HAL
open science

Croissance sans châtiment. Perspectives 2006-2007 pour l'économie mondiale

Guillaume Chevillon, Catherine Mathieu, Christine Rifflart, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Xavier Timbeau, Christophe Blot, Eric Heyer, Marion Cochard, Matthieu Lemoine, et al.

To cite this version:

Guillaume Chevillon, Catherine Mathieu, Christine Rifflart, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, et al.. Croissance sans châtiment. Perspectives 2006-2007 pour l'économie mondiale. Lettre de l'OFCE, 2006, 274, pp.1-5. hal-01021176

HAL Id: hal-01021176

https://sciencespo.hal.science/hal-01021176v1

Submitted on 9 Jul 2014

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° 274
Mardi 25 avril 2006

Page 6 : FRANCE : LE COÛT D'OUTRE-RHIN
Perspectives 2006-2007 pour l'économie française

CROISSANCE SANS CHÂTIMENT

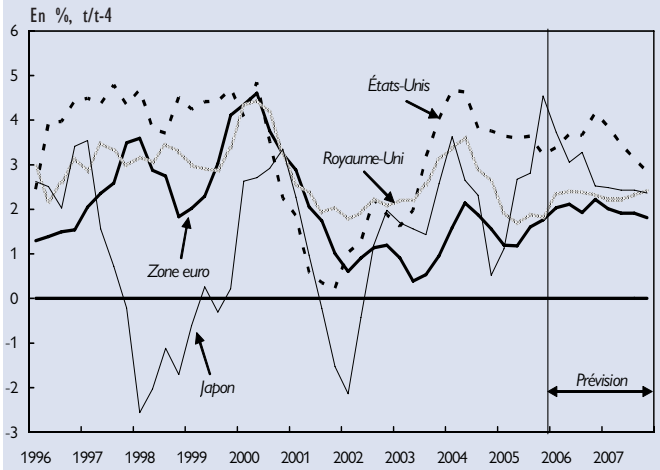
*Perspectives 2006-2007 pour l'économie mondiale**

Le ralentissement de l'économie internationale en 2005, avec une hausse du PIB mondial de 4,4 % après une croissance record de 5 % en 2004, n'aura finalement été qu'une péripétie. Les deux sujets d'inquiétude que sont le choc pétrolier et l'accumulation des déséquilibres n'ont pas empêché l'économie mondiale de reprendre la voie d'une croissance semble-t-il durable après la correction des excès liés à la bulle Internet. En 2006 et en 2007, la croissance mondiale se poursuivrait, à des rythmes voisins de ceux de 2005, avec des hausses du PIB respectivement de 4,5 % et de 4,2 %.

Croissance généralisée… sauf en Europe

Même si elle a ralenti en 2005, la croissance n'a pas fait défaut dans les zones du monde les plus enclines à l'expansion (graphique 1).

GRAPHIQUE 1 : CROISSANCE DES GRANDS PAYS INDUSTRIELS



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE.

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

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

* Cette étude résume le dossier à paraître dans le n° 97 de la *Revue de l'OFCE*, rédigé par le Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend Christophe Blot, Guillaume Chevillon, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Rifflart. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 13 avril 2006.

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 I : Principales hypothèses et résumé des prévisions

