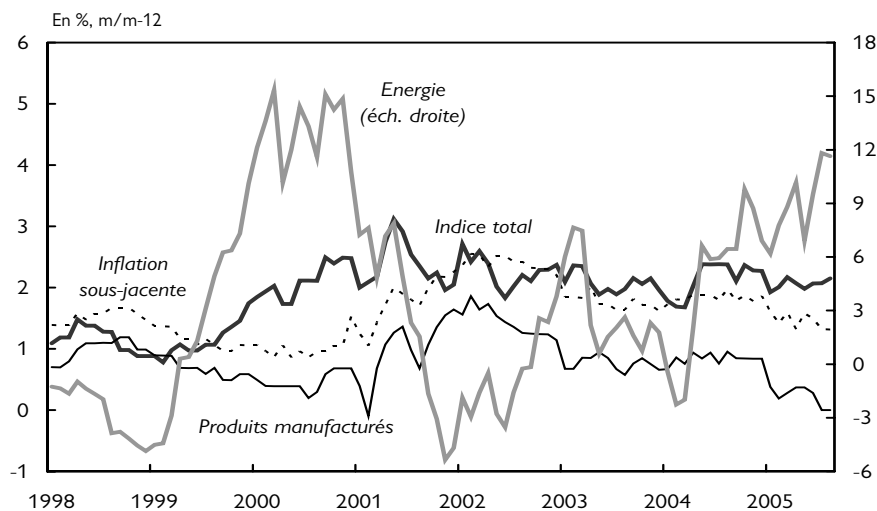
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Malgré la hausse du prix de l'énergie, les prix à la consommation n'ont que peu accéléré depuis le début de l'année 2005 dans la zone euro (graphique 4). Aucun effet de second tour ne s'est mis en place. Au contraire, le renchérissement du prix du pétrole cache même un net ralentissement des prix des produits manufacturés, qui ont cessé d'augmenter, poussés à la baisse par la chute du prix des importations. Ils sont même en baisse en Allemagne, en France et aux Pays-Bas, trois

■ Département analyse et prévision

pays où les coûts salariaux unitaires dans l'industrie se contractent nettement. L'inflation sous-jacente est donc en ralentissement, à 1,3 % en août 2005. Avec la stabilisation du cours du pétrole, l'inflation ralentirait en 2006 (à 1,6 % en moyenne annuelle).

4. Inflation dans la zone euro



Source : Eurostat.

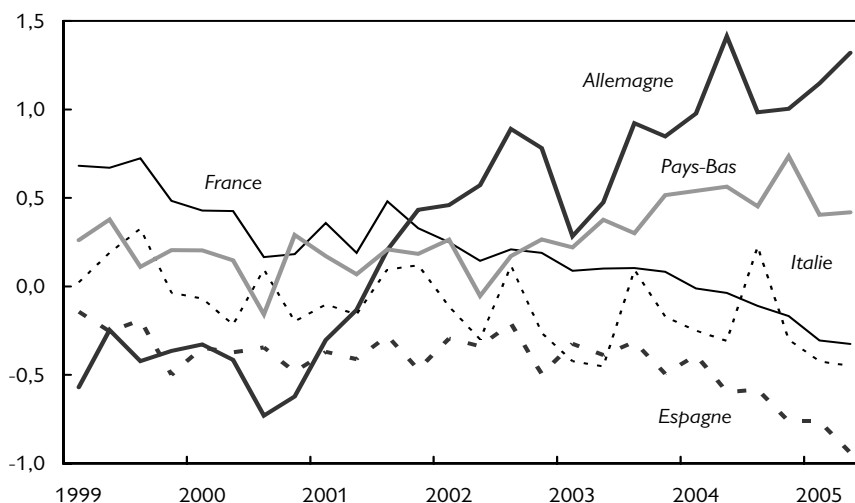
Des performances hétérogènes au sein de la zone euro

