

# CROISSANCE SANS CHÂTIMENT

## Perspectives 2006-2007 pour l'économie mondiale \*

*Après les désordres du début de la décennie, bulle technologique, scandales financiers, tensions géopolitiques, l'économie mondiale a retrouvé la voie d'une croissance durable. Le ralentissement anticipé pour l'année 2005, après une croissance record en 2004, a été plus modéré que prévu et l'expansion est restée largement diffusée. Le resserrement monétaire aux États-Unis n'a pas vraiment entamé le dynamisme de l'économie américaine qui, malgré une baisse de régime en 2005, croît toujours à des rythmes enviés par l'Europe, restée à la traîne. Le ralentissement a été à peine perceptible en Asie, plus net en Amérique latine et dans les pays de l'Est, sans toutefois remettre en cause le rattrapage de ces économies en développement sur les économies plus avancées. Le Japon est sorti de la déflation, et la reprise de 2004 s'est confirmée en 2005. En 2006 et en 2007, la croissance mondiale se poursuivrait à des rythmes voisins de ceux de 2005.*

*Les déséquilibres auxquels doit faire face l'économie mondiale n'ont à ce jour pas infléchi son sentier de croissance. En dépit des inquiétudes réitérées par les observateurs ou les banquiers centraux, le choc pétrolier n'a pas déclenché d'inflation. Les discours des banques centrales et les politiques monétaires ont montré la volonté des autorités monétaires de s'opposer à un emballement inflationniste. Aidées par la concurrence des pays émergents qui empêche les pressions haussières sur les prix de s'exprimer, les banques centrales sont parvenues à convaincre de leur capacité à intervenir sur le cours des événements, empêchant la remontée des taux longs à hauteur de celle des taux courts.*

*Le marché immobilier a largement profité de la faiblesse des taux longs. L'injection de liquidités par le crédit immobilier, en permettant aux vendeurs de réaliser leurs plus-values et d'en consommer une fraction, a été à l'origine d'une baisse du taux d'épargne des ménages dans les pays où le marché immobilier a été le plus dynamique. En cas de remontée des taux longs, l'exubérance de l'immobilier est réversible et les récentes expériences anglo-saxonnes de resserrement monétaire ont rassuré sur l'efficacité de l'arme des taux.*

*Le déficit courant américain prend un caractère vertigineux, mais n'a pas eu pour l'instant les conséquences dévastatrices qu'il pouvait laisser craindre. Les déséquilibres s'installent dans la durée, au plus grand bénéfice de la croissance. Leur soutenabilité repose sur le contrôle des situations patrimoniales, qu'elles soient entre pays ou entre agents. Ou du moins, sur la croyance dans ce contrôle.*

\* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend : Christophe Blot, Guillaume Chevillon, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Frédéric Reynès, Christine Riffart. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 13 avril 2006.

## Après le ralentissement, la croissance

Le ralentissement de l'économie internationale en 2005, avec une hausse du PIB mondial de 4,4 % après une croissance record de 5 % en 2004, n'aura finalement été qu'une péripétie. Les deux sujets d'inquiétude que sont le choc pétrolier et l'accumulation des déséquilibres n'ont pas empêché l'économie mondiale de reprendre la voie d'une croissance durable après la correction des excès liés à la bulle Internet. En 2006 et en 2007, la croissance mondiale se poursuivrait, à des rythmes voisins de ceux de 2005, avec des hausses du PIB respectivement de 4,5 % et de 4,2 %.

Même si elle a ralenti en 2005, la croissance n'a pas fait défaut dans les zones du monde les plus enclines à l'expansion. Dans la foulée de la reprise engagée en 2002, l'économie américaine est restée encore dynamique, malgré le resserrement monétaire mené par la Réserve fédérale qui a conduit à un ralentissement modéré, de 4,5 % en 2004 à 3,5 % en 2005. Le ralentissement a été à peine perceptible en Asie, 7,8 % en 2005 contre 8,2 % en 2004. Il l'a été davantage en Amérique latine (3,8 % en 2005 contre 5,8 % l'année précédente) ou dans les pays de l'Est (5,6 % contre 7,3 % en 2004), mais n'a toutefois pas hypothéqué le rattrapage de ces zones en développement, qui continuent à croître plus vite que les grandes économies de la planète. Le Japon est sorti de la déflation et la reprise de 2004 s'est confirmée en 2005 avec une hausse du PIB de 2,8 %. La zone euro reste seule en queue du peloton de la croissance mondiale, 1,4 % en 2005.

La zone euro est la grande perdante de la reprise mondiale qui s'est engagée après la correction des excès de la fin des années 1990. Alors que le dénominateur commun aux pays de la zone aurait pu servir de socle à la mise en place d'une stratégie de croissance « à l'américaine », la politique économique est restée peu ou pas expansionniste. Contrairement aux États-Unis, la politique monétaire en Europe a été timorée, le recul des taux durant le ralentissement de 2001 ayant été plus tardif et moins ample qu'outre-Atlantique. Les politiques budgétaires nationales, contraintes par le Pacte de stabilité et de croissance, ont eu un effet expansionniste bien moindre qu'aux États-Unis. Enfin, l'appréciation de la monnaie unique a privé l'économie européenne du renfort de la compétitivité-prix jusqu'en 2004.

Les diversités nationales en Europe ont également joué contre l'expansion. Le jeu non coopératif de l'Allemagne, visant à la conquête de marchés extérieurs par une politique de désinflation compétitive étouffant sa demande interne, est un jeu à somme négative pour l'ensemble de la zone. Les partenaires de l'Allemagne perdent, à l'avantage de cette dernière, une partie de leurs positions compétitives, et pâtissent de l'affaiblissement de la demande interne d'un de leurs principaux clients, l'Allemagne.

## 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		2005	2006	2007
Allemagne	4,4	1,1	1,6	1,4
France	3,2	1,4	2,2	2,1
Italie	3,1	0,1	1,0	1,1
Espagne	1,8	3,4	3,4	2,8
Pays-Bas	0,9	0,9	3,3	2,6
Belgique	0,6	1,4	2,6	2,2
Autriche	0,5	2,0	2,2	1,9
Finlande	0,4	2,2	3,6	3,0
Portugal	0,4	0,3	0,9	1,4
Grèce	0,3	3,7	3,2	2,9
Irlande	0,3	4,3	5,4	4,7
<b>Zone euro</b>	<b>15,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
Royaume-Uni	3,1	1,8	2,5	2,4
Suède	0,5	2,7	3,4	2,5
Danemark	0,3	3,4	2,7	2,1
<b>Union européenne à 15</b>	<b>19,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
<b>10 nouveaux pays membres</b>	<b>1,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>
<b>Union européenne à 25</b>	<b>21,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>
Suisse	0,4	1,8	2,0	1,7
Norvège	0,3	3,4	3,0	2,3
<b>Europe</b>	<b>22,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>
États-Unis	21,2	3,5	3,7	3,2
Japon	7,1	2,8	3,1	2,4
Canada	2,0	2,9	3,2	2,5
<b>Pays industriels</b>	<b>54,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>
Pays candidats à l'UE <sup>2</sup>	1,4	4,4	5,0	4,7
Russie	2,7	6,3	6,0	5,0
Autres CEI <sup>3</sup>	1,2	6,5	6,8	6,5
Chine	12,7	9,9	9,0	8,5
Autres pays d'Asie	13,5	5,8	5,8	5,8
Amérique latine	7,9	3,8	3,9	3,9
Afrique	3,2	4,5	5,9	5,0
Moyen-Orient	3,1	5,4	5,0	5,0
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>