	Trimestres ou semestres												Années		
	2005				2006				2007						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2005	2006	2007
Prix du pétrole en $ [1]	47,5	51,6	61,5	56,9	61,6	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	54,4	60,4	60,0
Matières premières Industrielles en $ [2]	10,5	– 3,1	1,0	5,5	0,9	2,5	1,6	1,6	2,4	0,0	0,0	0,0	14,5	8,0	5,1
Taux de change [1]															
1 € = … $	1,31	1,26	1,22	1,19	1,20	1,22	1,25	1,27	1,30	1,30	1,30	1,30	1,24	1,24	1,30
1 $ = … yen	104	108	111	117	117	114	112	109	107	107	107	107	110	113	107
1 £ = … €	1,44	1,47	1,46	1,47	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
Taux d'intérêt courts [1]															
États-Unis	2,7	3,1	3,6	4,2	4,6	5,0	5,3	5,3	5,3	5,3	5,0	4,8	3,4	5,0	5,1
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,8	0,8	0,8	0,1	0,3	0,7
Zone euro	2,1	2,1	2,1	2,3	2,6	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	2,2	2,9	3,1
Royaume-Uni	4,9	4,8	4,6	4,6	4,5	4,5	4,5	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,7	4,5	4,3
Taux d'intérêt longs [1]															
États-Unis	4,3	4,2	4,2	4,5	4,6	4,9	5,0	5,1	5,1	5,1	5,2	5,2	4,3	4,9	5,2
Japon	1,4	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	1,4	1,7	2,1
Zone euro	3,7	3,4	3,3	3,4	3,5	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	3,9	3,4	3,6	3,9
Royaume-Uni	4,7	4,4	4,3	4,3	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,4
Prix à la consommation [3]															
États-Unis	3,0	3,0	3,8	3,7	3,6	3,3	2,5	2,4	2,5	2,6	2,6	2,6	3,4	2,8	2,2
Japon	– 0,2	– 0,1	– 0,3	– 0,5	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	– 0,3	0,3	0,6
Zone euro	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Royaume-Uni	1,7	2,0	2,4	2,1	2,1	2,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0
PIB en volume, cvs [2]															
États-Unis	0,9	0,8	1,0	0,4	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	3,5	3,7	3,2
Japon	1,5	1,3	0,3	1,4	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,8	3,1	2,4
Zone euro	0,3	0,4	0,6	0,3	0,6	0,5	0,5	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	1,4	2,1	1,9
Allemagne	0,6	0,3	0,6	0,0	0,5	0,4	0,5	0,5	0,3	0,2	0,4	0,4	1,1	1,6	1,4
France	0,3	0,1	0,7	0,4	0,8	0,6	0,6	0,6	0,4	0,5	0,6	0,6	1,4	2,2	2,1
Italie	– 0,4	0,6	0,3	0,0	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,1	1,0	1,1
Royaume-Uni	0,2	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	1,8	2,5	2,4
Importations de marchandises en volume, cvs [2]															
Monde	– 0,3	3,2	2,3	2,2	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	7,2	8,8	7,4
Pays industrialisés	– 0,1	1,8	1,8	1,8	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3	1,1	5,9	6,9	5,8
PED	– 0,6	5,8	3,0	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	2,4	2,4	9,7	12,1	10,1
Balances courantes en points de PIB, cvs [1]															
États-Unis	– 6,5	– 6,4	– 5,9	– 7,0	– 6,7	– 6,8	– 6,8	– 6,8	– 6,6	– 6,4	– 6,2	– 6,1	– 6,4	– 6,8	– 6,3
Japon	3 ,2		3,5		3,5		4,0		4,4		4,7		3,4	3,9	4,7
Allemagne	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	4,1	4,6	5,2

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 2006.

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

Choc pétrolier sans inflation

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

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

TABLEAU 2 : PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE

Taux de croissance annuels , en %

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

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

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

L'énigme des taux longs

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

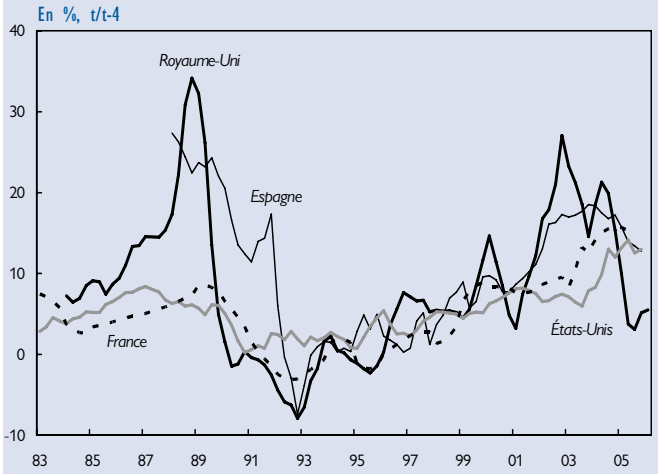
Mais ces explications ne sont que circonstancielles, et les effets d'un tel ajustement temporaires. Dans un contexte où les banques centrales asiatiques accumulent des obligations d'État américaines, la stratégie des autorités monétaires occidentales est celle des « petits pas ». Cette stratégie, conduisant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

L'arme monétaire rassure

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

Un des moteurs de la consommation était ainsi préservé. Mais il a accentué les déséquilibres liés à la forte montée de l'endettement des ménages, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. Si l'endettement immobilier a été particulièrement sensible à la stimulation monétaire de 2001 à 2004, il risque aussi de l'être de manière inverse en cas de tension sur les taux longs. La rapidité de la réaction du marché de l'immobilier au Royaume-Uni, après le resserrement monétaire de la fin 2003, tient probablement au fait que les ménages britanniques étaient endettés à taux variables. Ils sont donc directement exposés à la remontée des taux courts. Aux États-Unis, la hausse des taux longs s'est transmise aux taux hypothécaires et commence à affecter le marché immobilier (graphique 2). Le lien entre les prix de l'immobilier ou l'endettement et le niveau des taux hypothécaires est confirmé. Cet épisode a rassuré sur l'efficacité de l'arme monétaire et autorise, au moins dans les discours, l'évocation d'un retour en arrière des taux directeurs, une fois achevé le cycle de hausse actuel.

