

L'AXE DE LA CROISSANCE

Perspectives 2005-2006 pour l'économie mondiale *

La force de la croissance mondiale en 2004 (5 % en moyenne) a confirmé la vigueur de la reprise de 2003. Les années 2005 et 2006 devraient conforter le mouvement, à un rythme moindre cependant du fait de la résorption partielle des déséquilibres accumulés depuis 2001. Les deux principaux moteurs de la croissance mondiale resteront les États-Unis et la Chine, la zone euro et le Japon étant exclus de l'axe de la croissance. Outre sa vigueur, une autre caractéristique de cette croissance est la stabilité de l'inflation. Celle-ci est restée sous contrôle, en dépit de la hausse des prix du pétrole et des autres matières premières. La croissance mondiale demeure cependant sur une corde raide et les déséquilibres se sont accumulés : en particulier, le déficit courant des États-Unis ne cesse de s'accroître (6,3 % du PIB fin 2004, soit deux points de plus qu'en 2000). La facture pétrolière explique une partie de cette dégradation ; le reste est lié aux conséquences d'une économie qui s'endette pour croître. Les taux d'intérêt à long terme demeurent pourtant aux États-Unis, à peine plus hauts en 2004 qu'en 2003 (proches de 4 %). En effet, les banques centrales asiatiques ont accepté jusqu'ici de participer au financement du déficit extérieur des États-Unis, et par conséquent de la croissance américaine, car elles y trouvent leur compte. Faisant cela, elles soutiennent le dollar face à leur propre monnaie pour freiner l'érosion de leur compétitivité-prix, tout en assurant des débouchés à leurs produits sur des marchés étrangers en pleine expansion. Cette abondance de liquidités, qui maintient les taux d'intérêt à un niveau anormalement bas, peut engendrer des bulles sur les prix d'actifs. Aujourd'hui, les marchés immobiliers flambent et l'endettement des ménages atteint des sommets. La stabilité de l'inflation est la clé de cette mécanique, et c'est sur elle que reposent les principales hypothèses de notre scénario de résorption en douceur des différents déséquilibres et de poursuite de la croissance. Le déficit courant américain se stabiliserait dès le début 2005, grâce à la réduction progressive du déficit public, au ralentissement modéré de la demande intérieure et à des gains de parts de marché. La zone euro a tout à gagner à ce scénario d'atterrissage en douceur.

* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend Hélène Baudchon, Guillaume Chevillon, Gaël Dupont, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Pélérax, Mathieu Plane, Christine Riffart, Danielle Schweisguth et Elena Stancanelli. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 8 avril 2005. Achievé de rédiger le 20 avril 2005.

Avec 5 % en moyenne annuelle, la croissance de l'économie mondiale aura été exceptionnelle en 2004 (tableau 1). Après avoir traversé bien des turbulences, de la bulle Internet aux conflits armés en Afghanistan et en Irak, du 11 septembre 2001 aux événements géologiques et climatiques qui ont secoué la planète, la vigueur de la croissance mondiale confirme que la reprise de 2003 n'était pas un feu de paille. L'écart de production accumulé depuis le ralentissement des années 2001 et 2002 est maintenant comblé : le niveau de production a rejoint le sentier de croissance potentielle pour les grandes économies hors Japon et zone euro. Les années 2005 et 2006 devraient connaître une évolution comparable, bien qu'en léger ralentissement par rapport à l'année 2004 (notre prévision de croissance mondiale est de 4,2 % en 2005 et 4 % en 2006), la résorption partielle des déséquilibres accumulés depuis 2001 pesant sur la vigueur de la demande, en particulier aux États-Unis. Les deux principaux moteurs de la croissance mondiale resteront, cette année et l'an prochain, les États-Unis et la Chine (tableau 1). En parité de pouvoir d'achat, ces deux économies contribuent à la croissance mondiale en volume pour environ 1 point de pourcentage chacune. L'Asie, hors Japon, connaît un taux de croissance supérieur à 6 % depuis maintenant plus de 15 ans, et a doublé son PIB en un peu plus de 10 ans. Cette croissance frénétique a résisté à des crises majeures (crises asiatique et russe de 1997-1998, krach boursier de 2000) et s'inscrit dans la durée.

Cet axe de croissance ne passe ni par la zone euro, ni par le Japon. L'appréciation de l'euro, la faiblesse de la demande intérieure en Allemagne, la perte de compétitivité de l'économie italienne, mais aussi l'incapacité des politiques macroéconomiques européennes à soutenir l'activité dans les phases de ralentissement ont condamné la zone euro à décrocher par rapport au reste du monde. Le Japon n'est pas sorti de la déflation, et sa performance économique est suspendue à son commerce extérieur. La difficulté à déprécier le yen et la concurrence grandissante de l'Asie dans les technologies de pointe, jadis domaine réservé de l'archipel nippon, fragilisent cette unique planche de salut.

Ce rythme rapide de croissance s'accompagne d'une grande stabilité de l'inflation. En 2004, l'inflation dans l'ensemble des pays développés a été de 2 %. La dispersion de l'inflation est également très faible, contribuant à la stabilité financière globale. Ce très faible chiffre d'inflation est d'autant plus remarquable qu'il est persistant et ce, malgré une hausse du prix du pétrole et des autres matières premières. Dans les zones en développement, la croissance des prix est plus rapide, mais reste contrôlée, en dessous de 6 % par an.

1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

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

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 2005.

Associer croissance forte à inflation faible et stable, c'est là le rêve d'une économie mondiale bien régulée. La hausse des prix des matières premières n'est alors que le « signal prix » envoyé aux consommateurs et aux producteurs du monde entier de la nécessité de revoir progressivement l'allocation des ressources. Ce qui signifie, d'une part, investir dans les capacités d'extraction et de raffinage des matières premières, et, d'autre part, économiser les ressources rares et épuisables par un développement plus soutenable.

L'absence de tensions inflationnistes donne toute latitude à la politique monétaire. Peu d'inflation diminue le risque de taux, dissuade l'emprunteur de compter sur l'inflation pour réduire sa dette. Cela permet de financer le développement économique par la dette sans faire prendre de risque d'une dévalorisation de la créance par l'inflation. Et cela facilite et alimente le développement d'un capitalisme financier globalisé.

Peut-on conclure pour autant qu'après deux années de croissance forte, malgré le décrochage de la zone euro, que le mécanisme à l'œuvre soit soutenable? La croissance mondiale est sur le fil du rasoir. Les déséquilibres qui se sont accumulés ne peuvent manquer d'attirer l'attention.

Le déficit courant américain est considérable. Poursuivant une dégradation amorcée il y a plus de 10 ans, et qui s'est accentuée après l'année 2000, il a atteint fin 2004 plus de 6 % du PIB américain. Les États-Unis ont aujourd'hui une dette extérieure de plus de 25 % de leur PIB et qui ne peut que croître tant que le déficit courant ne se réduit pas. Pour stabiliser la dette extérieure des États-Unis à 25 % du PIB, il faudrait un déficit courant de l'ordre de 1,5 % du PIB. Une partie de ce déficit s'explique par la flambée des prix du pétrole (0,7 point de PIB de dégradation en 2004 dû aux produits pétroliers), mais le fait principal reste que les États-Unis consomment et investissent toujours plus en se finançant par l'endettement. La croissance américaine repose sur un financement extérieur dont la pérennité n'est pas acquise.

Malgré ce besoin de financement important et le resserrement de la politique monétaire, les taux d'intérêt nominaux à long terme n'ont pas augmenté. Après un bref épisode de hausse à l'été 2004, le taux des obligations publiques à 10 ans est resté aux alentours de 4 % (tableau 2). L'écart critique pour les États-Unis, c'est-à-dire la différence entre la croissance du PIB en valeur et le taux d'intérêt nominal à long terme, est très positif; la dynamique de la dette est à l'opposé de l'effet boule de neige puisque les charges d'intérêt sont plus que compensées par les perspectives futures de revenu (tableau 3).

3. Écarts critiques pour différents pays

	2000	2001	2002	2003	2004
Zone euro	-0,3	-0,9	-1,5	-1,5	-0,4
Royaume Uni	-0,1	-0,3	0,1	0,8	0,4
États-Unis	-0,1	-1,8	-1,1	0,9	2,4
Japon	-0,9	-2,4	-2,7	-1,2	0,1

Sources : Comptes nationaux, Instituts d'émission, calculs OFCE.

Le statut particulier de la monnaie américaine, monnaie de transaction et de réserve, lui confère une force particulière et contribue à sa stabilité. Mais il ne suffit pas pour comprendre le mécanisme à l'œuvre aujourd'hui. Le déficit courant américain est en partie financé par les banques centrales d'Asie. Au début de l'année 2005, les réserves de change détenues par les principaux instituts d'émission asiatiques¹ s'élevaient à plus de 2 000 milliards de dollars, soit presque 80 % de la position extérieure nette américaine (voir dans ce dossier « Politique monétaire et taux de change: mesure et contre-mesures »). Ce type de financement évite que le dollar ne se déprécie trop par rapport aux monnaies asiatiques et explique que le billet vert ne se déprécie pas comme le ferait la monnaie d'un pays soumis à la contrainte extérieure.

Si les banques centrales asiatiques, en achetant des bons du Trésor américain, soutiennent ainsi le dollar et financent le déficit courant américain, c'est pour maintenir leur compétitivité vis-à-vis des États-Unis. Elles fournissent les liquidités pour que l'économie américaine croisse en s'endettant et alimente la demande adressée à la zone Asie. Elles fournissent également une contrepartie aux investissements directs réalisés dans leurs économies.

Les performances économiques de la zone Asie dépendent encore de la demande extérieure et des investissements directs étrangers. En Chine, la demande interne ne croît pas encore de façon autonome, que ce soit la consommation ou l'investissement. Le solde courant chinois est certes excédentaire, mais les flux de capitaux sont essentiels pour les investissements. Le Japon n'est pas sorti de la déflation, et l'atonie des revenus distribués condamne la croissance à être faible. Seuls un excédent courant et une contribution positive du commerce extérieur peuvent permettre une croissance suffisante pour espérer l'assainissement progressif de la situation interne.

L'accumulation de réserves de change expose les banques centrales à un grand risque: une dépréciation du dollar de 10 % leur coûterait 200 milliards de dollars. Ces réserves sont de plus rémunérées à un

1. Japon, Chine, Taiwan, Corée, Hong Kong, Singapour.

taux d'intérêt bas, pour un coût d'opportunité d'autant plus important. Ce taux d'intérêt créditeur est d'autant plus bas que les banques centrales asiatiques continuent à accroître leurs réserves, face au creusement du déficit courant américain, ce dernier pesant lourdement sur les anticipations de change et augmentant le risque d'une dépréciation du dollar. Mais ces coûts et ces risques sont, pour le moment, sans commune mesure avec le gain en croissance et en développement que l'Asie gagne à ce jeu. D'autant que ce développement économique de l'Asie se traduit par une accumulation de capital physique et humain, par une division du travail accrue au sein de la zone, une multiplication des échanges commerciaux et une imbrication des économies. Ces éléments resteront et permettront à la zone d'accéder au club des nations développées.