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

2. Bulgarie, Croatie, Roumanie et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2006.

## La croissance mondiale surmonte les chocs

Les effets inflationnistes de second tour liés à la hausse du prix du pétrole, qui alimentent régulièrement la rubrique « risques » des prévisions ainsi que les discours des banquiers centraux, demeurent invisibles. L'inflation d'ensemble a bien sûr réagi à la multiplication par six du prix du pétrole depuis la fin 1998, mais par la seule composante « énergie » des indices de prix. La hausse des coûts intermédiaires n'a pas dégénéré en inflation en aval des systèmes productifs, désamorçant le risque d'enclenchement de spirales prix-salaires dans les économies des pays importateurs.

La gestion de la politique monétaire par la Réserve fédérale, suivie plus tardivement et plus mollement par la Banque centrale européenne (BCE), n'a laissé aucun doute quant à la volonté des autorités monétaires de soutenir l'activité pendant la phase de creux conjoncturel des premières années 2000. Elle ne laisse aucun doute non plus sur leur volonté d'endiguer les pressions inflationnistes que les tensions sur les marchés de matières premières et énergétiques portent en germe. En intervenant conformément à des objectifs clairement affichés, les banques centrales ont gagné en crédibilité et ont probablement contribué à étouffer dans l'œuf des comportements inflationnistes qui, autrement, auraient pu induire des réactions plus brutales, et plus déstabilisantes pour la croissance, de la politique monétaire. Mais la stabilité n'est pas irréversible, et la résurgence de l'inflation toujours possible, si le doute sur la capacité des banques centrales à maîtriser les processus inflationnistes gagnait les esprits. L'émergence de la Chine et l'approfondissement de la division du travail dans la zone Asie ont engendré jusqu'à maintenant des gains apparents de productivité qui maintiennent les prix bas partout dans le monde, soit directement par la baisse des prix, soit indirectement par la pression sur les coûts de production dans les zones concurrentes. Si les processus déflationnistes venaient à faiblir, la facilité avec laquelle les banques centrales contiennent l'inflation pourrait apparaître illusoire.

Au vu de la hausse des taux courts dans les pays anglo-saxons depuis deux ans, relayée depuis quelques mois par la Banque centrale européenne, l'absence de franche remontée des taux longs peut paraître paradoxale. Elle peut d'abord s'expliquer par l'institution des nouvelles normes comptables des fonds de pension, qui valorisent désormais leurs actifs financiers à leur valeur de marché et non plus à leur valeur historique. Pour atténuer la volatilité des bilans liée à leur composante boursière, les investisseurs institutionnels peuvent être amenés à réduire leur exposition aux actions au profit des obligations, soutenant les cours au détriment des rendements. Au terme de ce processus, le risque est ici celui d'une remontée brutale des rendements, artificiellement minorés par une demande soutenue

d'obligations. Le rapatriement de profits exceptionnels aux États-Unis a pu également contribuer à cette anomalie.

Mais ces explications ne sont que circonstancielles, et les effets d'un tel ajustement temporaires. Dans un contexte où les Banques centrales asiatiques accumulent des obligations d'État américaines, la stratégie des autorités monétaires occidentales est celle des « petits pas ». Cette stratégie, conduisant à une montée graduelle des taux d'intérêt directeurs tout en n'écartant pas, dans les discours, l'éventualité de leur baisse future, apaise les anticipations d'inflation en étayant chez les agents l'idée d'une grande réactivité de la politique monétaire et de sa capacité à maîtriser le cours des événements. Elle atténue la remontée des taux longs qui, de fait, apparaissent beaucoup plus inertes que les taux courts.

Le maintien à bas niveau des taux longs a différé le retournement du marché de l'immobilier, particulièrement dynamique depuis plusieurs années dans beaucoup de pays. En répondant à la demande de crédit immobilier encouragée par les taux bas, les systèmes bancaires injectent des liquidités, qui, circulant de vendeurs en vendeurs, stimulent la baisse de l'épargne des vendeurs finaux, ceux qui, ayant réalisé leurs plus-values sous forme liquide, en affectent une partie à la consommation.

Un des moteurs de la consommation était ainsi préservé. Mais il a accentué les déséquilibres liés à la forte montée de l'endettement des ménages, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni (encadré 1). Si l'endettement immobilier a été particulièrement sensible à la stimulation monétaire de 2001 à 2004, il risque aussi de l'être de manière inverse en cas de tension sur les taux longs. La rapidité de la réaction du marché de l'immobilier au Royaume-Uni, après le resserrement monétaire de la fin 2003, tient probablement au fait que les ménages britanniques étaient endettés à taux variables. Ils sont donc directement exposés à la remontée des taux courts. Aux États-Unis, la hausse des taux longs s'est transmise aux taux hypothécaires et commence à affecter le marché immobilier. Le lien entre les prix de l'immobilier ou l'endettement et le niveau des taux hypothécaires est confirmé. Cet épisode a rassuré sur l'efficacité de l'arme monétaire et autorise, au moins dans les discours, l'évocation d'un retour en arrière des taux directeurs, une fois achevé le cycle de hausse actuel.

### 1. Un ménage endetté en vaut deux

Les déséquilibres relatifs aux ménages se sont développés, durant la dernière décennie, sous l'influence du bas niveau des taux d'intérêt réels. Ils ont surtout concerné les États-Unis et le Royaume-Uni, où l'endettement des ménages a explosé en même temps que les prix immobiliers. La hausse des prix a cependant été moindre aux États-Unis qu'au Royaume-Uni. Dans la zone euro,

## ■ Département analyse et prévision

les augmentations de prix immobiliers et de dettes ont été plus tardives et bien plus modérées. Les réactions des banques centrales à cette croissance élevée de l'endettement et des prix ont débuté fin 2003 au Royaume-Uni, à la mi-2004 aux États-Unis, et ont été initiées dans la zone euro à la fin 2005.