Graphique 2 : Évolution des prix de l'immobilier



Sources : OFHEO, Halifax, INSEE, Ministerio de la vivienda.

Les déséquilibres s'installent dans la durée

Les déséquilibres engendrés par le déficit courant américain, en perdurant, laissent planer le spectre d'une crise financière majeure. Là encore, les propos les plus alarmistes ont été démentis pour l'instant. Le déficit courant américain, en atteignant 7 % du PIB à la fin 2005, est abyssal et aurait pu conduire à un effondrement du dollar ainsi qu'à une hausse des taux longs, précipitant le retournement des marchés immobiliers et plongeant finalement l'économie mondiale dans la récession. Mais les États-Unis, qui financent leur croissance par l'endettement extérieur, ont pu compter sur l'intérêt bien compris de leurs partenaires asiatiques qui, quant à eux, financent leur expansion par l'accumulation d'excédents extérieurs. En recyclant en partie leurs excédents courants dans le financement de la dette extérieure américaine, les pays asiatiques soutiennent le dollar, contrecarrent la remontée des taux longs, pérennisent leurs débouchés et entretiennent un processus qui, pour l'heure, est resté maîtrisé.

La structure du financement de l'économie américaine a changé de façon importante au cours de l'année 2005. Dès le printemps 2004, la Banque du Japon a cessé d'augmenter ses réserves en dollar. L'appréciation du dollar vis-à-vis du Yen a permis d'interrompre un soutien par les interventions de change. La variation des réserves de change des pays producteurs de pétrole s'est également stabilisée. Seule la Chine continue d'accumuler des réserves de change en dollar à un rythme élevé. Or, si ces interventions, qui ont pour source des institutions publiques, se sont modérées, le financement du déficit courant américain s'est maintenu. La balance des paiements américaine montre que le financement du déficit repose de plus en plus sur des capitaux d'origine privée. La bascule entre financement public et privé semble en cours, répondant à celle qui avait eu lieu en 2001, dans l'autre sens. Dans ce mouvement, le dollar ne s'est que très légèrement déprécié. Entre cette quasi-stabilité du dollar et la faible hausse des taux longs, il apparaît que l'attractivité des États-Unis et la soutenabilité de leur endettement n'est pas problématique aux yeux des marchés.

La dérive des situations patrimoniales, qu'elle soit entre pays ou entre agents, s'est poursuivie. La position extérieure nette américaine a atteint – 23 % de son PIB en 2004, sommet jamais atteint en valeur absolue par une économie depuis 35 ans. La dette bancaire des ménages a atteint des records et les endettements publics sont au plus haut. Dans ce contexte, la stabilité de l'inflation et des taux d'intérêt à des niveaux bas est nécessaire pour ne pas enclencher des flux entre agents et entre nations qui pourraient briser le fragile équilibre de la croissance actuelle. Le contrôle de la situation par la politique monétaire, ou du moins une solide croyance dans la possibilité de ce contrôle, est donc essentiel.

Commerce mondial : de longs fleuves tranquilles

Après avoir marqué un coup d'arrêt au premier trimestre 2005, les flux de commerce mondial de marchandises ont fortement accéléré au deuxième trimestre avant de retrouver une croissance d'un peu plus de 2 % en volume par trimestre jusqu'à la fin de l'année, proche des rythmes de 2004. En 2005, les importations des États-Unis ont progressé modérément au regard de la demande intérieure. Le phénomène a été encore plus net pour le Japon où la reprise de la croissance ne s'est pas traduite par une accélération rapide des importations. Ce sont les importations des pays en développement qui sont restées le principal moteur du commerce mondial, continuant à croître en moyenne à des rythmes proches de 10 %, tandis que les importations des pays industrialisés progressaient à des rythmes de 6 %.

