

# FICHES THÉMATIQUES ET FICHES PAYS

Avril 2005

Revue de l'OFCE 93

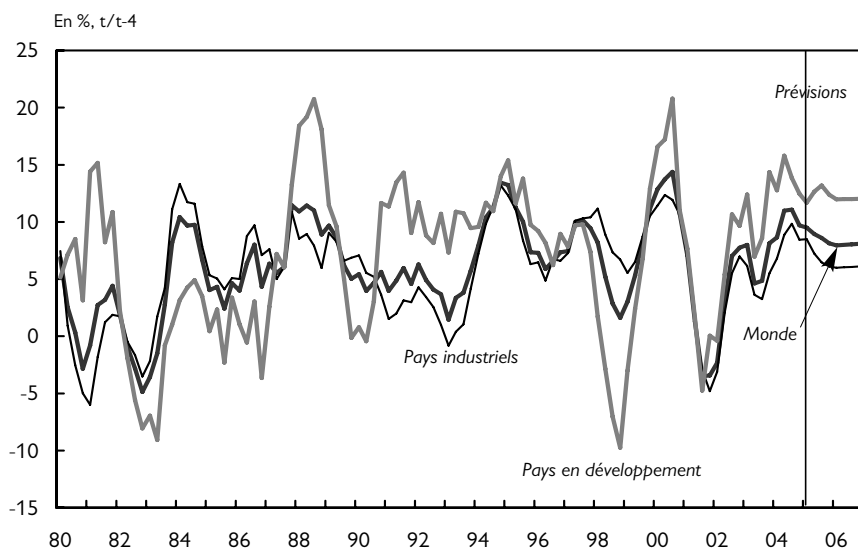
# Commerce mondial : rythmes de croisière

## Flux commerciaux : un léger ralentissement

L'accélération des flux de commerce mondial amorcée à l'automne 2003 a marqué une pause à l'été 2004 : la croissance des échanges de marchandises a culminé à un peu plus de 10 % en volume en glissement sur un an au deuxième comme au troisième trimestre 2004. Il s'agit d'un rythme nettement moins rapide que lors de la précédente phase d'accélération du cycle de commerce mondial de la mi-2000 (+ 14 %), rythme qui était cependant alors exceptionnellement élevé, porté par la vague des échanges de biens de nouvelles technologies. Le point haut de la mi-2004 est équivalent à celui de l'avant dernière reprise du commerce mondial en 1997 (graphique 1).

Depuis l'été 2004, la progression du volume des échanges de marchandises a ralenti de façon quasi-généralisée à l'échelle mondiale, bien que dans des proportions différentes. Ainsi, la progression des importations chinoises a ralenti de façon spectaculaire : une hausse de 14 % en glissement annuel en volume au second semestre 2004 (contre un rythme de près de 30 % un an plus tôt). Par contre, le rythme des importations des États-Unis et de l'Union européenne (UE) n'a commencé à s'infléchir qu'au second semestre 2004.

1. Évolution des importations mondiales de marchandises



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

En 2004, les importations des pays en développement, hors Afrique et Moyen-Orient, surtout en provenance d'Asie, auront été, une fois de plus, le principal moteur du commerce mondial, suivies de celles des États-Unis (tableau 1). Les importations d'Afrique et du Moyen-Orient sont restées modérées, faute de croissance de la demande intérieure. Cela a aussi été le cas pour les importations de l'UE-15 et, plus encore, du Japon où la demande intérieure reste désespérément stagnante. Ces tendances se poursuivraient à l'horizon de la prévision, à l'exception notable des importations des États-Unis, qui ralentiraient sous l'effet du tassement de la demande intérieure et de la baisse passée du dollar.

Sous nos hypothèses de croissance du PIB à l'échelle mondiale (4,2 % en 2005 et 4 % en 2006, après 5 % en 2004), la croissance du commerce mondial resterait proche de 8 % en volume cette année et l'an prochain.

## Compétitivité-prix : tendances lourdes

Les fluctuations de change ont continué de conditionner l'évolution des positions compétitives des États-Unis et de la zone euro. La poursuite de la dépréciation du taux de change effectif nominal du dollar a permis une nouvelle amélioration de la compétitivité-prix des exportateurs américains (graphique 2a). La baisse du dollar a aussi bénéficié aux pays d'Asie qui ont ancré la parité de leur devise au dollar américain. Ces gains de compétitivité se sont faits principalement au détriment du Canada et des pays de la zone euro. La poursuite de la déflation au Japon a permis aux exportateurs nippons de continuer à engranger des gains de compétitivité, malgré l'appréciation du taux de change nominal du yen par rapport au dollar.

2a. Prix relatifs à l'exportation de marchandises \*



\* Une augmentation du prix relatif représente une dégradation de la compétitivité-prix du pays considéré.  
Sources : FMI, OCDE, sources nationales et calculs OFCE.

1. Importations de marchandises (en volume)

	Part dans le commerce en 2003	Variations par rapport à la période précédente, en %																	
		2004				2005				2006				2004	2005	2006			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
Monde	100,0	2,3	2,4	2,2	2,4	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	10,1	8,8	8,0
Pays industrialisés	70,0	1,6	2,6	2,2	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	8,5	7,0	6,1
Union européenne (à 25)	37,6	0,1	2,6	3,0	1,0	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	6,4	6,3	5,9
Etats-Unis	17,3	3,0	3,1	1,2	3,5	1,7	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	10,8	7,7	4,8
Japon	5,3	2,1	1,8	2,3	0,1	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	5,9	3,9	4,2
Autres pays industriels <sup>1</sup>	7,1	2,3	4,2	3,7	2,5	2,3	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	13,6	10,2	7,9
PED	30,0	4,0	2,0	2,4	3,6	3,3	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	13,7	12,5	12,0
Amérique latine <sup>2</sup>	4,5	2,4	-1,7	1,3	4,9	1,6	1,6	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	6,7	7,8	5,8
Asie	19,5	6,3	2,3	2,4	3,9	3,9	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	17,7	14,3	14,1
Afrique	1,8	1,4	2,1	2,6	2,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	6,5	8,7	6,6
Moyen-Orient	2,3	2,5	0,7	0,7	-0,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	5,0	4,1	5,6
Autres pays d'Europe <sup>3</sup>	2,1	-8,2	7,5	5,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	9,2	16,9	14,8

1. Australie, Canada, Islande, Israël, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suisse, Turquie.

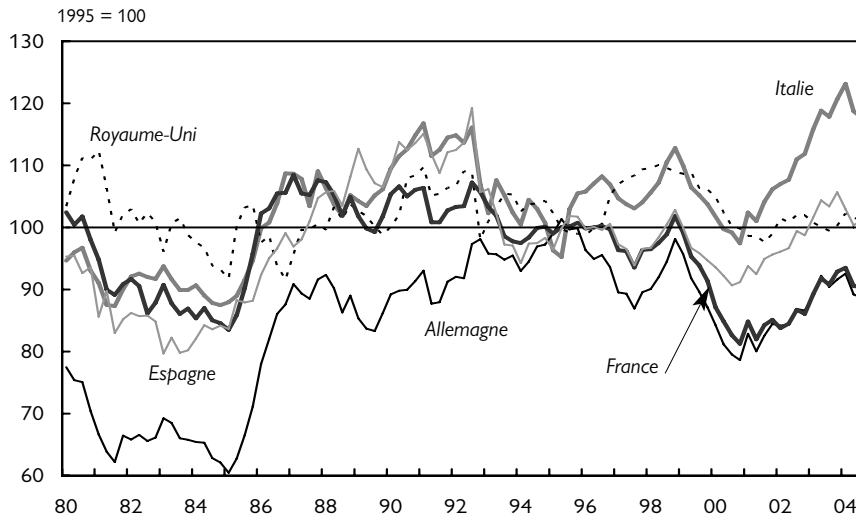
2. Y compris Mexique.

3. Dont Fédération de Russie.

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

Les pays de la zone euro sont loin d'être égaux face à l'appréciation de la devise européenne. Depuis la création de la monnaie unique, les divergences d'évolution de compétitivité-prix se creusent dans la zone (graphique 2b). Ainsi, les exportateurs allemands et français parviennent à réduire l'impact défavorable de la hausse de l'euro en comprimant leurs coûts et leurs marges à l'exportation. C'est aussi la stratégie des producteurs espagnols. Par contre l'Italie voit sa compétitivité-prix se dégrader fortement.

2b. Prix relatifs à l'exportation de marchandises \*



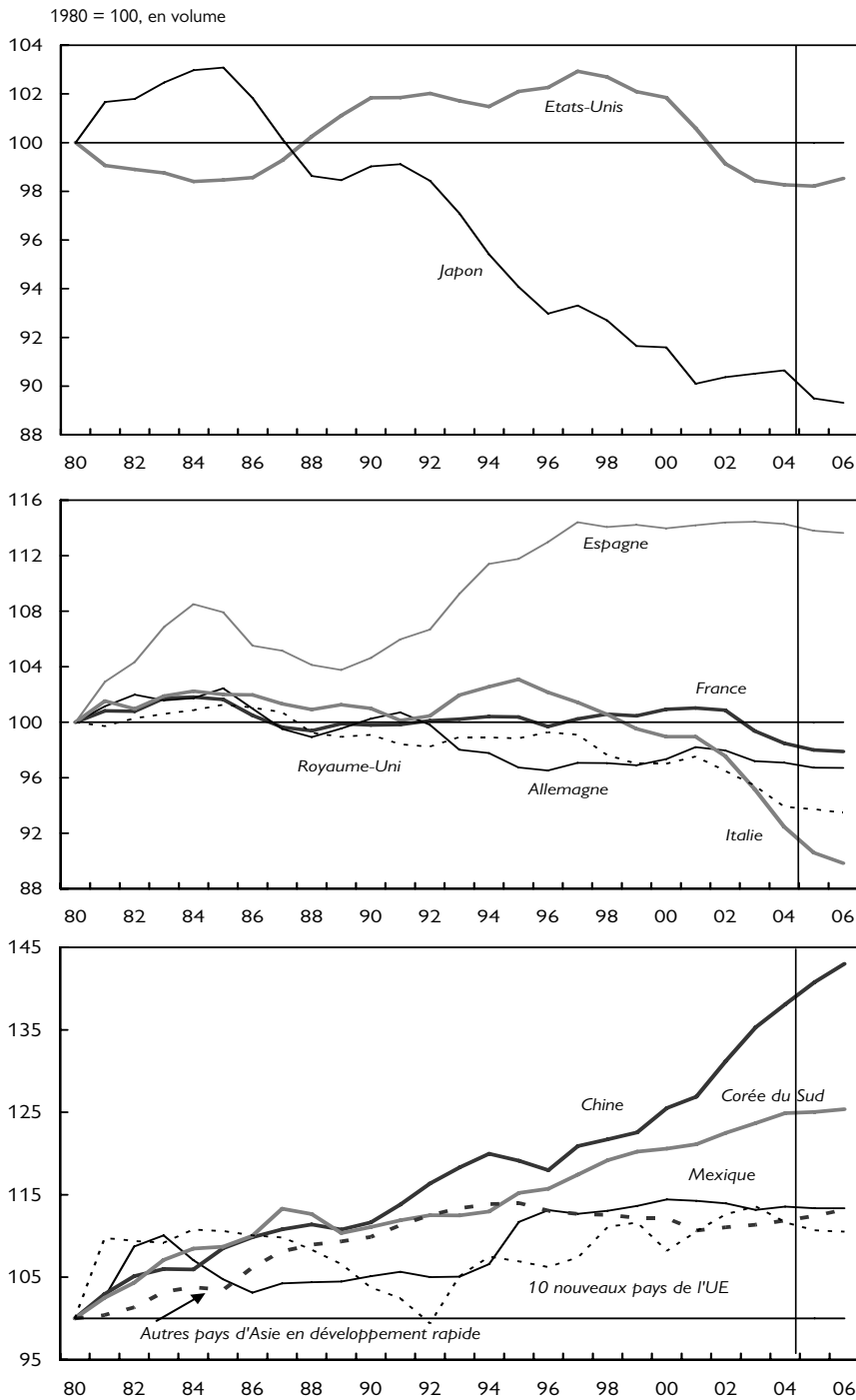
\* Une augmentation du prix relatif représente une dégradation de la compétitivité-prix du pays considéré.  
Sources : FMI, OCDE, sources nationales et calculs OFCE.

Les fluctuations de change, envisagées dans notre prévision, maintiendraient en 2005 les positions compétitives. L'appréciation du dollar envisagée en 2006 permettrait à terme une amélioration relative de la position compétitive des pays de la zone euro par rapport aux États-Unis.

### Parts de marché : consolidation des positions

Les exportateurs japonais ont stabilisé leurs parts de marché depuis 2001, grâce à l'amélioration de la compétitivité-prix. Il en serait de même à l'horizon 2006, une fois passé le « trou d'air » qui a affecté les exportations japonaises de produits de haute technologie à la fin 2004. L'amélioration de la compétitivité-prix des produits américains depuis 2000 a jusqu'ici permis une stabilisation des parts de marché des États-Unis et devrait, compte tenu des délais d'ajustement habituels des prix, permettre de légers gains de parts de marché à l'horizon 2006 (graphiques 3).

3. Parts de marché



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

Dans son ensemble, la zone euro continuerait à perdre des parts de marché, comme c'est le cas depuis l'appréciation de l'euro. Mais les performances sont contrastées selon les pays (graphiques 3 et tableau 2). Ainsi, l'Allemagne parvient à maintenir ses parts de marché, malgré la dégradation de sa compétitivité-prix, ce qui n'est pas le cas de la France, où la dégradation de la compétitivité-prix est pourtant comparable. Ces évolutions divergentes proviennent des spécialisations sectorielles des deux pays. L'Espagne parvient à maintenir ses parts de marché, grâce à un niveau encore favorable de sa compétitivité-prix permis par l'entrée de la peseta dans la zone euro à un taux de change favorable. La dégradation de la compétitivité-prix des produits italiens se traduit par contre par de fortes pertes de parts de marché.

Les nouveaux pays membres de l'UE sont pénalisés par une dégradation de leurs compétitivité-prix et enregistreraient de légères pertes de parts de marché à l'horizon 2006.

La Chine continuerait à caracoler en tête du palmarès des pays gagnant des parts de marché. L'insertion de l'économie chinoise dans le commerce mondial est le fondement du modèle de développement de la Chine, qui représentait, en 2004, 4 % des importations mondiales et plus de 5 % des exportations.





3. Contributions à la progression des demandes adressées  
(marchandises, en volume)

En points de pourcentage, sauf \*

Exportateurs	Demande en provenance de ...	Part dans les exportations 1995	1996-2003**	2004	2005	2006
France	Total *	100,0	6,0	8,3	7,6	7,0
	Alena	6,9	0,6	0,9	0,6	0,4
	Union européenne	63,4	3,8	3,9	3,7	3,5
	Japon	2,0	0,0	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	6,9	0,4	1,3	1,2	1,2
	Amérique latine	3,4	0,1	0,0	0,2	0,1
	Europe de l'Est	2,6	0,3	0,5	0,4	0,5
	Reste du monde	14,8	0,8	1,6	1,4	1,1
Allemagne	Total *	100,0	6,5	9,4	8,4	7,7
	Alena	8,2	0,7	1,0	0,7	0,5
	Union européenne	57,4	3,3	3,3	3,3	3,0
	Japon	2,5	0,1	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	8,1	0,5	1,5	1,4	1,4
	Amérique latine	2,1	0,0	0,1	0,1	0,1
	Europe de l'Est	8,5	1,1	1,6	1,4	1,7
	Reste du monde	13,2	0,7	1,8	1,3	1,0
Italie	Total *	100,0	6,6	9,7	8,2	7,6
	Alena	8,7	0,8	1,0	0,8	0,5
	Union européenne	56,6	3,6	4,1	3,5	3,2
	Japon	2,5	0,1	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	7,0	0,4	1,3	1,2	1,2
	Amérique latine	3,4	0,0	0,1	0,2	0,1
	Europe de l'Est	6,9	0,9	1,3	1,1	1,4
	Reste du monde	15,0	0,8	1,8	1,4	1,1
Royaume-Uni	Total *	100,0	6,2	9,0	7,8	6,9
	Alena	13,6	1,2	1,6	1,2	0,8
	Union européenne	57,3	3,4	3,5	3,4	3,1
	Japon	2,7	0,1	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	8,4	0,4	1,5	1,3	1,3
	Amérique latine	1,7	0,0	0,0	0,1	0,1
	Europe de l'Est	2,5	0,3	0,5	0,4	0,5
	Reste du monde	13,9	0,8	1,7	1,3	1,1
Etats-Unis	Total *	100,0	5,8	9,8	8,9	8,2
	Alena	27,6	2,2	2,9	2,7	2,2
	Union européenne	21,8	1,3	1,4	1,3	1,2
	Japon	11,5	0,3	0,6	0,4	0,4
	Asie hors Japon	19,4	1,1	3,4	3,0	3,2
	Amérique latine	9,1	0,1	0,2	0,4	0,3
	Europe de l'Est	1,1	0,1	0,2	0,2	0,2
	Reste du monde	9,5	0,6	1,2	0,9	0,8
Japon	Total *	100,0	6,7	12,7	10,5	9,5
	Alena	30,1	2,7	3,5	2,5	1,6
	Union européenne	15,4	0,9	0,9	0,9	0,8
	Japon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Asie hors Japon	43,3	2,5	7,4	6,3	6,5
	Amérique latine	3,5	0,1	0,0	0,2	0,1
	Europe de l'Est	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
	Reste du monde	7,2	0,5	0,8	0,6	0,5

\* Taux de croissance de la demande adressée, en %. Les zones Alena et UE excluent par construction le pays exportateur considéré dans la première colonne. \*\* Moyennes annuelles.

