

L'axe de croissance. Perspectives 2005-2006 pour l'économie mondiale

Elena Stancanelli, Guillaume Chevillon, Hélène Baudchon, Gael Dupont, Catherine Mathieu, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Xavier Timbeau, et al.

▶ **To cite this version:**

Elena Stancanelli, Guillaume Chevillon, Hélène Baudchon, Gael Dupont, Catherine Mathieu, et al.. L'axe de croissance. Perspectives 2005-2006 pour l'économie mondiale. Lettre de l'OFCE, 2005, 260, pp.1-8. hal-03462225

HAL Id: hal-03462225

https://sciencespo.hal.science/hal-03462225

Submitted on 1 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Lettre de l'OFCE
Observations et diagnostics économiques

n° 260
Mardi 26 avril 2005

Page 6 : FRANCE : CROISSANCE ENTRAVÉE
Perspectives 2005-2006 pour l'économie française

L'AXE DE CROISSANCE

*Perspectives 2005-2006 pour l'économie mondiale**

Avec 5 % en moyenne annuelle, la croissance mondiale a été exceptionnelle en 2004. Après avoir traversé bien des turbulences, l'économie mondiale confirme que la reprise de 2003 n'était pas un feu de paille. Les années 2005 et 2006 devraient conforter le mouvement, à un rythme moindre cependant du fait de la résorption partielle des déséquilibres accumulés depuis 2001. Les deux principaux moteurs de la croissance mondiale resteront les Etats-Unis et la Chine, la zone euro et le Japon étant exclus de l'axe de la croissance. Outre sa vigueur, une autre caractéristique de cette croissance est la stabilité des prix. L'inflation s'est en effet maintenue autour de 2 % dans les pays développés et est restée sous contrôle dans les autres régions du monde, en dépit de la hausse des prix du pétrole et des matières premières (tableau 1).

Sur un an, le prix du baril du pétrole a crû de 50 % en dollars au premier trimestre 2005, et celui des matières premières industrielles de 15 %, après plusieurs années de hausse. En 2005 et 2006, le prix du pétrole devrait rester élevé, autour de 45 dollars le baril. La croissance de la demande ralentirait et l'extension déjà engagée des capacités de production suffirait à desserrer légèrement les tensions sur l'offre et stabiliser les prix à un niveau plus bas qu'au cours du premier trimestre.

Pourtant, si forte croissance et faible inflation sont deux qualités recherchées, le mécanisme en œuvre n'est pas aussi vertueux qu'il n'y paraît. La croissance mondiale est sur une corde raide et les déséquilibres qui s'accumulent ne peuvent manquer d'attirer l'attention.

Le déficit courant des États-Unis ne cesse de s'accroître, atteignant 6,3 % du PIB fin 2004, soit deux points de plus qu'il y a quatre ans. La facture pétrolière explique une partie de cette dégradation (0,7 point en 2004) ; le reste est lié aux conséquences d'une économie qui s'endette pour croître. Malgré ce besoin croissant de financement extérieur et le resserrement de la politique monétaire américaine, les taux d'intérêt à long terme sont, en 2004, à peine plus hauts qu'en 2003 (proches de 4 %). L'écart entre la croissance du PIB en valeur et le taux d'intérêt nominal reste donc très positif, à l'inverse du Japon ou de la zone euro. Dès lors, tant qu'ils trouvent des pourvoyeurs de capitaux, les États-Unis n'ont aucune pression pour ne pas poursuivre dans cette voie. La dynamique de la dette est à l'opposé de l'effet boule de neige, puisque les charges d'intérêt sont plus que compensées par les perspectives de revenus futurs.

Si les banques centrales asiatiques acceptent jusqu'ici de financer le déficit extérieur des États-Unis, et par conséquent leur croissance, c'est bien qu'elles y trouvent leur compte. Elles soutiennent le dollar face à leur propre monnaie et freinent l'érosion de leur compétitivité-prix, tout en assurant des débouchés à leurs produits sur des marchés étrangers en pleine expansion. C'est bien sur ce modèle d'une croissance tirée par les exportations que l'Asie se développe, et qu'elle accèdera, à terme, au club des nations développées.

Tout cela est fragile. Cette abondance de liquidités qui maintient les taux d'intérêt à un niveau anormalement bas, peut engendrer des bulles sur les prix d'actifs. Aujourd'hui, les marchés immobiliers flambent et l'endettement des ménages atteint des sommets, notamment au Royaume-Uni et aux États-Unis (respectivement plus de 150 % et 125 % du revenu des ménages) (graphique 1). Demain, l'utilisation de l'effet de levier par les entreprises, américaines comme européennes, pourrait soutenir les Bourses au-delà d'une rentabilité strictement économique.

La stabilité de l'inflation est la clé de cette mécanique et c'est sur elle que reposent les principales hypothèses de notre scénario. Son maintien est une condition essentielle à la résolution en douceur des différents déséquilibres, qu'il s'agisse des excès d'endettement ou des emballements immobiliers, et à la poursuite de la croissance.

---

* Cette étude résume le dossier à paraître dans le n° 93 de la *Revue de l'OFCE*, rédigé par le Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend Hélène Baudchon, Guillaume Chevillon, Gaël Dupont, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth et Elena Stancanelli. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 8 avril 2005.