La croissance du commerce mondial pourrait avoir atteint un point haut à la fin 2005. C'est du moins ce que suggère l'évolution des ventes de semi-conducteurs, particulièrement celles de l'Asie hors Japon, qui sont généralement avancées dans le cycle des échanges. Sous l'hypothèse d'un léger ralentissement de la croissance mondiale à l'horizon 2007 (4,5 % en 2006 et 4,2 % en 2007, après 4,4 % en 2005), la croissance du commerce mondial s'infléchirait légèrement, de 8 % en rythme annualisé au premier trimestre 2006 à 6,4 % à la fin 2007.

Tour du monde de la croissance

Malgré la poursuite du resserrement monétaire entamé en 2004, la croissance aux **États-Unis** est restée solide en 2005, atteignant 3,5 %. Après le passage à vide du quatrième trimestre, les perspectives pour le début de 2006 laissent entrevoir un rebond fondé sur la vigueur des dépenses de consommation et le maintien de la confiance des ménages. La croissance devrait s'élever à 3,7 % en 2006, avant de ralentir à 3,2 % en 2007. Les tensions

inflationnistes resteraient contenues, la stabilisation du prix du pétrole modérant l'impact du dynamisme du marché du travail sur les salaires. La politique monétaire continuerait à se durcir, la Réserve fédérale montant progressivement ses taux à 5,25 %, et la politique budgétaire deviendrait restrictive en 2007. Le déséquilibre extérieur perdurerait, tout en se réduisant progressivement de 7 % du PIB à la fin 2005, à 6,1 % à la fin 2007.

Le ralentissement attendu de l'activité s'est confirmé au **Royaume-Uni** en 2005. Après avoir atteint 3,1 % en 2004, le taux de croissance du PIB n'affichait plus que 1,8 % l'année dernière, sous l'effet notamment du durcissement de la politique monétaire. À la fin mars 2006, les indicateurs conjoncturels suggèrent néanmoins une reprise de l'activité au premier semestre 2006 qui permettrait à la croissance d'atteindre 2,5 % en 2006. En 2007, le rythme de hausse du PIB serait voisin de celui de 2006, 2,4 %, soit un taux toujours inférieur au rythme tendanciel estimé à 2,7 %. Malgré une inflation limitée à 2 %, la politique monétaire resterait légèrement restrictive, principalement en raison des inquiétudes pesant sur le marché immobilier, et la politique budgétaire serait contrainte par le respect de la règle d'or des finances publiques.

L'année 2005 a été celle du redémarrage au **Japon**, qui semble enfin sorti de la déflation. Après une remontée de l'inflation sous-jacente, restée positive durant six mois consécutifs, l'indice des prix global a lui aussi retrouvé une trajectoire croissante en janvier 2006. Tirée par une demande intérieure dynamique et une reprise du commerce extérieur au second semestre, la croissance s'est établie à 2,8 % en 2005. L'assainissement bancaire a stimulé la reprise du crédit et donc de l'investissement, et la baisse du chômage, conjuguée à une hausse des salaires au cours de l'année 2005, a permis de relancer la consommation. La bonne tenue des différents indicateurs conjoncturels et les perspectives de croissance des principaux partenaires du Japon soutiendront la demande intérieure et le commerce extérieur durant les premiers trimestres de 2006. La croissance devrait s'élever à 3,1 % en 2006, pour ralentir à 2,4 % en 2007. La vigueur de la croissance a sans doute été un élément décisif dans la lutte contre la déflation initiée en 2001 avec la politique d'assouplissement quantitatif. La Banque du Japon a donc annoncé le 9 mars 2006 la fin de sa politique monétaire hétérodoxe, mais elle devrait se contenter dans un premier temps d'éponger l'excédent de liquidités en circulation, repoussant à fin 2006 une éventuelle hausse de taux, afin d'éviter une surréaction des marchés financiers.

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

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

En 2005, les pays d'**Europe centrale et orientale** ont connu un ralentissement marqué, qui devrait cesser au cours de l'année 2006. La compétitivité des nouveaux pays membres de l'Union européenne a été affectée par l'ancrage de leurs monnaies à l'euro en vue de leur accession. La croissance du PIB est donc passée de 7,3 % en 2004 à 5,6 % en 2005. La stabilité des prix et des changes dans les nouveaux pays membres devrait maintenir la croissance à 5,6 % en 2006, mais l'année 2007 pourrait souffrir de la réduction de la demande allemande consécutive à la réforme de la TVA, la croissance du PIB s'établissant alors à 5 %.