Sources : OCDE, sources nationales, Chelem, calculs et prévision OFCE avril 2005.

## Pétrole : en l'attente de décrispation

Le prix du pétrole ne cesse de grimper. De moins de 30 dollars fin 2003, le baril de Brent s'échange mi-mars à 55 dollars sur le marché spot, affichant une progression de plus de 80 % en un peu plus d'un an. En novembre et décembre derniers, les prix avaient pourtant marqué un repli. Mais l'accalmie fut de courte durée, les prix reprenant de plus belle avec une hausse de 15 dollars en deux mois et demi. Il est difficile de dire actuellement jusqu'à combien les prix peuvent monter. Comme l'a dit le secrétaire général de l'OPEP début mars, une poussée à 80 dollars n'est pas à exclure, surtout si les spéculateurs continuent, comme ils le font depuis le début de l'année, de profiter des risques potentiels du marché et de jouer les prix des futurs à la hausse. Nous faisons l'hypothèse ici d'un retournement au deuxième trimestre 2005, et d'un retour progressif vers 45 dollars le baril de Brent. Les prix resteraient donc élevés (hausse de 20,3 % en 2005 par rapport à 2004, après 32,5 % en 2004) et seraient stables en 2006.

### Le marché est bien approvisionné

En 2004, la demande mondiale de pétrole a progressé de 2,8 millions de barils par jour (mbj) (+ 3,4 % par rapport à 2003), après 1,9 mbj en 2003 (+ 2,4 % par rapport à 2002). Ce dynamisme a été soutenu par la forte croissance économique, notamment aux États-Unis et en Chine. En Chine, la consommation a en outre été majorée par le recours accru au gazole et fuel domestique dans les centrales électriques pour faire face à la pénurie d'électricité. Ce facteur expliquerait selon l'AIE, 40 % des 15 % de hausse de la demande chinoise. La demande mondiale s'est accélérée jusqu'au printemps dernier puis a ralenti légèrement. Elle reste néanmoins sur un rythme de 3 % l'an, très supérieur à la moyenne des années 1990 (1,3 % en glissement annuel). Conformément aux variations saisonnières habituelles, particulièrement marquées dans l'hémisphère nord, la consommation a augmenté au quatrième trimestre relativement au précédent et est restée ferme au premier de 2005, en raison du regain de froid en Europe et en Asie.

Simultanément, l'offre a été supérieure de 0,6 mbj à la demande en moyenne sur 2004. La production hors OPEP a crû de 1,1 mbj en dépit de conditions de production plutôt difficiles (cyclone dans le Golfe du Mexique, perturbations dans les compagnies aux États-Unis, problèmes d'entretien des plateformes,...). L'OPEP a assuré les deux tiers de l'approvisionnement mondial, notamment au deuxième semestre, en produisant largement au-dessus des quotas autorisés.

Les stocks dans les pays de l'OCDE ont pu se reconstituer aux deuxième et troisième trimestres 2004 et rester inchangés en fin d'année, en dépit des besoins hivernaux. La situation s'améliore plus nettement aux États-Unis qu'en Europe et en Asie. Début mars 2005, les réserves de brut sont élevées aux États-Unis et celles de produits raffinés en bien meilleure position qu'en 2004 et 2003 à la même époque. Rapportés à la demande anticipée, les stocks commerciaux sont moins tendus qu'il y a un ou deux ans, mais restent encore bas. Ils couvrent 51 jours de consommation, soit un de plus qu'il y a un an. Dès lors, il est évident que ce ne sont pas les tensions sur le marché physique qui justifient l'envolée des prix depuis plus d'un an.

D'autres facteurs interviennent : au fur et à mesure que l'offre augmente pour satisfaire la demande, les prix, eux, grimpent en réaction à l'insuffisance des capacités qui est apparue avec la réduction des marges de production disponibles. La situation s'est détendue en fin d'année 2004 avec le repli de la production de l'OPEP et la légère hausse des capacités. D'un seuil critique entre août et octobre dernier (à peine 0,4 mbj de marges disponibles soit 1,3 % de la production), les marges atteignent 1,5 mbj en février. Mais le mouvement reste fragile et réversible...

### L'ajustement des capacités productives est central...

Face à la flambée des prix du brut, les pays de l'OPEP (hors Irak) ont décidé, lors de la réunion de la Conférence du 16 mars, et sous l'impulsion de l'Arabie saoudite, de relever immédiatement les quotas de 0,5 mbj, à 27,5 mbj et de recommencer au 1<sup>er</sup> mai prochain si nécessaire. Cette décision n'a eu aucun impact sur les prix, preuve en est que les inquiétudes sont plus profondes.

Trois défis hantent les marchés :

- à court terme, répondre à une demande de pétrole en pleine mutation, et dont le moteur se trouve en Chine ;
- ajuster les capacités et retrouver des marges de production disponibles pour réduire l'exposition à un choc d'offre ou de demande ;
- enfin, faire face à la hausse du taux de déclin de la production lié à l'épuisement progressif des réserves dans certains pays non OPEP. C'est le cas des pays de l'OCDE (mer du Nord, Alaska,..) dont la production stagne, ou baisse. Ce serait également le cas de la Russie, premier producteur non OPEP, qui après cinq années d'une offre en pleine expansion, enregistrerait un ralentissement de son offre de pétrole d'ici un à deux ans.

En 2005 et 2006, la croissance de la demande mondiale de pétrole sera moins élevée qu'en 2004 mais restera supérieure à sa moyenne 1990-2002. La dynamique sera davantage soutenue par la région hors OCDE, dont la part dans la demande mondiale est passée en 10 ans de 35 à 40 %. Outre les besoins croissants liés à son expansion économique, la Chine prévoit de constituer des réserves stratégiques à partir de la mi-2005, ce qui aurait pour effet, dans l'hypothèse (recevable) d'un objectif de stockage de 100 millions de barils par an, d'accroître la demande mondiale de 250 000 barils/jour.

Aussi, la reprise de l'investissement dans l'industrie pétrolière s'avère-t-elle cruciale. Le processus d'ajustement des capacités, nettes du déclin de la production, serait en œuvre depuis mi-2004. Selon l'OPEP, les capacités des pays membres, en progression de 0,5 mbj en 2004, devraient s'accroître de 1 mbj en 2005 et 0,7 mbj en 2006. Elles devraient atteindre 31,5 mbj à la mi-2005 et 32,7 mbj mi-2007. D'autres investissements non encore planifiés et consécutifs aux multiples accords en cours entre pays (Venezuela, Iran,...) et compagnies étrangères devraient s'ajouter à ceux déjà recensés. Par ailleurs, une étude de la Banque canadienne CIBC calcule sur la base plus exhaustive des grands projets en cours que les nouveaux investissements dans l'industrie productive de brut devraient accroître les capacités nettes de 1,7 mbj en 2005 et de 1,2 mbj en 2006, c'est-à-dire moins que la hausse de la demande anticipée dans notre prévision.

Mais, peut être plus que les tensions sur les capacités de forage et d'extraction, les limites se situent en aval de l'industrie. Les capacités de raffinage stagnent depuis de nombreuses années. Même en 2004, l'ajustement a été très modeste (tableau 1) alors que les taux d'utilisation sont extrêmement élevés. Le problème est particulièrement sensible aux États-Unis (éclatement des compagnies de raffinage sur l'ensemble du territoire, multiplication des normes spécifiques pour le carburant) mais également en Europe et en Asie.

### 1. Capacités de raffinage dans le monde

	Répartition en 2004  en %	1999-2002	2003	2004
		variation annuelle en %		
Amérique du Nord	22,8	0,2	0,4	0,6
Amérique latine	10,0	1,1	0,8	- 1,7
Europe occidentale	17,9	0,5	- 0,1	0,2
Europe orientale	12,4	- 3,1	- 0,5	- 3,1
Proche-Orient	7,9	1,5	2,7	0,2
Extrême-Orient/Océanie	25,1	0,7	- 0,8	3,3
Dont				
Japon	5,7	- 1,2	- 1,3	0,1
Chine	5,6	1,0	0,0	2,7
Corée	3,1	0,2	- 0,6	1,3
Inde	2,7	3,5	0,0	5,6
Afrique	3,9	1,4	0,3	0,2
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>

Source : CPDP, janvier-décembre 2005.

### ... dans le processus de stabilisation des prix

Dans ce contexte, les prix du pétrole restent difficiles à prévoir. De futures embardées ne sont pas à exclure. Mais le retournement des anticipations devrait s'accompagner prochainement d'un dégonflement rapide des prix en raison du dénouement des positions longues des spéculateurs sur les marchés à terme. On peut alors supposer, comme le suggère le ministre saoudien du pétrole, que les prix du pétrole se stabiliseront entre 40 et 50 dollars. C'est notre scénario central fondé sur l'idée que la demande restera soutenue et que les tensions sur l'offre demeureront présentes mais sous contrôle.

Un prix du pétrole plus bas (35 dollars) pourrait valider une situation où les marges de capacités de production se reconstitueraient plus rapidement, dans un contexte de marché bien approvisionné.

Dans l'expectative elle aussi, l'OPEP qui a suspendu sa fourchette de prix-cible en janvier dernier s'est bien gardée pour l'heure de définir un nouvel objectif de prix de moyen terme. Elle devra néanmoins prendre position rapidement si elle veut respecter les engagements de transparence de sa politique.

## 2. Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, non cvs

	2004				2005				2006				2004	2005	2006	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Demande mondiale	82,4	81,1	81,9	84,5	85,0	82,8	84,0	86,1	86,2	84,2	85,4	87,6	82,5	84,5	85,8	85,8
Production mondiale	82,3	82,5	83,2	84,2	84,2	84,9	84,8	85,7	85,8	85,7	86,0	87,3	83,1	84,9	86,3	86,3
Dont : OPEP	27,9	28,1	29,1	29,5	29,0	29,5	29,0	29,0	29,0	29,5	29,0	30,0	28,7	29,1	29,3	29,3
Non OPEP	50,1	50,1	49,8	50,3	50,4	50,7	51,0	51,8	51,7	51,5	51,7	52,0	50,1	51,0	51,7	51,7
NGL	4,3	4,3	4,3	4,4	4,7	4,7	4,8	4,9	5,1	5,2	5,3	5,3	4,3	4,8	5,2	5,2
Variations de stocks OCDE	-0,5	0,9	0,5	0,0	-0,8	1,9	0,3	-0,5	-0,4	1,3	0,2	-0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Prix du pétrole Brent <sup>1</sup>	31,9	35,4	41,5	44,1	47,9	46,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,5	38,2	46,0	45,3	45,3
Prix des matières premières industrielles <sup>2</sup>	13,4	-1,0	2,1	4,5	9,3	4,0	2,0	0	-1,0	-1,0	-2,0	-2,0	24,8	18,4	-0,9	-0,9
Taux de change 1 euro = ...\$	1,25	1,20	1,22	1,30	1,31	1,33	1,34	1,35	1,35	1,32	1,3	1,25	1,24	1,33	1,31	1,31

1. En dollars, moyenne sur la période.

2. En %, variation par rapport à la période précédente.

Sources : AIE (pétrole), indice HWWA Hambourg (matières premières industrielles), calculs et prévisions OFCE mars 2005.

## États-Unis : la dernière chance

### 2004 : retour sur investissement

Il y a deux ans, la reprise sans emploi battait son plein. De cette reprise atypique et de l'arrêt prévisible de l'impulsion de la politique économique découlaient des perspectives de croissance mitigées à l'horizon 2004. Mais, avec + 4,4 % (après + 3 % en 2003), les États-Unis ont affiché un bien meilleur score, creusant encore un peu plus l'écart avec la zone euro.

Cette très bonne performance, équivalente à celle de 1999 en plein essor de la « nouvelle économie », s'explique par l'étonnante tenue de l'ensemble des composantes. Cela a été rendu possible par un environnement financier encore favorable, nonobstant l'amorce du resserrement de la politique monétaire en milieu d'année. L'investissement résidentiel a ainsi contribué pour 0,5 point de pourcentage à la croissance, faisant un peu mieux encore qu'en 2003. Profitant de ce que l'emploi redémarrait enfin, les ménages ont puisé plus encore dans leur épargne. Leur consommation a donc largement soutenu l'activité (3,8 % de croissance, soit une contribution de 2,7 points de pourcentage), mais pas beaucoup plus qu'en 2003. Les raisons de l'accélération de la croissance entre 2003 et 2004 sont à chercher du côté de l'investissement productif, des variations de stocks et des exportations. Triplement soutenu par une demande au rendez-vous, un financement facile et des incitations fiscales expirant à la fin de l'année, l'investissement a crû aussi vite que pendant les meilleures années de la décennie 1990 (+ 10,6 %), permettant au taux d'investissement d'effacer le tiers de sa baisse « post-bulle », et de se retrouver, fin 2004, au même niveau qu'il y a 10 ans.

Le point noir au tableau reste le creusement inexorable du déficit courant (voir dans ce dossier l'encadré « L'irréductible déficit courant américain »). Un début d'amélioration s'était pourtant dessiné courant 2003 (il avait alors perdu un demi-point de PIB entre le début et la fin de l'année), mais le dynamisme de la croissance et la hausse des prix du pétrole en ont eu raison en 2004. En l'espace d'un an, il s'est creusé à nouveau d'un peu plus d'un point de PIB, jusqu'à 6,3 % au quatrième trimestre. La réduction attendue de la facture pétrolière et, dans une moindre mesure, de l'écart de croissance entre les États-Unis et l'Europe, ainsi que le relâchement des comportements de marge contribueraient à ce que le déficit ne se dégrade pas plus. Mais, à l'horizon 2006, il n'y a guère de marge pour une amélioration sensible et une sortie par le haut de ce déséquilibre majeur.

### 2005 : entrée dans la phase de croissance

Officiellement, la reprise est engagée depuis novembre 2001, mais c'est seulement au début 2003 que l'écart de production a commencé à se refermer, et fin 2003 que le taux de chômage a commencé à baisser. Montée en puissance courant 2003, la dynamique de la reprise s'est ensuite infléchie : de 5 % sur un an début 2004, la croissance est repassée à 3,9 % en fin d'année. L'analyse des différents indicateurs conjoncturels retrace bien ce glissement, prélude à une année 2005 en retrait par rapport à 2004. La phase de croissance s'emboîterait

ainsi logiquement dans la phase de reprise. À l'horizon des deux prochains trimestres, la croissance pourrait néanmoins surprendre encore à la hausse d'après notre indicateur de croissance (+ 0,9 % au premier trimestre et + 1,05 % au deuxième). Elle reste de toute manière plutôt bien orientée au vu de l'évolution de la production, des ventes de détail, des créations d'emplois, des revenus, des commandes, et de la confiance des agents (même si celle-ci manifeste quelques hésitations).

En particulier, la reprise du marché du travail est confirmée, avec un rythme mensuel moyen de près de 190 000 créations nettes d'emplois salariés non agricoles entre août 2004 et février 2005. Le taux de chômage a, dans le même temps, franchement ralenti sa baisse et se situe, à 5,39 % en février, presque au même niveau que six mois auparavant (5,43 %). Cette image plus mitigée de la nouvelle dynamique de l'emploi est pour partie le fruit d'un artefact statistique. En effet, l'emploi entrant dans le calcul du taux de chômage est dérivé d'une autre enquête (effectuée auprès des ménages et non auprès des entreprises), et sa progression a tout juste absorbé celle de la population active.

Du fait de ces incohérences statistiques et de la lenteur de la reprise du marché du travail au cours de ce cycle, il est difficile d'évaluer aujourd'hui le niveau exact du réservoir de main-d'œuvre. Celui-ci est-il important ou faible ? Dit autrement, la poursuite de la baisse du taux d'activité, alors même que le taux de chômage a amorcé la sienne, est-elle temporaire ou permanente ? Le débat n'est pas tranché, mais nous privilégions ici l'hypothèse d'une évolution due au cycle. Et donc, à l'horizon 2006, la croissance de la population active renouant avec son rythme de long terme, la baisse du taux de chômage serait limitée à un demi-point de pourcentage. Côté progression du salaire horaire nominal, son accélération, nette au cours des dix premiers mois de l'année, s'est interrompue au tournant 2004-2005 laissant place à une période de normalisation du rythme de croissance, compris entre 2,5 et 3 % sur un an.

## 2006 : jeu d'hypothèses

La fourchette des prévisions du Consensus Forecast de mars est relativement large, tant pour 2005 que pour 2006, avec une moyenne basse autour de 3 % et une moyenne haute autour de 4 %. La prévision de la Maison Blanche (3,6 % en 2005 puis 3,5 % en 2006) est similaire à la moyenne de ce Consensus (respectivement 3,7 % et 3,4 %) ; notre prévision est un peu en deçà (respectivement 3,5 % et 3,3 %). Sous l'effet d'un resserrement en finesse de la politique monétaire et d'une impulsion budgétaire négative, la machine américaine tournerait juste un peu moins vite, de telle sorte que ses déséquilibres les plus flagrants cesseraient de se creuser.