Au Royaume-Uni, où les crédits sont majoritairement à taux variables, l'impact sur les taux hypothécaires du resserrement monétaire a été relativement rapide, et la croissance des prix immobiliers a ralenti dès la mi-2004. Le taux d'endettement a continué de progresser, mais à un rythme moindre, pour atteindre 151 % du revenu fin 2005. Cependant, dans le sillage de la baisse des taux directeurs en août 2005 (de 0,25 point), l'endettement et les prix immobiliers ont réaccélééré fin 2005. Si elle n'a pas brisé la croissance, la politique monétaire britannique a entraîné un net ralentissement de la consommation des ménages et a favorisé un redressement du taux d'épargne. L'investissement en logement a même reculé en 2005.

Aux États-Unis, où les taux fixes sont la norme et où la remontée des taux longs a débuté à la mi-2005, les taux hypothécaires augmentent depuis moins d'un an (de 0,6 point). Le ralentissement de l'investissement en logement ainsi que le tassement des mises en chantier et des permis de construire accordés pourraient signaler que le resserrement de la politique monétaire américaine commence à affecter les ménages. Le taux d'épargne, qui avait atteint un niveau historiquement bas au troisième trimestre 2005, s'est redressé fin 2005. Mais aucun signe de tassement n'est encore visible sur les prix, qui continuent de croître à des rythmes de l'ordre de 13 %, sans montrer de nette décélération, ni sur l'endettement hypothécaire, resté dynamique.

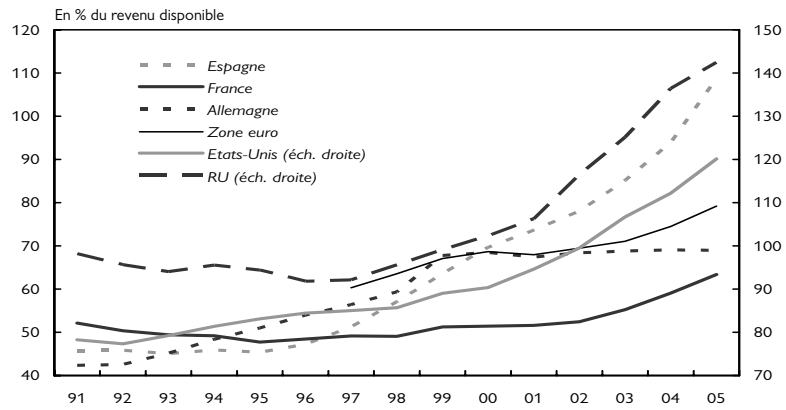
La stratégie des banques centrales de ces deux pays a été suivie avec retard par la Banque centrale européenne, bien que l'endettement des ménages et les prix dans la zone euro n'aient pas progressé autant que dans les pays anglo-saxons. Le taux d'endettement a augmenté de 19 points seulement entre 1997 et 2005, pour représenter 79 % du revenu en 2005. En comparaison, les hausses au Royaume-Uni et aux États-Unis ont atteint respectivement 50 et 35 points (graphique 1).

Cette hausse de l'endettement s'est accompagnée d'une baisse du taux d'épargne dans les pays anglo-saxons, mouvement qui n'a pas été observé dans la zone euro (graphique 2). La hausse des taux d'intérêt, non seulement limiterait la progression de l'endettement, mais entraînerait aussi un redressement du taux d'épargne.

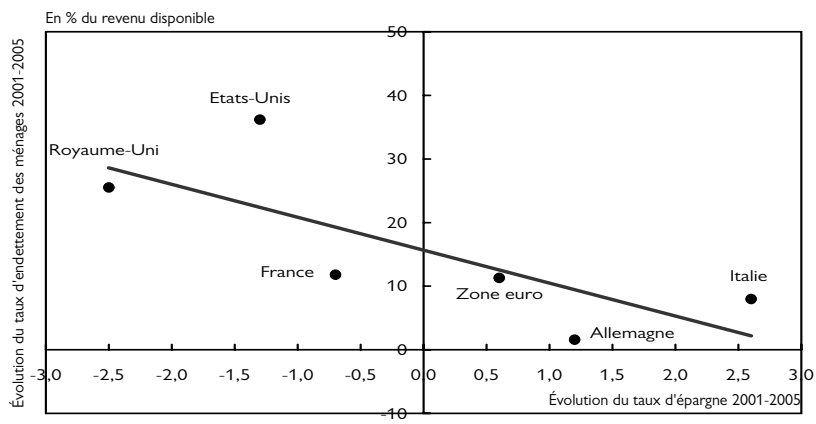
Quant aux prix immobiliers dans la zone euro, ils ont progressé de 7,7 % au premier semestre 2005, soit le rythme le plus élevé depuis 1991, mais bien loin des records atteints dans les pays anglo-saxons. La situation est cependant très hétérogène dans la zone euro, avec d'un côté des prix et un taux d'endettement qui stagnent en Allemagne, et, de l'autre, de fortes hausses de prix observées en Espagne ou en France. Des signes de tassement apparaissent toutefois. La croissance des prix immobiliers a ralenti en Espagne, passant de 19 % fin 2003 à 13 % fin 2005, et s'est stabilisée en France autour de 15 % (graphique 3).

Les taux d'intérêt appliqués aux prêts immobiliers ont entamé une petite remontée dans la zone euro (+ 0,2 point entre septembre et décembre 2005), en lien avec le resserrement de la politique monétaire engagé par la BCE en décembre 2005 et avec la récente hausse des taux longs. À 4 % fin 2005, les conditions de financement restaient toutefois encore très favorables, même si elles devraient se tendre dans les prochains trimestres.

1. Taux d'endettement des ménages

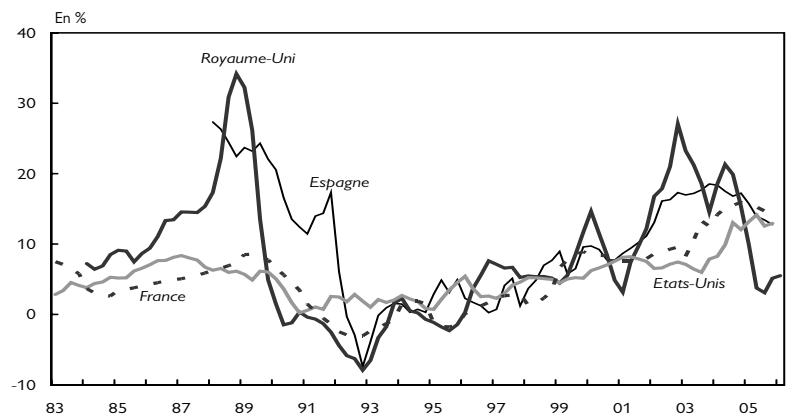


2. Variation du taux d'endettement et du taux d'épargne



Sources : Comptabilités nationales.

3. Évolution des prix immobiliers



Sources : OFHEO, Halifax, INSEE, Ministère du logement.