En opposition avec le reste du monde, la croissance dans la **zone euro** est restée molle, affichant un rythme inférieur à 2 % (1,4 % en 2005 après 1,8 % en 2004). L'économie européenne a pourtant accéléré jusqu'au troisième trimestre 2005, avant de connaître un trou d'air en fin d'année. Freinée par sa composante extérieure, la zone euro n'a pas su tirer profit d'un commerce mondial toujours très dynamique.

Cependant, la zone euro renouerait en 2006 avec une croissance supérieure à 2 %. L'indicateur avancé suggère d'ailleurs une reprise soutenue au premier semestre. La dépréciation passée de l'euro améliorerait la performance du commerce extérieur ; la reprise de l'investissement des entreprises se prolongerait en 2006 en raison d'une consolidation de la demande, du recours des entreprises à l'endettement et du haut niveau des taux de marge dans plusieurs pays ; enfin, l'accélération des créations d'emplois permettrait une légère augmentation de la consommation des ménages, malgré des hausses de salaires modérées.

Si l'Europe pâtit d'un ralentissement probable de son potentiel de croissance, elle souffre surtout pour l'heure de la rigidité des politiques budgétaires et monétaires, et d'une absence de régulation macroéconomique au niveau européen, qui obligent les pays à mettre en œuvre des politiques non coopératives visant à gagner des parts de marché au détriment des autres pays de la zone. La reprise de l'activité en 2006 dans l'ensemble de la zone risque d'être brisée en 2007 par le renforcement de la politique de désinflation compétitive menée en Allemagne, consistant à financer la baisse des cotisations sociales par une hausse de la TVA. Cette politique, qui s'apparente à une dévaluation réelle du change allemand, permettra à l'Allemagne de renforcer ses gains de part de marché au détriment de ses partenaires. L'impact inflationniste d'une telle politique risque aussi de conduire la BCE à une hausse supplémentaire des taux d'intérêt, dont l'économie européenne pourrait vraiment se passer ■

FRANCE : LE COÛT D'OUTRE-RHIN

Perspectives 2006-2007 pour l'économie française

Avec le desserrement de certaines contraintes extérieures — notamment celles liées à l'appréciation passée de l'euro et à la forte augmentation du prix du pétrole —, l'économie française devrait croître en moyenne annuelle de 2,2 % en 2006 et de 2,1 % en 2007. Ce rebond de l'activité fait suite à une année 2005 particulièrement décevante, évaluée à 1,4 %.

TABLEAU I : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB

Moyenne annuelle	2004	2005	2006	2007
Taux de croissance du PIB	**2,1**	**1,4**	**2,2**	**2,1**
Dépenses des ménages	1,4	1,3	1,7	1,7
Investissements et stocks des entreprises	1,0	0,6	0,5	0,5
Dépenses des administrations	0,8	0,5	0,5	0,3
Total de la demande intérieure	*3,1*	*2,4*	*2,7*	*2,5*
Solde extérieur	*– 1,1*	*– 1,0*	*– 0,5*	*– 0,4*
Taux de croissance du PIB (zone euro)	**1,8**	**1,4**	**2,1**	**1,9**

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision e-mod.fr 2006 et 2007.

Une croissance 2005 décevante, ne reflétant ni le dynamisme de la demande mondiale…

La reprise amorcée en 2004 a été brisée, empêchant l'économie française de rattraper une partie de son retard de production accumulé depuis 2001. Si le dynamisme interne a été satisfaisant, il n'en a pas été de même de la contribution extérieure. Redevenu négatif en 2004 pour la première fois depuis 1991, le déficit extérieur s'est encore creusé en 2005. Plus grave, la France est le pays de la zone euro qui a, au cours de ces deux dernières années, le moins bénéficié du dynamisme de la demande mondiale : en 2004 et 2005, les échanges extérieurs ont amputé la croissance annuelle de 1 point de PIB dans l'Hexagone alors qu'ils ont été quasiment neutres pour la zone euro. Cette mauvaise performance du commerce extérieur français s'explique principalement par trois chocs qui sont venus rogner la compétitivité française et ainsi entraver sa croissance économique.

Ce mauvais résultat s'explique en premier lieu par la hausse progressive de la monnaie unique entre la mi-2001 et le début 2005. Celle-ci a pesé fortement sur les croissances européenne et française. Son impact négatif a été maximal en 2004, amputant la croissance française de – 0,7 point de PIB. En 2005, elle a encore rogné la croissance de – 0,6 point. Le cycle de croissance de l'économie française a alors été atténué, et ce d'autant plus que la hausse des prix du pétrole est venue peser à son tour sur l'activité, de 0,2 point en 2004 et surtout de 0,5 point en 2005. Au total, ces deux chocs extérieurs ont amputé de près d'1 point la croissance dans l'Hexagone en 2004 et de 1,1 point en 2005.