Conjointement à la poursuite de la hausse des taux courts (de 2,75 % en mars à 4 % en novembre 2005 pour le taux directeur de la Banque centrale), la remontée des taux longs se ferait de manière suffisamment graduelle (de 4,5 % fin mars à 5 % fin 2006) pour freiner progressivement l'endettement des ménages, modérer la progression des prix de l'immobilier, alimenter une hausse du taux d'épargne, et brider, sans la briser, la consommation des ménages grâce à la hausse du pouvoir d'achat du revenu disponible. Malgré tout, l'état de santé financière des ménages n'est pas alarmant. Leur endettement est gagé sur un actif plus considérable encore (égal à 5,5 fois leur passif), et leur solvabilité ne pose pas problème (charge de la dette stable,

taux de défaillance sur les prêts en baisse, accès au crédit facile). Le défi pour la Réserve fédérale est de réduire l'incitation à l'endettement sans provoquer un retournement brutal de ces ratios.

Bénéficiant d'une confortable situation opérationnelle et financière et de bonnes perspectives de débouchés, intérieurs comme extérieurs, les entreprises ne seraient guère sensibles à la remontée des taux longs. La redistribution d'une partie de leurs gains de productivité par de l'emploi et des salaires ne nuirait pas non plus à leurs dépenses d'investissement, leur auto-financement étant relayé par un financement par la dette. Longtemps absentes du marché du crédit, leur retour ré-introduirait de la concurrence sur ce marché, et contribuerait au ralentissement de l'endettement des ménages. Contrastant avec la prudence des consommateurs, la tentation pour les entreprises serait même de trop investir et non pas assez.

En 2005, la croissance perdrait un petit point de pourcentage par rapport à 2004 du fait du net ralentissement de la consommation des ménages et de l'investissement résidentiel. Mais les dépenses publiques, l'investissement productif et les exportations progresseraient encore à peu près au même rythme. La composition de la croissance en 2006 serait différente. Plus basse qu'en 2005 du fait de la stagnation des dépenses publiques, la croissance ne descendrait pas en dessous de 3 % (rythme de la demande intérieure) grâce au commerce extérieur. La dynamique des exportations serait assurée par les effets de la dépréciation passée du dollar, mais ces effets pèseraient de manière plus incertaine sur les importations. La croissance américaine et le poids de la Chine dans les importations américaines sont en effet un terreau trop fertile à leur croissance. Si elle s'avère moins rapide que celle des exportations, alors, et alors seulement, une amélioration du déficit courant se dessinerait, autorisant une appréciation du dollar à partir de la mi-2006.

Ce scénario central est soumis à d'importants aléas, le principal étant l'ampleur de la remontée des taux d'intérêt longs et le risque qu'elle enrayer plus brutalement que prévu la croissance. Leur remontée est pour partie conditionnée à l'évolution de l'inflation, qui, si elle continue d'accélérer (sous la pression des prix des matières premières et des importations), poussera la politique monétaire à se tendre davantage, donnant ainsi deux raisons aux marchés obligataires de franchement baisser. Le risque associé est que le ralentissement de la croissance de l'endettement des ménages, et donc celui de leurs dépenses, soit plus sévère qu'anticipé. À l'inverse, il est également possible que l'endettement résiste au resserrement de la politique monétaire. Combiné à une baisse plus importante du taux de chômage et à des prix du pétrole plus bas, cela ouvrirait la voie à une croissance largement au-dessus de son rythme potentiel.





## Japon : soleil couchant

Après plusieurs trimestres de forte reprise le Japon a ralenti à la mi-2004 : le taux de croissance du PIB est passé de 1,5 % au premier trimestre, à - 0,3 % aux deux trimestres suivants, pour n'atteindre que 0,1 % en fin d'année. Toutes les composantes du PIB, à l'exception des importations, ont freiné à la mi-2004. La sortie de la déflation, que la forte croissance depuis 2002 avait laissé entrevoir, est redevenue peu probable à l'horizon de notre prévision.

La nouvelle méthode d'estimation des comptes nationaux, à prix chaînés base 2000, est loin d'être la seule explication du ralentissement nippon. Les comptes antérieurs, à prix fixes base 1995, donnaient plus de poids aux composantes subissant des variations rapides de prix, surestimant le PIB et les investissements privés. Pour donner une idée de l'ordre de grandeur des révisions, le déflateur du PIB est passé en 2003 de 2,5 % à 1,3 %.

### Les consommateurs en panne

La consommation des ménages, qui a crû à un rythme soutenu entre fin 2003 et début 2004 (+ 1,5 % en glissement annuel en 2004) a diminué de 0,2 % au deuxième semestre, étouffée par la réforme de la Sécurité sociale et par les baisses des salaires. Le taux de contribution aux retraites des salariés a augmenté de 0,35 % en octobre 2004, tandis que les pensions publiques ont été diminuées (- 0,3 %) en avril 2004, suivant la variation des prix à la consommation sur la même période. Les salaires réels ont diminué de 2,7 % en moyenne en 2004, par rapport à 2003. Les bonus ont continué leur déclin, chutant de - 4 % en glissement annuel en 2004, en dépit de quelques variations positives récentes. Le poids des bonus dans le salaire moyen par tête est passé de 24 % en 1990 à 20 % en 2000 et 18 % en 2004. Presque un tiers des travailleurs nippons occupaient un emploi précaire en 2004 : 29 % contre 19 % il y a environ dix ans. Ceci explique une bonne partie de la baisse du salaire moyen par tête car les travailleurs précaires ne bénéficient pas des mêmes conditions salariales que les autres travailleurs. Le taux d'épargne nippon, un des plus élevés des pays de l'OCDE, a régressé de 13 % du revenu disponible en 1994 jusqu'à 5 % dix ans plus tard, en 2004.

Les investissements privés, moteurs de la croissance en 2003, se sont infléchis en 2004, diminuant de 0,1 % au troisième trimestre et n'augmentant que de 0,1 % en fin d'année. L'ajustement du secteur des NTIC serait responsable de la forte accumulation des stocks en 2004 (+ 0,2 point de PIB).

Les exportations des biens et services ont ralenti au deuxième semestre 2004 et le solde du commerce extérieur est devenu négatif (- 0,1 point en contribution à la croissance). Les exportations de biens vers la Chine, qui avaient augmenté de 11 % au premier trimestre 2004, n'ont crû que de 1,4 %, 0,5 % et 0,4 % dans les trois trimestres suivants. Les exportations de biens NTIC ont compté pour moins de 14 % des exportations de biens en 2004, contre 15 % en 2003. Les exportateurs nippons ont sans doute souffert de la crise des NTIC et de l'appréciation du yen, qui s'échangeait à 105 yen pour un dollar fin 2004, contre 109 yen une année auparavant.

Seul élément positif, les investissements en logement ont augmenté en 2004, principalement dans la région de Tokyo, car les investisseurs ont voulu profiter du crédit d'impôt sur les prêts immobiliers. Celui-ci diminuera progressivement jusqu'à s'annuler en 2008, selon les annonces du gouvernement.

Le déficit public s'est resserré en 2004 grâce principalement aux importantes coupes dans l'investissement public.

## Les indicateurs conjoncturels annoncent le mauvais temps

Selon nos prévisions, le ralentissement entamé en 2004 devrait se poursuivre en 2005. Le taux de croissance du PIB n'atteindrait que 0,7 % en 2005 en moyenne annuelle, mais reviendrait en 2006 sur un niveau proche du potentiel soit de 1,4 %.

Début 2005, les indicateurs prévoyaient l'orage. Les carnets des commandes de l'étranger, un indicateur avancé des exportations nippones, ont baissé de 30 % en janvier 2005 sur le mois précédent. Selon les estimations de sources gouvernementales nippones, la variation des commandes étrangères serait de - 9 % au premier trimestre 2005, par rapport au trimestre précédent. Les carnets de commandes domestiques, un indicateur avancé de la production industrielle, ont diminué de 2 % en janvier 2005, enregistrant une variation négative de plus de 17 % seulement pour le secteur manufacturier. En janvier 2005, les prévisions des ventes des petites entreprises ont subi une réduction de 40 % sur le mois précédent et de 50 % par rapport à janvier 2004. Parmi les indicateurs avancés de l'activité des entreprises du « Economic and Social Research Institute » nippon, six indicateurs sur onze étaient négatifs en février 2005.

Les variations négatives des prix à la consommation ont accéléré sur les deux premiers mois de l'année, reflétant en partie les baisses récentes des prix de l'électricité et du téléphone. La stabilisation du prix du pétrole, quoique à un niveau plutôt élevé, aurait aussi contribué à relancer la déflation.

## Les investissements privés s'essoufflent

Les investissements privés continueraient de s'ajuster au premier semestre 2005, pour redémarrer à un rythme toutefois modéré en fin d'année, tout en gardant un profil assez plat en 2006. Les entreprises nippones ont pu profiter dans le passé de coûts salariaux très bas, obtenus grâce à une politique de modération salariale, à la déflation et à la création de nouveaux emplois principalement à temps partiel. Les changements structurels du marché du travail nippon pourraient sans doute nuire à la productivité dans le futur, car les travailleurs précaires ne sont pas bien intégrés dans l'entreprise et risquent d'être peu motivés.

L'assainissement financier des marchés du crédit a bien progressé depuis quelques années mais il n'est pas encore achevé. Bien que les faillites aient régressé de 13 % en février 2005, en glissement annuel, l'évolution de nouveaux crédits bancaires reste négative (- 3 % en glissement). En dépit de cela, selon les derniers points de l'enquête Tankan, l'accès au crédit devient de plus en plus facile, y compris pour les petites et moyennes entreprises. Mais celles-ci n'ont pas changé leurs modes de financement basés sur des relations d'emprunt

traditionnelles. Le taux d'autofinancement des entreprises nippones est relativement bas et peu de nouvelles entreprises sont cotées en bourse.

Selon nos prévisions, le mouvement de baisse des exportations, commencé à la mi-2004, se poursuivrait pendant le premier semestre 2005. Les exportations vers le reste du monde hors Asie repartiraient fin 2005 et relanceraient la croissance en 2006. En ce qui concerne les exportations vers la Chine et le reste de l'Asie, les pertes de parts de marché dans les secteurs des NTIC, des semi-conducteurs et des machines outils seraient par contre plus difficiles à rattraper, au moins à court terme. Selon nos prévisions, l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar s'estomperait en 2005.

La consommation privée reviendrait sur des niveaux positifs mais encore très faibles en 2005 car la réforme des retraites pèse comme une épée de Damoclès sur le revenu des ménages. Le ratio de remplacement traitement retraite sur salaire passerait, en moyenne, de 59 % à 50 % (à un horizon indéfini), selon les objectifs du gouvernement. Nous prévoyons une légère augmentation du taux de chômage, qui passerait de 4,5 % à 4,6 % à partir de la mi-2005.

Les investissements en logement se poursuivraient début 2005 car les indicateurs étaient orientés très positivement en début d'année, pour ralentir progressivement en 2006 suite au climat économique moins favorable.

La stabilisation des prix du pétrole et l'essoufflement de la consommation privée ne laissent pas encore entrevoir de sortie de la déflation à l'horizon de notre prévision. Les prix continueraient de décroître en 2005 (- 0,3 % en moyenne annuelle), le retour de la croissance en 2006 atténuant un peu la baisse (- 0,2 %).

## Le budget se resserre ?

Le budget nippon pour l'année fiscale 2005, allant d'avril 2005 à mars 2006, serait de 822 milliards de yen, en légère augmentation (+ 0,1 %) par rapport au budget 2004. Le dépassement budgétaire serait dû à l'accroissement de la charge de la dette. Le service de la dette devrait encore augmenter de 5 % dans l'année fiscale 2005, par rapport à 2004, alors que le budget prévoit une réduction des émissions de nouvelles obligations (- 6 %). Les dépenses discrétionnaires totales diminueraient pour la première fois depuis trois ans (- 7 %), et ceci en dépit du vieillissement de la population, qui ferait croître les dépenses de Sécurité sociale de presque 3 %. Les fortes coupes dans l'investissement public se poursuivraient, avec une pause au premier semestre 2005 due aux dépenses de reconstruction dans les préfectures touchées par le tremblement de terre de fin 2004.

Les autorités fiscales ont annoncé leur intention de réduire de 50 % les crédits d'impôts pour les contribuables, à partir du premier janvier 2006. Ceux-ci avaient été créés en 1999 par le gouvernement de Obuchi pour stimuler la consommation des ménages. Nous faisons l'hypothèse que cette mesure sera repoussée d'une année afin de ne pas déprimer davantage la consommation privée.

Côté politique monétaire, la Banque du Japon ne modifierait pas la cible de liquidité, fixée dans une fourchette de 30 000 à 35 000 milliards de yen. Les taux long baisseraient en 2005 anticipant la poursuite du ralentissement et remonteraient légèrement en 2006. Le yen poursuivrait son mouvement d'appréciation vis-à-vis du dollar en 2005, pour se déprécier courant 2006.

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003				2004				2005				2006																			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4												
<b>PIB</b>	1,5	-0,3	-0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	1,4	2,6	0,7	1,4	0,2	1,5	0,1	0,6	1,2	2,7	1,9	1,7	1,0	1,4	0,9	1,1
Consommation des ménages	0,7	0,1	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	1,5	0,1	0,6	0,2	1,5	0,1	0,6	1,2	2,7	1,9	1,7	1,0	1,4	0,9	1,1
Consommation publique	1,2	0,8	0,3	0,8	0,2	0,5	0,5	0,4	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	1,0	1,4	0,9	1,1	0,2	1,5	0,1	0,6	1,2	2,7	1,9	1,7	1,0	1,4	0,9	1,1
FBCF totale	0,4	-1,5	-0,3	0,1	0,8	0,6	0,1	0,3	0,8	0,6	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	1,0	1,4	0,9	1,1	0,2	1,5	0,1	0,6	1,2	2,7	1,9	1,7	1,0	1,4	0,9	1,1
Dont																																												
Productive privée	-2,3	3,7	-0,1	0,1	0,5	0,6	0,8	1,0	0,5	0,6	0,8	1,0	0,8	0,6	0,8	1,0	0,8	0,6	0,8	1,0	0,8	0,6	0,8	1,0	0,8	0,6	0,8	1,0	6,6	5,7	2,5	3,2	6,6	5,7	2,5	3,2	6,6	5,7	2,5	3,2	6,6	5,7	2,5	3,2
Logement	0,4	1,1	0,8	0,9	0,8	0,4	0,4	0,3	0,8	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-1,1	2,2	2,8	0,9	-1,1	2,2	2,8	0,9	-1,1	2,2	2,8	0,9	-1,1	2,2	2,8	0,9
Publique	8,7	-16,9	-1,9	-0,4	0,8	0,5	-2,5	-2,5	0,8	0,5	-2,5	-2,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-10,6	-10,8	-6,8	-6,6	-10,6	-10,8	-6,8	-6,6	-10,6	-10,8	-6,8	-6,6	-10,6	-10,8	-6,8	-6,6
Exportations de biens et services	4,7	3,5	0,6	1,2	0,6	1,4	1,8	2,0	0,6	1,4	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	2,0	9,1	14,4	5,2	7,7	9,1	14,4	5,2	7,7	9,1	14,4	5,2	7,7	9,1	14,4	5,2	7,7
Importations de biens et services	3,3	2,0	2,2	2,4	0,5	0,6	0,9	1,0	0,5	0,6	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,0	1,1	1,2	1,3	1,0	1,1	1,2	1,3	1,0	1,1	1,2	1,3	3,8	8,9	5,2	4,2	3,8	8,9	5,2	4,2	3,8	8,9	5,2	4,2	3,8	8,9	5,2	4,2
Variations de stocks, en points de PIB	0,3	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0				
<i>Contributions</i>																																												
Demande intérieure hors stocks	0,7	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,6	1,6	0,6	0,9	0,6	1,6	0,6	0,9	0,6	1,6	0,6	0,9				
Variations de stocks	0,5	-0,3	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,1				
Commerce extérieur	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	0,8	0,2	0,6	0,6	0,8	0,2	0,6	0,6	0,8	0,2	0,6				
Prix à la consommation *	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2				
Taux de chômage, au sens du BIT	4,9	4,6	4,8	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	5,3	4,7	4,6	4,6	5,3	4,7	4,6	4,6	5,3	4,7	4,6	4,6				
Solde courant, en points de PIB																																												
Solde public, en points de PIB																																												
Impulsion budgétaire																																												
PIB zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	1,7	1,5	2,1	0,5	1,7	1,5	2,1								

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Economic and Social Research Institute, Cabinet Office (comptes publiés le 14 mars 2005) ; Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications ; Ministry of Health, Labor and Welfare ; prévision OFCE avril 2005.