## Les déséquilibres s'installent dans la durée

Les déséquilibres engendrés par le déficit courant américain, en perdurant, laissent planer le spectre d'une crise financière majeure. Là encore, les propos les plus alarmistes ont été démentis pour l'instant. Le déficit courant américain, en atteignant 7 % du PIB à la fin 2005, est abyssal et aurait pu conduire à un effondrement du dollar ainsi qu'à une hausse des taux longs, précipitant le retournement des marchés immobiliers et plongeant finalement l'économie mondiale dans la récession. Mais les États-Unis, qui financent leur croissance par l'endettement extérieur, ont pu compter sur l'intérêt bien compris de leurs partenaires asiatiques qui, quant à eux, financent leur expansion par l'accumulation d'excédents extérieurs. En recyclant en partie leurs excédents courants dans le financement de la dette extérieure américaine, les pays asiatiques soutiennent le dollar, contrecarrent la remontée des taux longs, pérennisent leurs débouchés, et entretiennent un processus qui, pour l'heure, est resté maîtrisé. La structure du financement de l'économie américaine a changé de façon importante au cours de l'année 2005. Dès le printemps 2004, la Banque du Japon a cessé d'augmenter ses réserves en dollar. L'appréciation du dollar vis-à-vis du yen a permis d'interrompre un soutien par les interventions de change. La variation des réserves de change des pays producteurs de pétrole s'est également stabilisée. Seule la Chine continue d'accumuler des réserves de change en dollar à un rythme élevé. Or, si ces interventions, qui ont pour source des institutions publiques, se sont modérées, le financement du déficit courant américain s'est maintenu. La balance des paiements américaine montre que le financement du déficit repose de plus en plus sur des capitaux d'origine privée. La bascule entre financement d'origine public et privé semble en cours, répondant à celle qui avait eu lieu en 2001, dans l'autre sens. Dans ce mouvement, le dollar ne s'est que très légèrement déprécié. Entre cette quasi stabilité du dollar et la faible hausse des taux longs, il apparaît que l'attractivité des États-Unis et la soutenabilité de leur endettement n'est pas problématique aux yeux des marchés.

La dérive des situations patrimoniales, qu'elle soit entre pays ou entre agents, s'est poursuivie. La position extérieure nette américaine a atteint - 23 % de son PIB en 2004, sommet jamais atteint en valeur absolue par une économie depuis trente cinq ans (voir dans ce dossier « Politiques monétaires: objectif prix »). La dette bancaire des ménages a atteint des records et les endettements publics sont au plus haut. Dans ce contexte, la stabilité de l'inflation et des taux d'intérêt à des niveaux bas est nécessaire pour ne pas enclencher des flux entre agents et entre nations qui pourraient briser le fragile équilibre de la croissance actuelle. Le contrôle de la situation par la politique monétaire, ou du moins une solide croyance dans la possibilité de ce contrôle, est donc essentiel.



## Tour du monde de la croissance

Malgré la poursuite du resserrement monétaire entamé en 2004, la croissance des États-Unis est restée solide en 2005, atteignant 3,5 %. Le quatrième trimestre a toutefois été marqué par un passage à vide, reflétant d'une part le repli de la consommation des ménages et de l'investissement, et d'autre part la progression des importations. Les perspectives pour les premiers trimestres de 2006 font néanmoins état d'un rebond, comme en témoignent la vitalité des dépenses personnelles de consommation et le maintien de la confiance des ménages. La croissance devrait donc s'élever à 3,7 % en 2006, avant de ralentir à 3,2 % en 2007. Sur le front de l'emploi, le marché du travail reste dynamique. Le taux de chômage continuant à baisser, des tensions sur les salaires pourraient apparaître. Toutefois, la stabilisation du prix du pétrole devrait modérer la hausse de l'indice des prix à la consommation. Dans ce contexte, la politique monétaire se durcirait, la Réserve fédérale montant progressivement ses taux à 5,25 %, et la politique budgétaire deviendrait restrictive en 2007. Quant au déséquilibre extérieur, celui-ci se creuserait davantage en 2006, à cause de la vigueur de la demande, et se réduirait progressivement, de 7 % à la fin 2005 à 6,1 % à la fin 2007.

Le ralentissement de l'activité s'est confirmé au Royaume-Uni. Après avoir atteint 3,1 % en 2004, le taux de croissance du PIB n'affichait plus que 1,8 % en 2005. Les raisons de ce ralentissement sont notamment liées au durcissement de la politique monétaire. Sous l'effet d'un taux d'intervention atteignant 4,25 % en août 2005, la consommation des ménages s'est retrouvée pénalisée et l'investissement est resté modéré. De plus, aucune amélioration provenant du commerce extérieur n'a pu être notée au cours de cette période. L'excédent de la balance des services ne parvenant pas à compenser le déficit des échanges de marchandises, le déséquilibre de la balance courante s'est maintenu à 2,5 % du PIB. Pour les deux prochaines années, l'activité économique se renforcerait. Elle serait toujours principalement tirée par les services, mais la production industrielle devrait également se raffermir. Malgré une inflation contenue à 2 %, la politique monétaire resterait légèrement restrictive, principalement en raison des inquiétudes pesant sur le marché immobilier. Du côté de la politique budgétaire, le respect de la règle d'or des finances publiques ne pourra dopper la croissance qui se situerait autour de 2,5 % en 2006 et de 2,4 % en 2007, soit des taux inférieurs au rythme tendanciel estimé à 2,7 %.

L'année 2005 a été celle du redémarrage de l'économie japonaise, qui semble enfin sortie de la déflation. Tirée par une demande intérieure dynamique et une reprise du commerce extérieur au second semestre, la croissance s'est établie à 2,8 % en 2005. L'assainissement bancaire a stimulé la reprise du crédit, et donc de l'investissement, et la baisse du

## ■ Département analyse et prévision

chômage, conjuguée à une hausse des salaires au cours de l'année 2005, a permis de relancer la consommation. La bonne tenue des différents indicateurs conjoncturels et les perspectives de croissance des principaux partenaires du Japon soutiendront la demande intérieure et le commerce extérieur durant les premiers trimestres de 2006. Malgré un léger ralentissement de la consommation, la croissance devrait s'élever à 3,1 % en 2006, pour ralentir à 2,4 % en 2007. La vigueur de la croissance a sans doute été un élément décisif dans la lutte contre la déflation initiée en 2001 avec la politique d'assouplissement quantitatif. Après une remontée de l'inflation sous-jacente qui est restée positive durant six mois consécutifs, l'IPC a lui aussi retrouvé une trajectoire croissante en janvier 2006. La Banque du Japon a donc annoncé le 9 mars 2006 la fin de sa politique monétaire hétérodoxe, mais elle devrait se contenter dans un premier temps d'éponger l'excédent de liquidités en circulation, repoussant à fin 2006 une éventuelle hausse de taux, afin d'éviter une surréaction des marchés financiers.