En 2006, parmi les principaux pays de la zone, ce sont surtout la France et l'Espagne qui tireront la croissance (respectivement 2,2 % et 2,9 %). Mais, alors que la France verrait sa croissance accélérer, celle de l'Espagne ralentirait, sous le poids de déséquilibres croissants (endettement élevé des ménages notamment). Les Pays-Bas croîtraient au même rythme que la zone euro, après une année 2005 morose. La croissance accélérerait en Allemagne et en Italie, mais resterait bien inférieure à celle de la zone euro (respectivement 1,4 % et 1,2 % contre 1,9 % dans la zone euro).

Si les divergences en terme de taux de croissance devraient s'atténuer entre les pays, ce serait moins le cas en ce qui concerne les sources de cette croissance. Les Pays-Bas et l'Allemagne continueraient de bénéficier d'une contribution des échanges extérieurs nettement positive (respectivement 1 point et 1,3 point en 2006). Pour l'Allemagne, ce serait son principal soutien : la stratégie de réduction des coûts mise en place par les entreprises pour améliorer leur compétitivité a durablement plombé la demande intérieure. La croissance de la consommation privée et celle de l'investissement productif redeviendraient positives en 2006, mais

cela ne suffirait pas à enclencher une vraie dynamique interne, d'autant plus que l'investissement en construction resterait déprimé. En Italie, du fait d'une compétitivité dégradée, aucun soutien de l'extérieur n'est à attendre (avec une contribution nulle en 2006) et tout repose donc sur la demande intérieure. Celle-ci accélérerait, principalement du fait d'une meilleure tenue de l'investissement, mais elle resterait relativement faible, en raison notamment d'une moins bonne orientation du marché du travail que précédemment. Enfin, la France et surtout l'Espagne, qui ont beaucoup pâti de leur contribution extérieure négative en 2003 et 2004, verraient cette situation s'améliorer grâce à la dépréciation de l'euro, la contribution extérieure devenant moins négative en 2006 (respectivement - 0,4 point et - 1,4 point). La demande intérieure resterait le moteur de la croissance dans ces pays, même si elle décélérerait un peu en Espagne.

5. Soldes courants, en % du PIB de la zone euro



Sources : Banques centrales nationales, Global Insight

Les divers schémas à l'œuvre dans les principaux pays de la zone euro se reflètent dans la situation de leur balance courante (graphique 5). L'Allemagne, qui parvient à stabiliser ses parts de marché à l'exportation, et devrait même en gagner un peu, notamment au détriment de ses principaux partenaires de la zone euro, accumule un excédent courant de plus en plus important, malgré la facture énergétique. Il a ainsi atteint 1,3 % du PIB de la zone euro au deuxième trimestre 2005. C'est aussi le cas des Pays-Bas, dont l'excédent représente 0,4 % du PIB de la zone euro. En revanche, en Italie et en France, le solde courant est légèrement déficitaire, de respectivement 0,3 % et 0,4 % du PIB de la zone euro. Face à l'appréciation de l'euro, les exportateurs français ont plus souffert que les exportateurs allemands, subissant de nettes

■ Département analyse et prévision

pertes de parts de marché. Dans le secteur industriel, les entreprises françaises ont réduit leurs coûts, mais ce mouvement a été moindre qu'en Allemagne, entraînant une détérioration de la compétitivité des produits français par rapport aux produits allemands. De plus, l'orientation des exportations françaises est toujours pénalisante, avec une part plus élevée que l'Allemagne de ventes vers les pays de la zone euro et encore peu d'exportations vers les pays de l'Est ou l'Asie. Quant à l'Espagne, la dégradation du déficit courant est importante, celui-ci atteignant 0,9 % du PIB de la zone euro au deuxième trimestre 2005. Non seulement l'Espagne perd des parts de marché depuis 2002, les avantages liés à son entrée sous-évaluée dans la zone euro s'épuisant peu à peu du fait du différentiel d'inflation avec ses principaux partenaires, mais la demande intérieure très dynamique conduit aussi à de fortes importations, ce qui explique l'ampleur de ce déséquilibre.