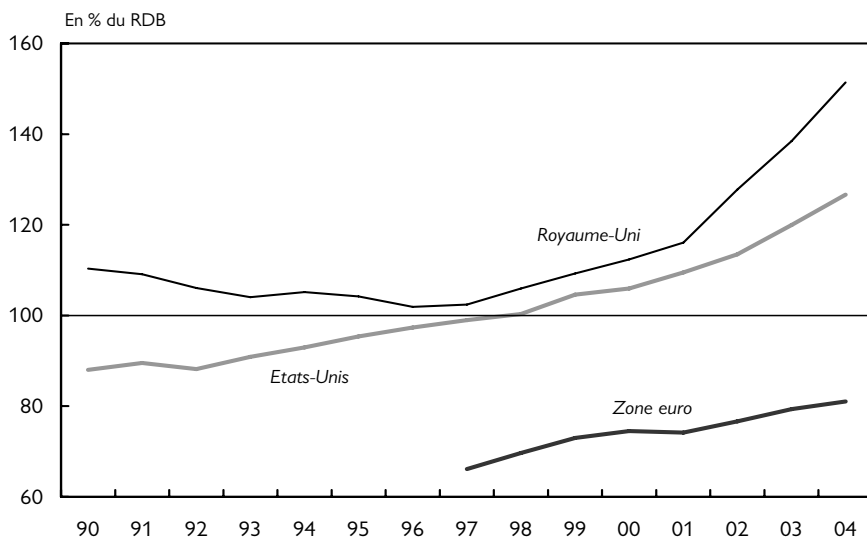
La stimulation monétaire, par la baisse des taux d'intervention de la Réserve fédérale, et budgétaire, par les dépenses militaires et les baisses d'impôt, ont poussé les feux de la machine américaine. Les interventions des banques centrales asiatiques ont amplifié cette impulsion en contenant les taux longs à des niveaux particulièrement bas. Les croissances américaine et asiatique s'en trouvent propulsées sur des sentiers qui paraissent inaccessibles.

Tout cela est nécessairement fragile. Les taux sont maintenus artificiellement bas et peuvent engendrer des bulles sur les prix d'actifs. L'utilisation de l'effet de levier par les entreprises américaines soutient par exemple les cours boursiers au-delà d'une rentabilité strictement économique (voir dans ce dossier « Entreprises : million dollar profits »). Les marchés immobiliers flambent, particulièrement au Royaume-Uni ou aux États-Unis, et l'endettement des ménages atteint des sommets (graphique 1). Le développement trop rapide peut déboucher sur un surinvestissement. Les conflits de répartition de la valeur ajoutée dans les différents pays (salaires, emplois et profits), des revenus de l'activité mondiale entre les pays (matières premières, droits de propriété) et de la localisation de l'activité entre les pays, peuvent gripper la mécanique à l'œuvre.

La stabilité de l'inflation dans les zones en croissance est une condition essentielle à la continuation de ce mécanisme. Les positions extérieures nettes sont désormais telles qu'un dérapage de l'inflation provoquerait de brusques mouvements de capitaux qui déstabiliseraient le marché des changes et qui provoqueraient une hausse tout aussi brutale des taux d'intérêt. Les marchés d'actifs, des plus locaux aux plus globaux, s'effondreraient et les effets richesse négatifs qui en découleraient, ou plus simplement, la contraction des endettements, stopperaient la demande des ménages ou des entreprises. Or, cette stabilité de l'inflation est obtenue par un jeu complexe entre pressions déflationnistes (gains de productivité obtenus par de fortes pressions sur les coûts, concurrence accrue, remise en cause des avantages acquis, ...) et pressions

inflationnistes (dynamisme de la demande, prix des matières premières élevé, instabilité des changes,...). De nouvelles augmentations du prix du pétrole, un surcroît d'inflation importée ou des effets de second rang liés à la hausse passée des prix du pétrole pourraient provoquer un dérapage inflationniste, notamment aux États-Unis.

1. Endettement des ménages

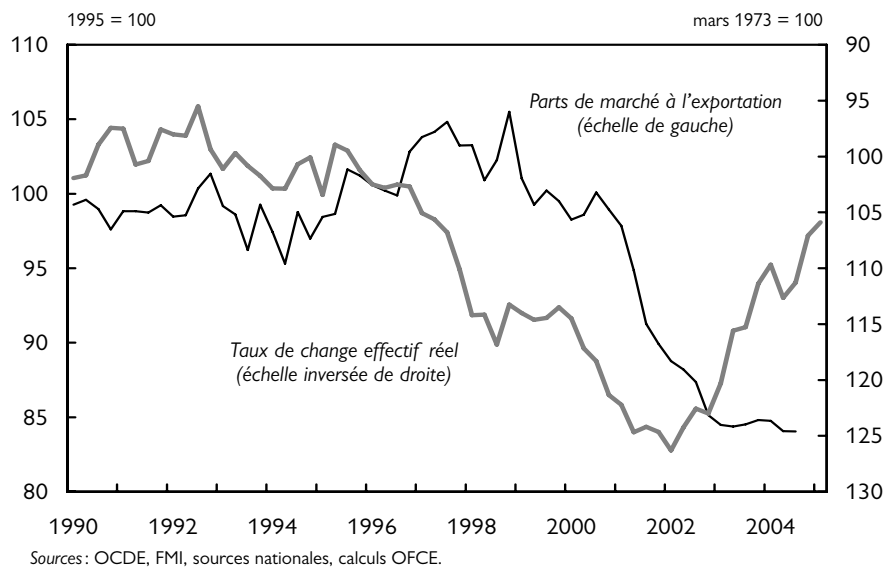


Sources : BCE, comptes de patrimoines nationaux, calculs OFCE.

L'équilibre de la croissance mondiale est donc fragile. Le déficit courant américain en est l'épicentre. Pour éviter qu'il ne s'accroisse encore, il faut relâcher la pression sur les parts de marché américaines. La récente dépréciation d'à peu près 10 % du dollar par rapport aux monnaies asiatiques et la stabilisation des parts de marché américaines (graphique 2) vont y contribuer. La réduction progressive du déficit public et le ralentissement modéré induit par le retour à la normale progressif des taux courts américains vont également aller dans ce sens. Il ne faut cependant pas compter sur un retour à l'équilibre: la croissance est trop précieuse.

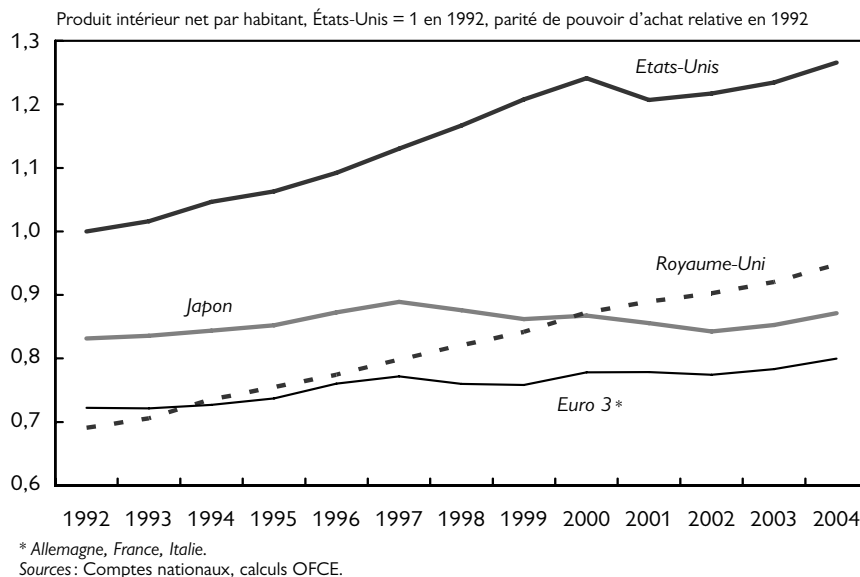
Le schéma de la croissance mondiale s'apparente au système de Bretton Woods mis en place entre l'Europe et les États-Unis après la seconde guerre mondiale. Aujourd'hui, l'Asie a pris la place de l'Europe, la zone euro s'étant exclue de l'axe de la croissance. L'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar ou des monnaies asiatiques, l'incapacité de la politique monétaire européenne à mordre sur les comportements d'endettement des ménages, le manque de soutien franc des politiques budgétaires participent à cette absence.

2. Parts de marché des États-Unis à l'exportation et taux de change du dollar



Certes, l'économie européenne affiche aujourd'hui une situation financière qui peut paraître plus stable : faible endettement privé, déficits publics contrôlés, inflation mesurée. Mais tout ceci a été acquis au prix d'une croissance plus faible et se traduit par un décrochage inquiétant vis-à-vis des autres économies (graphique 3).

3. Production par tête



Le festin de la croissance mondiale en 2004

Avec 4,4 % de croissance en 2004 (après 3 % en 2003), les États-Unis ont encore creusé l'écart de croissance avec la zone euro. La consommation des ménages s'est accélérée légèrement (à 3,8 %) mais c'est surtout la franche reprise de l'investissement des entreprises (10,6 %) qui a été le moteur de la croissance. Soutenues par une demande au rendez-vous, un financement facile et des incitations fiscales jusqu'à la fin 2004, les entreprises n'ont pas hésité à investir et se sont remises à embaucher. Le taux de chômage s'est réduit de 0,5 point, à 5,5 % en moyenne annuelle. Les gains de productivité sont néanmoins restés élevés. La reprise est donc bien enclenchée malgré une contribution encore très négative du commerce extérieur (- 0,6 point de PIB). La priorité de la Réserve fédérale et de l'administration Bush est désormais la réduction des déséquilibres (déficits courant et budgétaire, surendettement des ménages). D'où un *policy mix* nettement moins favorable à attendre en 2005 et 2006. Ainsi freinée, la croissance américaine serait de 3,5 % en 2005, puis de 3,3 % en 2006. Les dépenses des ménages ralentiraient sous la pression d'une légère remontée du taux d'épargne et d'une modération du rythme d'endettement. La petite amélioration du déficit extérieur permettrait au dollar de s'apprécier courant 2006. Le billet vert, qui s'échangeait début avril au taux de 1,29 dollar pour 1 euro, baisserait jusqu'à 1,34 en fin d'année et remonterait à 1,25 fin 2006.

Deuxième pôle de croissance de l'économie mondiale, l'Asie en développement, avec au premier chef la Chine, a crû de 8 % en 2004. Les exportateurs continuent de tirer parti d'une compétitivité-prix favorable pour accroître leurs parts de marché à l'étranger. Une forte vague d'investissement et un rebond de la consommation ont également soutenu la croissance. En 2005 et 2006, la croissance resterait forte mais s'infléchirait légèrement (7 % en moyenne), du fait de l'atterrissage en douceur de la croissance chinoise, du ralentissement dans les pays développés et de l'appréciation des taux de change de certains pays vis-à-vis du dollar. La levée des quotas dans l'industrie textile devrait profiter largement à la zone dès 2005.

De façon moins spectaculaire que l'Asie émergente, les autres régions en développement ont également participé activement à la croissance mondiale record de 2004. L'abondance de capitaux liés au recyclage des pétrodollars et des excédents courants asiatiques et l'intérêt des investisseurs pour des régions offrant des rendements plus élevés ont permis des conditions de financement favorables pour de nombreux pays à fort potentiel de croissance. Simultanément, la dynamique du commerce international et la hausse des prix des

matières premières pour les pays producteurs ont soutenu la croissance dans de nombreux pays. En Amérique latine, la compétitivité-prix est restée favorable en dépit de l'appréciation des taux de change effectifs réels en 2004. Aussi, après plusieurs années de crise et d'ajustement structurel, les conditions sont réunies pour une nouvelle phase d'expansion. Après 6 % en 2004, la croissance pourrait atteindre 4,5 % en 2005 et 3,5 % en 2006. L'Afrique et le Moyen-Orient ont renoué également avec une croissance plus soutenue.

Avec 7 % de croissance en 2004, les pays d'Europe de l'Est ont poursuivi leur rattrapage. La croissance s'est néanmoins ralentie au second semestre, en phase avec la décélération de l'économie mondiale et en réaction à l'appréciation des taux de change de la région vis-à-vis du dollar mais aussi de l'euro. Néanmoins, l'inflation reste élevée, tout comme les déficits publics dans les principaux pays de la région (Pologne, République tchèque, Hongrie). Pour le moment, les déséquilibres courants sont financés sans problème par des entrées de capitaux étrangers. Une stabilisation des taux de croissance autour de 5,5 % est attendue pour 2005 et 2006. La dynamique serait moins soutenue par la consommation privée et davantage par les exportations et l'investissement qui confirmerait sa reprise de 2004.