Observatoire français des conjonctures économiques
69 quai d'Orsay 75340 Paris cedex 07
Tel : 01 44 18 54 00 Fax : 01 45 56 06 15
e-mail : ofce@ofce.sciences-po.fr http://www.ofce.sciences-po.fr

Edité par les Presses de Sciences Po
117 boulevard Saint-Germain 75006 Paris
Abonnements : Tel : 01 45 49 83 64
Fax : 01 45 49 83 34

Tableau 1 : Principales hypothèses et résumé des prévisions

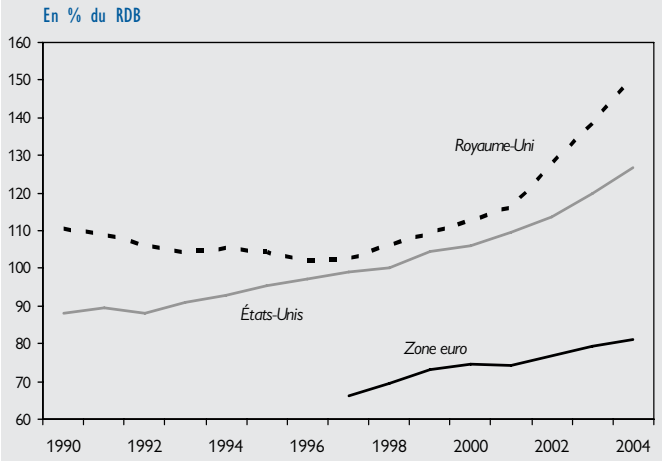
	Trimestres ou semestres												Années		
	2004				2005				2006						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2004	2005	2006
Prix du pétrole en $ [1]	31,9	35,4	41,5	44,1	47,5	46,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	38,2	45,9	45,0
Matières premières industrielles en $ [2]	13,4	– 1,0	2,1	4,5	9,3	4,0	2,0	0,0	– 1,0	– 1,0	– 2,0	– 2,0	24,8	18,4	– 0,9
Taux de change [1]															
1 € = ... $	1,25	1,20	1,22	1,30	1,31	1,32	1,33	1,34	1,34	1,32	1,30	1,25	1,24	1,33	1,30
1 $ = ... yen	107	110	110	106	104	106	106	106	106	108	110	115	108	106	110
1 £ = ... €	1,47	1,50	1,49	1,44	1,44	1,46	1,46	1,47	1,47	1,48	1,49	1,50	1,47	1,46	1,49
Taux d'intérêt courts [1]															
États-Unis	1,0	1,1	1,6	2,1	2,7	3,0	3,5	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	1,5	3,3	4,0
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zone euro	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Royaume-Uni	4,1	4,5	4,9	4,8	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	4,6	5,0	5,0
Taux d'intérêt longs [1]															
États-Unis	4,0	4,6	4,3	4,2	4,3	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,0	5,0	4,3	4,6	5,0
Japon	1,3	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,5	1,3	1,1
Zone euro	4,2	4,4	4,2	3,8	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	4,1	3,6	3,8
Royaume-Uni	4,8	5,1	5,0	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,8	4,9	4,9	4,9	4,7	4,8
Prix à la consommation [3]															
États-Unis	1,8	2,8	2,7	3,4	2,9	2,7	2,9	2,6	2,7	2,4	2,3	2,3	2,7	2,8	2,4
Japon	– 0,1	– 0,2	– 0,2	– 0,2	– 0,3	– 0,3	– 0,3	– 0,2	– 0,2	– 0,2	– 0,2	– 0,2	– 0,2	– 0,3	– 0,2
Zone euro	1,7	2,3	2,3	2,3	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,1	1,9	1,9
Royaume-Uni	1,3	1,4	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,3	1,6	1,7
PIB en volume, cvs [2]															
États-Unis	1,1	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	4,4	3,5	3,3
Japon	1,5	– 0,3	– 0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	2,6	0,7	1,4
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	1,7	1,5	2,1
Allemagne	0,5	0,4	0,0	– 0,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	1,0	0,8	1,7
France	0,7	0,7	0,0	0,8	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,4	2,2	2,4
Italie	0,5	0,4	0,4	– 0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,0	0,6	1,3
Royaume-Uni	0,7	1,0	0,6	0,7	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	3,1	2,5	2,2
Importations de marchandises en volume, cvs [2]															
Monde	2,3	2,4	2,2	2,4	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	10,1	8,8	8,0
Pays industrialisés	1,6	2,6	2,2	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	8,5	7,0	6,1
PED	4,0	2,0	2,4	3,6	3,3	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	13,7	12,5	12,0
Balances courantes en points de PIB, cvs															
États-Unis	– 5,4		– 5,9		– 5,9		– 5,6		– 5,4		– 5,1		– 5,7	– 5,8	– 5,2
Japon	3,6		3,8		4,1		4,3		4,4		4,6		3,7	4,2	4,5
Allemagne	1,6		3,2		4,2		4,5		4,9		5,3		2,4	4,3	5,1

1. Moyenne sur la période.
2. Période/période précédente, en %.
3. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. En %.

Sources : Pétrole (*Brent*) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôts au Japon, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévision OFCE avril 2005.