Si ces deux éléments, appréciation du taux de change effectif de l'euro et hausse du prix du pétrole, expliquent une grande part des mauvais résultats de la France en termes de commerce extérieur depuis 2003, ils n'expliquent pas, en revanche, pourquoi la France est le pays de la zone euro qui a le moins bénéficié du dynamisme de la demande mondiale. Les raisons sont à chercher du côté de la spécialisation géographique et sectorielle de la France, mais aussi de la politique menée par l'Allemagne depuis 2003 : 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 par exemple, de la reprise engagée dès le second semestre 2003 aux États-Unis et surtout en Asie et dans les pays de l'Est. Compte tenu également de sa spécialisation sectorielle forte dans l'aéronautique et dans les biens de consommation sensibles à l'effet-prix, la France a également plus souffert que ses partenaires de la crise du secteur aérien liée aux événements du 11 septembre et de l'appréciation de l'euro. Enfin, engagée depuis 2003 dans une thérapie visant l'amélioration de l'offre par la compression des revenus et la restriction des transferts sociaux, l'Allemagne a vu ses coûts salariaux unitaires diminuer en niveau absolu mais aussi relativement à ses autres partenaires européens dont la France. Selon nos estimations, cette politique expliquerait la moitié des pertes de parts de marchés enregistrées depuis 2004. Par ailleurs, les baisses de salaires ont conduit à une forte contraction de la demande intérieure allemande et par là-même, des importations de notre principal partenaire. Au total, depuis 2004, les réformes allemandes coûtent chaque année environ 0,3 point de PIB à l'économie française.

… ni celui des enquêtes de conjoncture

Le rebond attendu au cours du second semestre 2005 et pourtant inscrit dans les enquêtes de conjoncture, n'a été que temporaire. Après un bon troisième trimestre, conforme à notre prévision (0,7 %), la croissance est retombée à 0,4 % au dernier trimestre, freinant l'élan envisagée pour 2006 et soulignant la très grande fragilité de l'activité. Pour autant, nous continuons à penser que le rebond du troisième trimestre n'a pas été qu'un feu de paille. Le redressement des enquêtes de conjoncture initié à la mi-2005 se confirme en ce début d'année.

Profitant de la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, les carnets de commandes étrangers se remplissent. Le rétablissement de la situation financière des entreprises leur permet à nouveau de recourir à l'endettement, ce qui, conjugué à la baisse du chômage, soutient la demande intérieure.

Des contraintes moins fortes…

Avec l'amélioration de la profitabilité des entreprises, leur situation financière solide, la réactivation de la politique de l'emploi et le desserrement de certaines contraintes extérieures liées à l'appréciation passée de l'euro et à la forte augmentation du prix du pétrole, l'année 2006 ne démarre pas sans atouts.

À l'horizon de notre prévision, nous supposons que l'euro retrouvera fin 2006 son niveau atteint fin 2004. En conséquence, les variations du dollar ne devraient quasiment plus affecter la croissance française cette année. Nous faisons également l'hypothèse que le prix du baril de pétrole se stabiliserait à 60 dollars, modérant son impact négatif sur la croissance (– 0,4 point). De plus, les réformes entreprises outre-Rhin ne devraient pas davantage peser en 2006 qu'en 2005. Au total, l'impact cumulé de l'ensemble des contraintes extérieures amputera la croissance de 1 point en 2006, soit 0,4 point de moins qu'en 2005 et 0,2 point de moins qu'en 2004.

TABLEAU 2 : ÉQUILIBRES RESSOURCES-EMPLOIS EN BIENS ET SERVICES MARCHANDS (AUX PRIX DE 95)

	Niveau (Mds € 95) 2005	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
		2006				2007						
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2005	2006	2007
PIB total	1 557	0,8	0,6	0,6	0,6	0,4	0,5	0,6	0,6	1,4	2,2	2,1
Importations	475	1,8	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	6,6	7,8	5,9
Consommation des ménages	872	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	2,1	2,8	2,8
Consommation des administrations	369	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,3	1,5	1,5	0,9
FBCF totale, dont :	306	1,2	0,9	0,9	0,9	0,5	0,8	1,0	1,0	3,3	3,6	3,2
- Entreprises	177	1,2	1,0	1,0	1,0	0,8	1,0	1,1	1,2	3,7	4,1	4,0
- Ménages	77	1,2	0,6	0,5	0,7	– 0,2	0,7	1,1	1,2	3,1	3,0	2,2
- Administrations	52	0,9	0,9	0,9	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2	2,3	2,8	1,9
Exportations	445	1,6	1,6	1,6	1,6	1,0	1,0	1,0	1,0	3,2	6,7	5,0
Variations de stocks (contribution)	17	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Demande intérieure hors stocks	1 570	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7	2,2	2,6	2,4

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du premier trimestre 2006.