Le Japon, qui venait tout juste d'amorcer une reprise, est retombé dans ses difficultés structurelles. Après l'accélération au tournant 2003-2004, la croissance s'est en effet grippée au second semestre, ce qui repose la question de sa sortie de déflation. La consommation des ménages a baissé, tout comme l'investissement, pourtant moteur de la croissance en 2003. L'assainissement du secteur financier est bien avancé et l'accès des entreprises au crédit plus facile qu'avant. Mais encore faut-il qu'il y ait de la demande. Or, la dynamique interne est difficile à réenclencher compte tenu de la baisse des salaires réels, de l'augmentation des cotisations retraite, du développement de la précarité... La croissance est donc suspendue aux exportations. Mais la difficulté à déprécier le yen et la concurrence grandissante de l'Asie dans les technologies de pointe, jadis domaine réservé de l'archipel, fragilisent cette unique planche de salut: les nouvelles commandes de l'étranger se sont effondrées en début d'année. La croissance serait de 0,7 % en 2005 % et 1,4 % en 2006.

Du côté européen, les performances sont plus nuancées. Parmi les grands pays, c'est au Royaume-Uni qu'elles sont les meilleures (3,1 % en 2004 après 2,2 %). La croissance enregistre de faibles fluctuations autour de sa moyenne annuelle de long terme sur laquelle elle est engagée depuis plus de 10 ans. Le chômage est resté proche de 4,7 % et l'inflation est demeurée très faible (1,6 % en février 2005 en glissement). Le resserrement monétaire, engagé de novembre 2003 à août dernier pour freiner la frénésie immobilière et la montée de l'endettement, commence à porter ses fruits. Les prix immobiliers

baissent depuis l'été dernier. En 2005 et 2006, les ajustements se poursuivront et, en l'absence de signes inflationnistes et donc de durcissement monétaire plus marqué, la croissance devrait rester proche de sa tendance de 2,5 %.

Dans la zone euro les performances ont été particulièrement décevantes en 2004. Les signes encourageants de la mi-2003 à l'été dernier n'ont pas été confirmés et la croissance est retombée en fin d'année. Au final, celle-ci n'aura été que de 1,7 %, après 0,5 % en 2003. La consommation des ménages est restée atone (1,1 % en 2004) et la reprise de l'investissement très faible (1,6 % après -0,6 %). Quant au commerce extérieur, sa contribution à la croissance n'est simplement plus négative. Le taux de chômage est stable à 8,8 %, malgré l'amorce d'une reprise des créations d'emplois. Du côté des bonnes nouvelles, l'inflation tourne autour de 2 %, soit la cible de la Banque centrale européenne (BCE), et l'inflation sous-jacente n'a été que de 1,4 % en février 2005 en glissement. On ne voit toujours pas de franche reprise à l'horizon de la prévision (1,5 % en 2005 et 2,1 % en 2006), la politique économique restant toujours peu favorable à la croissance.

Atténuation des disparités dans la zone euro en 2006

Avec une croissance de 2,3 % et 2,7 % respectivement en 2004, la France et l'Espagne ont soutenu la dynamique de la zone qui, autrement, était entraînée vers le bas par l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas. Cette dispersion des rythmes de croissance au sein de la zone pourrait perdurer en 2005, voire s'amplifier dans le cas de l'Italie. En 2006, on assisterait à une convergence des taux de croissance. Dans les pays les plus déprimés, la croissance s'accélélerait tout en restant modérée (à 1,7 % en Allemagne, 1,3 % en Italie et 1,9 % aux Pays-Bas, après 0,8 %, 0,6 % et 1,1 % respectivement en 2005), et elle resterait relativement stable en France et en Espagne. L'Italie resterait le seul pays où l'écart de croissance avec la moyenne de la zone ne se réduirait pas.

La France et l'Espagne bénéficient d'une demande intérieure relativement solide, tirée en grande partie par la consommation des ménages et l'investissement logement. Ces dépenses ont été soutenues par la hausse des revenus, les effets richesse basés sur la flambée des prix de l'immobilier et l'augmentation de l'endettement (qui atteint le niveau inquiétant de 115 % du revenu en Espagne). En dépit de sa faible croissance, l'Italie bénéficie elle aussi d'une demande finale privée qui reste relativement bonne. À l'inverse, la thérapie de choc dans laquelle s'est engagée l'Allemagne depuis plusieurs années a pesé sur les dépenses des ménages en 2004. Cette situation devrait néanmoins s'améliorer

en 2005 et 2006 avec la reprise des créations d'emplois qui compenserait la baisse des salaires réels attendue. La consommation reprendrait donc lentement.

Du côté de l'investissement, le point bas semble avoir été dépassé dans la plupart des pays de la zone. Le taux d'investissement remonte depuis le début 2003 en France et depuis le second semestre 2004 en Allemagne et aux Pays-Bas. En Italie, il devrait progresser en 2005. La hausse de la consommation en cours ou à venir ainsi que la remontée courant 2004 des taux d'utilisation, visible même en Allemagne, devraient donc inciter les entreprises à reprendre leurs investissements, et ce d'autant que leur situation financière est bonne. Les taux de marge progressent rapidement (+ 1,9 point en Allemagne et + 1,6 point en France entre le point bas de 2003 et la fin 2004), plus vite d'ailleurs qu'aux États-Unis.

À l'exception de l'Allemagne qui y a trouvé un soutien opportun, le commerce extérieur est resté dans de nombreux pays un facteur de frein à la croissance. Sa contribution est fortement négative en France et en Espagne, là où la demande intérieure est plutôt vive. En Italie, même si elle est légèrement positive en 2004, elle a fortement varié au fil des trimestres et reste structurellement orientée négativement. Si la part des importations dans la demande intérieure s'est légèrement accrue en 2004 dans tous les pays de la zone, cette contre-performance tient surtout à des exportations en perte de vitesse. À un degré moindre qu'en 2003, l'appréciation de l'euro a continué de peser sur les performances à l'exportation. Cela s'est traduit par de nouvelles pertes de parts de marché. L'Allemagne s'en sort relativement mieux que la France du fait d'une spécialisation de sa structure productive plus orientée vers des biens de capital. À l'opposé, l'Italie, qui pâtit déjà d'une compétitivité plus dégradée que celle de ses voisins, souffre en plus d'une spécialisation dans des secteurs traditionnels à forte intensité de main d'œuvre et donc beaucoup plus exposés à la concurrence des pays à bas salaires.

Les risques à l'horizon 2006

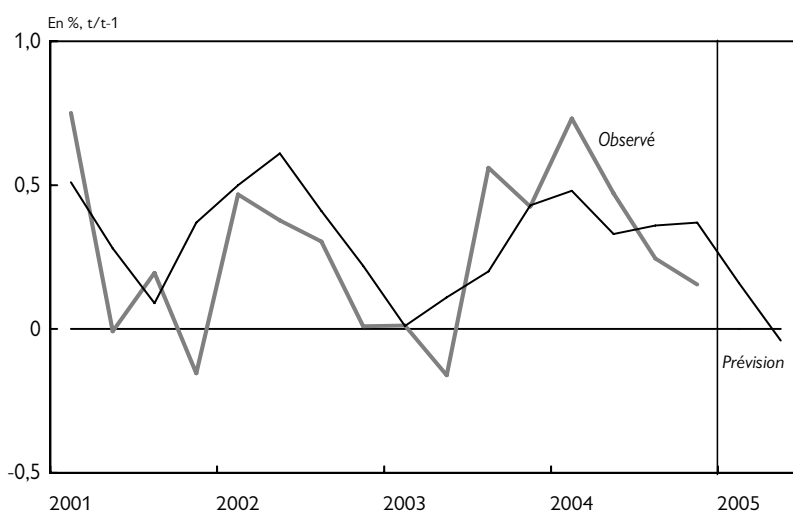
Le scénario de croissance exposé ici s'appuie sur des hypothèses moyennes, concernant, d'un côté, la dynamique de la croissance à court terme et, de l'autre, l'absence d'aggravation des déséquilibres menaçant la stabilité de l'économie mondiale.

À court terme, les prévisions de croissance issues de l'indicateur avancé à six mois pour la zone euro sont nettement plus pessimistes que celles résultant de l'agrégation des prévisions par pays (encadré 1). La réalisation d'un tel scénario changerait non seulement l'acquis de croissance pour l'année 2005, mais conduirait également à s'interroger sur les risques d'enclenchement d'un processus récessif à l'issue du deuxième trimestre 2005.

1. L'indicateur avancé zone euro : un scénario alternatif pour la première moitié de 2005

Les prévisions de l'indicateur avancé, actualisées avec les données disponibles début avril, anticipent un freinage de l'expansion dans la zone euro à l'horizon du premier semestre 2005. Encore légèrement positive au premier trimestre (+ 0,2 %), la croissance serait nulle au deuxième trimestre (tableau). L'indicateur décrit une économie qui chemine vers l'atonie à l'horizon du premier semestre 2005 (graphique). C'est dire la faiblesse de l'acquis de croissance (0,5 %) issu de ces prévisions.

Taux de croissance trimestriels du PIB observé et prévu



Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2005.

Croissance du PIB en volume

En %, t/t-1

	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4	2005 T1	2005 T2
Eurostat	0,7	0,5	0,3	0,2	–	–
Indicateur	0,5	0,3	0,4	0,4	0,2	0

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2005.

La forte dégradation de la confiance dans l'industrie, mesurée par les enquêtes européennes de conjoncture, explique le tassement de la croissance dans la première moitié de 2005. L'accumulation de signaux négatifs émanant de l'environnement international (hausse des prix du pétrole, ralentissement américain, faiblesse du dollar) ont eu raison de la bonne tenue des enquêtes observée encore jusqu'à l'automne 2004 : pour la première fois depuis deux ans, la contribution à la croissance du climat des affaires dans l'industrie est redevenue négative. L'indice de confiance des consommateurs, quant à lui, peine à se redresser et ne parvient pas à infléchir les prévisions dans un sens plus optimiste. En plus de la déprime affectant le moral et les anticipations des agents économiques, l'impact direct de la dépréciation du dollar dans la seconde moitié de 2004 contribue négativement aux prévisions avec un délai usuel de six mois. La hausse des prix du pétrole en 2004 ajoute au pessimisme des projections, alors que la politique monétaire contribue encore négativement à la croissance, comme depuis la mi-2001. Le poids de ces évolutions passées sur les perspectives de croissance à court terme de la zone euro est révélateur de la manière dont elles pourraient affecter notre scénario de croissance mondiale si elles venaient à s'accroître à l'horizon 2006.

Outre le risque d'asseoir la prévision sur des données d'amorçage trop optimistes, d'autres aléas pèsent sur notre scénario : une nouvelle flambée des prix du pétrole, un décrochage prolongé du dollar, et une poussée des taux d'intérêt longs américains.

Nous retenons dans ce scénario une stabilisation des prix du pétrole autour de 45 dollars le baril, le marché étant bien approvisionné et les stocks à des niveaux plutôt corrects. La principale inquiétude des marchés porte sur la capacité des producteurs à répondre à des perturbations affectant l'offre ou à une demande plus élevée que celle anticipée. Les capacités de production de brut dépassent de peu le niveau de leur production, et les réserves s'épuisent progressivement dans certaines zones : mer du Nord, Alaska, Russie. Parallèlement, la demande des pays émergents, en particulier de la Chine, croît à des rythmes très supérieurs à la moyenne des années 1990, et il est difficile d'anticiper son évolution future. À cela s'ajoute la stagnation des capacités de raffinage au niveau mondial. Ainsi le moindre choc d'offre négatif (comme l'arrêt d'une raffinerie pour travaux d'entretien) ou de

demande positif pourrait, semble-t-il assez facilement, conduire à une nouvelle envolée des prix du pétrole, jusque 80 dollars le baril voire 100 dollars comme l'a évoqué récemment le FMI. Une telle flambée aurait de lourdes conséquences, en freinant la croissance plus encore que dans notre scénario central, par une perte supplémentaire de pouvoir d'achat pour les consommateurs, par des effets possibles de retour sur l'inflation, et donc par la pression à la hausse des taux d'intérêt.

