HAL
open science

Découplage en douceur

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

To cite this version:

Catherine Mathieu, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, et al.. Découplage en douceur. Revue de l'OFCE, 2006, 99, pp.13 - 30. 10.3917/reof.099.0011 . hal-03459230

HAL Id: hal-03459230

https://sciencespo.hal.science/hal-03459230v1

Submitted on 30 Nov 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.

DÉCOUPLAGE EN DOUCEUR

Perspectives 2006-2007 pour l'économie mondiale *

Depuis plusieurs années, la vigueur de la croissance mondiale ne se dément pas, malgré les nombreux sujets d'inquiétude que les chocs ou l'accumulation des déséquilibres font naître régulièrement. Les ralentissements, à l'image de celui de 2005, apparaissent toujours plus brefs et plus modérés qu'escompté et ne remettent pas en cause une trajectoire de croissance qui paraît finalement d'une solidité à toute épreuve. Le ralentissement de l'économie américaine, impulsé par le retournement du marché immobilier outre-Atlantique, constitue la principale source d'inquiétude à l'horizon 2007. Mais ce choc, comme les précédents, n'aura qu'un effet limité sur la croissance mondiale qui bénéficiera d'un rééquilibrage de l'expansion des États-Unis vers le Japon, la Chine et la zone euro, en bien meilleure posture en 2006 et en 2007 après plusieurs années de langueur.

Le modèle qui a fondé la croissance mondiale ne sera pas remis en cause par le ralentissement américain. Les pays asiatiques et les pays producteurs de pétrole continueront à recycler une partie de leurs importants excédents courants dans le financement de la dette extérieure américaine, prévenant la remontée des taux longs. La crédibilité des autorités monétaires rassure sur leur capacité à maîtriser les dérapages inflationnistes et contribue aussi à la sagesse des taux longs, peu sensibles au resserrement monétaire engagé il y a un peu plus de deux ans aux États-Unis. La crise immobilière en resterait alors au stade de l'ajustement d'un marché momentanément en excès d'offre, et ne se transformerait pas en un krach aux conséquences dévastatrices pour la croissance.

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

En traversant sans dommage apparent nombre de chocs qui auraient pu la mettre à mal depuis l'éclatement de la bulle Internet en 2000, et en résistant à l'accumulation des déséquilibres, la croissance mondiale a témoigné d'une étonnante solidité. Le ralentissement de l'économie internationale en 2005 aura été des plus modéré, avec une hausse du PIB mondial de 4,3 % faisant suite à une croissance record de 5 % en 2004. 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 4,7 % et de 4 %.

Redistribution de la croissance mondiale

Le principal évènement à l'horizon 2007 sera le ralentissement de l'économie américaine. Attendue à 3,2 % lors de notre précédente prévision, la croissance américaine s'établirait à 1,9 % en 2007. Le retournement du marché immobilier explique largement cette révision d'anticipation, mais le coup de frein porté à l'expansion outre-Atlantique, de 3,2 % en 2006 à 1,9 % en 2007, serait peu visible sur la croissance mondiale. Il serait amorti par le maintien d'une croissance favorable en zone euro, au Japon et en Chine (tableau 1). Depuis l'éclatement de la bulle internet, et comparativement à la phase d'expansion de la fin des années 1990, la croissance mondiale accélère. La redistribution est nette entre les zones, puisque les États-Unis et la zone euro contribuent négativement à cette accélération, alors que l'Asie (en incluant la Chine et le Japon), mais également le reste du monde (principalement les pays producteurs de pétrole et l'Amérique latine) en sont les nouveaux moteurs. Cette redistribution traduit le découplage de la croissance mondiale et explique sa résistance aux ratés de l'économie « locomotive ».

Les zones en développement — Asie, Amérique latine, pays de l'Europe de l'Est — continueront à croître plus vite en 2007 que les grandes économies industrielles de la planète. Le ralentissement sera à peine perceptible en Chine, la croissance passant de 10,3 % en 2006 à 9 % en 2007. Elle sera stable dans le reste de l'Asie hors Japon à 5,8 % en 2007 et se maintiendra en Amérique latine et en Russie respectivement au-dessus de 4 % et 5 %. Le Japon, sorti de la déflation, et même la zone euro, qui a longtemps fait figure de lanterne rouge de la croissance mondiale, croîtront plus vite que les États-Unis (graphique 1). Le ralentissement américain reste toutefois relatif puisque le creux de croissance outre-Atlantique constitue une performance proche du pic des économies de la zone euro.

1. Contribution des zones à la croissance mondiale

		Croissance du PIB, PPA 2002		
	Poids 2002[1]	**2004-2005**	**2006-2007**	Δ
Monde	100	**4,6**	**4,3**	**– 0,3**
Dont contribution de				
Zone euro	15,7	0,3	0,3	0,1
Royaume Uni	3,1	0,1	0,1	0,0
États-Unis	21,2	0,7	0,5	– 0,2
Japon	7,1	0,2	0,2	0,0
Chine	12,7	1,4	1,5	0,1
Inde	5,6	0,5	0,5	0,0
Reste du monde	**34,6**	**1,5**	**1,2**	– 0,3
	Poids 2002[1]	**1997-2001**	**2002-2007**	Δ
Monde	100	**3,6**	**4,2**	**0,5**
Dont contribution de				
Zone euro	15,7	0,5	0,2	– 0,2
Royaume Uni	3,1	0,1	0,1	0,0
États-Unis	21,2	0,8	0,6	– 0,2
Japon	7,1	0,0	0,1	0,1
Chine	12,7	0,9	1,4	0,5
Inde	5,6	0,3	0,4	0,1
Reste du monde	**34,6**	**1,1**	**1,4**	0,2

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2002.
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2006.