TABLEAU 3 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS

	Évolutions trimestrielles								2005	2006	2007
	2006				2007						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	76	78	50	26	15	18	25	38	41	203	114
Nombre de chômeurs [1] (en milliers)	– 65	– 62	– 40	– 21	– 12	– 14	– 20	– 30	– 22	– 207	– 92
Taux de chomâge [1] (en %)	9,3	9,1	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	8,6	9,9	9,1	8,7
Prix à la consommation [2] (en %)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	1,7	1,6	1,5
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	2,6	3,1	3,3
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	2,6	3,1	3,3
Ménages											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,9	0,6	0,4	0,9	1,0	0,5	0,4	0,5	1,7	2,5	2,8
Taux d'épargne (en %)	15,0	14,9	14,7	14,9	15,2	15,0	14,7	14,5	15,1	14,9	14,9
Taux d'épargne financière (en %)	5,2	5,1	4,8	5,1	5,5	5,2	4,9	4,7	5,3	5,0	5,1
Entreprises											
Taux de marge (en %)	30,5	30,6	30,7	30,6	30,8	30,9	31,0	31,0	30,4	30,6	30,9
Taux d'investissement [3] (en %)	17,7	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,9	17,6	17,8	17,8
Taux d'autofinancement [4] (en %)									79,3	79,2	79,6
Administrations											
Capacité de financement/PIB (en %)									– 2,9	– 2,9	– 3,1
Taux de prélèvements obligatoires (en %)									44,1	44,1	43,8
Taux d'intérêt											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	3,5	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	3,9	3,4	3,6	3,9
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	2,6	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	2,2	2,9	3,1

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		
	2006				2007						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2005	2006	2007
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	1,8	1,8	1,7	1,7	1,5	1,5	1,5	1,4	4,5	6,3	6,4
Prix des concurrents en devises (en %)	1,4	2,0	1,8	2,1	0,6	0,7	0,7	0,7	6,8	4,4	4,6
Prix du pétrole en dollars	61,6	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	54,4	60,4	60,0
Prix des importations en euros (en %)	– 0,2	– 0,1	– 0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	0,6	– 0,1
Prix des exportations en euros (en %)	0,1	– 0,1	– 0,2	– 0,3	– 0,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,3	– 0,5
Solde des biens et services (Mds d'euros)	– 6,5	– 6,6	– 6,8	– 7,2	– 7,9	– 8,5	– 9,0	– 9,6	– 18,9	– 27,3	– 35,1

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du premier trimestre 2006.

La forte baisse du taux d'épargne observée depuis 2003 s'est quelque peu essoufflée en 2004 et 2005. En 2006, cette tendance devrait se poursuivre : bien que prudents, les ménages continueraient de puiser dans leur épargne. Sous l'effet conjugué de la baisse du taux de chômage et d'un marché de l'immobilier toujours actif, le taux d'épargne devrait baisser de – 0,2 point en 2006, s'établissant à 14,9 % en moyenne sur l'année, puis se stabiliser en 2007. La croissance de la consommation atteindrait 2,8 % en 2006 et en 2007, rythme qui reste toutefois inférieur à celui observé au cours des huit dernières années avec des pics à plus de 3,5 % par an entre 1998 et 2000.

Conforté par une situation financière solide des entreprises et une profitabilité du capital en nette amélioration — illustrée par les bénéfices record de celles du CAC 40 — et de bonnes conditions de financement, l'investissement productif des sociétés non financières devrait croître à un rythme proche de 4 %.

… relanceraient la croissance française…

En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître de 2,2 % en 2006 et de 2,1 % en 2007. Le déficit public se maintiendrait à 2,9 % du PIB en 2006 mais repasserait au-dessus de 3 % en 2007 du fait de la disparition de recettes non fiscales exceptionnelles et de l'entrée en vigueur de la réforme fiscale.