Le second risque est celui d'une baisse non contrôlée du dollar. Dans notre scénario, la stabilisation du déficit courant américain en 2005, prélude à un début d'amélioration en 2006, permettrait au dollar de s'apprécier légèrement courant 2006. Ceci suppose implicitement que les banques centrales asiatiques ne réduisent qu'à la marge leurs interventions de change et qu'il n'y ait pas de mauvaise surprise venant de Chine. Pourtant, un changement inopiné d'orientation de leur politique de change est toujours possible, éventuellement initié par une réforme du régime de change en Chine et/ou par l'absence d'amélioration des déséquilibres américains: la baisse du dollar n'aurait alors plus guère de limites, ni d'ailleurs la hausse des taux d'intérêt.

En fait, tout autant que la nature du changement à venir du régime de change en Chine, c'est la date à laquelle il aura lieu qui agite les marchés et qui fait planer un risque: certains parient pour 2005, d'autres pour 2006, d'autres encore pour 2007 (date à laquelle l'accord de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) prévoit que les banques étrangères auront pleinement accès au marché chinois). En l'absence de preuves concrètes de l'imminence d'un changement, nous nous sommes ici abstenus de trancher en faveur de l'une ou l'autre option. Si un changement devait néanmoins avoir lieu à l'horizon 2006, le risque est que, pris par surprise, les marchés ne précipitent une crise de change sur le dollar. Si, en revanche, les autorités chinoises font bien les choses (et elles ont tout intérêt à bien communiquer sur leur politique de change), les répercussions sur le dollar resteraient probablement limitées dans le temps.

La poursuite de l'appréciation de l'euro viendrait encore amputer la croissance de la zone euro de quelques précieux points de pourcentage. En revanche, l'impact sur la croissance américaine serait *a priori* ambivalent, selon que l'effet baisse du change (positif) l'emporterait ou non sur l'effet hausse des taux (négatif). Compte tenu du degré d'exposition de l'économie américaine à toute hausse non anticipée de cette dernière variable, il est néanmoins fort probable que l'effet négatif l'emporte largement sur l'effet positif, et donc que les États-Unis souffrent, comme la zone euro, d'un décrochage du dollar.

Le dernier risque à envisager est celui d'une remontée brutale, significative et durable des taux d'intérêt longs américains au-delà de 5 %. Elle pourrait être provoquée par le forfait, volontaire ou forcé, des banques centrales asiatiques, lassées de se porter acquiescentes de titres publics dont l'offre irait grandissant, mais pas le rendement, ou acculées à mettre un terme à une politique de change devenue trop coûteuse. Une brusque augmentation des taux d'intérêt longs pourrait être aussi plus directement provoquée par un dérapage inflationniste et une réaction de la politique monétaire américaine. Un tel dérapage pourrait venir d'une nouvelle flambée des prix du pétrole; d'un surcroît d'inflation importée; d'effets de second rang liés à la hausse des prix du pétrole; et/ou de revendications salariales motivées par la baisse du chômage. Une poussée des taux d'intérêt longs stopperait la hausse des prix de l'immobilier et serait aussi défavorable aux marchés d'actions. Ce choc se propagerait en toute vraisemblance au reste du monde. Afin de maintenir le niveau de leur richesse nette (ou d'en limiter la baisse), les ménages américains devraient alors faire un sérieux effort d'épargne et/ou de désendettement. Si un tel effort est déjà inscrit dans notre scénario central, il reste progressif et limité: le risque est bien qu'il soit plus brutal et plus important que prévu. Combiné à la réduction du pouvoir d'achat des ménages, il pourrait briser la dynamique de croissance de leurs dépenses, et donc celle du PIB.

Ce risque d'une récession américaine se double évidemment du risque d'un coup d'arrêt de la croissance mondiale. Est-ce le prix à payer pour que le déficit courant américain se réduise enfin? Il nous semble que non dans la mesure où il existe une solution alternative, celle d'une sortie par le haut, par l'amélioration conjointe des déficits public et courant (encadré 2). Mais le risque d'une sortie par le bas, ici décrite, quoique d'une faible probabilité d'occurrence aujourd'hui, est réel, et ira croissant si rien ne change à l'horizon 2006.

Un atterrissage brutal de l'économie chinoise fait aussi partie des risques mais il paraît moins probable qu'il y a six mois. La politique de contrôle administratif du crédit et des projets d'investissements ainsi que la première hausse du taux directeur de la banque centrale depuis dix ans ont permis de modérer le rythme effréné de croissance des investissements. Les évolutions du crédit, de la masse monétaire et de l'inflation sont revenues à des rythmes plus raisonnables, et la Banque centrale surveille de près les poussées inflationnistes, prête à relever davantage les taux d'intérêt si cela s'avérait nécessaire.

2. L'irréductible déficit courant américain

Même si la dépréciation du dollar est presque deux fois moindre depuis 2002 qu'elle ne l'a été entre 1985 et 1988, alors que les croissances de la demande adressée aux États-Unis et du PIB américain sont comparables, la forte dégradation du déficit courant au cours des trois dernières années est problématique (tableau E1). Son amélioration, ou même sa simple stabilisation, à l'horizon 2006 léverait bien des hypothèques sur la croissance; son aggravation pourrait être la goutte d'eau qui fait déborder le vase.

E1. Caractéristiques comparées de deux épisodes de dépréciation du dollar (1985-1988 et 2002-2005)

Variation cumulée au cours de chaque période, en %

	T1 1985- T4 1989	T1 2002- T4 2006	T1 1985- T4 1987	T1 2002- T4 2004	T1 1988- T4 1989	T1 2005- T4 2006
Taux de change effectif réel du dollar			-28,7 *	-16,3 *		
PIB	18,0	17,5	10,9	10,0	6,4	6,8
Demande adressée	40,8	45,7	21,1	24,3	16,2	17,2
Contribution du commerce extérieur à la croissance	+ 0,2	- 0,3	- 0,1	- 0,6	+ 0,7	+ 0,2
Exportations de produits manufacturés (volume)	53,5	44,9	26,4	16,2	21,5	24,7
Prix des exp. manif.	11,9	7,4	5,0	3,5	6,6	3,7
Importations de produits manufacturés (volume)	16,1	44,3	13,8	29,3	2,0	11,7
Prix des imp. manif.	31,2	6,2	21,0	2,7	8,4	3,4
Gains de parts de marché	14,7	- 3,4	3,9	- 6,6	10,4	3,4
Déficit courant (milliards de dollars)	- 1	- 230	- 71	- 311	+ 70	+ 81

* T1 1985 - T4 1988 et T1 2002 - T4 2005

Sources : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labour Statistics, prévision OFCE avril 2005.

Le problème n'est pas tant que les États-Unis n'exportent pas assez, mais qu'ils importent trop. Que leur déficit bilatéral avec la zone euro se soit creusé, mais bien moins que celui avec la Chine, est symptomatique des mécanismes à l'œuvre (tableau E2). Ceux-ci sont connus: différentiel de croissance entre les États-Unis et certains de leurs partenaires commerciaux et élasticité revenu des importations américaines supérieure à l'élasticité revenu des exportations (et donc tendance des importations à croître plus vite que les exportations même si la croissance est identique des deux côtés des Océans); montée en puissance de la Chine comme fournisseur et problème structurel de compétitivité vis-à-vis des pays d'Asie qui, en plus, défendent la parité de leur monnaie; efforts de marges de la part de certains exportateurs étrangers et aussi de la part des exportateurs américains, qui se traduisent par une non-baisse des termes de

l'échange (sur le commerce de produits manufacturés), qui contrecarre donc l'effet de la dépréciation sur les volumes importés et exportés; facture pétrolière ¹ (tableau E3).

E2. Origine géographique du creusement du déficit commercial américain

Milliards de dollars (entre parenthèse, part dans la variation, en %)

	Variation entre 2002 et 2004	Variation entre 2003 et 2004	Niveau, en 2004, du solde bilatéral des Etats-Unis vis-à-vis du/de ...	Poids, en 2004, de chaque pays (en %)	
				Exportations	Importations
Total	- 183	- 118	- 666	100	100
Canada	- 17 (9 %)	- 14 (12 %)	- 68 (10 %)	23	18
Amérique latine	- 33 (18 %)	- 21 (18 %)	- 90 (13 %)	21	18
<i>Mexique</i>	- 8 (4 %)	- 4 (3 %)	- 46 (7 %)	14	11
Europe	- 30 (16 %)	- 15 (13 %)	- 131 (20 %)	24	22
<i>Zone euro</i>	- 16 (9 %)	- 8 (7 %)	- 83 (12 %)	16	15
<i>Royaume-Uni</i>	- 1 (0,5 %)	0	- 9 (1 %)	4	3
Japon	- 5 (3 %)	- 9 (8 %)	- 77 (12 %)	6	9
Asie	- 80 (44 %)	- 51 (43 %)	- 276 (41 %)	22	31
<i>Chine</i>	- 58 (32 %)	- 37 (31 %)	- 161 (24 %)	4	13
<i>NPI*</i>	0	0	- 23 (3 %)	10	7
Australie	0	0	+ 6	2	1
Afrique	- 17 (9 %)	- 8 (7 %)	- 30 (4 %)	2	3

* NPI : Hong Kong, Taiwan, Corée, Singapour.
Source : Bureau of Economic Analysis.

1. Grâce au contre-choc pétrolier de 1986, le solde sur les produits énergétiques s'était, au contraire, amélioré entre 1985 et 1987, et avait donc amorti la dégradation du déficit courant.

E3. Décomposition du creusement du déficit courant américain

Milliards de dollars (entre parenthèses, part dans la variation du solde courant, en %)

	Variation entre 2002 et 2004	Variation entre 2003 et 2004	Niveau en 2004	Poids, en 2004, de chaque composante (en %)	
				Exportations de B&S	Importations de B&S
Solde courant	- 192	- 135	- 666		
Solde des transferts unilatéraux	- 14 (7 %)	- 5 (4 %)	- 73		
Solde des revenus d'investissement	+ 17	- 9 (7 %)	+ 24		
Solde B&S	- 195 (101 %)	- 121 (90 %)	- 617	100	100
Solde sur les services	- 13 (7 %)	- 3 (2 %)	+ 48	31	17
Solde commercial	- 183 (95 %)	- 118 (87 %)	- 666	69	83
Solde sur produits manufacturés	- 121 (63 %)	- 80 (59 %)	- 550	53	66
Solde sur produits énergétiques	- 82 (43 %)	- 45 (33 %)	- 187	2	12
Solde sur autres marchandises	+ 20	+ 8	+ 72	14	5

Source : Bureau of Economic Analysis (données balance des paiements).

La soutenabilité de ce déséquilibre est particulièrement difficile à évaluer du fait du rôle économique et financier tenu par les États-Unis, de leur statut et de celui de leur monnaie. Les États-Unis bénéficient également d'une plus grande mobilité des capitaux et du moindre biais des investisseurs à préférer investir sur leur marché domestique. Faut-il néanmoins s'attendre à un dénouement brutal par un rappel à l'ordre des marchés financiers, à une sortie par le bas par une profonde récession? Solution la plus radicale à une situation apparemment inextricable, ce n'est néanmoins pas la plus probable compte tenu des dommages collatéraux qu'elle induirait. Un ajustement plus lent et voulu par les États-Unis, combinant gains de parts de marché et hausse de l'épargne intérieure (privée comme publique), est largement préférable. C'est le scénario que nous avons retenu.