4. L'indicateur avancé pour la zone euro : un scénario de redémarrage

Les prévisions de l'indicateur avancé *, actualisées avec les données disponibles au début d'octobre, anticipent un net regain de croissance dans la zone euro pour la seconde moitié de 2005, avec une croissance anticipée de 0,6 % au troisième trimestre et de 0,8 % au quatrième. Ces prévisions lèvent l'inquiétude exprimée il y a six mois, qui avait fait craindre l'enclenchement d'un processus récessif, avec en particulier une croissance faible au premier trimestre et nulle au deuxième.

La nette dégradation de la confiance dans l'industrie, mesurée par les enquêtes européennes de conjoncture, explique le tassement de la croissance depuis la mi-2004. Symétriquement, le redressement sensible du climat des affaires en Europe augure de la fin possible de ce passage à vide et même d'une reprise de la croissance à un rythme soutenu.

L'envolée des prix du pétrole durant l'été n'a pas affecté, semble-t-il, le moral et les anticipations des chefs d'entreprises, à même de pouvoir y faire face d'abord en profitant de la moindre dépendance que par le passé des systèmes productifs au pétrole, ensuite en comprimant les coûts salariaux pour préserver leurs marges. L'indice de confiance des consommateurs peine à se redresser et n'apporte aucune contribution positive à la reprise qui s'annonce. Probablement parce que la hausse des prix du pétrole affecte davantage les ménages, qui subissent directement l'impact négatif de la hausse des carburants sans pouvoir en transférer les surcoûts à d'autres agents.

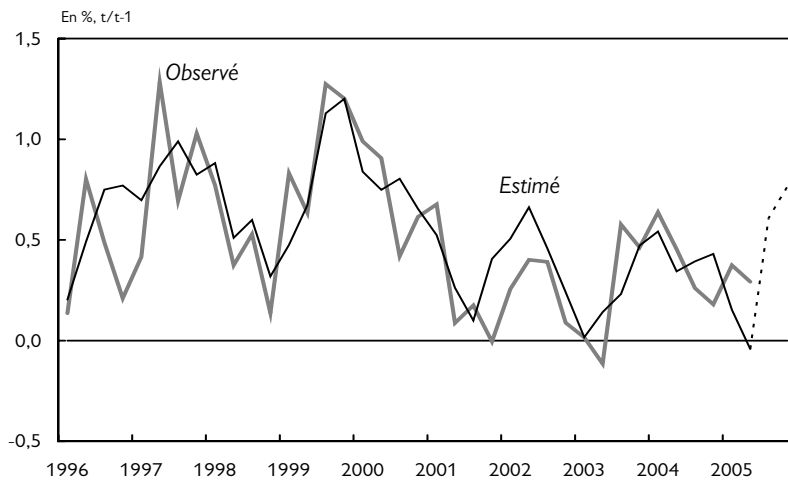
La meilleure tenue du dollar depuis le début de 2005 contribuera à l'embellie conjoncturelle en zone euro. Pour la première fois depuis un an, la parité euro/dollar devrait apporter un supplément de croissance au quatrième trimestre.

Compte tenu de ces prévisions, la croissance en moyenne annuelle, 1,5 % pour 2005, pourrait être un peu plus élevée que les attentes du consensus, 1,3 % en septembre.

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

CROISSANCE MONDIALE: ESSAI TRANSFORMÉ ■

Taux de croissance trimestriels du PIB observé et prévu



Croissance du PIB en volume

En %, t/t-1

	2004 T3	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4
Eurostat	0,3	0,2	0,4	0,3	–	–
Indicateur	0,4	0,4	0,2	0,0	0,6	0,8

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2005.

Achévé de rédiger le 25 octobre 2005.