À l'instar des dix dernières années, la France continuerait, à l'horizon de notre prévision, de connaître des performances économiques supérieures à celles de ses partenaires européens et tout particulièrement à celles de l'Allemagne et de l'Italie. Depuis 1997, en effet, l'économie française enregistre un surplus annuel de croissance de 0,4 point par rapport à l'ensemble de la zone euro et de plus d'1 point par rapport à ses deux principaux partenaires.

… malgré une politique non coopérative allemande

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. Le redémarrage de l'économie française est encore tempéré dans notre prévision par l'environ-nement international, notamment en 2007 par l'augmentation de trois points de TVA et la baisse des cotisations sociales en Allemagne amplifieront la politique de désinflation compétitive menée outre-Rhin depuis le début des années 2000.

En augmentant l'imposition des biens importés et en améliorant la compétitivité-coût des entreprises allemandes, cette politique non coopérative s'apparente à une dévaluation réelle du change qui pèsera sur l'ensemble des économies européennes. Elle permettra à l'Allemagne de renforcer ses gains de parts de marché en 2007 au détriment des autres grands pays européens et notamment de la France. Cela se traduira par un ralentissement de l'activité dans l'Hexagone en début d'année 2007. Ce « trou d'air » empêchera l'économie française de rattraper l'ensemble du retard de production accumulé depuis 2002. Sans cette politique non coopérative, la France aurait regagné, à l'horizon de notre prévision, une partie des pertes de parts de marché enregistrées depuis trois ans. Sa demande extérieure aurait été davantage soutenue par un pouvoir d'achat des Allemands plus dynamique. L'économie française aurait alors connu une croissance supérieure (2,5 % et 2,7 % en 2006 et 2007) à celle retenue dans notre scénario.

La baisse du chômage continuera, facilitée par une faible progression de la population active

En 2006 et en 2007, la population active connaîtrait une croissance modérée (41 000 et 19 000). Ce ralentissement de la progression de la population active facilite la baisse du chômage. À titre illustratif, il fallait créer 5 fois plus d'emplois en 2000 qu'en 2005 pour absorber le flux d'entrées nettes dans la population active et maintenir le taux de chômage inchangé. Le taux de croissance de l'activité à partir duquel le chômage commence à reculer se situe aujourd'hui à 1,6 %, soit un demi-point de moins que celui nécessaire au cours de la période 1994-2004. À l'horizon de notre prévision la croissance un peu supérieur à 2 % devrait permettre à elle seule la baisse du chômage. Enfin, la réactivation de la politique de l'emploi devrait accompagner les créations d'emplois dans le secteur marchand et amplifier, en 2006, la décrue du chômage engagée en 2005.

Le taux de chômage connaîtrait une baisse prononcée en 2006 (– 0,7 point) qui proviendrait pour un tiers des créations d'emplois marchands, pour un tiers de la relance des contrats aidés non marchands et pour un tiers d'autres effets (essentiellement la progression des emplois publics non aidés). En 2007, la baisse serait moindre (– 0,3 point), en raison des réductions d'effectifs en contrats aidés. Le taux de chômage s'établirait ainsi à 8,9 % fin 2006, puis à 8,6 % fin 2007.

Les risques

Les risques sont, pour l'essentiel, relatifs à l'environnement international : crise pétrolière majeure, ralentissement de la croissance mondiale, chute prolongée du dollar… Ils pourraient infirmer les perspectives positives, amputant la croissance à l'horizon 2007 d'un demi-point si le prix du pétrole se maintenait jusqu'à 70 dollars le baril et si l'euro s'établissait à 1,4 dollar.

Un scénario plus noir de dynamique interne à la zone euro est également envisageable. Il suppose un enchaînement d'évolutions très négatives qui pour l'heure ne transparaissent ni dans les enquêtes ni dans les statistiques fournies par l'INSEE : le principal risque réside dans un resserrement plus important de la politique monétaire menée par la BCE. Nous avons mesuré l'impact sur l'économie française d'une hausse supplémentaire d'1 point du taux directeur de la BCE en 2006 et en 2007, en supposant que cette hausse se transmettrait intégralement aux taux longs. D'après nos simulations, ce choc négatif de l'immobilier, provoquerait une baisse de 15 % du prix de l'immobilier et amputerait la croissance de 0,2 point de PIB en 2006 et de 0,7 point en 2004 ■

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

Composition : Esther Benbassat et Claudine Houdin
Imprimerie Bialec, Nancy