## Asie : croissance toujours très soutenue

La croissance en Asie aura été très dynamique en 2004 : près de 8 % en moyenne annuelle. Le haut du cycle a été atteint au deuxième trimestre 2004, l'économie retrouvant fin 2004 un rythme de croissance proche de son potentiel. Cette bonne performance est imputable au dynamisme de la demande intérieure en Chine, qui a suscité une forte expansion du commerce extérieur dans les pays voisins. En outre, le commerce extérieur de la zone a bénéficié de l'amélioration de la compétitivité-prix des exportations — *via* la dépréciation du dollar — qui a généré d'importants gains de parts de marché. La croissance asiatique a également été soutenue par une reprise de l'investissement — en partie pour répondre à une forte hausse de la demande en semi-conducteurs — dans des pays comme Taiwan, Hong Kong, l'Indonésie et les Philippines, et par un rebond de la consommation, l'année 2003 ayant été marquée par une consommation atone suite à l'épidémie de SRAS.

### 1. Zone Asie détaillée : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2003	2004	2005	2006
<b>Corée du Sud</b>	6,8	3,1	4,6	4,2	4,8
<b>Asie Rapide</b>	20,3	4,7	6,3	5,1	5,1
Taiwan	3,9	3,0	5,9	4,3	4,4
Hong Kong	1,5	3,2	7,9	4,6	4,5
Singapour	0,9	1,4	8,4	4,6	4,9
Thaïlande	3,6	6,9	6,1	5,6	5,5
Indonésie	6,0	4,9	5,1	5,2	5,3
Malaisie	1,7	5,3	7,1	5,8	5,6
Philippines	2,6	4,7	6,1	4,6	4,3
<b>Chine</b>	48,5	9,2	9,6	8,4	8,0
<b>Autres Asie</b>	24,4	6,9	6,5	6,3	6,4
<b>Asie hors Chine</b>	51,5	5,5	6,2	5,6	5,7
<b>Total</b>	100,0	7,3	7,9	6,9	6,8

Sources : FMI, Global Insight, prévision OFCE avril 2005.

Sous l'hypothèse — aujourd'hui très vraisemblable — d'un atterrissage en douceur de l'économie chinoise vers un taux de croissance soutenable, la croissance resterait forte en 2005 et 2006, autour de 7 % pour l'ensemble de la zone. Le commerce extérieur ralentirait sous l'effet cumulé d'une baisse de la demande en provenance des économies développées (Japon en tête) et d'une appréciation des monnaies asiatiques vis-à-vis du dollar et de l'euro en 2005. Par contre, les exportations de textile connaîtraient un boom en 2005 suite à la levée des quotas. La demande intérieure serait plus modérée après le rebond de 2004, le pouvoir d'achat des ménages étant affecté par la hausse des prix du pétrole. Sur ce point, la Corée ferait exception : suite à une grave crise d'endettement des ménages (*via* les crédits à la consommation), ceux-ci ont reconstitué leur épargne en 2004 et devraient consommer davantage en 2005. La demande intérieure coréenne serait soutenue par une politique monétaire expansionniste et une baisse du taux de prélèvements obligatoires.

## 2. Zone Asie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
Importations	12,9	17,7	14,3	14,1
Exportations	15,0	18,5	15,3	14,3
Demande adressée	8,2	12,0	9,9	8,9

Sources : FMI, prévision OFCE avril 2005.

## Les conséquences économiques du Tsunami

Le raz-de-marée qui a dévasté les côtes de l'océan indien le 26 décembre 2004 se sera soldé par une catastrophe humanitaire sans précédent : près de 280 000 victimes et 1,5 million de personnes déplacées. Les pays les plus touchés furent l'Indonésie, le Sri Lanka, l'Inde, la Thaïlande et les Maldives. Cependant, l'impact économique sera sans aucune mesure avec le drame humain, les principales infrastructures, les services et les zones industrielles ayant été épargnées. Les économies les plus affectées sont celles des Maldives et du Sri Lanka. Les dégâts matériels aux Maldives sont substantiels et se répercutent sur le tourisme qui représente un tiers du PIB. Au Sri Lanka, des dizaines de milliers de petits pêcheurs ont perdu à la fois leur logement et leur outil de pêche. En Thaïlande, de nombreux complexes hôteliers sont détruits sur les côtes de la mer Andaman, dont la fameuse station balnéaire de Phuket. Cependant, les autorités ont activement soutenu le secteur privé pour la reconstruction et l'on estimait que 90 % des chambres d'hôtel des zones dévastées étaient de nouveau utilisables un mois après les événements. En Indonésie, où les pertes humaines ont été considérables, l'économie ne serait affectée qu'au travers du secteur agricole dans la région de Banda Aceh. Par ailleurs, dans l'ensemble de la zone, les dépenses de reconstruction auront un impact positif sur le PIB. Au total, on estime que l'impact du Tsunami sur l'économie de la région sera inférieur à celui de l'épidémie de SRAS. Les taux de change et les marchés financiers n'ont d'ailleurs pas réagi à la catastrophe.

## Un atterrissage en douceur de l'économie chinoise

Le scénario d'atterrissage en douceur de l'économie chinoise semble se confirmer. 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. Celui-ci a ralenti autour de 25 % en glissement annuel fin 2004, contre 43 % au premier trimestre 2004. La demande intérieure est revenue à un rythme de croissance de 8,5 % en glissement annuel au deuxième semestre 2004 contre 11 % au premier. Si le risque d'atterrissage brutal de l'économie chinoise semble aujourd'hui écarté, la prudence reste de mise et l'effort de contrôle des nouveaux projets d'investissement ne doit pas être relâché. Une analyse rigoureuse des risques est primordiale, afin d'éviter qu'une nouvelle vague d'investissements non rentables génère un surcroît de créances douteuses dans le système bancaire, qui peine à résorber le stock existant. L'accent doit désormais être mis sur l'allocation de l'investissement vers les secteurs où les tensions sont les plus vives — énergie et transport — à l'origine de goulets d'étranglement qui freinent la croissance de la production.

## Europe centrale et orientale : ralentissement du dynamisme

En 2004, les pays d'Europe centrale et orientale ont allègrement participé à la croissance mondiale record (tableau 1). Dans la plupart des pays, un ralentissement est intervenu cependant au cours du second semestre, notamment en raison de la décélération de l'économie mondiale. Une stabilisation des taux de croissance est attendue pour 2005 et 2006.

### 1. Prévisions de croissance dans l'ensemble de l'ex-bloc de l'Est

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2003	2004	2005	2006
Nouveaux pays de l'UE	28	3,9	5,0	4,4	4,4
<i>Pologne</i>	13	3,8	5,3	4,5	4,5
<i>République Tchèque</i>	6	3,7	4,0	4,3	4,3
<i>Hongrie</i>	5	3,0	4,0	3,5	3,5
Pays candidats <sup>1</sup>	9	4,7	7,0	5,1	4,8
Russie	43	7,3	7,1	6,0	5,5
Autres CEI <sup>2</sup>	20	8,2	10,4	6,9	6,3
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>

1. Roumanie, Bulgarie, Croatie.

2. Communauté des États Indépendants.

Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE avril 2005.

Les nouveaux pays membres\* (NPM) de l'Union européenne (UE) poursuivent leur rattrapage, mais les moteurs de la croissance changent. La reprise de l'investissement en 2004 devrait se confirmer en 2005, stimulée par le dynamisme de la demande, le niveau élevé des taux d'utilisation des capacités de production, et les fonds communautaires. La consommation décélérerait en raison du ralentissement des salaires réels, et les exportations accéléreraient courant 2005.

La Roumanie et la Bulgarie ont poursuivi leur vive croissance (plus de 5 %, et même 8 % en 2004 en Roumanie), tirée par l'ensemble des composantes de la demande. Pourtant, ces deux pays, qui doivent entrer dans l'UE au 1<sup>er</sup> janvier 2007, sont encore très en retard sur les économies de l'UE, y compris les NPM, tant en ce qui concerne le niveau de vie que les réformes structurelles.

### Nouveaux pays membres

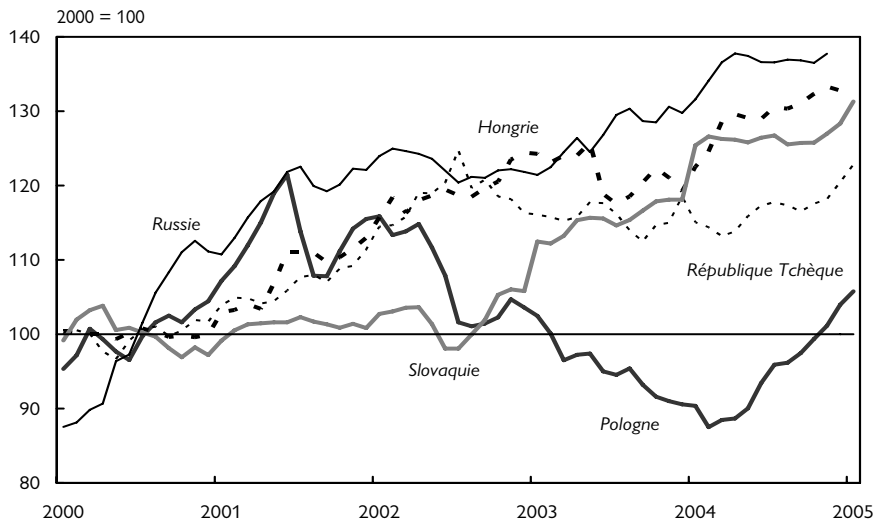
Depuis le second semestre 2004, le ralentissement de l'UE et l'appréciation passée des taux de change réels pèsent sur le commerce extérieur des NPM.

\* Dans cette fiche, on ne considère que les huit pays anciennement communistes et non Chypre et Malte.



L'appréciation des taux de change nominaux, non seulement par rapport au dollar, mais aussi, bien souvent, par rapport à l'euro, s'explique par les entrées de capitaux longs, notamment d'investissements directs, dans le cadre du développement du marché unique, et par les entrées de capitaux courts, en particulier en raison du niveau bien supérieur des rendements à l'Est du vieux continent (taux d'intérêt élevés) et de l'augmentation de la part des titres des NPM dans les portefeuilles internationaux, consécutive à l'entrée dans l'UE et à l'amélioration des notations de ces pays (graphique).

Taux de change effectifs réels



Source : Datastream.

Les pays baltes et la Slovaquie prévoient l'adoption de l'euro dès 2007, tandis que les quatre plus grands NPM envisagent une entrée dans la zone euro vers 2009-2010. Dans les pays pressés, les déficits publics sont faibles (inférieurs à 3 %, excédent en Estonie), mais les déficits courants de l'Estonie et de la Lettonie sont élevés (de l'ordre de 10 % du PIB en 2004).

En 2004, le déficit public a dépassé 5 % du PIB dans les trois plus grands pays de la zone. En 2005 et 2006, les politiques budgétaires ne seront que très modestement restrictives. Outre les besoins importants dans le cadre de la transition, la principale difficulté est de nature politique. En Pologne, en Hongrie et en République tchèque, l'instabilité politique rend difficile la mise en œuvre de réformes socialement coûteuses. Malgré une croissance forte, les mécontentements sont prononcés, notamment en raison des inégalités et du chômage persistant. La ratification par voie référendaire de la Constitution européenne n'est d'ailleurs pas acquise en Pologne (tableau 2).

Dans la plupart des NPM, l'inflation ralentirait en 2005 et 2006, après une accélération conjoncturelle en 2004, essentiellement en raison de l'entrée dans l'UE (augmentation des prix alimentaires, des prix administrés et des impôts indirects), mais aussi en raison des hausses du prix du pétrole. Elle restera structurellement supérieure à celle de l'UE du fait du rattrapage.

## 2. Les échéances électorales dans les 4 plus grands NPM

	Législatives	Présidentielles	Ratification constitution
Pologne	Sept-05	Sept-05	Référendum, probablement en septembre 2005 ou printemps 2006
Rép. Tchèque	Juin-06	2008	Référendum probable (juin 2006 ?)
Hongrie	Déc-05	2006	Ratifié le 20/12/2004 par le Parlement
Slovaquie	2006	2008	Parlement, probablement au printemps 2005

Sources : Consensus Forecast, presse.

Après deux années de marasme en 2001 et 2002, la reprise **polonaise** a été forte à partir de 2003, notamment en raison du dynamisme des exportations, stimulées par l'importante dépréciation réelle du zloty. Pour la première fois depuis 1997, la croissance a dépassé 5 % en 2004, soit nettement plus que dans les autres NPM (5,7 % contre 4,1 % dans les autres pays baltes).

Comme chez ses voisins, la dynamique économique a cependant ralenti au second semestre 2004. La faiblesse de la production industrielle et de la confiance des industriels a été marquée. La forte hausse du taux de change réel du zloty depuis le début de l'année 2004 a fait perdre des parts de marché aux entreprises polonaises. Le ralentissement des salaires réels, en partie dû à une remontée temporaire de l'inflation, a pesé sur la consommation des ménages, d'autant que le taux de chômage reste proche de 20 %. Après trois années de décroissance, l'investissement a retrouvé des couleurs courant 2004.

En 2005 et 2006, on prévoit la poursuite du rééquilibrage des moteurs de la croissance en faveur de l'investissement et du commerce extérieur, et au détriment de la consommation. Malgré un ralentissement des prix, les taux d'intérêt devraient rester élevés (6,5 % pour les taux à trois mois) en raison de la persistance de déficits publics importants. La conjoncture politique ne permettrait qu'une diminution modeste du déficit public en 2005. Un début de rééquilibrage du *policy mix* pourrait s'opérer à partir de 2006 si la Pologne parvenait à trouver une majorité gouvernementale stable.

En **Hongrie**, 2004 a été une année de reprise après le ralentissement de 2001 à 2003. L'accélération de l'investissement et des exportations ont plus que compensé le ralentissement de la consommation des ménages. Après trois années de très fortes hausses, les salaires réels ont ralenti en 2004, ce qui, conjugué à la décélération des crédits aux ménages et à une remontée du chômage au second semestre 2004, a refroidi leurs ardeurs dépensières.

Cependant, des incertitudes pèsent sur ce rééquilibrage bienvenu des moteurs de la croissance hongroise. La croissance de la production industrielle et les indicateurs de confiance des industriels sont en reflux au tournant de l'année ; et les exportations risquent, comme en Pologne, de souffrir de l'appréciation réelle de la monnaie nationale. L'investissement a ralenti au quatrième trimestre 2004, et reste pénalisé par le niveau très élevé des taux d'intérêt (le taux directeur est à 8,25 %). L'inflation a beaucoup ralenti courant 2004, passant de presque 8 % en milieu d'année à 3,2 % en février 2005, ce qui devrait autoriser la banque centrale à poursuivre la baisse des taux engagée mi-2004. Le problème du pilotage monétaire tient au niveau très élevé du déficit courant

(9 % du PIB en 2004). Bien que les financements soient longs, la Hongrie est probablement le NPM où le risque de perte de confiance des investisseurs — à court terme — est le plus élevé.

La **République tchèque** est le NPM le plus riche avec la Slovénie. Le taux d'investissement est l'un des plus importants. Pourtant, bien que les flux entrants d'IDE aient été les plus élevés des NPM depuis la fin des années 1990, c'est le seul NPM dont l'écart de revenu par tête avec l'UE15 ne s'est pas réduit au cours des dix dernières années\*. Les restructurations ont tardé et une partie importante de l'investissement a consisté en un remplacement du stock de capital existant. S'il reste très inférieur à son voisin polonais, le taux de chômage tchèque a fortement augmenté au cours des dernières années (4 % en 1996, 10 % en 2004).

En 2004, la croissance tchèque a été inférieure à la moyenne des NPM (4,0 %), malgré des exportations dynamiques. Ralentissement des salaires et ébauche de redressement des comptes publics ont pesé sur la consommation des ménages. En 2005, l'économie tchèque devrait accélérer. L'inflation très basse (1,7 % en glissement annuel en février 2005) permet le maintien de taux d'intérêt eux-mêmes très faibles (taux courts réels nuls). Cela stimule l'investissement et limite les entrées de capitaux à court terme, et par voie de conséquence l'appréciation du taux de change. Inflation faible et appréciation limitée de la couronne renforcent la compétitivité de la République tchèque. En outre, les conditions monétaires favorables doivent permettre de réduire le déficit public (qui à un peu plus de 5 % du PIB se situe dans la moyenne des quatre grands NPM) sans peser de façon excessive sur la conjoncture macro-économique. Le principal risque menaçant ce scénario relativement favorable d'une croissance tirée par l'investissement et par l'exportation pourrait venir de la difficulté de la faible majorité gouvernementale à entreprendre des réformes.

## Russie

En 2004 comme en 2003, l'économie russe a bénéficié du niveau élevé des matières premières, qui a alimenté les revenus, et par voie de conséquence, la demande interne. Au tournant de 2005, l'économie a ralenti. En 2005 et 2006, la croissance se stabiliserait autour de 5,5 %.

Le taux de change effectif réel du rouble s'est stabilisé à partir du second trimestre 2004. La banque centrale est intervenue pour limiter l'appréciation nominale du rouble (achat de devises étrangères), ce qui a pour effet d'augmenter la masse monétaire. L'inflation a d'ailleurs légèrement accéléré fin 2004 (11,7 % en décembre en glissement annuel). Mais elle reste sous contrôle.