La croissance asiatique est restée soutenue en 2005, mais en décélération par rapport à 2004, passant de 8,2 % à 7,8 %. D'abord, les économies asiatiques ont dû faire face aux pressions inflationnistes résultant du choc pétrolier et ont relevé les taux directeurs, ce qui a pesé sur la croissance. Ensuite, le ralentissement des importations chinoises a affecté la dynamique régionale. En 2006 et en 2007, la stabilisation du prix du pétrole et la dépréciation du dollar par rapport aux monnaies asiatiques devraient freiner les pressions inflationnistes et mettre un terme aux resserrements monétaires. Comme en Chine, les demandes intérieures devraient se consolider en 2006, tirant la croissance qui s'établirait à 7,4 % en 2006 et à 7,1 % en 2007 dans la zone Asie. La croissance chinoise devrait ralentir pour revenir à un rythme de 8,5 % en 2007, et il est à craindre que les autorités chinoises restent fermes sur leur politique de change, empêchant ainsi la résorption des déséquilibres commerciaux.

En Amérique latine, la croissance du PIB s'est établie à 3,8 % en 2005, en retrait par rapport au taux de 5,8 % enregistré en 2004. L'environnement international a été effectivement moins porteur et la demande intérieure freinée par des politiques de lutte contre l'inflation. Cette zone reste néanmoins caractérisée par une assez forte hétérogénéité. Alors que l'Argentine et le Venezuela poursuivent leur phase de rattrapage et ont bénéficié de taux de croissance encore élevés, le Brésil a dû composer avec des taux d'intérêt réels élevés et le Mexique avec une appréciation de sa monnaie. Une certaine convergence des taux de croissance est néanmoins attendue pour 2006 et 2007 autour de 3,9 %. Ces prévisions restent toutefois soumises à l'incertitude liée aux nombreuses échéances électorales à venir.

En 2005, les pays d'Europe centrale et orientale ont connu un ralentissement marqué de leur croissance, qui devrait s'interrompre au cours

de l'année 2006. Les nouveaux pays membres ont vu leur compétitivité affectée par l'ancrage de leurs devises sur l'euro en vue de leur accession à l'Union européenne, et le ralentissement de la croissance a creusé les déficits publics largement déficitaires. La croissance du PIB est donc passée de 7,3 % en 2004 à 5,6 % en 2005. La stabilité des prix et des changes dans les nouveaux pays membres devrait maintenir la croissance à 5,6 % en 2006, mais l'année 2007 pourrait souffrir de la réduction de la demande allemande consécutive à la réforme de la TVA, la croissance du PIB s'établissant alors à 5 %. Après une année au ralenti (3,3 % en 2005), la Pologne devrait voir la situation de son marché du travail s'améliorer et sa croissance redémarrer (4,4 % en 2006 et 4,2 % en 2007). En Russie, la fin de la hausse des revenus pétroliers, qui avaient stimulé l'économie en 2005, devrait se traduire par un ralentissement de la croissance, qui passerait ainsi de 6,3 % en 2005 à 5 % en 2007.

## 2. L'entreprise : une valeur qui monte

La croissance est du côté de l'économie américaine mais les bénéfices sont du côté des entreprises européennes. Tel est en apparence le diagnostic que nous livre l'évolution des indices boursiers de part et d'autre de l'Atlantique. La croissance américaine a en effet affiché en 2005 une performance de 3,5 % contre seulement 1,4 % dans la zone euro, alors que sur la même année le S&P 500 augmentait de moins de 4 % et que l'Eurostoxx progressait de près de 23 %.

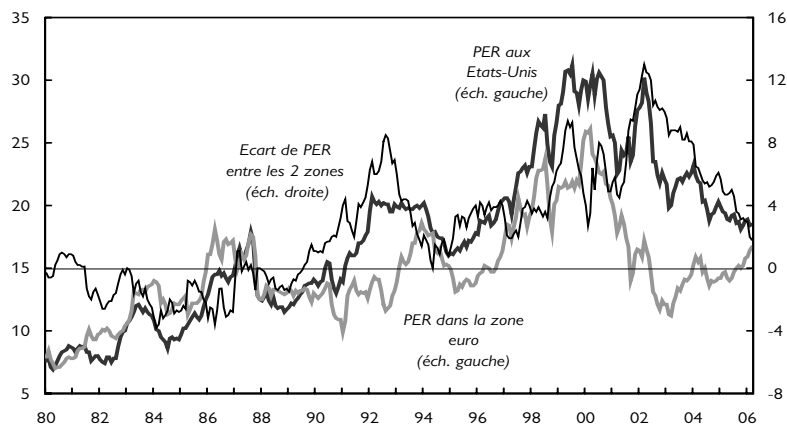
La hausse des cours pétroliers, le resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale, l'appréciation du dollar face à l'euro ont pesé sur les résultats des entreprises américaines alors qu'au contraire les entreprises européennes, soutenues par la dépréciation de l'euro et une moindre remontée des taux d'intérêt, ont affiché des bénéfices en nette hausse, voire records dans certains pays comme la France (voir dans ce dossier « France : le coût d'outre-Rhin »).

La croissance des bénéfices a été en effet plus élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis en 2005 mais, surtout, elle a été supérieure aux prévisions des analystes. Selon la Banque centrale européenne, en décembre 2004, les analystes prévoyaient que les bénéfices par action augmenteraient de 11,6 % en 2005 dans la zone euro, alors que leur hausse effective a été de 18,3 %. Aux États-Unis, les bénéfices par action ont progressé de 14,1 % en 2005, soit 3 points de pourcentage de plus que prévu en décembre 2004 (contre près de 7 points dans la zone euro).

Les investisseurs ont perçu un risque plus important sur les actions américaines, potentiellement surévaluées, par rapport aux actions européennes, probablement sous-évaluées : le *price earning ratio*<sup>1</sup> (PER) des sociétés cotées américaines était, en moyenne en 2005, de 19 alors qu'il s'établissait à moins de 15 pour les entreprises cotées européennes (graphique 2).

1. Le PER est calculé comme le rapport entre le cours d'une action et le résultat net par action. C'est un indicateur de valorisation d'un titre : plus il est élevé, plus le titre est cher comparativement à la profitabilité de l'entreprise.

1. PER des sociétés cotées aux États-Unis et dans la zone euro



Sources : Thomson Financial, calculs OFCE.

Ce sentiment est confirmé par l'enquête mensuelle effectuée par *Merrill Lynch Global Fund Manager* : à la question « quelle est la région où les marchés d'actions étaient les plus surévalués/les plus sous-évalués ? », les gestionnaires de fonds interrogés ont estimé, pour un pourcentage net moyen<sup>2</sup> de 50 % environ, que les marchés boursiers américains étaient les plus surévalués. Pour la zone euro, ce même pourcentage s'est établi en moyenne à -16 % environ.

Le marché boursier européen était donc sous-évalué en 2005 par rapport au marché américain, ce qui a incité les investisseurs à composer leur portefeuille en actions européennes au détriment des actions américaines. La différence d'évolution observée sur les places boursières ne serait alors qu'un mouvement de correction d'un déséquilibre. En mars 2006, les PER américains (18,5) n'étaient plus que de 1,8 point supérieurs aux PER européens (16,7). Ce mouvement de convergence des PER pourrait peser sur le dollar et contribuer à expliquer le scénario de dépréciation du dollar que nous avons retenu.