En cas d'accélération brutale des prix, les taux d'intérêt grimperaient, les marchés d'actifs, des plus locaux aux plus globaux, s'effondreraient et les effets-richesse négatifs, superposés à la nécessité du désendettement, entraîneraient une contraction de la demande des ménages et des entreprises. Or, cette stabilité de l'inflation est obtenue par un jeu complexe entre pressions déflationnistes (gains de productivité obtenus par de fortes pressions sur les coûts, concurrence accrue, …) et pressions inflationnistes (dynamisme de la demande, prix des matières premières élevé, instabilité du change, …). De nouvelles embardées du prix du pétrole, un surcroît d'inflation importée ou des effets de second rang liés à la hausse passée des prix du pétrole pourraient provoquer un dérapage inflationniste, notamment aux États-Unis.

Graphique 1 : Taux d'endettement des ménages



Sources : Comptes financiers nationaux.

L'équilibre de la croissance mondiale est donc fragile ; le déficit courant américain en est l'épicentre. Celui-ci se stabiliserait dès le début 2005, aidé en cela par la réduction progressive du déficit public, le ralentissement modéré de la demande intérieure et par des gains de parts de marché. La zone euro, qui n'est pas entrée dans ce schéma (faible endettement privé, déficit public sous contrôle, inflation mesurée) a tout à gagner à ce scénario d'atterrissage en douceur.

La régionalisation de la croissance en 2004

Avec 4,4 % de croissance en 2004 (après 3 % en 2003), les États-Unis ont encore creusé l'écart de croissance avec la zone euro (tableau 2). La consommation des ménages s'est accélérée légèrement (3,8 %), mais c'est surtout la franche reprise de l'investissement des entreprises (10,6 %) qui a été le moteur de la croissance. Triplement soutenues par une demande au rendez-vous, un financement facile et des incitations fiscales jusqu'à la fin 2004, les entreprises n'ont pas hésité à investir et se sont remises à embaucher. Le taux de chômage s'est réduit de 0,5 point, à 5,5 % en moyenne annuelle. Les gains de productivité sont néanmoins restés élevés. La reprise est donc bien enclenchée, malgré une contribution encore très négative du commerce extérieur (– 0,6 point de PIB). La priorité de la Réserve fédérale et de l'administration Bush est désormais la réduction des déséquilibres (déficits courant et budgétaire, surendettement des ménages). D'où un *policy mix* nettement moins favorable à attendre en 2005 et 2006. Ainsi freinée, la croissance américaine ralentirait à 3,5 % en 2005, puis à 3,3 % en 2006. La petite amélioration du déficit extérieur permettrait au dollar de s'apprécier courant 2006.

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

Tableau 2 : Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

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

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2002.
2. Bulgarie, Croatie, Roumanie et Turquie.
3. Communauté des États Indépendants.

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

De façon moins spectaculaire que l'Asie émergente, les autres régions en développement ont également participé activement à la croissance mondiale record de 2004. L'abondance de capitaux liés au recyclage des pétrodollars et des excédents

courants asiatiques et l'intérêt des investisseurs pour des régions offrant des rendements plus élevés ont permis des conditions de financement historiquement favorables pour de nombreux pays à fort potentiel de croissance. Simultanément, la dynamique du commerce international et les bénéfices de la hausse des prix des matières premières pour les pays producteurs ont soutenu la croissance dans de nombreux pays. En Amérique latine, après plusieurs années de crise et d'ajustement structurel, les conditions sont réunies pour une nouvelle phase d'expansion. Après 6 % en 2004, la croissance pourrait atteindre 4,5 % en 2005 et 3,5 % en 2006. L'Afrique et le Moyen-Orient renouent avec une croissance plus soutenue.

Avec 7 % de croissance en 2004, les pays d'Europe de l'Est ont poursuivi leur rattrapage. La croissance s'est néanmoins ralentie au second semestre, en phase avec la décélération de l'économie mondiale et en réaction à l'appréciation des taux de change de la région, vis-à-vis du dollar mais aussi de l'euro. Pour le moment, les déséquilibres courants sont financés sans problème par des entrées de capitaux. Une stabilisation de la croissance autour de 5,5 % est attendue pour 2005 et 2006.

Le Japon, qui venait tout juste d'amorcer une reprise, est retombé dans ses difficultés structurelles. Après l'accélération de 2003-début 2004, la croissance s'est en effet grippée au second semestre, ce qui repose la question de la sortie de déflation. La consommation des ménages a baissé, tout comme l'investissement, moteur de la croissance en 2003. L'assainissement du secteur financier est bien avancé et l'accès des entreprises au crédit, plus facile qu'avant. Mais encore faut-il qu'il y ait de la demande. Or, la dynamique interne est difficile à réenclencher compte tenu de la baisse des salaires réels, de la réforme de la Sécurité sociale, du développement de la précarité… La croissance est suspendue aux exportations. La concurrence grandissante de l'Asie dans les technologies de pointe, fragilise cette unique planche de salut. La croissance serait de 0,7 % en 2005 % et 1,4 % en 2006.

Du coté européen, les performances sont plus mesurées. Parmi les grands pays, c'est au Royaume-Uni qu'elles sont les meilleures (3,1 % en 2004 après 2,2 %). La croissance enregistre de faibles fluctuations autour de sa moyenne annuelle de long terme sur laquelle elle est engagée depuis plus de 10 ans. Le chômage est resté proche de 4,7 %, et l'inflation est demeurée très faible (1,6 % en février 2005 en glissement). Le resserrement monétaire engagé de novembre 2003 à août dernier pour freiner la frénésie immobilière et la montée de l'endettement, commence à porter ses fruits. Les prix de l'immobilier baissent depuis l'été dernier. En 2005 et 2006, les ajustements se poursuivront et, en l'absence de signes inflationnistes, la croissance redeviendrait proche de 2,5 %.