### 3. Prévisions de commerce extérieur en Europe centrale et orientale

	2003	2004	2005	2006
Importations	18,0	11,8	12,9	13,7
Exportations	12,5	2,6	8,1	9,6
Demande adressée	11,2	9,9	10,3	10,3

Sources : FMI, prévision OFCE avril 2005.

\* Cf. Flash IXIS n° 2005-51.

## Royaume-Uni : attention à la marche

Le Royaume-Uni continue d'afficher des performances macroéconomiques bien meilleures que celles de ses grands voisins d'Europe continentale. La croissance du PIB a atteint 3,1 % en 2004 outre-Manche, contre 1,7 dans la zone euro et 4,4 aux États-Unis. Au début de l'année 2005, le PIB britannique entre dans son cinquantième trimestre de hausse ininterrompue, ce qui est exceptionnellement long au regard des cinquante dernières années et peu volatil au trimestre le trimestre, la croissance ne s'éloignant plus guère en rythme annuel de sa moyenne de long terme de 2,5 %. Le taux de chômage a continué de baisser légèrement en 2004 (de 0,1 point seulement) et n'était plus que de 4,7 % au sens du BIT en décembre dernier (contre près de 9 % dans la zone euro). L'inflation est restée modérée (1,6 % en glissement sur un an en février 2005 contre 2,1 dans la zone euro). La politique budgétaire a contribué à soutenir la croissance, laissant un déficit public proche de 3,4 % du PIB en 2004. Le déficit extérieur est resté contenu à 2,2 % du PIB, grâce à l'excédent des services.

### La hausse des taux d'intérêt a contribué à freiner la croissance

L'accélération de la croissance de la mi-2003 à la mi-2004 (de 2 % à 3,6 % pour le glissement annuel du PIB), l'amélioration des indicateurs conjoncturels et la poursuite de hausses rapides des prix de l'immobilier (à des rythmes de l'ordre de 20 % l'an) ont conduit le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre à relever ses taux directeurs de 1,25 point entre novembre 2003 et août 2004, pour les porter à 4,75 %. Le CPM a souhaité ainsi freiner le recours à l'endettement des ménages (qui approche 150 % de leur revenu annuel, niveau particulièrement élevé, même en comparaison avec les 100 % d'avant l'éclatement de la bulle immobilière de la fin des années 1980), par crainte des effets négatifs sur la consommation des ménages d'une chute brutale des prix de l'immobilier. À partir de l'été, les prix de l'immobilier ont commencé à baisser et n'affichaient plus en février 2005 qu'une hausse de 10 % sur un an pour l'indice Halifax, contre 22 % en juillet 2004.

Cette correction à la baisse des prix de l'immobilier s'est accompagnée d'un ralentissement de la consommation des ménages (3,0 % en glissement sur un an en volume au quatrième trimestre 2004 contre 3,5 % six mois plus tôt). L'indicateur des ventes de détail suggère que la consommation des ménages est restée modérée pendant les deux premiers mois de l'année 2005 (les ventes ne progressant plus que de 3,5 % en volume en glissement sur un an en février contre 7 % l'été dernier). Le dégonflement de la bulle immobilière est bien engagé et il s'agit maintenant d'éviter qu'une baisse trop rapide des prix de l'immobilier ne s'enclenche et ne s'accompagne d'un ralentissement trop brutal de la consommation des ménages. Le risque d'une consommation excessive des ménages financée par un recours accru à l'endettement semble s'éloigner.

Du côté de l'offre, la production de services continue de tirer la croissance (+ 4 % en volume sur un an au quatrième trimestre 2004), tandis que celle de produits manufacturés progresse à peine (+ 0,6 % sur un an). Les soldes d'opinions des industriels se sont dégradés de l'été à la fin 2004 et sont ensuite restés *grosso modo* inchangés jusqu'en mars 2005, envoyant cependant des signaux contradictoires : les opinions sur les carnets de commandes se sont dégradées,

tandis que celles sur les commandes à l'exportation et les perspectives de production à trois mois se sont redressées...

Au premier trimestre 2005, les autres composantes de la demande intérieure, en particulier les dépenses de consommation et d'investissement publics, devraient cependant permettre une croissance proche de 0,7 % du PIB\*. La progression de l'investissement des entreprises privées resterait modérée à court terme. En effet, le taux d'utilisation des capacités de production manufacturière, qui avait augmenté de la mi-2003 à la mi-2004, s'est stabilisé au second semestre pour baisser légèrement dans l'enquête de janvier 2005 où il a retrouvé son niveau de moyenne période. Les perspectives d'investissement se sont par ailleurs dégradées au second semestre 2004, pour se stabiliser à un niveau relativement faible dans l'enquête de janvier. Ceci nous conduit à envisager un simple maintien de la part de l'investissement productif privé dans le PIB à l'horizon 2006.

## Politique budgétaire : les élections, et après ?

Les dépenses publiques ont continué de soutenir la demande intérieure en 2004 : la consommation publique a progressé de 4,7 % en volume, les investissements publics de 9 %. L'impulsion budgétaire a été positive de 0,4 point de PIB, ce qui ne s'est traduit que par une légère dégradation du solde public rapporté au PIB grâce à la vigueur de la croissance : le déficit budgétaire au sens de Maastricht est passé de 3,3 points de PIB en 2003 à 3,4 l'an dernier. Le gouvernement respecte jusqu'ici la *règle d'or* des finances publiques, selon laquelle il n'a recours à l'emprunt que pour financer l'investissement sur un cycle économique. Le gouvernement estime que le cycle actuel a commencé en 1999 et s'achèvera en 2005, ce qui lui permettrait juste de respecter la *règle d'or*. Mais il ne dispose plus de marges de manœuvre pour mettre en place des mesures discrétionnaires expansionnistes.

Selon le budget présenté en mars 2005, les dépenses publiques resteraient dynamiques cette année — la consommation progresserait de l'ordre de 3 % et l'investissement public de près de 20 % — ainsi que l'an prochain (respectivement 3 % et 10 %). Les électeurs britanniques seront appelés aux urnes le 5 mai 2005 pour renouveler les mandats de leurs représentants au Parlement, ce qui conduira à la mise en place d'un nouveau gouvernement. Le budget contient d'ailleurs plusieurs mesures électorales : revalorisations de prestations (crédits d'impôts pour ceux qui travaillent (*working tax credit*), prestation forfaitaire pour les plus de 70 ans), gratuité des transports en bus en dehors des heures de pointe pour les retraités de plus de 65 ans, ... Ces nouvelles mesures représentent environ 0,05 point de PIB pour l'exercice budgétaire débutant en avril, un peu moins l'an prochain. Le gouvernement annonce aussi une revalorisation du salaire minimum de 4,1 % en octobre 2005 et de 5,6 % l'année suivante. Le gouvernement poursuit son objectif de reconstitution des investissements publics, qui retrouveraient en termes nets un niveau de 2,3 points de PIB en 2006 (contre 0,5 point en 1999).

\* L'indicateur avancé de l'OFCE (voir Charpin F. et Mathieu C. : « Un indicateur de croissance à court terme au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE* n° 89, avril 2004) suggérait, sur la base des données disponibles début mars, une croissance de l'ordre de 0,7 % au premier comme au deuxième trimestre 2005.

Le budget prévoit une impulsion budgétaire négative de 0,3 point de PIB en 2005 comme en 2006. Sous nos hypothèses de croissance, le déficit public resterait proche de 3 % du PIB à l'horizon 2006. Mais le risque existe que le gouvernement doive décider des relèvements de fiscalité après les élections pour respecter la règle d'or, le budget actuel reposant sur des hypothèses de croissance qui semblent aujourd'hui optimistes (avec une fourchette de 3/3,5 % cette année et de 2,5/3 % l'an prochain), sur quelques mesures ponctuelles : le prélèvement d'une taxe spéciale sur l'exploitation du pétrole en mer du Nord (+ 0,1 point de PIB cette année), ainsi que sur une augmentation de l'élasticité des recettes à la croissance. En tout état de cause, le risque est que la politique budgétaire se resserre davantage qu'annoncé à l'horizon 2006.

## Une baisse des taux d'intérêt : le joker

La demande extérieure restera peu porteuse pour la production manufacturière du Royaume-Uni à l'horizon 2006. D'une part, le principal débouché des exportateurs britanniques est la zone euro, dont les perspectives de croissance restent modestes. La demande adressée au Royaume-Uni augmenterait de 8 % en volume cette année et de 7 % seulement l'an prochain. D'autre part, le taux de change effectif réel reste élevé, même s'il a baissé depuis la mi-2004. La poursuite de l'amélioration de la compétitivité-prix permettrait aux exportateurs de limiter leurs pertes de parts de marché : les exportations de marchandises progresseraient de 7 % cette année et d'un peu moins de 6 % l'an prochain.

À taux d'intérêt inchangés, la croissance serait de 2,5 % cette année et de 2,2 % l'an prochain, le ralentissement de la demande intérieure étant en partie compensé par une contribution moins négative du commerce extérieur à la croissance. Les risques associés à cette prévision sont surtout à la baisse, avant tout celui d'une chute plus rapide qu'anticipé des prix de l'immobilier.

Cependant, la Banque d'Angleterre dispose de marges de manœuvre pour baisser les taux d'intérêt au cas où le ralentissement de croissance serait plus rapide que prévu. L'inflation ne donne pas de signe d'accélération et reste inférieure à la cible de politique monétaire : elle n'est que de 1,6 %, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), pour une cible de 2 %. Selon une règle de Taylor, la politique monétaire peut être jugée restrictive au début 2005 : avec une inflation de 1,6 % pour une cible de 2 %, un écart de production légèrement négatif (de l'ordre de 0,5 point selon les estimations du gouvernement britannique) et une constante, supposée refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, de 2, le taux neutre serait de 3,2 % contre 4,75 % aujourd'hui. Selon une fonction de réaction estimée sur la période 1989-2004, la politique semble plutôt expansionniste. Les coefficients estimés sont proches de ceux indiqués par Taylor pour les États-Unis (1,5 pour l'inflation et 0,5 pour l'écart de production), mais la constante est proche de 5, ce qui donne un taux neutre proche de 6 %.

À l'exception des prix de l'immobilier, dont la correction à la baisse est amorcée, l'économie britannique ne montre pas de signes inflationnistes. En particulier, malgré la faiblesse du taux de chômage, les salaires nominaux progressent à un rythme de 4,5 %, en ligne avec l'évolution de la productivité (de l'ordre de 2,5 %). C'est donc très probablement à la Banque d'Angleterre qu'il reviendra d'assurer le bon réglage des taux d'intérêt afin de maintenir la croissance britannique proche de son sentier de croissance de moyen terme : 2,5 %.

## Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003	2004	2005	2006	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,7	1,0	0,6	0,7	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	2,2	3,1	2,5	2,2
Consommation des ménages <sup>1</sup>	1,2	0,8	0,8	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,3	3,3	2,0	2,0
Consommation publique	0,9	0,7	1,2	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	3,2	4,7	3,2	3,0
FBCF totale <sup>2</sup>	0,6	2,1	1,0	0,8	1,6	1,1	1,1	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	2,2	5,6	5,0	3,1
Dont																	
Productive privée	2,9	1,2	1,1	0,7	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-2,2	6,1	2,9	2,2
Logement	0,2	4,3	0,8	0,9	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	10,0	7,8	3,4	3,1
Publique <sup>3</sup>	-4,2	4,8	0,9	1,9	8,0	5,0	5,0	3,0	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	22,9	8,9	19,3	10,2
Exportations de biens et services	0,6	2,2	-0,1	1,6	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	0,9	3,0	5,2	5,7
Importations de biens et services	-0,1	1,5	2,1	2,2	1,3	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,9	5,2	6,6	5,3
Variations de stocks, en points de PIB	-0,1	-0,2	0,1	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2
<b>Contributions</b>																	
Demande intérieure hors stocks	1,0	1,1	0,9	0,5	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,5	4,1	2,9	2,5
Variations de stocks	-0,6	-0,2	0,3	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,3	-0,1
Commerce extérieur	0,2	0,1	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,7	-0,2
Prix à la consommation <sup>4</sup>	1,3	1,4	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,4	1,3	1,6	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	4,8	4,8	4,6	4,7	4,7	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	5,0	4,7	4,8	4,8
Solde courant, en points de PIB	-2,0	-2,0	-2,5		-2,1		-2,1		-2,0		-1,9			-1,7	-2,2	-2,1	-1,9
Solde public <sup>5</sup> , en points de PIB														-3,3	-3,4	-3,0	-3,0
Impulsion budgétaire														1,3	0,4	-0,3	-0,2
PIB zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	1,7	1,5	2,1

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Y compris NHS Trusts.

4. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 5. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, 4th quarter and year 2004, 23 mars 2005), prévision OFCE avril 2005.

## Zone euro : faux rebond

### 2004 : amorce de reprise...

La progression du PIB dans la zone euro a atteint 1,7 % en 2004, une bonne performance au regard du chiffre de 0,5 % affiché en 2003. Non seulement la demande intérieure a accéléré, mais la contribution du commerce extérieur a été neutre contrairement à 2003 (- 0,6 point de pourcentage). La croissance ayant aussi accéléré aux États-Unis, l'écart de croissance entre les deux zones est resté élevé en 2004 (2,7 points, en faveur des États-Unis). Le déficit de croissance entre la zone euro et les États-Unis s'élève à 6,2 points depuis 2002, principalement du fait de conditions monétaires défavorables et d'une quasi-absence de stimulation budgétaire.

Relativement à 2003, la croissance de la consommation privée est restée stable en 2004 à 1,1 %. Derrière ce chiffre assez faible se cachent cependant des comportements de consommation très hétérogènes. La France et l'Espagne se distinguent ainsi par une consommation beaucoup plus dynamique que celle de leurs partenaires.

En revanche, dans tous les pays de la zone euro, la reprise de l'investissement semble enclenchée (1,6 % en 2004, après - 0,6 % en 2003). Le taux d'investissement a commencé à remonter début 2004, excepté en Italie où il baisse depuis le deuxième trimestre 2004. Notamment, l'investissement logement a continué de soutenir la croissance de la zone euro. Les prix de l'immobilier ont encore progressé à vive allure en 2004, poussant les ménages à s'endetter davantage. La croissance des crédits hypothécaires a accéléré (+ 10 % en glissement annuel fin 2004), encouragée par des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits à l'habitat toujours extrêmement bas (4,1 % fin 2004, en moyenne dans la zone euro). Cette dynamique de l'investissement logement est observée en France, en Italie et surtout en Espagne. En revanche, l'Allemagne et les Pays-Bas ont pâti de la mauvaise tenue de ce secteur. Ils purgent, respectivement, la suraccumulation liée à la réunification et l'endettement excessif des ménages durant la deuxième moitié des années 1990.

Malgré la poursuite de la dépréciation du dollar, le commerce extérieur a arrêté de peser sur la croissance de la zone euro. Ceci s'explique en partie par une forte compression des marges à l'export. L'excédent commercial extra-zone, c'est-à-dire hors échanges entre pays de la zone euro, est resté stable en 2004 à 1 % du PIB. Le solde vis-à-vis de la Chine s'est cependant dégradé (de - 0,5 % du PIB en 2003 à - 0,7 % du PIB en 2004).

Le taux de chômage est resté stable à 8,8 % de la population active en 2004. En effet, dans la plupart des pays de la zone euro, l'ajustement du taux de marge à la hausse semble toucher à sa fin, en lien avec la reprise des créations d'emplois. Seule l'Italie, où l'ajustement de l'emploi n'avait pas encore eu lieu, a vu son marché du travail se dégrader (moindres créations d'emplois en 2004).

L'inflation a évolué de façon chahutée en 2004, du fait principalement des mouvements du prix du pétrole et de la parité euro-dollar. La modération des prix des produits manufacturés et des prix des services a cependant récemment poussé à la baisse l'inflation sous-jacente (à 1,4 % en glissement annuel en



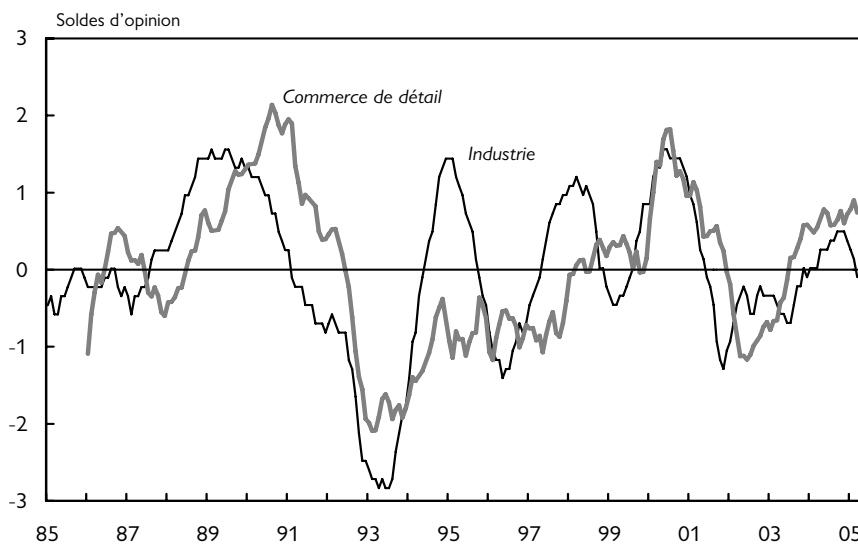
février 2005, après 1,9 % en décembre 2004). Malgré la hausse des prix alimentaires et de l'énergie, l'inflation globale est restée maîtrisée autour de 2 %. À l'exception de l'Espagne, l'inflation des grands pays de la zone est désormais inférieure à 2 %. En Allemagne et aux Pays-Bas, l'inflation sous-jacente est même inférieure à 1 %.