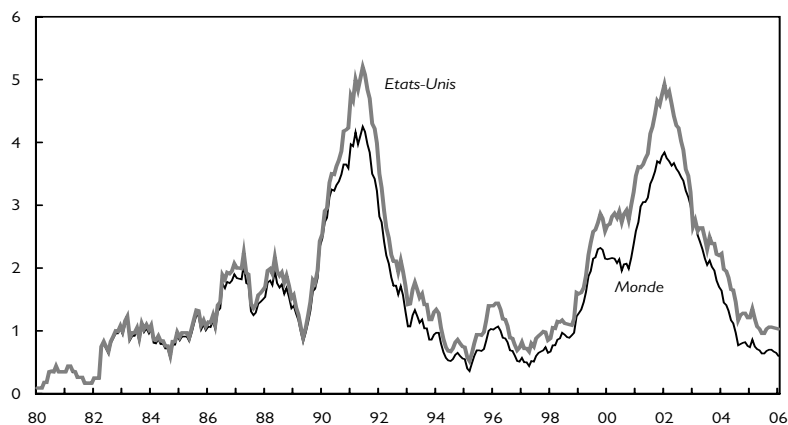
La période de restructuration des bilans étant arrivée à son terme, en particulier en Europe, les entreprises s'endettent à nouveau, profitant d'un coût du capital bas pour financer leurs investissements. Dans la zone euro, l'encours de crédits bancaires des SNF a augmenté de 7 % entre la fin 2004 et la fin 2005, progression comparable à celle de la deuxième moitié de l'année 1999. Aux États-Unis, les emprunts nets des sociétés non financières ont atteint leur plus haut niveau depuis quatre ans. Les entreprises européennes ont ainsi recommencé à investir en 2005 (2,8 % en Allemagne et 3,7 % en France), même si les rythmes de croissance de l'investissement des entreprises européennes sont encore inférieurs à ceux des entreprises américaines (8,7 % en 2005). Des perspectives de croissance faible et l'absence de tensions sur l'appareil productif empêchent toujours une reprise franche de l'investissement dans la zone euro.

Si, de part et d'autre de l'Atlantique, le niveau très bas des taux d'intérêt réels a permis aux entreprises de recourir à l'endettement pour financer leurs investissements, ces emprunts ont également servi à financer les nombreuses fusions et acquisitions (3 200 milliards de dollars en 2005, soit le niveau maximum atteint depuis 2000 et une hausse de près de 30 % par rapport à

2. Pourcentage de réponses « plus surévalués » moins pourcentage de réponses « plus sous-évalués ».

2004) mais aussi les rachats à effet de levier<sup>3</sup> qui ont atteint leur plus haut niveau depuis la fin des années 1980. Si la frénésie des rachats à effet de levier à la fin des années 1980 avait conduit à une augmentation des taux de défaut, la diversité géographique de ce type d'opérations effectuées en 2005 permettrait de limiter les risques. Contrairement à la vague de la fin des années 1980, où les rachats d'entreprises étaient concentrés aux États-Unis, plus de la moitié de ces opérations en 2005 ont été réalisées en Europe ou en Asie.

## 2. Taux de défaut sur les obligations d'entreprises



Source : Moody's.

L'intensification des emprunts, l'accélération des opérations de fusions et acquisitions, la multiplication des rachats à effet de levier n'ont pas eu d'impact sur les conditions de financement des entreprises, qui restent toujours très favorables : les taux de défaut restent historiquement bas, notamment sur les obligations spéculatives, et les primes de risque sur les obligations d'entreprises restent faibles. Les investisseurs restent donc confiants dans la solidité financière des entreprises européennes et américaines qui affichent des bénéfices en progression. Ils investissent donc à nouveau. Seul bémol, le différentiel de « notation » de la dette obligataire des entreprises réalisé par l'agence Moody's reste positif, mais est en baisse depuis la fin de l'année 2005.

3. Un rachat à effet de levier permet de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport en capital minimal, puisque l'acquisition est largement financée par un emprunt bancaire dont le coût est inférieur au taux de rentabilité attendu de la cible.

## La zone euro à la traîne

En opposition avec le reste du monde, la croissance dans la zone euro est restée molle, affichant un rythme inférieur à 2 % (1,4 % en 2005 après 1,8 % en 2004). L'économie européenne a pourtant accéléré jusqu'au troisième trimestre 2005, avant de connaître un trou d'air en

## ■ Département analyse et prévision

fin d'année. Freinée par sa composante extérieure, la zone euro n'a pas su tirer profit d'un commerce mondial toujours très dynamique.

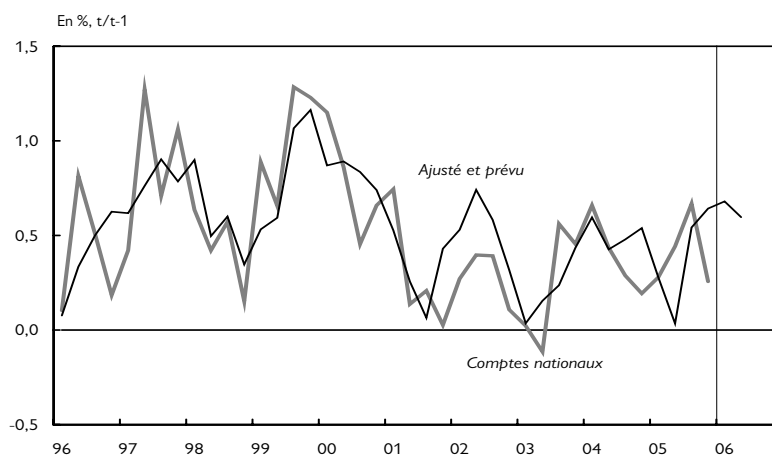
Cependant, la zone euro renouerait en 2006 avec une croissance de l'ordre de 2 % (encadré 3). La dépréciation passée de l'euro améliorerait la performance du commerce extérieur; la reprise de l'investissement des SNF, observée depuis le deuxième trimestre 2005, se prolongerait en 2006 en raison d'une consolidation de la demande, du recours des entreprises à l'endettement et du haut niveau des taux de marge dans plusieurs pays (encadré 2); enfin l'accélération des créations d'emplois, dans un contexte de stabilisation des prix du pétrole, permettrait une légère augmentation de la consommation des ménages malgré des hausses de salaires modérées.