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

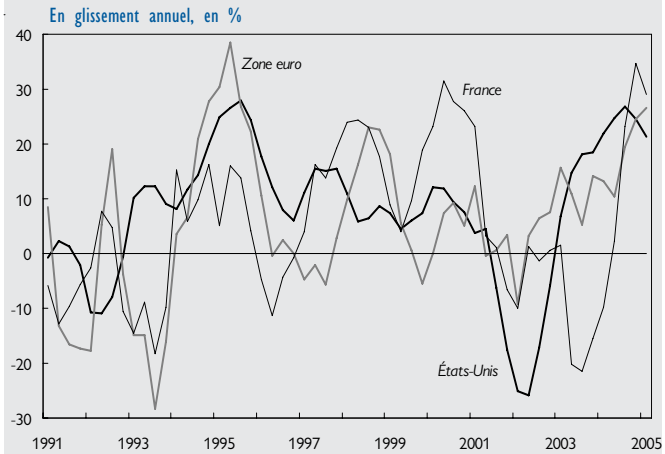
Atténuation des disparités dans la zone euro en 2006

Avec une croissance de 2,4 % et 2,7 % respectivement en 2004, la France et l'Espagne ont soutenu la dynamique de la zone qui, autrement, aurait été entraînée vers le bas par l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas. Cette situation devrait se poursuivre en 2005 et s'atténuer en 2006 avec l'accélération de la croissance en Allemagne et aux Pays-Bas. La situation s'améliorerait aussi en Italie mais l'écart de croissance avec le reste de la zone euro s'élargirait légèrement.

La France et l'Espagne ont bénéficié d'une demande intérieure relativement solide, soutenue par les dépenses des ménages. Dans ces pays, la hausse des revenus, les effets-richesse basés sur la flambée des prix de l'immobilier et l'augmentation de l'endettement (jusqu'à 115 % du revenu en Espagne) ont joué un rôle important. À l'inverse, les ménages allemands continuent de subir le poids des réformes structurelles sur les revenus.

La situation financière des entreprises est bonne et continue de s'améliorer (graphique 2). Les taux de marge progressent rapidement (1,9 point en Allemagne et 1,6 point en France entre le point bas de 2003 et la fin 2004), plus vite d'ailleurs qu'aux États-Unis. Mais les débouchés font défaut pour enclencher une reprise vigoureuse de l'investissement.

Graphique 2 : Bénéfices des entreprises cotées



Sources : Datastream, calculs OFCE.

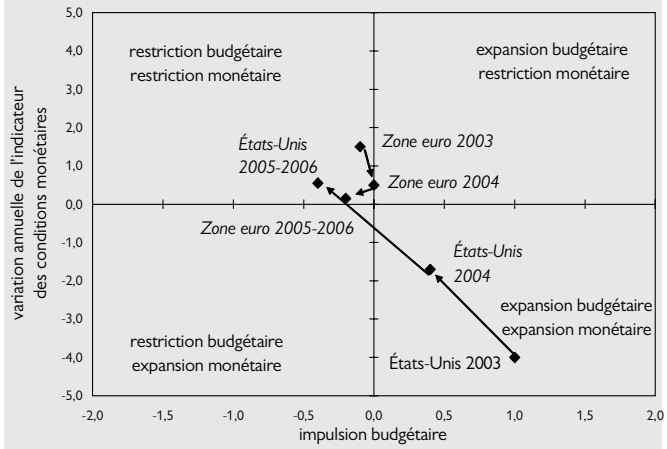
Enfin, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été positive dans les pays à faible demande intérieure (Allemagne) et négative dans les pays plus dynamiques (France, Espagne), du fait notamment du rôle des importations et des mauvaises performances à l'exportation. Les parts de marché ont baissé en 2004, surtout en Italie qui pâtit d' une compétitivité-prix très dégradée.

Pas de soutien à attendre des *policy mix*

La politique économique apparaissait encore en 2004 comme l'élément dominant des différences de performances entre les grandes zones développées. Néanmoins, l'orientation

s'est lentement inversée des deux cotés de l'Atlantique. Aux États-Unis, l'élan fourni par le *policy mix* s'est réduit, tandis que dans la zone euro les autorités monétaires et budgétaires ont fini par s'adapter à la situation conjoncturelle, même si c'est avec retard et beaucoup moins de vigueur. En 2005 et 2006, le *policy mix* deviendrait plus franchement restrictif aux Etats-Unis que dans la zone euro où il évoluerait vers plus de neutralité monétaire et une restriction budgétaire légère (graphique 3). Cette orientation serait également observée au Royaume-Uni.

Graphique 3 : Indicateurs de rigueur monétaire et budgétaire



Sources : BEA, Réserve fédérale, BLS, OCDE, Eurostat, calculs OFCE.