### ... malgré un trou d'air en fin d'année

L'évolution semestrielle donne cependant une idée un peu différente des dynamiques à l'œuvre dans la zone euro. À la reprise initiée à la mi-2003, et qui s'est poursuivie au début de l'année 2004, a fait suite un ralentissement de la croissance au second semestre 2004. La performance décevante des six derniers mois de 2004 (0,6 % de croissance, après 1,1 % au premier semestre) s'explique principalement par l'accélération des importations. La hausse de la part des importations dans la demande intérieure, commune à tous les pays, traduit la poursuite des pertes de compétitivité interne consécutives à l'appréciation de l'euro.

Le moral des industriels reflète bien la dégradation de la conjoncture au second semestre 2004 (graphique). Cette baisse provient pour partie du commerce extérieur, dans la mesure où les carnets de commandes étrangères ont connu, avant les carnets de commande globaux, une dégradation particulièrement forte. En revanche, l'enquête commerce de détail reste à un niveau élevé et continue de progresser, plaidant pour un scénario de reprise portée par la consommation.

Indicateurs de confiance dans la zone euro



Note : les soldes d'opinion sont détrendés et centrés-réduits. Pour le commerce de détail, la série a également été lissée.

Source : Commission européenne.

## Pas de reprise franche à l'horizon 2006

Après le ralentissement du second semestre 2004, l'activité accélérerait en 2005 et une reprise molle se dessinerait en 2006. Dans notre scénario, la Banque centrale européenne maintiendrait ses taux inchangés en raison d'une croissance encore peu assurée et d'une inflation sous la barre des 2 %. L'appréciation de l'euro prendrait fin à la mi-2006, mettant un terme à la dégradation de la compétitivité observée depuis 2002. La consommation des ménages accélérerait, principalement en raison de l'amélioration attendue globalement sur le front de l'emploi et marginalement grâce à la décélération de l'inflation (arrêt de la hausse du prix du pétrole). Cette meilleure tenue de la consommation privée favoriserait la poursuite de la reprise de l'investissement productif, d'autant que la bonne situation opérationnelle des entreprises et le niveau des taux d'utilisation des capacités de production le permettent. Ces derniers ont en effet rejoint leur niveau de long terme, ce qui devrait engendrer une reprise des investissements de capacité. L'investissement logiquement resterait dynamique dans les pays où la politique monétaire a déjà mordu, en raison du maintien des taux d'intérêt à un niveau faible.

Les dynamiques de croissance déjà à l'œuvre dans les principaux pays de la zone euro perdureraient. La contribution du commerce extérieur serait toujours positive aux Pays-Bas et surtout en Allemagne, en raison d'une demande intérieure plus faible et d'une spécialisation produits plus favorable. Elle serait négative en France (mauvaise spécialisation géographique), en Espagne (croissance plus forte que ses partenaires commerciaux) et en Italie (problèmes de compétitivité). En revanche, l'écart entre les taux de croissance des demandes intérieures se resserrerait : dans les pays où la croissance de la demande intérieure était la plus atone (Allemagne, Italie et Pays-Bas), elle accélérerait, sans toutefois atteindre les rythmes français et espagnols. Le taux d'investissement se redresserait nettement dans l'ensemble de la zone euro. La consommation connaîtrait, en moyenne, une accélération modeste (1,6 % en 2005 et 1,7 % en 2006). En Allemagne, la consommation arrêterait enfin de se contracter : malgré un recul du salaire réel, la reprise des créations d'emplois soutiendrait en effet le pouvoir d'achat (tableau 1). En France, la consommation resterait dynamique : le pouvoir d'achat progresserait plus rapidement que dans la zone, du fait de l'accélération et de l'emploi et des salaires. Au contraire, en Italie, les salaires et l'emploi, qui croissaient à des rythmes élevés, décéléreraient, et la consommation connaîtrait une progression modérée.

La zone euro, dans son ensemble, croîtrait de seulement 1,5 % en 2005 du fait d'une contribution extérieure de nouveau négative. En 2006, malgré une impulsion budgétaire négative (-0,3 point), l'accélération de l'investissement permettrait à la croissance d'atteindre 2,1 %. De ce fait, l'écart du PIB à son niveau potentiel ne se réduirait légèrement qu'en 2006.

### 1. Pouvoir d'achat et consommation dans les trois grands pays de la zone euro

Évolution en %		Allemagne	France	Italie
Pouvoir d'achat du revenu	2005	0,7	1,2	2,2
	2006	0,2	1,7	2,2
Consommation des ménages	2005	0,6	1,1	2,4
	2006	0,8	1,3	2,4

Source : prévision OFCE avril 2005.

## Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003		2004		2005		2006	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	0,6	0,5	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	1,7	1,5	2,1				
Consommation des ménages	0,7	0,1	0,1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	1,1	1,6	1,7			
Consommation publique	0,2	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6	1,6	1,3	1,2			
FBCF totale	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	-0,6	1,6	2,7	3,7			
Exportations de biens et services	1,4	2,5	1,2	0,6	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	0,4	5,6	5,1	5,8			
Importations de biens et services	0,5	2,4	2,8	0,9	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	2,2	5,9	6,1	6,0			
Variations de stocks, en points de PIB	-0,1	0,1	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	-0,2	0,3	0,3	0,4			
<i>Contributions</i>																				
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,2	0,3	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	1,3	1,7	2,0			
Variations de stocks	-0,1	0,2	0,5	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	0,1	0,0			
Commerce extérieur	0,4	0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	-0,2	0,1			
Prix à la consommation (IPCH)*	1,7	2,3	2,3	2,3	2,1	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,1	2,1	1,9	1,9			
Taux de chômage, au sens du BIT	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,7	8,6	8,5	8,5	8,5	8,7	8,8	8,8	8,6			
Solde courant, en points de PIB														0,3	0,6	1,1	1,4			
Solde public, en points de PIB														-2,7	-2,9	-2,7	-2,6			
Impulsion budgétaire														-0,1	0,0	-0,1	-0,3			
PIB USA	1,1	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	3,0	4,4	3,5	3,3			

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Ce compte est obtenu par agrégation des données des pays-membres ce qui assure l'équilibre comptable des emplois et des ressources. Le profil du PIB peut donc légèrement s'écarter de celui publié à cette date par Eurostat du fait des arrondis.

Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2005.

## Allemagne : trappe à compétitivité

En 2004, l'économie allemande a renoué avec un rythme de croissance positif de + 1,0 % après un recul de l'activité en 2003 et une progression pratiquement nulle en 2002. Cependant, le démarrage de l'économie au troisième trimestre 2003 ne s'est prolongé que jusqu'au deuxième trimestre 2004. La stagnation s'est installée au troisième trimestre et un recul du PIB a lieu en fin 2004. L'héritage de croissance laissé à l'année 2005 est donc négatif (acquis de - 0,1 % au quatrième trimestre 2004). Si cette déception par rapport à une reprise échouée au deuxième semestre est commune à d'autres partenaires européens, elle contribue néanmoins à creuser l'écart de croissance par rapport à la zone euro (de 0,7 point en 2004). L'écart est encore plus significatif pour l'évolution des composantes de la croissance, l'Allemagne présentant un schéma inverse par rapport à celui de la plupart de ses partenaires européens. Engagée dans une thérapie visant l'amélioration de l'offre par la compression des revenus et des transferts, l'Allemagne présente une contribution fortement négative de la demande intérieure (- 0,8 %) et de toutes ses composantes, contrastant avec celle très positive (+ 1,3 %) de la zone euro. Cette thérapie de choc induit une contribution des échanges bien plus positive (+ 1,0 %) que celle de ses partenaires européens (+ 0,1 %). Ces éléments structurels, qui ont fortement marqué la performance économique en 2003, se sont renforcés en 2004, déséquilibrant les fondements de la croissance allemande, ce qui imposera encore en 2005 et 2006 une forte dépendance vis-à-vis de l'extérieur.

### Pas de bonnes nouvelles à part l'emploi

Si la reprise de l'économie allemande au premier semestre 2004 était fondée sur une combinaison de contribution négative de la demande intérieure (- 0,7 %) et fortement positive du solde extérieur (+ 1,2 %) une totale inversion de tendance a eu lieu au troisième trimestre, due au dynamisme des composantes publiques de la consommation et de l'investissement. Le quatrième trimestre a renoué avec une contribution nulle des composantes stables de la demande et avec la reprise du rôle moteur des échanges extérieurs.

L'indice de la production industrielle aura néanmoins augmenté de 2,3 % sur l'année 2004 après la stagnation de 2003 mettant ainsi fin au mouvement de baisse engagé en 2001. Après un deuxième et troisième trimestres assez dynamiques l'indice a reculé fortement au mois de novembre. L'épuisement progressif de la vigueur de la production était clairement perçu dans les enquêtes (tendance, perspectives de production et climat général) et l'évolution plus rapide de la production par rapport aux ventes témoignait d'un amenuisement des débouchés se soldant par une accumulation importante des stocks. Seules les opinions sur le niveau des commandes se sont montrées très dynamiques au cours de l'année, tirées par leur composante étrangère. Elles se sont néanmoins effondrées, ainsi que l'indice IFO, depuis le mois de décembre relativisant les signaux de reprise de la production industrielle (+ 1,5 % en glissement annuel). En février, seules les opinions sur les carnets de commandes étrangers et les perspectives d'exportation à trois mois se sont redressées, confirmant que cette reprise n'est qu'affaire de demande étrangère.

Animées par ce redressement de l'activité, les destructions d'emploi industriel se sont ralenties, tout en permettant, notamment au premier semestre un sursaut de la productivité du secteur, qui engrange une troisième année de croissance positive. Cependant, le ralentissement progressif de la productivité de l'économie allemande dans son ensemble, se solde par un rythme de croissance négatif en décembre, du fait des pertes de productivité persistantes dans les services et dans le bâtiment. La légère dégradation du taux de marge des entreprises allemandes en fin d'année, après trois années consécutives d'amélioration, témoigne d'une ébauche de déformation de la valeur ajoutée en faveur des salariés. La redistribution des gains de productivité passés restera limitée à l'emploi. En effet, bien qu'aucune pression ne provienne des coûts salariaux unitaires, qui continuent de diminuer, le maintien de la compétitivité allemande oblige encore les entreprises à la compression de leurs marges, se traduisant par un ralentissement du déflateur de la valeur ajoutée. Cette contrainte ne laissera pas de place à une redistribution par les salaires. La cohérence de l'évolution du taux de marge avec celle du déroulement classique du cycle de croissance ne sera donc pas entièrement respectée à l'horizon 2006. L'érosion du taux de marge ne sera que partielle et de courte durée, car la réaction des salaires à l'amélioration de la demande de travail sera limitée par des facteurs plus structurels.

## Une thérapie trop efficace

La consommation des ménages s'est soldée en 2004 par une baisse de 0,8 %, renouant avec une croissance négative après sa stagnation en 2003. Suite à la forte diminution au deuxième trimestre 2004, les dépenses des ménages se redressent modestement, mais le glissement annuel en fin d'année demeure négatif, comme c'est le cas depuis 2002. L'atonie de la consommation est autant le fait de la hausse du taux d'épargne (9,9 % en 2004 contre 9,6 % en 2003) qui revient sur son niveau le plus haut depuis 1996, que du recul du revenu disponible. Ce dernier n'a fait que se stabiliser en termes nominaux, malgré la progression de l'emploi total, qui rompt avec deux années de destructions continues d'emplois salariés. Une politique tarifaire sur la défensive, soumise aux pressions d'une politique de l'emploi exerçant une compression des salaires, a déterminé en 2004 une décélération des salaires conventionnels (+ 1,5 % contre + 2,0 % en 2003). De plus, l'érosion de la couverture des conventions collectives et le développement des contrats à temps partiel très courts ont contribué au maintien d'une importante dérive du salaire effectif par rapport au salaire négocié (0,6 point). L'effet de la baisse du taux de prélèvement obligatoire (réduction du taux maximal de l'impôt sur le revenu de 48,5 % à 45 % et du taux de base de 19,9 % à 16 %) compense à peine celui de la réduction des transferts. La ponction exercée par la hausse du prix du pétrole sur le pouvoir d'achat du revenu disponible a été renforcée par l'augmentation de la taxe sur le tabac de mars et décembre 2004. Une hausse de la même ampleur est anticipée en septembre 2005 et bien qu'en décélération, l'inflation ne permettra pas de soulager massivement le pouvoir d'achat des ménages. Le maintien d'un taux de chômage élevé ne rendra pas de pouvoir de négociation aux salariés et les accords de branche ne marqueront qu'une faible accélération du salaire négocié en 2006 (+ 1,5 % contre + 1,3 % en 2005). La masse salariale progresserait en s'appuyant sur les créations d'emplois et la baisse du taux de prélèvement obligatoire (réduction du taux

maximal de l'impôt sur le revenu à 42 % et du taux de base à 15 %) se poursuivra en 2005. L'accélération du taux de croissance de la consommation des ménages s'accompagnerait (+ 0,8 % en 2006 contre + 0,6 % en 2005) d'une baisse du taux d'épargne en 2006, autorisée par une relative dissipation des incertitudes sur le marché du travail.

Dans ce scénario de redressement modeste de la consommation privée et de maintien de la discipline budgétaire, notamment du côté des dépenses, l'investissement ressort comme le moteur de la demande intérieure. C'est surtout l'investissement productif privé qui renouerait en 2005 avec une croissance positive après quatre années de recul, car les capacités de production se sont stabilisées au niveau de début 2002 et le taux d'investissement productif à celui de 1998. Parmi les pays européens ayant pratiqué un fort ajustement de leur processus d'accumulation dès 2000, l'Allemagne est le seul à ne pas avoir vu le taux d'investissement productif augmenter depuis. Ce retard, ainsi que la remontée du taux d'utilisation des capacités en 2004, bien que modeste par rapport aux précédentes phases de reprise, invitent à retenir une croissance de la FBCF productive privée de 3,1 % en 2005 et de 4,0 % en 2006. La FBCF publique pourrait finalement rompre en 2005 le mouvement de baisse ininterrompu depuis 2000. Son redressement modeste, dû à la réforme des finances communales, qui consent une diminution des transferts (Gewerbesteuerumlage) dus au Bund et aux Länder, n'autoriserait qu'un optimisme modéré (+ 1,2 % en 2005 et + 0,5 % en 2006). Elle ne soulagerait que partiellement les communes, qui devront, par ailleurs, prendre en charge une partie de l'assurance chômage (Unterkunftkosten) dans le cadre de la réforme Hartz. Seul un redressement des permis de construire dans le résidentiel, parmi une batterie d'indicateurs mal orientés, autoriserait à prévoir une moindre dégradation en 2005 (- 0,7 %) et en 2006 (+ 0,4 %) de la FBCF privée en logement.

Bien qu'accompagnée d'un rééquilibrage progressif de l'apport des composantes de la demande intérieure, la contribution encore positive des échanges permettrait à l'Allemagne, seul pays parmi les grands membres de la zone euro, de maintenir une stabilité de ses parts de marché à l'exportation. Cela est fait au prix d'une réduction des marges à l'export qui lui permet de profiter pleinement de la moindre appréciation de l'euro autorisant des gains de compétitivité sur les marchés extra-européens et permettant de faire face au ralentissement de la demande en provenance des PECO. Cette combinaison des facteurs de croissance, encore loin d'être idéale, garantirait une progression du PIB (+ 0,8 % en 2005 et + 1,7 % en 2006) à un rythme inférieur à celui caractéristique d'une phase de reprise et en deçà de celui connu par la zone euro.

## Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003	2004	2005	2006
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,5	0,4	0,0	-0,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	-0,1	1,0	0,8	1,7
Consommation des ménages	0,1	-0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,8	0,6	0,8
Consommation publique	0,0	0,1	0,6	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	0,3
FBCF totale	-3,1	-0,1	0,7	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	-2,2	-2,2	1,8	2,6
Dont																
Productive privée	-2,8	0,5	1,8	0,1	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	-0,7	-1,4	3,1	4,0
Logement	-2,1	-1,2	-2,4	0,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	-2,6	-3,1	-0,7	0,4
Publique	-8,4	-0,3	4,3	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-10,2	-4,6	1,2	0,5
Exportations de biens et services	3,6	3,4	-1,5	1,1	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,8	7,5	5,6	6,8
Importations de biens et services	0,5	2,1	2,9	-0,2	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	3,9	5,4	5,5	6,1
Variations de stocks, en points de PIB	-0,6	-0,6	0,7	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,9	-0,1	-0,3	-0,3
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	-0,6	-0,3	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,4	-0,8	0,6	1,0
Variations de stocks	-0,2	0,0	1,3	-0,8	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9	0,8	-0,2	0,0
Commerce extérieur	1,2	0,6	-1,6	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,6	1,0	0,4	0,6
Prix à la consommation (IPCH)*	1,1	1,8	1,9	2,0	1,9	1,5	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,5	1,1	1,7	1,5	1,5
Taux de chômage, au sens du BIT	9,1	9,2	9,3	9,4	9,4	9,4	9,3	9,3	9,3	9,3	9,2	9,2	9,1	9,3	9,4	9,3
Solde courant, en points de PIB	4,3		5,3		6,3		4,9		5,5		5,9		2,4	4,8	5,6	5,7
Solde public, en points de PIB													-3,8	-3,7	-3,4	-3,1
Impulsion budgétaire													-0,6	-0,2	-0,1	-0,4
PIB zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	1,7	1,5	2,1

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.  
Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE avril 2005.