La spécificité du cas américain ressort clairement lorsqu'on le compare à d'autres épisodes d'ajustements de balance courante, y compris l'épisode 1985-1989. Il n'en partage en effet que certains traits, rendant arbitraire toute extrapolation et donc toute projection d'ajustement du déficit courant actuel. Si l'on fait ainsi la synthèse de deux travaux empiriques sur le sujet², typiquement,

2. C. L. Freund, 2000, « Current Account Adjustment in Industrialized Countries », *International Finance Discussion Papers*, n° 692, décembre; H. Croke, S. B. Kamin et S. Leduc, 2005, « Financial Market Developments and Economic Activity during Current Account Adjustments in Industrial Countries », *International Finance Discussion Papers*, n° 827, février.

la dégradation du solde courant d'un pays développé, comme son amélioration, ressort largement fonction du cycle. Le processus de correction se déroule donc de manière ordonnée (il ne s'accompagne pas d'une crise de change et/ou financière). Il s'amorce lorsque le déficit atteint le seuil limite de 5 % du PIB, qu'il s'accompagne d'un ralentissement de la croissance (d'autant plus important que l'écart de production préalable est grand), et d'une dépréciation d'environ 20 % du taux de change effectif réel. Celle-ci s'enclenche un an avant que le déficit n'atteigne son point bas, et perdure pendant encore trois ans. Si le creusement du déficit tient plus à une baisse du taux d'épargne qu'à une hausse du taux d'investissement, le retour à l'équilibre se fait, en trois ou quatre ans, non pas grâce à une hausse du taux d'épargne mais par une baisse du taux d'investissement. S'il y a une correction du déficit budgétaire, celle-ci ne ressort pas comme un élément déterminant de l'ajustement du déficit courant. Le ralentissement de la croissance des importations contribue dans un premier temps à la réduction du déficit, mais c'est la dynamique des exportations qui, sur la durée, est le véritable moteur de l'amélioration. Croissance du PIB et baisse du déficit ne sont donc pas incompatibles.

Bien que le solde courant américain se dégrade de manière quasi continue depuis un peu plus de dix ans, qu'il est depuis un an bien au-delà du seuil limite de 5 %, et que la dépréciation du dollar, engagée depuis trois ans, est proche de 20 %, il n'y a guère d'éléments pour déduire qu'un processus de correction est engagé. La situation actuelle a ceci de particulier qu'elle résulte d'une nette hausse du taux d'investissement entre 1995 et 2000; qu'entre 2000 et 2001, le taux d'investissement a effectivement baissé mais également le taux d'épargne et que la baisse de celui-ci s'est poursuivie pendant un an encore; et qu'entre 2003 et 2004, le taux d'épargne est certes remonté mais le taux d'investissement également. De plus, le rythme de croissance des exportations, bien qu'en nette hausse entre 2003 et 2004, est resté en deçà de celui des importations.

À l'horizon 2006, le scénario de croissance retenu s'appuie sur la poursuite de la hausse du taux d'investissement et du taux d'épargne, et sur une contribution positive du commerce extérieur. L'amélioration ainsi prévue du déficit courant reposerait certes sur une configuration épargne-investissement atypique, mais elle s'appuierait sur une configuration exportations-importations normale.

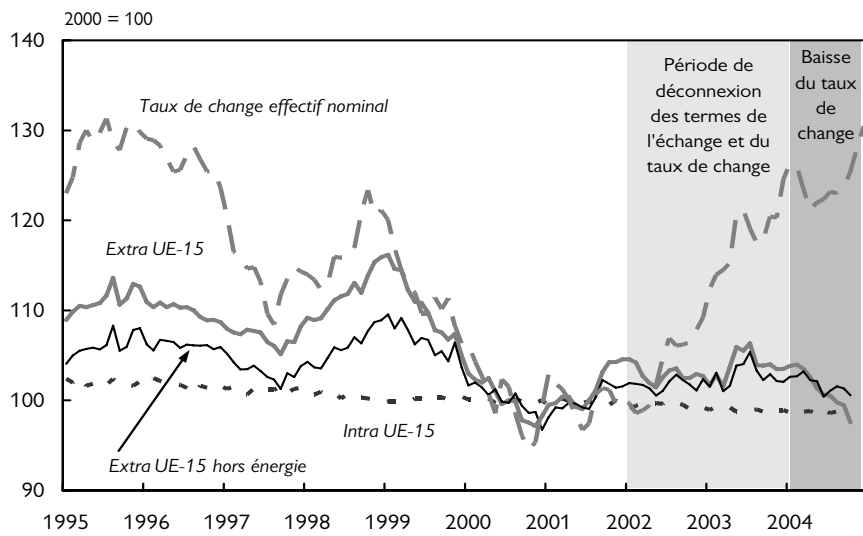
La zone euro freinée par son commerce extérieur

Alors que sa demande intérieure reste apathique, la zone euro ne profite que très marginalement de la dynamique internationale (voir dans ce dossier la fiche « Commerce mondial : rythmes de croisière »). L'appréciation de l'euro depuis 2001 a fortement pesé sur la compétitivité-prix des produits européens. En dépit du ralentissement conjoncturel en 2002 et 2003, les importations de la zone avaient moins baissé qu'elles n'auraient pu le faire, et la reprise de 2004 s'est traduite par une reprise relativement vive des achats au reste du monde. Le taux de pénétration a donc légèrement augmenté dans la zone en 2004. Les exportateurs ont continué de perdre des parts de marché en 2004, moins cependant qu'en 2003. En 2004, la contribution des exportations à la croissance a été de 2,2 points de pourcentage, après 0,2 en 2003, mais la progression des importations est telle, qu'au final, la contribution du commerce extérieur à la croissance est nulle, après avoir été franchement négative en 2003 (-0,6 point). Elle serait encore légèrement négative (-0,2 point) en 2005 et deviendrait neutre l'année suivante avec la légère dépréciation de l'euro.

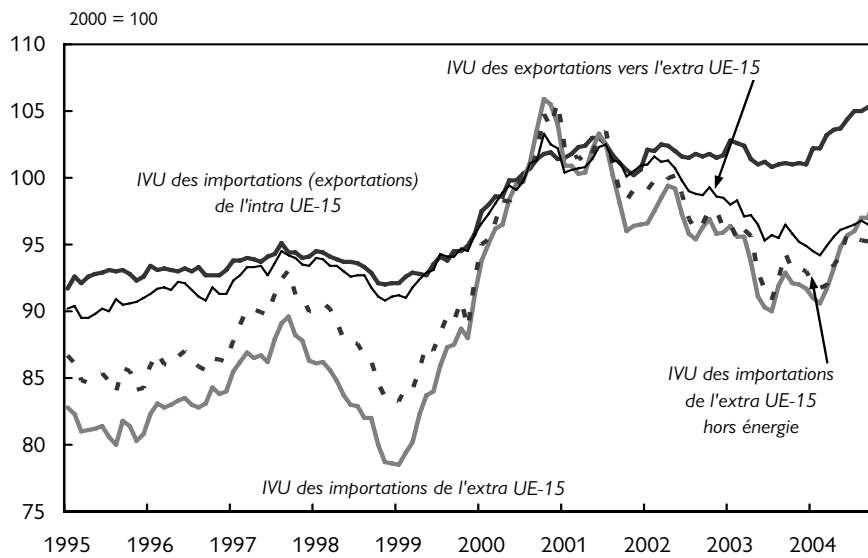
Des termes de l'échange marqués par la fin des efforts de prix à l'exportation...

L'impact de l'appréciation de l'euro sur les termes de l'échange de la zone vis-à-vis de l'extérieur est relativement atypique depuis 2002. Théoriquement, l'augmentation (respectivement la baisse) du pouvoir d'achat de la monnaie réduit (respectivement augmente) mécaniquement la valeur unitaire des biens importés, et dans l'hypothèse où les prix à l'exportation restent inchangés, les termes de l'échange s'améliorent (respectivement se dégradent) spontanément. Ce premier effet-prix est bien observé jusqu'en 2001 (graphique 4). Mais à partir de 2002 et 2003, on constate une déconnexion : la forte appréciation du taux de change effectif s'est combinée avec une stabilité des termes de l'échange de l'Union européenne (UE) vis-à-vis de la zone hors UE. Les importateurs européens ont bien vu leurs prix baisser du fait de l'appréciation de l'euro, mais les exportateurs ont cherché à protéger leur compétitivité-prix en devises par un fort ajustement de leurs prix en euro (graphique 5) afin de maintenir leurs parts de marché.

4. Termes de l'échange



5. Indices de valeur unitaire des échanges



Cet état prend fin au début de l'année 2004. Le taux de change effectif de l'euro se déprécie puis reste stable jusqu'à l'automne dernier. Les termes de l'échange suivent cette tendance mais cachent des comportements différents de prix. Les prix à l'importation ont recommencé à croître, du fait du repli du taux de change et aussi de l'envolée des prix du pétrole. Si l'on enlève l'impact de la hausse des prix du pétrole, les prix à l'importation de la zone euro ont nettement moins augmenté au premier semestre 2004 et se stabilisent au moins jusqu'en octobre. De leur côté, les exportateurs auraient profité de la baisse de l'euro pour restaurer leurs marges. Après deux années d'ajustement, les prix en euro ont augmenté, sans que leur position relative en monnaie étrangère n'en soit affectée. Ce comportement devrait prendre fin avec la reprise du mouvement d'appréciation de l'euro à la fin 2004.

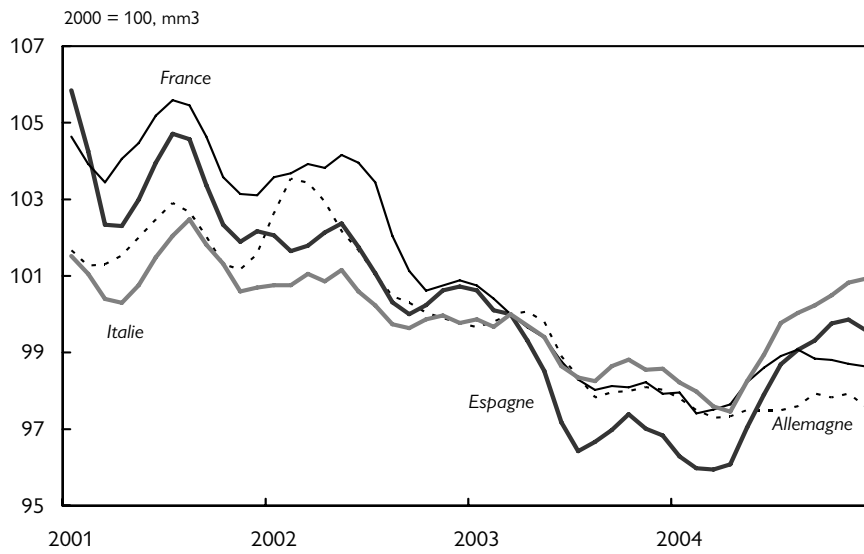
...plus ou moins marquée selon les pays

Les prix à l'exportation des produits destinés à l'extérieur de la zone euro ont suivi des évolutions différentes en 2004 selon les pays (graphique 6) : ils ont augmenté le plus nettement en Italie, Espagne, Portugal et Autriche, et sont restés stables en Allemagne et aussi, mais dans une moindre mesure, en France. En ce qui concerne les échanges intra-zone (graphique 7), là où l'effet taux de change ne joue pas, les prix à l'exportation ont sensiblement augmenté dans tous les pays.