Malgré l'entrée dans un cycle de hausse des taux directeurs aux États-Unis mi-2004 (les taux directeurs sont passés de 1 % en mai 2004 à 2,75 % début mars), les liquidités abondent toujours et se placent aussi bien là où le rendement est élevé (marchés émergents, matières premières, immobilier, Bourses) ou sûr (marchés obligataires américains). Résultat, les taux longs restent à des niveaux anormalement faibles et empêchent la politique monétaire de mordre sur l'activité ! La Réserve fédérale est donc confrontée aux mêmes problèmes qu'il y a un an : freiner en douceur l'endettement des ménages, cesser d'alimenter le boom immobilier et obligataire et, *in fine*, réduire le déficit d'épargne. Elle devrait donc continuer d'augmenter ses taux jusqu'à 4 % fin 2005. Les taux à long terme suivraient le mouvement, passant de 4,5 % fin mars à 5 % fin 2006.

En l'absence de tensions inflationnistes, la BCE n'a pas eu de raison de durcir sa politique monétaire. Son taux directeur est inchangé à 2 % depuis bientôt deux ans et les taux à long terme ont baissé, passant de 4,4 % à la mi-2004 à 3,5 % début février. À l'horizon 2006, l'inflation resterait juste en deçà de la cible de la BCE et le *statu quo* sur le taux directeur pourrait être prolongé. Les taux longs se rapprocheraient de 4 % fin 2006. Les conditions monétaires évolueraient alors vers davantage de neutralité.

Ce scénario s'articule avec une orientation plus neutre de la politique budgétaire (tableau 3). Le déficit public s'est légèrement détérioré à 2,9 % du PIB en 2004 sous le poids d'une mauvaise conjoncture. Ce facteur jouerait encore plus en 2005. Aussi, la baisse du déficit prévue pour cette année s'appuiera essentiellement sur une impulsion budgétaire négative, dont une grande partie tiendra à une hausse des recettes exceptionnelles. En 2006, par contre, l'épuisement de ces recettes serait compensé par davantage de restriction budgétaire, ce qui permettra une amélioration très faible du solde. Mais l'Allemagne, l'Italie, la Grèce et le Portugal ne parviendront pas à revenir sous la barre des 3 % en 2005.

Aux États-Unis, le déficit public s'est réduit à 4,3 % du PIB en 2004, après 4,6 % en 2003, sous l'effet de la vigueur de la croissance. Cette amélioration devrait se poursuivre dans les deux années à venir (le déficit est attendu à 3,5 % en 2006), si deux hypothèses sont respectées : pas de rallonge des dépenses discrétionnaires hors défense et sécurité intérieure, ni sur les dépenses liées aux opérations en Irak et Afghanistan. Le tour de vis s'enclencherait véritablement en 2006 avec une impulsion budgétaire négative de 0,7 point de PIB.

Tableau 3 : Positions budgétaires aux États-Unis, en Europe et au Japon

Croissance du PIB *En %*	2003	2004	2005	2006	Moyenne 2003-2006
Zone euro	0,5	1,7	1,5	2,1	1,5
États-Unis	3,0	4,4	3,5	3,3	3,6
Royaume-Uni	2,2	3,1	2,5	2,2	2,5
Japon	1,4	2,6	0,7	1,4	1,5
Solde public *En % du PIB*	2003	2004	2005	2006	Moyenne 2003-2006
Zone euro [2]	– 2,7	– 2,9	– 2,7	– 2,6	– 2,7
États-Unis	– 4,6	– 4,3	– 4,0	– 3,5	– 4,1
Royaume-Uni	– 3,3	– 3,4	– 3,0	– 3,0	– 3,2
Japon	– 7,7	– 6,5	– 6,6	– 6,4	– 6,8
Impulsion budgétaire [1] *En points de PIB*	2003	2004	2005	2006	Moyenne 2003-2006
Zone euro [2]	– 0,1	0,0	– 0,1	– 0,3	– 0,1
États-Unis	1,0	0,4	– 0,1	– 0,7	0,2
Royaume-Uni	1,3	0,4	– 0,3	– 0,2	0,3
Japon	– 0,1	– 1,0	– 0,1	– 0,2	– 0,4

1. Opposé de la variation du solde structurel primaire. Un chiffre positif indique une politique budgétaire expansionniste.
2. Eurostat n'ayant pas validé les comptes italiens 2004, le solde public et l'impulsion budgétaire sont basés sur nos estimations

Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2005.

Le resserrement du *policy mix* américain est donc enclenché mais n'a pas encore eu d'effets sur le redressement du déficit courant, et donc du dollar. La demande intérieure reste vive et engendre des importations. Quant à l'impact de la dépréciation du dollar sur les exportations, celui-ci reste à venir. Depuis 2003, les parts de marché des États-Unis sur les marchés tiers se sont stabilisées. Pour autant, rien n'est perdu : en 1985, il avait fallu près de deux ans pour que les effets-prix liés à la baisse du dollar jouent sur les volumes. On peut supposer que les délais de réaction sont désormais plus longs. Le ralentissement de la demande intérieure combiné à une accélération des exportations devrait favoriser une amélioration du solde courant, qui sera surtout visible en 2006. Aussi en 2005, la pression à la baisse sur le dollar persisterait, mais le creusement du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et l'Europe agirait comme contrepoids. Cette pression se dissiperait l'année suivante, permettant une appréciation du billet vert. Le dollar, qui s'échangeait fin mars au taux de 1,29 pour 1 euro, baisserait jusqu'à 1,34 en fin d'année et remonterait à 1,25 fin 2006. La Banque du Japon devrait intervenir pour endiguer la tendance à la hausse du yen qui serait fatale à la croissance. Le yen resterait donc inchangé face au dollar en 2005 au taux de 106 yen pour 1 dollar, et se déprécierait en 2006 jusqu'à 115 yen ■