## Italie : anatomie de l'atonie

### Fin 2004 : la douche écossaise

L'économie italienne a crû à un rythme annuel de 1 % en 2004, en progression après deux années de croissance à 0,4 %. Pourtant la reprise de l'activité au premier trimestre 2004 n'aura duré que jusqu'au troisième trimestre. L'effondrement du taux de croissance (- 0,4 %) au quatrième trimestre, le plus faible parmi les pays de la zone euro, laisse à l'année 2005 un acquis de croissance nul. Ce ralentissement était déjà perceptible lorsque la reprise de l'économie italienne, fondée au premier trimestre 2004 sur une contribution fortement positive de la demande intérieure (1 point), n'était plus tirée que par les échanges extérieurs au deuxième trimestre. Ces tendances se sont accentuées au troisième trimestre, avec une contribution négative de la demande intérieure, alors que la croissance du PIB était tributaire à hauteur de 1 point du solde extérieur. Au dernier trimestre, la progression du PIB n'a plus été qu'une affaire de stocks, l'atonie de la demande intérieure se couplant d'une contribution des échanges fortement négative.

### Le déclin inéluctable de l'industrie

L'indice de la production industrielle aura reculé de 0,4 % en 2004 pour la quatrième année consécutive. La reprise des exportations en début d'année a été insuffisante pour enclencher une reprise dans l'industrie à cause du niveau très élevé des stocks. Leur baisse en fin d'année ne suffit pas à résorber l'excès ressenti par les industriels, hypothéquant ainsi la reprise de l'activité productive dans les premiers mois de l'année 2005. Ceci est confirmé par l'évolution des ventes de biens intermédiaires qui, en reprise sur les marchés étrangers, montrent sur le marché intérieur une atonie annonçant une stagnation au premier trimestre 2005. Tout redémarrage de la demande de biens d'investissement et de consommation durable, sollicitant davantage l'importation que la croissance intérieure, ne modifierait que marginalement ce cadre. Les indicateurs dans l'industrie confirment des perspectives peu brillantes au premier trimestre 2005 avec une baisse généralisée de la confiance et des opinions sur les carnets de commandes depuis octobre. Les anticipations à trois mois de la production et des commandes qui, après une amélioration en janvier et février, replongent au mois de mars, fournissent une image assez fragile de la reprise au deuxième trimestre. L'enquête trimestrielle auprès des exportateurs nous signale un chiffre d'affaires à l'étranger en baisse au premier trimestre et une simple stabilisation au deuxième. La fin du processus de contraction des exportations et la contribution positive du solde extérieur en 2004, dues notamment au solde du tourisme, cachent la dégradation continue de la balance commerciale qui retrouve le solde négatif d'avant la dévaluation de 1992. Compte tenu de la nature de la production italienne particulièrement orientée à l'exportation, cette contre-performance industrielle est à attribuer à la perte continue de compétitivité, ainsi qu'à sa spécialisation dans des secteurs traditionnels à haute intensité de main-d'œuvre (textile-habillement, meubles, électroménager et instruments mécaniques) caractérisés par une croissance peu animée de la demande mondiale. Parmi eux, le secteur du



textile-habillement, qui représente 9 % de la valeur ajoutée industrielle et qui sera soumis à une concurrence accrue avec la fin des Accords Multifibres, a déjà enregistré une baisse de 20 % de ses exportations depuis quatre ans. Pourtant, les entreprises italiennes ne donnent pas de véritable signal de réduction des marges à l'exportation, qui ne font que se stabiliser après leur forte remontée en 2003, alors qu'elles diminuent dans tout les principaux pays européens depuis l'adhésion à l'UEM. Dans l'industrie, les entreprises ont répondu à ces menaces par une simple stabilisation du taux de marge, induite par une décélération du déflateur de la valeur ajoutée. Le soutien à cette amorce de réponse aux pressions compétitives est apporté par une évolution des coûts salariaux unitaires deux fois moins rapide qu'en 2003, sous l'effet modérateur d'une première année de gains de productivité et d'un amenuisement de la croissance du salaire par tête en fin d'année. Cette moindre pression des coûts salariaux unitaires est commune au secteur principalement marchand dans son ensemble, où toutefois la progression des prix continue d'assurer une amélioration du taux de marge depuis 2003.

## La disparition du soutien de l'emploi

Si l'année 2004 marque une substantielle tenue de l'emploi, ceci est surtout le fait du dynamisme de l'activité dans le bâtiment. L'emploi industriel, bien qu'en retard, a réagi à la baisse de l'activité, et, dans les services, les créations d'emplois ont souffert de la faiblesse de la demande des ménages ainsi que des incertitudes sur les débouchés des entreprises. Globalement, l'évolution de l'emploi est moins rapide que celle de l'activité pour la première fois depuis trois ans. L'emploi salarié a été tiré principalement par les contrats à durée indéterminée et une flexion significative est intervenue dans l'emploi à durée déterminée (CDD). En même temps, la très forte hausse de l'emploi indépendant laisse envisager une substitution de ce dernier aux CDD en réponse aux incertitudes sur l'application de la réforme du marché du travail relative aux nouvelles formes d'emploi flexible. Le processus d'intensification de l'utilisation du facteur travail, lié à la flexibilisation introduite par les réformes depuis dix ans, s'épuise. La forte chute de la production industrielle en fin d'année limiterait la reprise de l'emploi dans ce secteur. L'apport du secteur du bâtiment s'amenuisera et celui des services restera contenu. L'importante hausse de la population active enregistrée en 2004, principalement due aux régularisations de travailleurs immigrés (application de la loi Bossi-Fini), s'estompera au cours de l'année 2005. La fin de cette arrivée massive de population active à statut précaire se couplerait à la flexion de l'emploi pour provoquer une hausse du taux de chômage dès les premiers mois de l'année 2005. Ensuite, la baisse plus structurelle des nouveaux entrants sur le marché du travail limiterait le nombre de chômeurs, induisant un fléchissement du taux de chômage à l'horizon 2006. L'épuisement de la phase d'ajustement aux réformes du marché du travail, ayant comporté une baisse sans précédent de la productivité du travail, rendra donc plus compatible l'évolution des rémunérations salariales avec une moindre accélération des coûts salariaux unitaires. Cependant, du fait du maintien d'une certaine modération salariale en 2005 et 2006, les salariés ne bénéficieront que partiellement des gains de ce retour de l'élasticité de l'emploi à son niveau de long terme.

Le moindre dynamisme des salaires négociés en 2004 a permis de contrôler la masse salariale malgré la bonne tenue de l'emploi. Le ralentissement de

l'inflation et la moindre pression fiscale (fin de l'amnistie fiscale) ont néanmoins soutenu la progression du revenu disponible. Cependant la consommation des ménages n'aura pas renouvelé, en 2004, la performance de 2003 d'une croissance plus rapide que celle du PIB. Si la consommation en biens durables a poursuivi sa progression à un rythme presque inchangé (10 % en glissement), c'est la consommation en services qui a stagné et celle en biens non durables qui s'est contractée, comme lors de la récession de 1993. La première, caractérisée par une certaine cyclicité, a été tirée par l'introduction de nouveaux produits en 2004 ; leur rapide obsolescence ainsi que l'accélération du crédit à la consommation invitent à prolonger cette dynamique en 2005. Les anticipations d'achats de biens durables constituent bien le seul indicateur en hausse dans les enquêtes auprès des ménages. Aucun signal ne confirme en revanche une reprise franche de la consommation en services et en biens non durables : la confiance des ménages chute depuis le mois d'octobre et l'indice des ventes au détail ne progresse pas en termes réels depuis le troisième trimestre 2003. La réanimation limitée des salaires ne compenserait qu'en 2006 l'essoufflement progressif des créations d'emplois. L'accélération du revenu disponible réel à l'horizon de la prévision s'appuiera sur l'amenuisement des pressions inflationnistes et sur les quelques effets stimulants de la deuxième phase de réforme de l'IRPP en 2005 ainsi que de celle anticipée en 2006. Cependant, la faiblesse de la consommation se poursuivrait en 2006 (pour la sixième année consécutive), s'accompagnant d'une remontée du taux d'épargne. Celle-ci est alimentée par une vision pessimiste des perspectives de croissance de l'économie italienne, par la dégradation des perspectives d'emploi et par l'anticipation du retour à la discipline budgétaire, une fois épuisé le cycle électoral en mai 2006. L'effet richesse engendré par la revalorisation des actifs réels alimenterait la propension à l'investissement immobilier plutôt que la propension à consommer.

La FBCF en bâtiment demeurerait en 2005 le moteur de l'accumulation, s'appuyant sur une progressive substitution du non résidentiel public et privé au résidentiel privé. Le témoin passerait en 2006 à la FBCF productive qui, après l'ajustement de la fin 2004, ne ramènerait le taux d'investissement productif à son niveau de 2001 qu'à la fin de l'année 2006. Prise au piège par l'érosion de sa compétitivité lui imposant la pérennité de la modération salariale, l'Italie a su trouver comme seul soutien à sa demande intérieure atone le dynamisme des créations d'emplois. Cette élasticité élevée de l'emploi à une croissance atone s'explique autant par des incitations fiscales aux créations d'emplois et à l'introduction de contrats plus flexibles que par le niveau de plein emploi atteint dans plusieurs régions, qui induit un moindre ajustement cyclique du travail. Cette combinaison inefficace se traduit par une faiblesse de la productivité, qui, malgré le contrôle des coûts, empêche l'Italie de profiter pleinement du dynamisme du commerce mondial et d'améliorer sa position concurrentielle. Cependant, la perte du soutien de l'emploi sacrifierait l'expansion de la demande intérieure à une simple moindre dégradation des parts de marché. Elle rendrait la croissance du PIB largement tributaire d'une compétitivité-prix incapable d'engendrer, sans requalification du système productif, une hausse de la valeur ajoutée industrielle et de nouvelles créations d'emplois. Ceci n'autorise qu'un optimisme modéré de notre prévision qui situe la croissance du PIB à un rythme, en moyenne annuelle, de 0,6 % en 2005 et de 1,3 % en 2006, accentuant ainsi l'écart avec la performance de la zone euro.



## Espagne : vers un sage rééquilibrage

La croissance espagnole est restée soutenue en 2004 (2,7 % après 2,5 % en 2003). Mais, avec la reprise engagée à la mi-2003 dans la zone euro, l'écart de croissance positif en faveur de l'Espagne s'est réduit (0,9 point en 2004, après 2 points en 2003). Si dans la zone euro la demande intérieure a accéléré en 2004, elle a aussi bénéficié d'une contribution extérieure neutre après une contribution négative en 2003. En revanche, la contribution du commerce extérieur en Espagne, déjà négative en 2003 (- 0,8 %), s'est encore creusée en 2004 (- 1,7 %). La performance espagnole n'en est donc que plus remarquable, s'appuyant sur une accélération de la croissance de la demande intérieure (4 %), en particulier la consommation privée et l'investissement productif.

### Demande intérieure : le vent en poupe

L'accélération de la croissance de la consommation des ménages en 2004 (3,5 %, après 2,9 % en 2003) tient à plusieurs facteurs. D'abord, les créations d'emploi ont été dynamiques (2,1 % en 2004, après 1,7 % en 2003), malgré le ralentissement de la croissance de l'emploi salarié, en raison de créations d'emplois non salariés en nette hausse dans les services marchands. La baisse du taux de chômage qui en a résulté a joué sur la confiance des ménages, favorisant ainsi la consommation. S'il reste élevé, le taux de chômage a retrouvé au dernier trimestre 2004 le point bas de 2001 (10,4 %). Ensuite, la croissance des crédits à la consommation a redémarré (9,3 % au dernier trimestre 2004), retrouvant le rythme de la mi-2000. Enfin, les ménages ont bénéficié d'un effet richesse, leur patrimoine immobilier ayant atteint 520 % du PIB au troisième trimestre 2004. En revanche, le pouvoir d'achat des salaires n'a pas accéléré, en raison du regain d'inflation au cours de l'année 2004. Si l'inflation sous-jacente a légèrement accéléré, à 2,6 % fin 2004, la progression de l'inflation globale a été nettement plus forte, en lien avec la croissance élevée des prix alimentaires au premier semestre et du prix du pétrole à partir d'avril 2004. L'Espagne est en effet particulièrement sensible à l'évolution du prix du pétrole : à production équivalente, elle consomme 30 % de plus de pétrole que la moyenne des pays de la zone euro. La part des produits pétroliers représente 5,4 % de l'indice des prix en Espagne, contre 4,2 % en moyenne dans la zone euro. En 2004, la hausse du prix du pétrole a amputé le pouvoir d'achat des ménages de 0,4 point, après 0,1 point en 2003.

La croissance de l'investissement en construction est restée élevée en 2004 (4,4 %). Tant l'investissement en infrastructures (notamment dans le cadre du plan d'infrastructures couvrant la période 2005-2012) que le logement ont soutenu ce secteur. Le logement a connu en 2004 sa septième année de forte croissance. Le boom immobilier continue d'être alimenté par une politique monétaire expansionniste : les taux d'intérêt hypothécaires sont particulièrement bas (3,4 % en termes nominaux et proches de zéro en termes réels depuis la mi-2004), incitant les ménages à s'endetter davantage pour des logements de plus en plus chers (+ 17 % depuis fin 2003, soit plus de 160 % de hausse depuis 1997). Les crédits immobiliers ont ainsi continué d'être très dynamiques en 2004, en progression de plus de 20 % au dernier trimestre 2004, et la dette hypothécaire a atteint 44 % du PIB en 2004, contre 20 % en 1997.

Le mouvement de reprise de l'investissement productif s'est poursuivi en 2004 (4,9 % de croissance, après 1,7 % en 2003), en lien avec la bonne tenue de la consommation privée et du taux de marge des branches marchandes. Ce dernier n'a jamais été aussi élevé depuis la fin des années 1980. Il a bénéficié en 2004 de l'accélération de la croissance des prix de production (dans l'industrie et surtout le bâtiment) et de la moindre progression des coûts salariaux unitaires dans les services marchands. Cette dernière est à mettre sur le compte d'une décélération de la croissance des salaires, les gains de productivité étant resté négatifs en 2004, comme depuis deux ans.

## Un commerce extérieur en berne

Dans l'industrie, malgré l'accélération des coûts salariaux unitaires au cours de l'année 2004 (due à une reprise des créations d'emplois), les efforts de prix importants consentis à l'exportation ont permis aux exportateurs espagnols de ne perdre que peu de parts de marché. Si la croissance des exportations a accéléré en lien avec une demande adressée plus élevée, celle des importations a été bien plus forte. La demande espagnole continuant d'être plus dynamique que les importations de ses principaux partenaires, la contribution du commerce extérieur à la croissance s'est encore dégradée en 2004.

Les termes de l'échange se sont détériorés à partir du deuxième trimestre 2004, en lien avec le renchérissement du prix du pétrole. La forte progression des importations de pétrole (22 % en 2004), qui représentent 9 % des importations, a donc participé à la dégradation du déficit commercial. Celui-ci s'est creusé à 6,8 % du PIB en 2004, après 5,2 % en 2003, enregistrant sa plus mauvaise performance des deux dernières décennies. Le positionnement géographique du commerce espagnol, orienté principalement vers une Union européenne peu dynamique, se révèle particulièrement désavantageux (tableau 1). Le déficit commercial vis-à-vis de l'Allemagne (deuxième destinataire des exportations espagnoles derrière la France) explique ainsi un quart du déficit de 2004. Les produits espagnols subissent de plein fouet la concurrence des produits asiatiques sur leur territoire : le déficit commercial vis-à-vis de l'Asie est presque aussi élevé que vis-à-vis de l'Union Européenne. En particulier, les échanges entre l'Espagne et la Chine ont été très déséquilibrés en 2004. Quant au déficit courant, il a atteint 5 % du PIB en 2004, après 2,8 % en 2003. À la dégradation du déficit commercial s'est en effet ajoutée une baisse des recettes liées au tourisme.

### 1. Caractéristiques principales du commerce espagnol en 2004

	Union européenne (à 15)	dont Allemagne	Asie	dont Chine
Part des exportations vers :	74	12	6	1
Part des importations de :	65	16	15	4
Croissance des exportations vers :	5	4	8	5
Croissance des importations en provenance de :	10	11	22	27
Part dans le déficit commercial total du déficit vis-à-vis de :	42	27	36	12

Source : douanes.