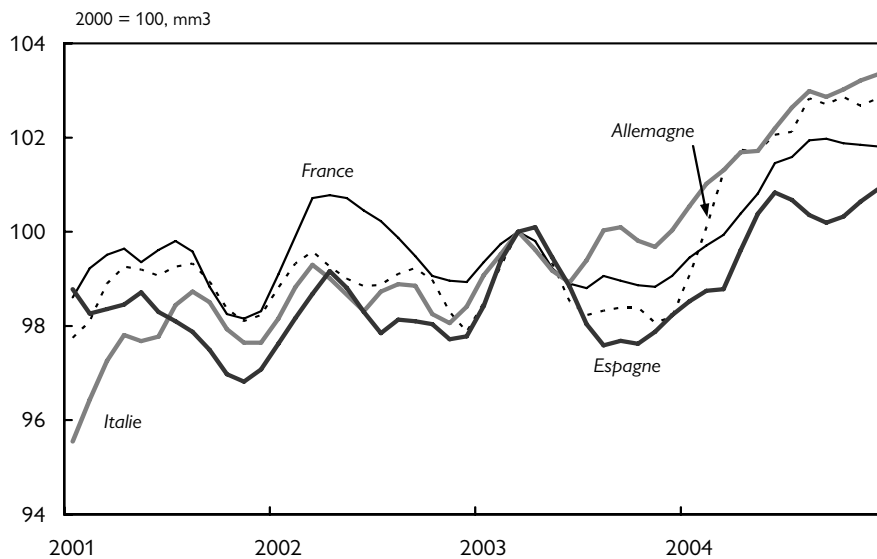
Au final, l'ajustement possible des coûts et des prix des entreprises face au renchérissement de l'euro en 2002 et 2003 semble avoir atteint ses limites. Les entreprises ont profité de l'opportunité d'un repli du taux de change début 2004 pour accroître leurs prix à l'exportation, et ce sans que cela n'affecte leur prix relatifs en monnaie étrangère et donc leur position en terme de compétitivité-prix sur le marché international.

L'essoufflement de la capacité à contenir les prix est à la mesure de l'importance des efforts consentis, depuis 2002, par les entreprises pour compenser les effets négatifs de l'appréciation de l'euro. En France et en Allemagne, les entreprises n'ont cessé de faire pression sur leurs marges et leurs coûts pour freiner la hausse des prix en devises. L'Espagne et surtout l'Italie n'ont pu par contre éviter une dérive plus importante de leurs prix en monnaie étrangère.

6. Indices de valeur unitaire des exportations hors zone



7. Indices de valeur unitaire des exportations intra zone



Des écarts de performances au sein de la zone

Pourtant, les performances en termes d'exportations ne répondent pas toujours aux attentes. Ainsi, si les évolutions des prix relatifs en dollar sont équivalentes en Allemagne et en France, les exportations de marchandises en volume ont augmenté en Allemagne de 3,6 % par an en moyenne entre 2002 et 2004, contre seulement 1 % en France. L'Espagne dont les prix relatifs en dollar ont davantage augmenté, enregistre des performances à l'exportation aussi bonnes qu'en Allemagne (3,4 % par an). L'Italie, en revanche, accuse un effondrement de ses exportations depuis trois ans, de 2,6 % par an, qui va au-delà de ce que laisserait supposer la seule évolution de ses prix.

Ce comportement s'explique en partie par la dynamique des marchés à l'exportation. L'Allemagne et l'Italie sont moins dépendantes de la zone euro et davantage orientées vers des zones à forte croissance (pays d'Europe de l'Est, États-Unis, Chine) que la France et l'Espagne (tableau 4). Cette caractéristique s'est accentuée avec le temps : entre 1995 et 2004, la part des exportations vers l'Europe de l'Est s'est accrue plus qu'en France et en Espagne (de plus de 4 points) pendant que le désengagement de l'Italie vis-à-vis de la zone euro devenait plus marqué. À l'inverse, la France et surtout l'Espagne exportent principalement vers la zone euro. Dès lors, les demandes adressées à l'Allemagne et à l'Italie évoluent en phase (4,9 % par an entre 2001 et 2004) tandis que celles destinées à la France et à l'Espagne progressent moins vite (4 % et 3,3 % par an respectivement).

4. Répartition géographique des exportations en 2004

En %

	France	Allemagne	Italie	Espagne
Zone euro	50,1	43,4	44,5	59,7
PECO	3,4	8,6	5,6	3
Autre Europe	18,9	22,6	21,7	16,6
ALENA	7,7	10,1	9,7	6,2
Japon	1,5	1,8	1,6	0,9
Asie en développement				
hors Chine	4,2	4,5	4,4	1,7
Chine	1,5	3	1,6	0,9
Reste du monde	14,2	9	12,5	11,9
Total	100	100	100	100

Source : Eurostat.

Par ailleurs, outre la dynamique des marchés à l'exportation, la spécialisation produits tient un rôle important dans la capacité des exportations à résister à la situation conjoncturelle internationale. Ainsi, l'Allemagne, que sa spécialisation relative en biens d'investissement favorise en période de reprise de la demande (tableau 5), est-elle davantage imperméable aux variations de change que l'Italie, grande productrice de biens traditionnels, à plus forte intensité de main-d'œuvre et donc particulièrement exposée à la concurrence des pays à plus bas salaires. À ce titre, la libéralisation du commerce de produits du textile, qui fait suite au démantèlement de l'accord multifibres au 1^{er} janvier 2005, pourrait peser sur les exportations italiennes.

5. Structure par produits des exportations en 2004

En %

	Allemagne	France	Italie	Espagne
Biens d'investissement	23,4	21,2	18,0	11,2
Biens de consommation	15,1	23,5	31,0	27,7
Biens intermédiaires	49,5	46,8	47,9	45,1
Autres	12,0	8,5	3,1	16,0
Total	100	100	100	100

Source : Eurostat.

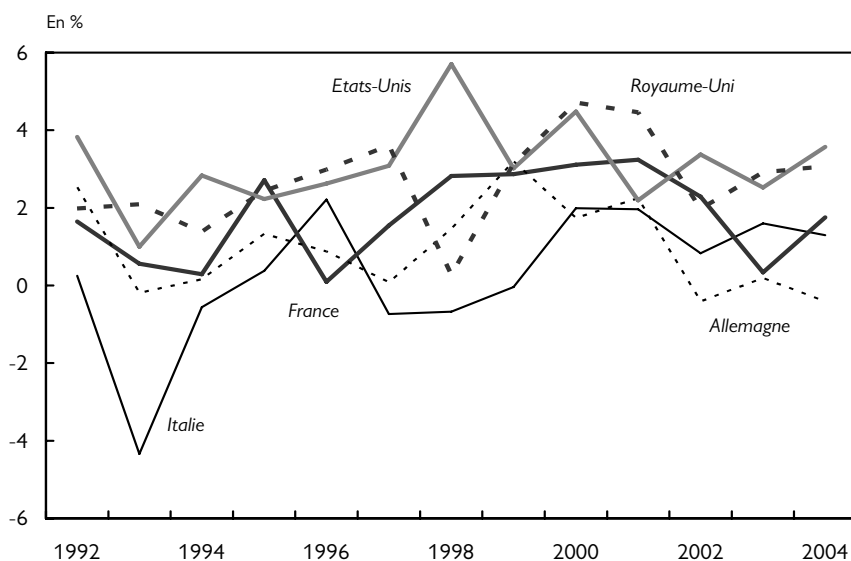
Le grand écart de la consommation

En 2004, si l'investissement et le commerce extérieur ont poussé à la hausse la croissance de la zone euro, ce n'est pas le cas de la consommation des ménages, qui a crû au même rythme qu'en 2003 (soit 1,1 %). Cette évolution décevante cache cependant de grandes disparités entre les pays de la zone: si la consommation privée en France et en Espagne, déjà dynamique en 2003, a encore accéléré (à 2,3 % et 3,5 % respectivement), ce n'est pas le cas en Italie où elle a ralenti (de 1,4 % en 2003 à 1 % en 2004) et en Allemagne où elle s'est même contractée (- 0,8 %). Au contraire, aux États-Unis et au Royaume-Uni, la croissance de la consommation a encore accéléré par rapport à un rythme déjà élevé, pour atteindre plus de 3 % sur l'année 2004. Dans ces deux pays, le dynamisme de la consommation a ainsi soutenu la reprise de l'investissement, alors que la faiblesse de la consommation dans la zone euro l'a bridé. À l'horizon de la prévision, l'écart des taux de croissance de la consommation se resserrerait: la consommation accélérerait dans la zone euro et décélérerait aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Divergences de revenu et d'épargne

Ces écarts importants des comportements de consommation s'expliquent tant par l'évolution du revenu (graphique 8) que par l'évolution du taux d'épargne: aux États-Unis comme au Royaume-Uni, la croissance du pouvoir d'achat a accéléré en 2004, en lien avec l'amélioration du cycle d'activité global (reprise des créations d'emplois et accélération des salaires). Au dynamisme du pouvoir d'achat du revenu s'est conjuguée une baisse du taux d'épargne, amplifiant la bonne tenue de la consommation. Au sein de la zone euro, la situation des ménages est très hétérogène, avec, d'un côté, des ménages français et espagnols dont le revenu a accéléré et le taux d'épargne baissé et qui consomment et, de l'autre, des ménages italiens et surtout allemands qui font grise mine. Le pouvoir d'achat du revenu a décéléré dans ces deux pays, se contractant même en Allemagne. Les ménages italiens ont pâti de l'ajustement tardif de l'emploi et des salaires; quant aux ménages allemands, malgré la timide reprise des créations d'emplois, leurs salaires réels sont en recul. À cette évolution défavorable du revenu s'est ajoutée dans ces deux pays une hausse du taux d'épargne. Si en Allemagne, les crédits aux ménages sont restés atones, leur accélération en Italie a limité la hausse du taux d'épargne.

8. Évolution du pouvoir d'achat du revenu des ménages

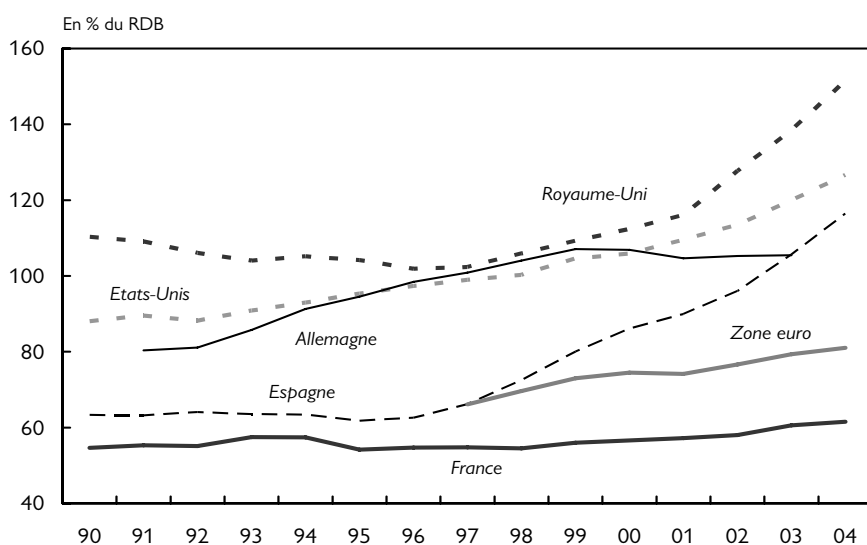


Sources : Comptes nationaux, INE, prévisions OFCE pour l'Italie en 2004.

Soutien ou fardeau: l'immobilier reste égal à lui-même

Tant aux États-Unis qu'au Royaume-Uni et dans certains grands pays de la zone euro, le bas niveau des taux d'intérêt a poussé les crédits à l'habitat à la hausse. Au Royaume-Uni, malgré la remontée des taux enclenchée fin 2003, la hausse du taux d'endettement s'est poursuivie, ce dernier atteignant 150 % du revenu disponible en 2004 (graphique 9). Aux États-Unis, les taux hypothécaires ont évolué comme les taux longs et ne se sont donc pas franchement redressés. De ce fait, l'endettement hypothécaire a continué de croître à un rythme soutenu, mais le taux d'endettement est resté en deçà de celui britannique. Dans la moyenne de la zone euro, les taux hypothécaires atteignaient 4,1 % fin 2004. Leur faiblesse a surtout profité aux ménages espagnols, qui ont continué à s'endetter nettement: leur taux d'endettement s'écarte de plus en plus de la moyenne européenne. D'abord, l'Allemagne est restée à l'écart de ce mouvement, en raison des surcapacités nées de la réunification. Ensuite, bien qu'en hausse, le taux d'endettement italien reste particulièrement faible, autour de 40 % du revenu en 2004. Enfin, la hausse du taux d'endettement a ralenti en France en 2004. Globalement, dans la zone euro, le taux d'endettement a légèrement augmenté, à 81 % du revenu en 2004.