FRANCE : CROISSANCE ENTRAVÉE

Perspectives 2005-2006 pour l'économie française

Alors que l'économie française a connu en 2003 sa plus faible croissance depuis la récession de 1993, elle retrouve en 2004 une croissance de 2,4 % (tableau 1). Bien qu'accompagné au deuxième trimestre par les dépenses d'investissement, ce redémarrage de l'économie résulte pour l'essentiel de la croissance de la consommation des ménages. Cette dernière s'étant réalisée dans un climat peu porteur – pouvoir d'achat en berne dû à un marché du travail peu dynamique et à une accélération de l'inflation en raison des effets directs de la hausse des prix du pétrole – les ménages ont réduit leur épargne et, poussés par le faible niveau des taux d'intérêt, ont eu recours à l'emprunt.

Tableau 1 : Contribution à la croissance du PIB

Moyenne annuelle	2003	2004	2005	2006
Taux de croissance du PIB	**0,5**	**2,4**	**2,2**	**2,4**
Dépenses des ménages	0,9	1,4	1,5	1,5
Investissements et stocks des entreprises	– 0,4	1,3	0,8	0,6
Dépenses des administrations	0,8	0,8	0,6	0,6
Total de la demande intérieure	1,3	3,5	2,9	2,7
Solde extérieur	– 0,8	– 1,2	– 0,7	– 0,2
Taux de croissance du PIB (zone euro)	**0,5**	**1,7**	**1,5**	**2,1**

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision e-mod.fr 2005 et 2006.

2004, année de reprise certes molle…

Faisant suite à trois années de faible croissance, la vigueur de la reprise est décevante. Ce résultat s'explique en premier lieu par l'appréciation passée de l'euro. La hausse progressive de la monnaie unique a pesé fortement sur les croissances européenne et française au cours des deux dernières années. Son impact négatif a été maximal en 2004, amputant la croissance française de 0,7 point de PIB. Son cycle de croissance, fortement dépendant de la courroie de transmission des échanges mondiaux, a alors été atténué, et ce d'autant plus que la hausse des prix du pétrole est venue rogner l'activité de 0,2 point en 2004.

Ainsi, si la demande intérieure est restée très dynamique, l'environnement extérieur a bridé, sans la rompre, cette phase de reprise de l'activité. Ce caractère dichotomique de la croissance française, observé depuis 2002, a été particulièrement marqué au cours de ces deux dernières années. La France est le pays de la zone euro qui a le moins bénéficié du dynamisme de la demande mondiale en 2003 et 2004 : l'année dernière, les échanges extérieurs ont amputé la croissance de 1,2 point de PIB dans l'hexagone, alors qu'ils ont été neutres pour la zone euro. Les raisons de cet écart de performances sont à chercher du côté de la spécialisation géographique et sectorielle de la France, mais aussi de la politique menée par l'Allemagne depuis deux ans : en centrant davantage ses échanges sur la zone euro et dans des secteurs moins adaptés à la demande actuelle des pays émergents, la France n'a pas profité pleinement, contrairement à l'Allemagne, de la reprise engagée dès le second semestre 2003 aux États-Unis et surtout en Asie et dans les pays de l'Est. Une certaine désaffection pour les produits français a renforcé l'érosion de la compétitivité-prix, et explique une partie de la forte baisse des parts de marché de la France au cours de ces deux dernières années. Les pertes de parts de marché non expliquées par les effets de taux de change et de spécialisation peuvent être liées à la politique économique et sociale menée en Allemagne et à ses répercutions sur l'activité.

… mais supérieure à celle la zone euro

Cette situation, qui peut paraître peu brillante au regard de l'histoire récente de la croissance dans l'hexagone, l'est davantage lorsqu'on la compare à celle de nos partenaires européens.

Par leurs projets d'investissement pour les uns, leurs achats pour les autres, les entreprises et les ménages ont permis à l'économie française de croître à un rythme supérieur à celui de la zone euro. Ce phénomène n'est pas nouveau : depuis 1998, les agents français dépensent plus que leurs homologues allemands ou italiens. Plus atypique est la raison de ce supplément de consommation en 2003 et 2004 : celui-ci résulte du comportement d'épargne des ménages. Le taux d'épargne a baissé en France de 0,9 point en 2003 et de 0,5 point en 2004, alors que dans le même temps les ménages allemands épargnaient davantage (+ 0,2 point en 2003 et + 0,3 point en 2004).

La hausse des prix de l'immobilier est une piste susceptible d'expliquer cette baisse du taux d'épargne en France. D'une part, l'immobilier est un vecteur très puissant de transmission de la politique monétaire. Le bas niveau des taux d'intérêt rend, d'un côté, l'achat de logements rentable par rapport à la location, et, de l'autre, solvabilise les ménages qui veulent se porter acquéreurs. Ce phénomène se traduit par une augmentation de l'écart critique – différence entre le taux de croissance du revenu des ménages et le taux d'intérêt –, indiquant une plus forte capacité d'emprunt des ménages. Ces derniers, en accédant massivement au crédit injectent des liquidités dans l'économie, stimulant la consommation. D'autre part, selon un effet de richesse souvent évoqué, les ménages propriétaires se sentent plus riches, ce qui stimule leur consommation.