### 3. L'indicateur avancé pour la zone euro : meilleurs vœux pour 2006 !

L'indicateur avancé<sup>1</sup>, actualisé avec les données disponibles début avril 2006, anticipe un net regain de croissance dans la zone euro, avec une hausse du PIB de 0,7 % au premier trimestre et de 0,6 % au deuxième. Ces prévisions tranchent avec la faible croissance enregistrée au quatrième trimestre 2005, 0,3 %, et se situent dans la continuité de la reprise engagée au troisième trimestre, suggérant que le mauvais chiffre de la fin de l'année, non anticipé par l'indicateur, n'aura été qu'un accident de parcours.

Le regain d'activité s'est traduit dès la mi-2005 dans les enquêtes de conjoncture, en particulier auprès de l'industrie, laissant présager la reprise

Taux de croissance du PIB observé et prévu



Sources : INSEE, calculs et prévision OFCE avril 2006.

1. Pour une présentation de la méthodologie de l'indicateur, voir Charpin F., « Indicateur à court terme de la zone euro », *Revue de l'OFCE*, n° 83, octobre 2002, pp. 229-242.

effective de la croissance au troisième trimestre. La croissance au quatrième trimestre apparaît décevante au vu du dynamisme du climat des affaires, dont l'amélioration s'est poursuivie jusqu'au début de 2006. Mais les décalages qui peuvent survenir entre les comptes nationaux et les enquêtes d'opinion ne sont généralement pas durables. D'abord, ils peuvent se résoudre en partie par une révision des comptes provisoires dans le sens donné par l'indicateur. Ensuite, si un écart subsiste encore, il peut être corrigé au cours des trimestres suivant par un rattrapage du niveau d'activité suggéré par l'indicateur. En l'état actuel des estimations, le scénario à privilégier pour le premier semestre 2006 est donc celui d'une reprise de la croissance à un rythme soutenu.

L'impact de l'optimisme de l'industrie est renforcé par l'amélioration de la confiance des ménages, témoin d'une reprise probable de leurs dépenses de consommation. L'indice de confiance est certes loin d'avoir rejoint ses records de 2000, mais il ne pénalise plus les prévisions de l'indicateur à compter du premier trimestre 2006, après avoir contribué négativement à la croissance sans discontinuer depuis le début de 2001.

Longtemps en 2004 et en 2005, la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro a pesé sur la croissance de la zone. Le processus est inversé désormais, et l'Europe pourra bénéficier, compte tenu du délai estimé à deux trimestres entre les fluctuations du dollar et l'activité, de l'appréciation de la devise américaine au cours de l'année 2005. La hausse des taux d'intérêt par la Banque centrale européenne est trop récente pour avoir déjà un effet visible sur les prévisions. En revanche, le pétrole imprime toujours sa marque négative sur la croissance, sa hausse en 2005 n'ayant pas encore complètement épuisé ses effets dans la première moitié de 2006.

Selon l'indicateur, l'année 2006 devrait donc marquer le renouveau de la croissance en Europe après plusieurs années d'atonie. L'acquis de croissance assis sur les prévisions de l'indicateur serait en effet de 1,8 % à la mi-année. Si les hausses trimestrielles du PIB se maintenaient à 0,5 % dans la seconde moitié de l'année, ce qui n'est pas une hypothèse extravagante, le PIB de la zone euro gagnera un peu plus de 2 % en 2006.

#### Croissance du PIB en volume

En %, t/t-1

	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4	2006 T1	2006 T2
Eurostat	0,3	0,4	0,7	0,3	–	–
Indicateur	0,3	0,0	0,5	0,6	0,7	0,6

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2006.

Pour la troisième année consécutive, la zone euro est la lanterne rouge de l'économie mondiale et le resterait à l'horizon de notre prévision. L'écart de production de la zone euro reste négatif en 2005 (– 1,6 % du PIB potentiel, voir encadré 4) alors qu'il est pratiquement nul aux États-Unis, et ce malgré une croissance potentielle de plus de 3 % aux États-Unis contre seulement 1,6 % en Europe (encadré 4). Si les États-Unis ont réussi à retrouver leur sentier de croissance de long terme grâce à un *policy mix* réactif depuis l'éclatement de la bulle

## ■ Département analyse et prévision

Internet (impulsion budgétaire cumulée de plus de 6 points de PIB entre 2000 et 2004 aux États-Unis contre 1,2 dans la zone euro et baisse de 5,5 points des taux courts aux États-Unis contre 3 points dans la zone euro dans le même temps), la zone euro reste enlisée dans une croissance molle depuis cinq ans. En 2005, la forte remontée des taux courts, l'appréciation du dollar et la réduction des déficits structurels n'ont pas entamé la croissance américaine qui bénéficie maintenant d'une dynamique autonome. Si l'Europe affiche un potentiel de croissance en ralentissement, elle souffre surtout pour l'heure de la rigidité des politiques budgétaires et monétaires, et d'une absence de régulation macroéconomique au niveau européen qui obligent les pays à mettre en œuvre des politiques non coopératives visant à gagner des parts de marché au détriment des autres pays de la zone. La zone euro est doublement pénalisée: les ajustements structurels vont peser sur la croissance en l'absence de pilotages macroéconomiques et même pis, certaines politiques, comme la hausse de la TVA allemande, seront sanctionnées par un resserrement de la politique monétaire dommageable à tous les pays de la zone.

### 4. Potentiels marqués par les ans

La croissance tendancielle ralentit dans la zone euro: selon nos estimations, elle est passée de 2,1 % en 2000 à 1,7 % en 2005 (tableau). Ce ralentissement s'explique principalement par le vieillissement de la population, puisque la croissance tendancielle de la population active est descendue de 0,9 % en 2000 à 0,7 % en 2005, et devrait s'accroître dans les prochaines années avec les départs en retraite des *baby-boomers*. Ce ralentissement est particulièrement marqué en France, en raison d'une conséquence secondaire de la réforme Fillon de 2003 (voir dans ce dossier « France: le coût d'outre-Rhin»). En conséquence, l'écart se creuse avec la croissance potentielle américaine qui s'accroît au contraire de 3,0 % en 2000 à 3,3 % en 2005. En raison des différences de démographie, l'écart est moins important si l'on compare les croissances des PIB potentiels par personne en âge de travailler dans les deux zones (1,3 % dans la zone euro et 2,4 % aux États-Unis).

L'écart entre la production et le potentiel de la zone euro, de -1,6 % en 2005, se réduirait jusqu'à -1,0 % en 2007 (graphique), grâce à une croissance (2,1 % en 2006 et 1,9 % en 2007) qui passerait selon nos prévisions au-dessus de la croissance potentielle (1,7 % en 2006 et 1,6 % en 2007). Appliquée à chaque pays de la zone, notre méthodologie conduit à une diversité d'écarts de production, diversité qui se réduit légèrement en prévision. Les pays pour lesquels l'écart de production était le plus négatif en 2005 (Allemagne, France, Pays-Bas) connaîtraient un rebond en 2006-2007. L'Italie, en position intermédiaire, connaîtrait une faible croissance et verrait sa position se dégrader, tandis que l'Espagne conserverait un écart quasi-nul.