9. Taux d'endettement



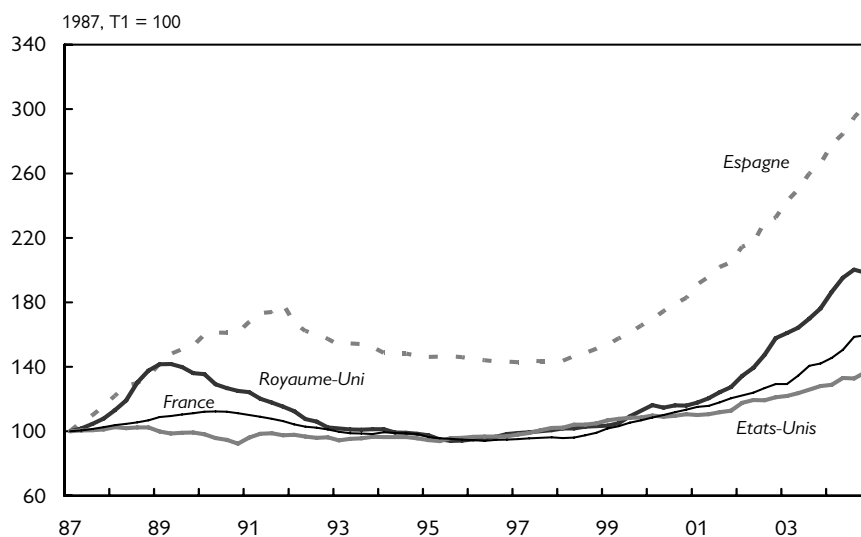
Sources : Banques centrales et instituts statistiques nationaux, calculs OFCE.

La facilité actuelle d'endettement a permis aux ménages de financer des logements de plus en plus chers. Au Royaume-Uni, la hausse des taux a cependant permis un ralentissement de la hausse des prix (de plus de 20 % à la mi-2004 à 15 % fin 2004 en rythme annuel), nécessaire pour freiner la progression de l'endettement et de la consommation des ménages (voir dans ce dossier la fiche « Royaume-Uni: attention à la marche »). Aux États-Unis, les prix continuent de progresser, quoique plus modérément (presque 10 % au dernier trimestre 2004). En France, l'accélération des prix a été importante: elle atteint 15 % à la fin 2004. En Espagne, la hausse des prix est quasiment stable autour de 17 % depuis fin 2003. En termes réels, et par rapport à la situation prévalant à la fin des années 1980, la dynamique des prix immobiliers ne semble pas préoccupante, à l'exception de l'Espagne (graphique 10). Le retournement se fait en douceur pour l'instant au Royaume-Uni, la hausse reste modérée aux États-Unis et en France. De plus, face à la faiblesse structurelle de l'offre en France, l'accélération récente des mises en chantier et des permis de construire accordés devrait limiter les tensions à l'avenir.

Dans l'attente d'un resserrement des comportements

À l'horizon de la prévision, les comportements de consommation se rapprocheraient entre la zone euro, le Royaume-Uni et les États-Unis: ces deux derniers pays verraient leur consommation décélérer,

10. Prix immobiliers déflatés par l'indice des prix à la consommation



Sources : Ministerio de Vivienda, INSEE, National Association of Realtors, Halifax, OCDE.

alors qu'elle croîtrait à un rythme plus élevé dans la zone euro. Cette réduction des écarts de croissance serait aussi visible au sein même de la zone euro : la consommation accélérerait en Italie et en Allemagne, elle croîtrait au même rythme en France, et décélérerait en Espagne.

Les ménages de la zone euro continueraient de bénéficier de taux d'intérêt très bas. L'investissement en logement resterait un soutien de l'activité en France, en Italie et en Espagne, même s'il devrait croître à des rythmes moins élevés. En France, si la baisse du taux d'épargne ralentirait, l'accélération de l'emploi et surtout des salaires permettrait au revenu de progresser plus vite : la croissance de la consommation resterait donc soutenue (2,4 % en 2005 comme en 2006). En Italie, malgré les hausses de salaires, les moindres créations d'emplois et la hausse du taux d'épargne ne permettraient qu'une accélération limitée de la consommation (à 1,3 % en 2006). En Allemagne, la consommation renouerait avec des taux de croissance positifs (0,6 % et 0,8 % respectivement en 2005 et 2006) : malgré un recul du salaire réel, le revenu des ménages serait soutenu par la reprise des créations d'emplois et se conjuguerait à une baisse du taux d'épargne.

Au Royaume-Uni et aux États-Unis, la hausse des taux d'intérêt serait un frein à l'endettement des ménages. La croissance de l'investissement logement ralentirait nettement dans ces deux pays, mais il n'y aurait pas de retournement brutal du marché immobilier. Quant à la progression de la consommation, elle serait moindre aux États-Unis (2,9 % en 2006), mais surtout au Royaume-Uni (2 % en 2005 et en 2006), en lien avec une hausse du taux d'épargne.

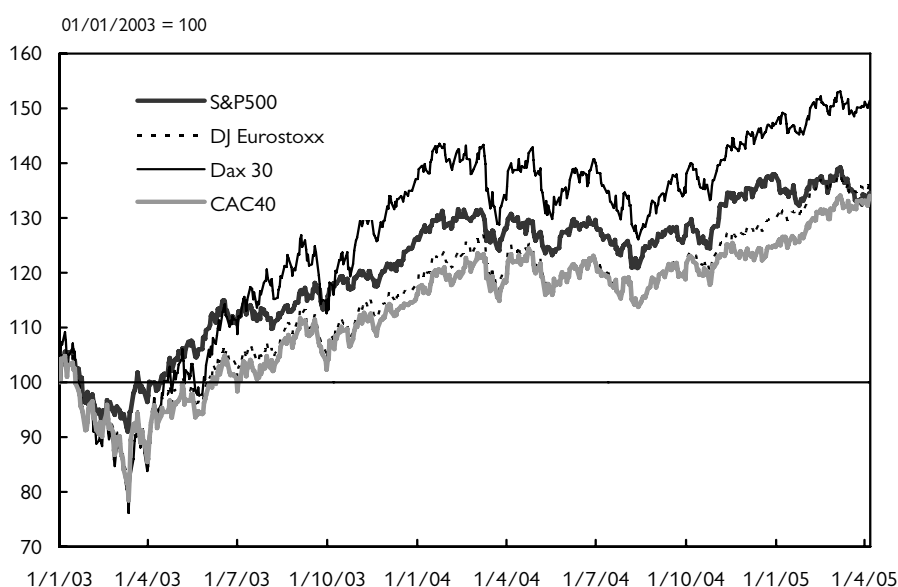
Entreprises: million dollar profits

Les profits soutiennent les cours boursiers...

Les marchés boursiers ont progressé sur les principales places financières depuis la fin du mois de novembre 2004 jusqu'au début du mois de mars 2005, confirmant ainsi la tendance à la hausse observée depuis la mi-août 2004 (graphique 11). Entre le point bas du mois d'août 2004 et le début du mois de mars 2005, le S&P500 s'est apprécié de 15 %, le CAC40 de 18 %, le DAX de 21 % et l'Eurostoxx de 22 %. Cette hausse des cours reflète, dans une large mesure, l'amélioration de la rentabilité des entreprises. Cependant, depuis le début du mois de mars 2005, la hausse continue du pétrole et la politique monétaire moins accommodante outre-Atlantique inquiètent les marchés financiers et pèsent sur les cours boursiers, en particulier aux États-Unis. Le S&P500 a perdu 4 % en l'espace d'un mois et l'Eurostoxx 1 %.

Depuis le début de l'année 2005, on observe un rattrapage des cours boursiers européens sur ceux américains. L'Eurostoxx s'est en effet apprécié de 5 % depuis le début de l'année alors que le S&P500 a perdu 1 %.

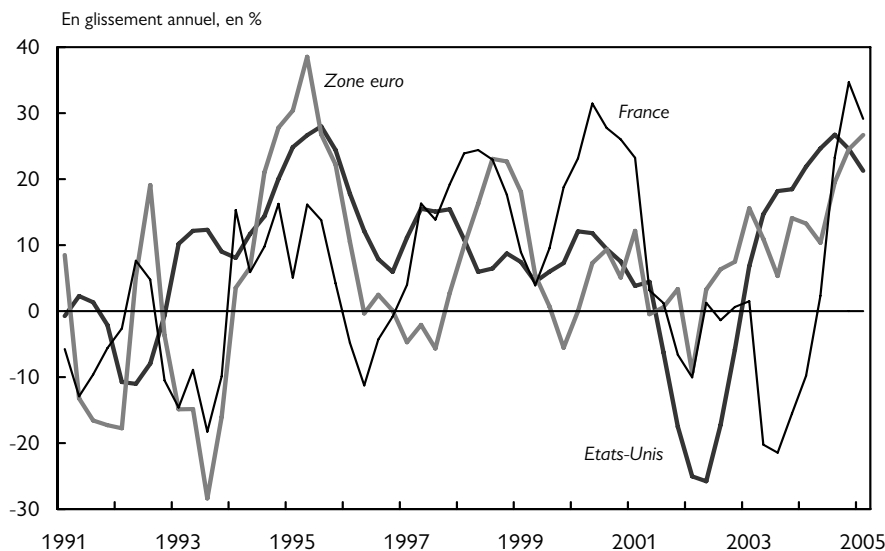
11.Cours boursiers



Source : Datastream.

Cette appréciation plus favorable à l'Europe qu'aux États-Unis est principalement due à deux facteurs: le premier est la croissance des bénéfices par action supérieure dans la zone euro (27 % en glissement annuel au premier trimestre 2005) à celle des États-Unis (21 %) (graphique 12). Le mouvement est particulièrement marqué en France: l'indice CAC40 s'est accru de 7 % depuis le début de l'année et la croissance des bénéfices par action des entreprises françaises a atteint un sommet au dernier trimestre 2004 et au premier trimestre 2005 (respectivement 35 % et 29 % en glissement annuel) (voir dans ce dossier « France: croissance entravée »).

12. Bénéfices des entreprises cotées



Sources : Datastream, calculs OFCE.

Le second facteur est l'écart de valorisation des deux marchés boursiers: la valorisation boursière en Europe est au niveau de sa moyenne historique depuis le début de l'année 2004 (PER à 14,7 en mars 2005 et moyenne 1980-2005: 14,7), alors qu'elle reste surévaluée aux États-Unis (19,4 en mars 2005 et moyenne 1980-2005: 17,4), même si l'écart se réduit depuis 2002. L'écart de valorisation entre les deux marchés devrait continuer à se réduire. Au regard de ces PER, le potentiel de croissance des marchés d'actions européens semble supérieur à celui du marché américain.

En France, la forte croissance des bénéfices n'a été que partiellement intégrée dans les cours boursiers, le PER (14,8 en mars 2005) étant encore loin de sa valeur d'équilibre élevée, estimée à 19 en février 2005, en raison de la faiblesse des taux longs et du recul de l'inflation. Un retour rapide à l'équilibre se traduirait par une forte croissance des cours boursiers français.