Nous avons tenté, à l'aide d'équations économétriques, de quantifier l'impact de ces deux éléments sur l'évolution du taux d'épargne en France et en Allemagne. Deux conclusions ressortent de cette comparaison : la sensibilité de la consommation au taux d'intérêt est plus forte en France qu'en Allemagne. Une baisse permanente de 1 point des taux d'intérêt provoque à l'horizon de 5 ans une baisse de 0,16 point du taux d'épargne en France, contre 0,09 point en Allemagne ; l'impact cumulé de l'effet de richesse et de l'écart critique explique la totalité de la différence de variation du taux d'épargne entre la France et l'Allemagne en 2003 et les trois-quarts en 2004. Une partie de l'écart non expliqué par ces deux éléments résulte de l'incidence des mesures Sarkozy visant à abaisser le taux d'épargne des Français. Selon l'INSEE, sur les 15 milliards d'euros rendus liquides par ces mesures, seul 1,5 milliard a été réellement dépensé.

Tableau 2 : Équilibres ressources-emplois en biens et services marchands (aux prix de 95)

	Niveau (Mds € 95)	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
	2004	2005				2006						
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2004	2005	2006
PIB total	1 440	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,4	2,2	2,4
Importations	419	1,4	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	7,4	7,0	7,0
Consommation des ménages	789	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,2	2,4	2,4
Consommation des administrations	348	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	2,6	2,2	2,0
FBCF totale, dont :	290	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	3,3	3,3	4,6
- Entreprises	173	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	2,9	3,7	5,6
- Ménages	67	0,5	0,7	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	3,7	3,2	3,4
- Administrations	50	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	4,0	1,8	2,8
Exportations	410	0,9	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	3,2	4,7	6,5
Variations de stocks (contribution)	10	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demande intérieure hors stocks	1 437	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	2,5	2,6	2,8

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du premier trimestre 2005.

Tableau 3 : Quelques résultats significatifs

	Évolutions trimestrielles								2004		2005		2006	
	2005				2006									
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
Emploi total (en milliers)	25	39	55	77	53	55	53	50	– 39		117		229	
Nombre de chômeurs [1] (en milliers)	21	– 28	– 46	– 69	– 30	– 31	– 30	– 26	38		– 22		– 153	
Taux de chômage [1] (en %)	10,1	10,0	9,8	9,5	9,4	9,3	9,2	9,1	10,0		9,8		9,3	
Prix à la consommation [2] (en %)	0,2	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	2,1		2,0		2,3	
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	2,8		3,1		3,6	
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	2,7		3,0		3,8	
Ménages														
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,4	0,4	0,7	1,1	– 0,1	0,5	0,7	1,3	1,6		2,2		2,2	
Taux d'épargne (en %)	15,1	14,8	15,0	15,3	14,7	14,6	14,8	15,3	15,3		15,1		14,9	
Taux d'épargne financière (en %)	5,6	5,4	5,6	6,0	5,3	5,2	5,3	6,0	5,8		5,6		5,4	
Entreprises														
Taux de marge (en %)	32,7	32,5	32,9	32,9	33,0	33,0	32,9	32,8	32,3		32,8		33,0	
Taux d'investissement [3] (en %)	17,0	17,0	17,0	17,1	17,2	17,3	17,4	17,6	17,0		17,0		17,4	
Taux d'autofinancement [4] (en %)	86,0	83,7	84,4	83,1	82,9	84,1	81,8	80,5	88,0		84,3		82,3	
Administrations														
Capacité de financement/PIB (en %)									– 3,7		– 3,0		– 3,0	
Taux de prélèvement obligatoire (en %)									44,1		44,3		44,3	
Taux d'intérêt										T4		T4		T4
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	4,1	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2

1. Au sens du BIT.
2. Indice des prix à la consommation, cvs.
3. En valeur, y compris stock.
4. Épargne brute/FBCF.

Tableau 4 : Les hypothèses d'environnement international et les soldes extérieurs

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2005				2006						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2004	2005	2006
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	1,4	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	8,5	7,7	7,0
Prix des concurrents en devises (en %)	3,7	6,0	2,3	1,8	1,1	– 0,1	0,2	– 0,9	9,3	11,3	4,8
Prix du pétrole en dollars	47,5	46,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	38,2	45,9	45,0
Prix des importations en euros (en %)	0,4	– 0,8	0,2	– 0,1	0,5	0,6	0,5	0,9	– 0,1	1,5	1,3
Prix des exportations en euros (en %)	0,7	0,5	0,5	0,3	0,6	0,6	0,5	0,7	1,1	2,4	2,1
Solde des biens et services (Mds d'euros)	– 0,4	0,7	0,8	1,1	1,2	1,1	1,0	0,7	7,4	2,2	4,0

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du premier trimestre 2005.

Quel scénario à l'horizon 2006 ?

Avec un net redressement de la situation opérationnelle et financière des entreprises et une réactivation de la politique de l'emploi, l'année 2005 n'a pas démarré sans atouts.

Une situation des entreprises assainie et…

Après une phase d'attentisme durant laquelle elles ont gelé leurs projets d'investissement et reconstitué leurs stocks, les entreprises ont profité de taux d'intérêt faibles pour rétablir leur situation financière et leur profitabilité. Grâce à de forts gains de productivité et à un contrôle drastique de leur croissance externe, le taux de marge ainsi que le taux de profit des entreprises se sont redressés en 2004. Ne souffrant pas de contrainte de surcapacité, rien ne semble alors empêcher une reprise franche de l'investissement productif si l'accélération de l'activité se confirme.