Il faut rappeler que les écarts de production sont calculés *a posteriori* à partir de nos prévisions. Cela permet d'interpréter nos prévisions par rapport à une référence, le « PIB potentiel ». Différentes évaluations de cette référence existent. Notamment, la Commission européenne estime pour l'année 2005 la croissance potentielle de la zone euro à 1,8 % et l'écart de production à



## Comparaison des croissances tendancielle

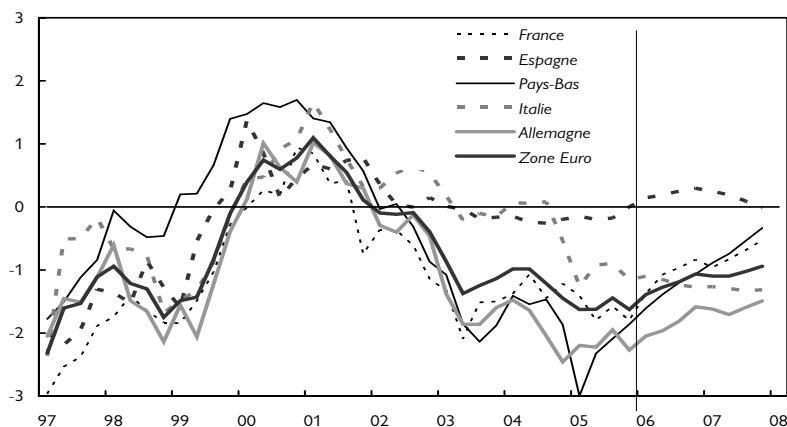
Variation annuelle en %

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays-bas	Zone euro	Royaume-Uni	Etats-Unis
PIB tendantiel ( $a = b+c-d$ )								
2000	1,6	2,5	1,4	3,8	2,5	2,1	2,9	3,0
2005	1,4	1,8	1,1	3,3	1,9	1,7	2,4	3,3
Population active tendancielle (b)								
2000	0,5	0,8	0,6	2,3	1,4	0,9	0,6	1,2
2005	0,4	0,1	0,5	2,5	0,9	0,7	0,8	1,1
Productivité tendancielle (c)								
2000	0,9	1,1	0,2	0,1	0,6	0,6	1,8	1,9
2005	1,0	1,6	0,4	0,4	1,2	0,8	1,6	2,0
NAIRU (d)								
2000	-0,1	-0,6	-0,6	-1,4	-0,4	-0,5	-0,5	0,1
2005	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,2

Sources : Comptes nationaux, enquêtes force de travail, calculs OFCE.

-0,9 %. Notre évaluation d'une croissance potentielle légèrement plus faible provient de notre prise en compte, d'une part, des effets de la réforme des retraites en France et, d'autre part, d'effets statistiques liés à la régularisation des immigrés en Espagne et en Italie (voir dans ce dossier la fiche « Italie : année zéro »). Mais la différence entre nos évaluations porte surtout sur l'écart de production qui repose pour la Commission sur un NAIRU zone euro estimé à 8,2 %, contre 7,6 % selon nous. La Commission surestime globalement le NAIRU de la zone euro : en imposant à l'écart de chômage (l'écart entre le chômage et le NAIRU) d'être nul en moyenne entre 1981 et 2005, cette méthode ne rend pas compte de la désinflation qui a globalement eu lieu sur la période.

## Écarts de production de la zone euro



Sources : Comptes nationaux, enquêtes force de travail, calculs OFCE.

## ■ Département analyse et prévision

La reprise dans la zone euro en 2006, qui aurait pu se consolider, serait brisée en 2007. La BCE poursuivrait en 2006 le resserrement de sa politique monétaire entamé en décembre 2005, arguant de risques inflationnistes et de la volonté de prévenir un risque de retournement « brutal » des prix de l'immobilier. La politique allemande viendrait peser sur l'économie européenne en 2007. Même si la hausse de 3 points de la TVA allemande sera en partie compensée par la baisse de cotisations sociales, les prix à la consommation allemands augmenteraient nettement. La zone euro connaîtrait alors une hausse de l'inflation en 2007 de plus de 0,2 point. Le risque d'une montée supplémentaire des taux d'intérêt serait dès lors non négligeable. De plus, le transfert de revenu des ménages allemands vers les administrations publiques et les entreprises va peser sur la consommation allemande et donc sur la demande adressée au reste de l'Europe. Les exportateurs non allemands, dont les coûts de production ne seraient pas réduits par les baisses de cotisations, auraient une compétitivité-prix dégradée. L'impact serait particulièrement fort sur les pays de la zone euro dont la structure industrielle est proche de celle de l'Allemagne et dont les changes ne peuvent pas s'ajuster. Au final, l'ajustement structurel mené par l'Allemagne viendrait amputer la croissance européenne d'environ 0,5 point en 2007.

*Achévé de rédiger le 13 avril 2006.*

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

	Trimestres												Années			
	2005				2006				2007				2005	2006	2007	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<i>Taux de change<sup>1</sup></i>																
1 euro = ...\$	1,31	1,26	1,22	1,19	1,20	1,22	1,25	1,27	1,30	1,30	1,30	1,30	1,24	1,24	1,30	1,30
1 \$ = ...yen	104	108	111	117	117	114	112	109	107	107	107	107	110	113	107	107
1 £ = ...euros	1,44	1,47	1,46	1,47	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
<i>Taux d'intérêt à court terme<sup>1</sup></i>																
États-Unis	2,7	3,1	3,6	4,2	4,6	5,0	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,0	4,8	3,4	5,0	5,1
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,1	0,3	0,7
Zone euro	2,1	2,1	2,1	2,3	2,6	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	2,2	2,9	3,1
Royaume-Uni	4,9	4,8	4,6	4,6	4,5	4,5	4,5	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,7	4,5	4,3
<i>Taux d'intérêt à long terme<sup>1</sup></i>																
États-Unis	4,3	4,2	4,2	4,5	4,6	4,9	5,0	5,1	5,1	5,1	5,2	5,2	4,3	4,9	5,2	5,2
Japon	1,4	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	1,4	1,7	2,1	2,1
Zone euro	3,7	3,4	3,3	3,4	3,5	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	3,9	3,4	3,6	3,9	3,9
Royaume-Uni	4,7	4,4	4,3	4,3	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,4
Prix du pétrole, Brent, en \$ <sup>1</sup>	47,5	51,6	61,5	56,9	61,6	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	54,4	60,4	60,0	60,0
Prix du pétrole, Brent, en € <sup>1</sup>	36,3	41,0	50,4	47,8	51,3	49,2	48,0	47,2	46,2	46,2	46,2	46,2	43,9	48,7	46,2	46,2
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	10,5	-3,1	1,0	5,5	0,9	2,5	1,6	1,6	2,4	0,0	0,0	0,0	14,5	8,0	5,1	5,1

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois : certificats de dépôts aux États-Unis, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Japon et au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE avril 2006.