Ce redressement spectaculaire de la rentabilité des sociétés cotées, en particulier dans la zone euro depuis la mi-2003, est seulement en partie confirmé par les données de taux de marge marchands en France et en Allemagne. Il existe en effet un écart de rentabilité entre les grands groupes cotés en Bourse et l'ensemble des sociétés non financières (SNF) résidentes sur un territoire. Les multinationales des grands indices boursiers européens ont, à la différence de la plupart des sociétés non cotées, des unités de production implantées dans les zones à forte croissance. L'importante croissance des bénéfices des grands groupes européens cotés en bourse serait en partie due à la forte rentabilité de leurs filiales étrangères implantées dans ces zones. *A contrario*, les entreprises non cotées, dont la plupart des unités de production se situent en Europe, auraient du mal à redresser aussi rapidement leur rentabilité, contraintes par un marché moins dynamique.

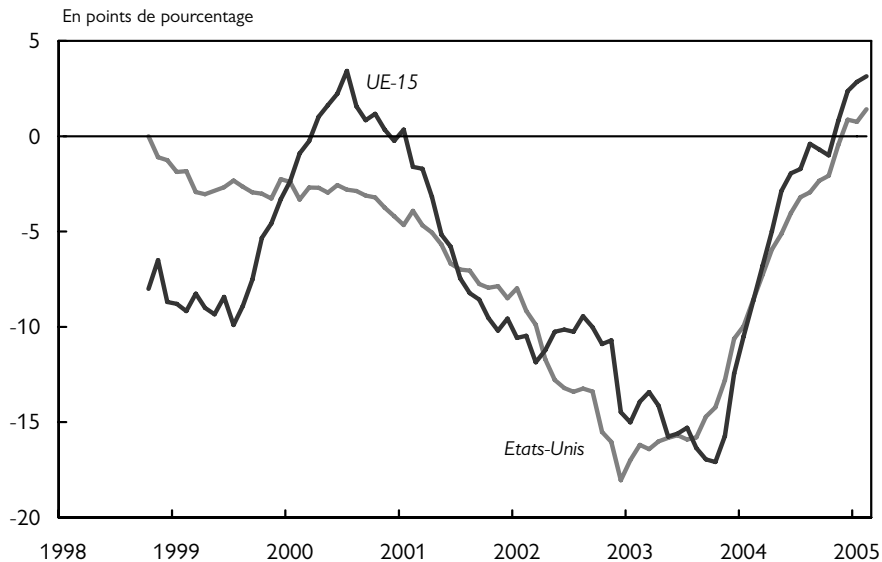
Depuis un an et demi, le redressement du taux de marge des SNFEI (sociétés non financières et entrepreneurs individuels) a été plus marqué en Allemagne et en France qu'aux États-Unis. Il a en effet progressé de 1,9 point (de VA marchande) en Allemagne entre le deuxième trimestre 2003 et le troisième trimestre 2004, de 0,9 point aux États-Unis et de 1,6 point en France entre le deuxième trimestre 2003 et la fin de l'année 2004. Les taux de marge européens, notamment français, continueraient à progresser en 2005, sous l'effet des gains de productivité réalisés par les entreprises, déformant encore le partage de la valeur ajoutée en faveur du capital. À l'inverse, les entreprises américaines, qui ont fourni leurs efforts de redressement de la rentabilité en 2002 et 2003, ont déjà pleinement profité du cycle de productivité, et commencent à s'essouffler en 2004.

... et facilitent le désendettement et l'amélioration de la qualité du crédit...

La forte croissance des bénéfices des entreprises, accompagnée d'une politique de désendettement découlant à la fois d'une réduction des coûts et d'un contrôle de la croissance externe, a eu pour effet d'améliorer la qualité du crédit des sociétés débitrices des deux côtés de l'Atlantique, visible à travers l'amélioration du différentiel de « notation » des entreprises (graphique 13). Aux États-Unis, pour la

première fois depuis 1998, l'agence Moody's a relevé fin 2004-début 2005 plus de notes qu'elle n'en a abaissées. En Europe, en février 2005, le solde de notation des entreprises a atteint les sommets de la mi-2000. Moody's souligne, de plus, que le volume de dette notée, bénéficiant d'un relèvement, est au moins deux fois plus important que le volume de dette dégradée.

13. Notation Moody's*



* Pourcentage des entreprises dont la notation a été améliorée moins pourcentage des entreprises dont la notation a été dégradée.
Sources : Datastream, calculs OFCE.

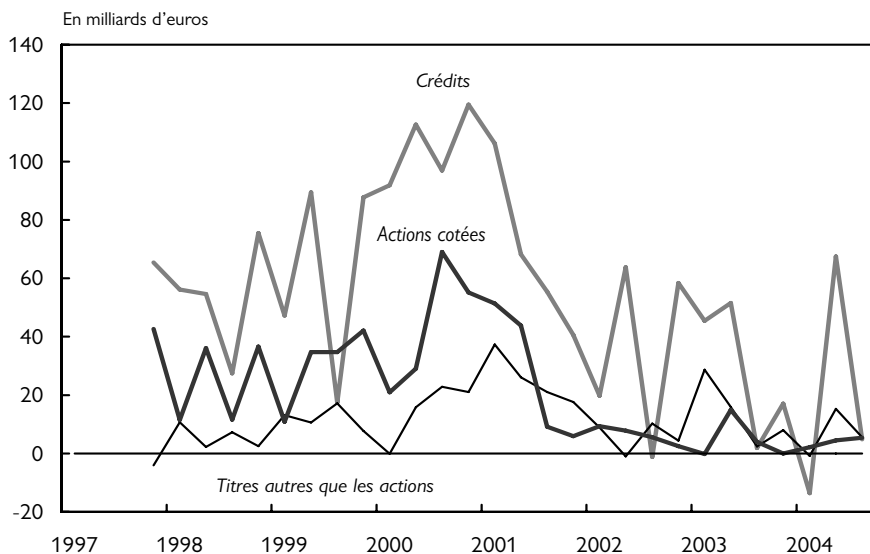
Cette amélioration de la qualité du crédit des entreprises se reflète dans la baisse des taux de défaut. Les taux de défaut des obligations d'entreprises sont en effet revenus à des niveaux très bas après les sommets atteints en 2002. Selon Moody's, pour l'ensemble des sociétés cotées au niveau mondial, le taux de défaut n'était plus que de 0,8 % en février 2005, et pour les sociétés américaines, il était de 1,28 % à la même date. Les défauts de paiement sont revenus au niveau moyen de 1998, valeur précédant la bulle financière. C'est surtout pour les obligations spéculatives en Europe que l'amélioration est la plus notable. Le taux de défaut était de 1,3 % en février 2005 contre 6,5 % début 2004 et un sommet de 58 % en janvier 2003.

...mais l'investissement reste en demi-teinte

En Europe, ces entreprises, qui dégagent des profits élevés, les utilisent assez peu pour financer des projets d'investissement. Entre le point bas du deuxième trimestre 2003 et la fin de l'année 2004, l'investissement productif des SNF n'a crû que de 4,7 % en France et de 1,2 % en Allemagne. L'incertitude sur les perspectives de débouchés et les risques pesant sur la croissance font défaut à une reprise vigoureuse de l'investissement productif des SNF en Europe. Les entreprises européennes, non dépourvues de projets, doivent faire face aujourd'hui à un capitalisme sans marché. Elles sont, de plus, attentistes, l'expérience récente de la bulle technologique ayant marqué les esprits.

Non contraintes sur leurs capacités de production, elles sont aussi restées très prudentes en 2004 en matière de financement. Outre une remontée importante du recours au crédit des SNF au deuxième trimestre 2004, le financement par voie d'emprunt est resté très faible en 2004 (graphique 14). Cependant, les dernières données de la BCE concernant les prêts des institutions financières et monétaires consentis aux SNF montrent une accélération de ce type de financement: leur taux de croissance en glissement annuel est passé de 4,5 % au troisième trimestre à 5,4 % au quatrième trimestre 2004. Les dernières données mensuelles indiquent que le taux de croissance s'est encore accéléré pour s'établir à 5,7 % en janvier 2005.

14. Variation nette du passif des SNF de la zone euro



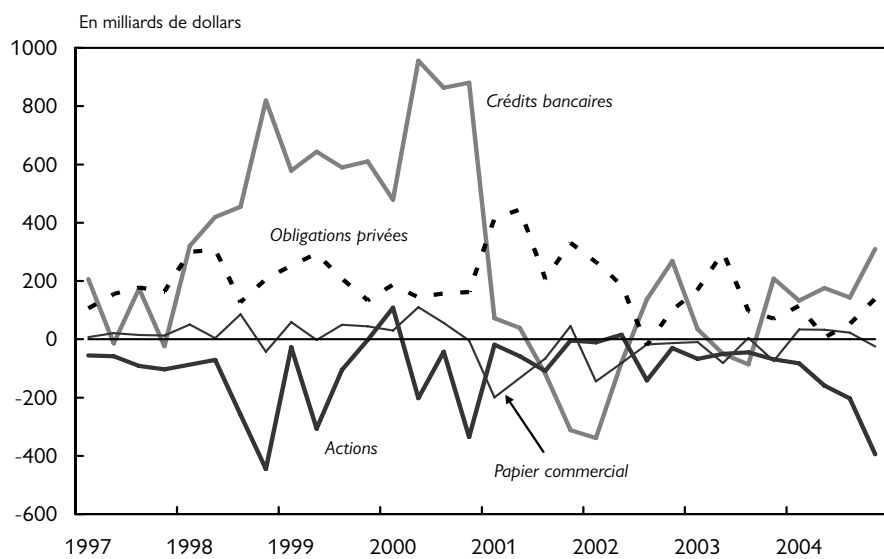
Source : BCE.

Les entreprises européennes ont également peu utilisé le canal obligataire pour se financer malgré le niveau historiquement bas des *spreads* obligataires dans la zone euro. En particulier, l'écart de rendement entre les obligations privées les plus risquées (*high-yield* et BBB) et les obligations publiques s'est établi, au quatrième trimestre 2004, au niveau le plus bas depuis l'introduction de l'euro. Les émissions nettes d'actions par les SNF de la zone euro se sont maintenues au niveau très bas observé depuis la mi-2001. Le faible recours au financement par émissions d'actions s'explique par le fait que les entreprises ont, d'une manière générale, coupé les vannes du financement depuis deux ans, mais aussi par le fait que le coût des autres types de financement (crédit, obligations) est très intéressant. Elles privilégient de plus une politique ayant pour but de satisfaire les actionnaires en limitant la création de nouvelles actions et en augmentant ainsi le bénéfice par action.

Aux États-Unis, le rebond de la FBCF productive a été sans commune mesure avec celui de la FBCF des entreprises européennes. Entre le point bas du premier trimestre 2003 et la fin 2004, l'investissement productif a crû de plus de 20 %. La hausse de la FBCF productive américaine est restée cependant inférieure à la hausse des profits, le taux d'autofinancement continuant à s'apprécier en 2003 et en 2004. Les entreprises américaines ont donc des marges de manœuvre pour financer leurs dépenses d'investissement, ce qui explique qu'elles aient un moindre recours au financement externe.

En effet, le recours au financement externe des SNF a été négatif en 2004, alors que le financement par voie d'emprunt a connu une augmentation significative en 2004 avec une accélération en fin d'année. Les entreprises américaines ont en effet stoppé leur politique de désendettement en 2004, après trois ans de limitation du recours aux crédits bancaires, profitant des conditions d'emprunt intéressantes sur le marché bancaire. Le recours à de nouveaux crédits bancaires par les SNF en 2004 s'est élevé à 761 milliards de dollars en 2004 contre 107 en 2003, -12 en 2002 et -319 en 2001 (graphique 15). Cette nette augmentation du recours au crédit bancaire aux États-Unis a été plus que compensée par la baisse des émissions nettes des actions par les SNF. En effet, les émissions nettes d'actions ont atteint -862 milliards de dollars en 2004, ce qui représente un niveau record de rachats d'actions. La politique de rachats d'actions associée à un recours à l'endettement bancaire a pour but, *via* l'effet de levier, de satisfaire les actionnaires en augmentant le bénéfice par action.

15. Variation nette du passif des SNF des États-Unis



Source : Réserve fédérale américaine.