## Vers une croissance plus équilibrée en 2006

Dans notre scénario, la contribution du commerce extérieur resterait négative en 2005 et en 2006, mais se réduirait (- 1,4 point, puis - 1 point), en lien avec un moindre différentiel de croissance de la demande intérieure espagnole avec ses principaux partenaires. Ce sont principalement la progression de la consommation des ménages (en 2005) et de l'investissement logement (en 2006) qui ralentiraient. De ce fait, la croissance se tasserait, à 2,5 % et 2,6 % respectivement en 2005 et 2006, et l'écart de production ne se refermerait pas.

L'engouement pour l'immobilier perdurerait au moins en 2005, les permis de construire accordés en 2004 ayant encore augmenté de 8 % par rapport à 2003 pour atteindre le chiffre élevé de 690 000. Si la stabilité des taux courts à l'horizon de notre prévision resterait un élément de soutien à l'investissement logement, d'autres facteurs plaident pour une modération : les délais de vente augmentent, l'achat de résidences secondaires par des non résidents se tasse, le marché connaîtrait une certaine saturation et la part des ménages capables de s'endetter pour des logements de plus en plus chers peut difficilement continuer de croître. La situation financière des ménages est en effet fragile. Les mensualités payées par l'ensemble des ménages (intérêts et remboursements du capital) atteignent quasiment 14 % de leur revenu disponible en 2004, soit trois points de plus qu'en 1997. Les ménages étant en grande majorité endettés à taux variables, ce ratio est très dépendant des évolutions de taux et une hausse pèserait lourdement sur la solvabilité des ménages. Ce n'est pas le scénario retenu dans cette prévision. Cependant, sachant que les taux hypothécaires ne devraient plus baisser et étant donné la croissance élevée des prix immobiliers, ce ratio pourrait rapidement se dégrader. De plus, leur taux d'épargne financière est négatif depuis le troisième trimestre 2004. Notre prévision table ainsi sur une décélération de la croissance de l'investissement en construction en 2006 (3,4 %, après 4,4 % en 2005), écartant le risque d'un krach immobilier.

La conjugaison d'un niveau d'endettement élevé et d'un taux d'épargne faible limiterait aussi la demande de nouveaux crédits à la consommation. De plus, malgré les clauses de rattrapage sur les salaires, le pouvoir d'achat des ménages pâtirait de l'inflation, avec le maintien d'un prix du pétrole à un niveau élevé et la fin de l'appréciation de l'euro en 2006. Le dynamisme des créations d'emplois soutiendrait en revanche le revenu des ménages. Étant donnés ces éléments, la progression de la consommation des ménages, bien que toujours proche de 3 %, décélèrerait en 2005 et en 2006.

Au contraire, la croissance de l'investissement productif en 2005 va bénéficier d'un fort effet d'acquis, l'atonie du premier semestre 2004 ayant été suivie d'une progression élevée fin 2004. Le premier semestre 2005 verrait une moindre croissance de l'investissement productif. Les dernières enquêtes auprès des industriels, dont le profil est très erratique au mois le mois, reflètent bien les incertitudes entourant l'évolution de la parité euro-dollar et du prix du pétrole. Si les industriels se montraient prudents, en particulier en 2005, la croissance de l'investissement accélèrerait à nouveau ensuite en rythme trimestriel, favorisée par le niveau élevé des taux d'utilisation des capacités de production et des taux de marge des entreprises. La progression de l'investissement productif atteindrait 5,6 % en 2005 et 4,9 % en 2006. Elle serait donc, comme en 2004, supérieure à celle de l'investissement en bâtiment.

## 2. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003				2004				2005				2006																			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4												
PIB	0,8	0,5	0,6	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	2,5	2,7	2,7	2,5	2,5	2,7	2,5	2,6	2,5	2,7	2,5	2,6	2,9	3,5	3,5	3,1	2,9	3,5	3,5	3,1	3,9	4,9	4,7	4,1	3,2	4,6	5,0	4,1
Consommation des ménages	1,0	0,9	0,5	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6
Consommation publique	1,5	0,8	1,1	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0				
FBCF totale <sup>1</sup>	0,1	0,9	2,9	2,0	0,6	0,7	0,8	1,0	0,6	0,7	0,8	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1				
Dont																																												
Productive	-0,7	0,6	5,1	2,3	0,2	0,4	0,6	1,0	0,2	0,4	0,6	1,0	1,3	1,4	1,5	1,6	1,3	1,4	1,5	1,6	1,3	1,4	1,5	1,6	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	4,9	5,6	4,9	1,7	4,9	5,6	4,9								
Bâtiment	0,7	1,2	1,2	1,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	4,3	4,4	4,4	3,4	4,3	4,4	4,4	3,4								
Exportations de biens et services	-0,9	3,2	3,6	-0,8	0,9	1,2	1,3	1,4	0,9	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,5	1,6	1,7	1,8	1,5	1,6	1,7	1,8	1,5	1,6	1,7	1,8	2,6	4,5	4,7	5,9	2,6	4,5	4,7	5,9								
Importations de biens et services	1,2	2,5	5,1	1,0	1,3	1,5	1,6	1,8	1,3	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	4,8	9,0	7,9	7,7	4,8	9,0	7,9	7,7								
Variations de stocks, en points de PIB	1,0	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5								
<i>Contributions</i>																																												
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,9	1,2	1,5	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	3,2	4,1	4,0	3,6	3,2	4,1	4,0	3,6								
Variations de stocks	0,6	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,0								
Commerce extérieur	-0,7	0,1	-0,7	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,8	-1,7	-1,4	-1,0	-0,8	-1,7	-1,4	-1,0								
Prix à la consommation (IPCH) <sup>2</sup>	2,2	3,2	3,3	3,5	3,3	3,3	3,1	2,7	3,3	3,3	3,1	2,7	2,6	2,7	2,7	2,8	2,6	2,7	2,7	2,8	2,6	2,7	2,7	2,8	3,1	3,1	3,1	2,7	3,1	3,1	3,1	2,7												
Taux de chômage, au sens du BIT	11,2	11,1	10,7	10,4	10,4	10,3	10,3	10,2	10,4	10,3	10,3	10,2	10,1	10,1	10,0	10,0	10,1	10,1	10,0	10,0	10,1	10,1	10,0	10,0	11,3	10,8	10,3	10,1	11,3	10,8	10,3	10,1												
Solde courant, en points de PIB																																												
Solde public, en points de PIB																																												
Impulsion budgétaire																																												
PIB zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	1,7	1,5	2,1	0,5	1,7	1,5	2,1								

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : INE, prévisions OFCE avril 2005.

France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003	2004	2005	2006	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,7	0,7	0,0	0,8	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	2,3	2,2	2,4
Consommation des ménages	1,1	0,4	-0,2	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,6	2,3	2,4	2,4
Consommation publique	0,4	0,8	0,2	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	2,5	2,5	2,2	2,0
FBCF totale	0,5	1,5	-0,5	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	0,2	3,4	3,3	4,6
Dont																	
Productive privée <sup>1</sup>	0,3	1,3	-1,0	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	-1,7	2,9	3,9	5,8
Logement	0,9	2,3	0,5	1,1	0,5	0,7	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,4	3,7	3,2	3,4
Public	0,5	0,8	-0,3	-0,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	5,5	3,9	1,7	2,8
Exportations de biens et services	0,6	1,0	0,5	1,3	1,1	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	-2,5	3,1	4,8	6,4
Importations de biens et services	1,1	3,7	2,3	1,1	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	0,2	7,4	7,0	6,9
Variations de stocks, en points de PIB	-0,1	0,7	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	-0,1	0,8	1,1	1,0
<b>Contributions</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,8	0,7	-0,2	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,5	2,5	2,5	2,8
Variations de stocks <sup>1</sup>	0,0	0,7	0,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,9	0,4	-0,1
Commerce extérieur	-0,1	-0,8	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,8	-1,2	-0,7	-0,2
Prix à la consommation (IPCH) <sup>2</sup>	2,0	2,6	2,4	2,2	1,8	1,3	1,7	1,6	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9	2,3	1,6	1,9
Taux de chômage, au sens du BIT	10,0	10,0	10,0	10,0	10,1	10,0	9,8	9,5	9,4	9,3	9,2	9,1	9,1	9,7	10,0	9,8	9,3
Solde courant, en points de PIB														0,3	-0,3	-0,6	-0,5
Solde public, en points de PIB														-4,1	-3,8	-3,0	-3,0
Impulsion budgétaire														0,0	-0,1	-0,4	-0,3
<b>PIB zone euro</b>	0,6	0,5	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	1,7	1,5	2,1

1. Prévisions réalisées sous l'hypothèse d'une contribution neutre des stocks à la croissance.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : INSEE, Eurostat, prévision OFCE avril 2005.



**Pays-Bas** : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
<b>PIB</b>	-0,9	1,3	1,1	1,9
Consommation des ménages	-0,9	0,5	0,8	1,3
Consommation publique	1,8	0,2	0,7	0,5
FBCF totale	-3,1	1,6	2,4	4,1
Exportations de biens et services	0,0	7,2	6,3	4,4
Importations de biens et services	0,6	6,7	6,4	4,4
Variations de stocks, en points de PIB	-0,4	0,0	-0,1	-0,1
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	-0,7	0,6	1,0	1,6
Variations de stocks	-0,7	0,4	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,4	0,7	0,3	0,3
Prix à la consommation (IPCH)	2,2	1,4	1,2	1,2
Taux de chômage, au sens du BIT	3,8	4,7	4,8	4,8
Solde courant, en points de PIB	2,9	4,1	4,3	4,5
Solde public, en points de PIB	-3,2	-2,5	-2,0	-1,7
Impulsion budgétaire	0,1	-0,6	-1,0	-0,3
PIB zone euro	0,5	1,7	1,5	2,1

Note : en 2004, la somme des contributions diffère du PIB du fait de l'existence d'un poste d'ajustement.

Sources : Central Bureau voor de Statistiek, prévision OFCE avril 2005.

**Belgique** : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
<b>PIB</b>	1,3	2,6	2,1	2,4
Consommation des ménages	2,2	2,2	2,0	2,0
Consommation publique	2,7	3,1	2,6	1,6
FBCF totale	-0,6	5,5	6,4	3,9
Exportations de biens et services	1,7	5,4	5,4	4,1
Importations de biens et services	2,1	7,0	6,6	4,1
Variations de stocks, en points de PIB	-0,4	0,3	0,1	0,1
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	1,6	2,9	2,9	2,2
Variations de stocks	-0,1	0,7	-0,2	0
Commerce extérieur	-0,2	-0,9	-0,7	0,2
Prix à la consommation (IPCH)	1,5	1,9	1,9	1,8
Taux de chômage, au sens du BIT	7,8	8,0	8,0	7,8
Solde courant, en points de PIB	4,2	4,5	5,0	5,0
Solde public, en points de PIB	0,4	0,1	-0,5	-0,9
Impulsion budgétaire	1,8	0,1	0,1	0,3
PIB zone euro	0,5	1,7	1,5	2,1

Sources : Belgostat, Eurostat, prévisions OFCE avril 2005.

**Autriche : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
<b>PIB</b>	0,8	2,1	2,3	2,4
Consommation des ménages	0,5	1,2	1,1	1,4
Consommation publique	0,6	1,3	0,6	0,5
FBCF totale	4,3	3,3	3,2	3,3
Exportations de biens et services	1,6	8,1	6,9	6,8
Importations de biens et services	4,0	5,4	5,8	5,9
Variations de stocks, en points de PIB	1,5	0,4	0,4	0,3
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	1,3	1,6	1,4	1,5
Variations de stocks	0,5	-1,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	-1,0	1,6	0,9	1,3
Prix à la consommation (IPCH)	1,3	2,0	2,1	2,2
Taux de chômage, au sens du BIT	4,3	4,5	4,4	4,2
Solde courant, en points de PIB	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Solde public, en points de PIB	-1,1	-1,4	-2,1	-1,9
Impulsion budgétaire	0,4	0,3	1,0	-0,1
PIB zone euro	0,5	1,7	1,5	2,1

Sources : Eurostat, prévisions OFCE avril 2005.

**Finlande : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
<b>PIB</b>	2,5	3,4	3,1	3,1
Consommation des ménages	4,5	2,9	2,8	2,4
Consommation publique	1,2	2,0	1,8	1,8
FBCF totale	-1,5	4,5	3,9	4,3
Exportations de biens et services	1,5	3,4	6,2	4,6
Importations de biens et services	3,1	4,7	5,8	4,1
Variations de stocks, en points de PIB	-0,3	0,4	0,1	0,1
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	2,2	2,6	2,4	2,3
Variations de stocks	0,7	0,7	-0,3	0,0
Commerce extérieur	-0,4	0,0	1,0	0,8
Prix à la consommation (IPCH)	1,3	0,1	1,5	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	9,0	8,9	8,7	8,5
Solde courant, en points de PIB				
Solde public, en points de PIB	2,3	2,1	2,0	2,5
Impulsion budgétaire	1,9	1,1	0,6	-0,2
PIB zone euro	0,5	1,7	1,5	2,1

Sources : Statistics Finland, Eurostat, prévisions OFCE avril 2005.

## Grèce : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
<b>PIB</b>	4,5	3,9	2,8	3,1
Consommation des ménages	4,2	4,1	2,9	3,0
Consommation publique	-2,5	1,4	0,5	0,5
FBCF totale	13,2	4,2	3,2	3,9
Exportations de biens et services	1,0	3,3	5,3	6,3
Importations de biens et services	4,8	3,5	4,3	4,9
Variations de stocks, en points de PIB	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	5,9	4,2	3,0	3,3
Variations de stocks	-0,1	0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	-1,3	-0,4	-0,2	-0,2
Prix à la consommation (IPCH)	3,4	3,0	3,1	2,8
Taux de chômage, au sens du BIT	9,7	10,5	10,4	10,6
Solde courant, en points de PIB	-5,6	-3,9	-3,7	-3,5
Solde public, en points de PIB	-5,2	-6,1	-3,6	-3,0
Impulsion budgétaire	1,8	1,0	-1,8	-0,4
PIB zone euro	0,5	1,7	1,5	2,1

Sources : Eurostat, prévisions OFCE avril 2005.

## Portugal : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
<b>PIB</b>	-1,1	1,0	0,9	2,0
Consommation des ménages	-0,3	2,3	1,9	2,0
Consommation publique	0,3	1,2	1,2	1,2
FBCF totale	-9,9	1,3	0,7	2,8
Exportations de biens et services	5,0	5,1	1,4	4,4
Importations de biens et services	-0,1	7,0	2,5	4,0
Variations de stocks, en points de PIB	0,6	0,8	0,7	0,7
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	-2,7	2,1	1,6	2,2
Variations de stocks	-0,2	0,2	-0,1	0,0
Commerce extérieur	1,8	-1,3	-0,7	-0,2
Prix à la consommation (IPCH)	3,3	2,5	2,0	2,0
Taux de chômage, au sens du BIT	6,2	6,7	6,9	6,7
Solde courant, en points de PIB	-5,4	-7,8	-7,4	-7,0
Solde public, en points de PIB	-2,9	-2,9	-3,7	-3,5
Impulsion budgétaire	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3
PIB zone euro	0,5	1,7	1,5	2,1

Sources : Eurostat, prévisions OFCE avril 2005.

**Irlande : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
<b>PIB</b>	3,7	4,9	4,7	4,5
Consommation des ménages	2,6	3,0	3,5	4,0
Consommation publique	2,5	2,7	2,5	2,5
FBCF totale	3,4	5,0	4,0	4,0
Exportations de biens et services	- 0,8	5,5	5,5	5,5
Importations de biens et services	- 2,3	4,2	5,0	5,0
Variations de stocks, en points de PIB	- 0,4	- 0,4	0	0
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	2,3	2,8	2,7	2,9
Variations de stocks	0,3	0	0,2	0
Commerce extérieur	1,2	2,2	1,6	1,6
Prix à la consommation (IPCH)	4,7	4,0	2,3	2,5
Taux de chômage, au sens du BIT	4,4	4,6	4,5	4,3
Solde courant, en points de PIB	2,3	2,0	2,0	2,0
Solde public, en points de PIB	0,2	1,3	- 0,8	- 0,6
Impulsion budgétaire	- 1,9	- 0,4	1,0	0
PIB zone euro	0,5	1,7	1,5	2,1

Sources : CSO, Eurostat, prévisions OFCE avril 2005.

**Luxembourg : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
<b>PIB</b>	3,1	4,2	4,0	4,3
Consommation des ménages	1,6	1,8	2,7	3,1
Consommation publique	5,0	3,3	2,6	2,9
FBCF totale	- 6,3	6,9	7,9	6,5
Exportations de biens et services	1,4	6,0	5,2	6,1
Importations de biens et services	1,2	5,7	5,4	6,1
Variations de stocks, en points de PIB	1,4	1,3	1,3	1,2
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	0,3	2,7	3,3	3,2
Variations de stocks	2,2	0	0	0
Commerce extérieur	0,6	1,5	0,7	1,1
Prix à la consommation (IPCH)	1,9	2,2	2,0	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	3,6	4,1	4,2	4,1
Solde courant, en points de PIB	18,7	19,5	19,8	20,3
Solde public, en points de PIB	0,9	- 0,5	- 1,3	- 1,1
Impulsion budgétaire	1,5	1,7	0,6	- 0,3
PIB zone euro	0,5	1,7	1,5	2,1

Sources : STATEC, Eurostat, prévisions OFCE avril 2005.