… une réactivation de la politique de l'emploi…

Sous l'effet conjugué d'un ralentissement de la productivité du travail dans le secteur marchand et de la réactivation de la politique de l'emploi, la croissance en 2005 et en 2006 devrait être plus riche en emplois que celle de 2004. En créant le contrat d'avenir, destiné aux allocataires de minima sociaux et réservé au secteur non marchand, la politique de l'emploi menée par le gouvernement change de cap cette année. Son orientation du secteur non marchand vers le secteur marchand, engagée depuis 2002, s'est avérée insuffisante pour améliorer la situation sur le marché du travail. Pire, menée dans un contexte de ralentissement de l'activité, cette politique a globalement amplifié de respectivement 0,2 et 0,1 point en 2003 et 2004 la montée du taux de chômage en France. Compte tenu de cette réorientation, la politique de l'emploi devrait contribuer au recul du taux de chômage pour 0,2 point en 2005 et 2006.

… auraient dû permettre une forte reprise

La demande interne aurait dû contribuer davantage à la reprise et engager la France sur un sentier de croissance dépassant 3 % par an, qui lui permettrait de combler son retard de production.

Le cheminement que nous envisageons en 2005 s'annonce malheureusement plus heurté : le ralentissement de la demande mondiale consécutif à la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, les prix élevés du pétrole et la disparition des stimulations budgétaires qui ont porté la croissance récemment, limiteraient quelque peu l'activité au cours du premier trimestre 2005, qui ne renouerait que progressivement avec une croissance soutenue en fin d'année 2005.

La reprise de la consommation devrait s'essouffler en début d'année 2005 avec le risque grandissant de chômage et de hausse prochaine des prélèvements obligatoires pour financer le système de protection sociale. Les ménages seraient plus prudents, limitant alors la baisse du taux d'épargne (– 0,2 point en 2005 et en 2006) et la croissance de la consommation (2,4 % en 2005 et 2006).

La reprise de l'investissement productif, commencée au deuxième trimestre 2004, prendra le relais. Il devrait croître à un rythme de 3,8 % en 2005 et de 5,8 % en 2006, rythme toutefois inférieur à ceux observés au cours des dernières périodes de reprise (9 % en moyenne au cours de la période 1998-2000).

Les raisons d'une reprise « entravée »

En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître respectivement de 2,2 % et 2,4 % en 2005 et 2006. Cette croissance permettrait, en cumulant les effets de la politique de l'emploi et ceux de la réforme des retraites, de faire baisser le taux de chômage à 9,5 % de la population active fin 2005 et à 9,1 % fin 2006.

Une croissance inférieure à 3 % alors que l'activité au cours des quatre dernières années a été très inférieure à son potentiel, est une performance modeste.

Cette sortie de crise « molle » s'explique en premier lieu par l'appréciation passée de l'euro, entamée en 2002. Nous faisons l'hypothèse d'un arrêt de ce mouvement haussier au cours du second trimestre 2005. Cependant, compte tenu des délais de réaction, la hausse antérieure de la monnaie unique pèsera encore sur la croissance française cette année. Son impact serait modeste, mais viendrait tout de même amputer la croissance française de 0,2 point en 2005. De son côté, la hausse des prix du pétrole continuerait de rogner l'activité en 2005 (0,3 point).

En 2006, les variations du dollar ne devraient quasiment plus affecter la croissance dans l'hexagone. Nous faisons également l'hypothèse que le prix du baril retournerait progressivement vers sa valeur « cible », ce qui limiterait son impact sur la croissance. En revanche, la politique budgétaire devrait peser sur l'activité (– 0,4 point de PIB), empêchant à son tour l'économie française de croître au-delà de 3 %. Le déficit public passerait de 3,7 % du PIB en 2004 à 3,0 % en 2005, en tenant compte de la recette exceptionnelle issue de la soulte des Industries électriques et gazières, soit un niveau légèrement supérieur à ce que prévoit le gouvernement (2,9 % du PIB). En 2006, l'accélération conjoncturelle et la poursuite de la rigueur budgétaire permettront de compenser l'absence de soulte et de stabiliser le déficit des Administration publiques (3,0 % du PIB). Compte tenu de son inertie, la dette publique augmenterait en 2005 et en 2006, où elle atteindrait 66,6 % du PIB.

Les risques

Bien entendu, des risques existent qui pourraient conduire à une remise en cause de notre scénario à l'horizon 2006. Ils sont, pour l'essentiel, relatifs à l'environnement international : crise pétrolière majeure, ralentissement marqué de la croissance dans le monde, chute prolongée du dollar.

Ils pourraient amputer la croissance à l'horizon 2006 de 0,8 point si le prix du pétrole se maintenait à 55 dollars le baril et si l'euro s'établissait à 1,4 dollar.

À ce risque externe à la zone euro, un risque interne existe : un ralentissement plus marqué des économies allemande et italienne ■

Directeur de la publication : Jean-Paul Fitoussi
ISSN N° 0751-66 14 — Commission paritaire n° 65424
Prix : 4,20 €

Composition : Nathalie Ovide
Imprimerie Bialec, Nancy