Le ralentissement américain serait principalement enclenché par le recul du marché immobilier. Les indices d'un retournement du secteur s'accumulent de mois en mois et ne laissent guère d'espoir quant à une sortie sans dommage de la zone de turbulences qui s'annonce. La crise de l'immobilier en resterait néanmoins au stade de l'ajustement de marché face à un excès d'offre temporaire, et ne basculerait pas dans un krach dont l'effet récessif se propagerait à l'ensemble de l'économie américaine (voir dans ce dossier « Immobilier : fissures et craquements »). La Réserve fédérale, habituellement prompte à réagir aux inflexions conjoncturelles, devrait s'efforcer de contrecarrer les influences dépressives à l'œuvre dans l'économie américaine en maintenant le statu quo sur les taux en vigueur depuis le 29 juin 2006. L'absence de tensions inflationnistes facilitera même l'inversion de l'orientation de la politique monétaire de la Réserve fédérale à partir du deuxième trimestre 2007, une fois avérée par les comptes nationaux la mauvaise passe conjoncturelle traversée par l'économie américaine.

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

L'évolution de l'inflation aux États-Unis a valeur de test pour la politique monétaire américaine (cet argument est développé dans ce dossier dans la partie « Inflation : retour d'une crainte ou crainte d'un retour ? », voir également *infra*). L'inflation américaine s'établit à presque 4 % depuis plus d'une année et l'inflation sous jacente a accélérée de 2,0 % à 2,8 % entre septembre 2005 et septembre 2006. L'accélération est indéniable et s'écarte de l'explication habituelle de prix du pétrole hors norme.

1. Croissance dans les grandes zones

Sources : Comptabilités nationales, prévision OFCE octobre 2006.

Or, le durcissement récent de la politique monétaire américaine pourrait suffire à rétablir la situation. Il explique en partie le retournement du marché immobilier américain et le ralentissement de l'activité en cours pourrait suffire à ramener l'inflation à un niveau convenable pour un banquier central. Alors, la politique monétaire américaine sera auréolée d'un succès rapide et indiscutable en ayant anticipé et contrôlé une brève poussée inflationniste. Le nouveau patron de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, aurait réussi son examen de passage et aurait les coudées franches pour envisager une stimulation de l'économie américaine par une baisse des taux. La situation budgétaire américaine étant par ailleurs assez satisfaisante, les marges de manœuvre du *policy-mix* seraient entières. En revanche, si l'inflation naissante aux États-Unis s'avérait être plus résistante par simple inertie, la Réserve fédérale devrait durcir encore sa politique, les anticipations d'inflation grimperaient et la hausse des taux longs pourrait non seulement accentuer le ralentissement américain, mais aussi enclencher un ralentissement mondial.

Pour l'instant, le ralentissement américain ne remet pas en cause le modèle qui a fondé la croissance mondiale depuis l'engagement de la phase de croissance actuelle, après les chocs de la première moitié de la décennie. Les conséquences de l'important déficit courant aux États-Unis restent limitées, grâce au concours des pays asiatiques, notamment de la Chine, et des pays producteurs de pétrole, Russie en tête. En recyclant en partie leurs excédents courants dans le financement de la dette extérieure américaine, les pays asiatiques et producteurs de pétrole soutiennent le dollar, favorisent la sagesse des taux longs et confortent leurs débouchés à l'exportation. Le passage à vide de l'économie américaine n'obligera pas les pays asiatiques à changer leur mode de développement, qui restera fondé sur la conquête de marchés extérieurs et l'ancrage de leur monnaie sur le dollar. Finalement, le seul changement notable dans le paysage de la croissance mondiale est le regain de vigueur de la zone euro.

La zone euro momentanément revigorée

Au premier semestre 2006, la zone euro s'est extraite d'une période de langueur prolongée en renouant avec des rythmes d'expansion qui n'avaient plus été observés depuis le début de la décennie, même si la croissance sur un an est restée encore inférieure d'environ 2 points au record observé en 2000. Cette accélération de l'activité a surpris par son ampleur (encadré 1). Une véritable dynamique interne s'est enclenchée, reposant sur l'investissement et la consommation et non plus sur le seul dynamisme du reste du monde. Même si les perspectives de croissance pour 2007 sont en retrait par rapport à celles de 2006, notamment sous l'influence d'un durcissement de la politique économique, le ralentissement resterait modéré dans la zone euro et sa croissance dépasserait celle des États-Unis pour la première fois depuis cinq ans. Mais le continent européen ne prendra pas pour autant la place de locomotive de la croissance mondiale.

1. L'indicateur avancé *: la zone euro revitalisée

La croissance dans la zone euro a surpris par son ampleur au premier semestre 2006. Selon les données d'Eurostat, le PIB a crû de 0,8 % au premier trimestre et de 0,9 % au deuxième, ramenant le taux de croissance à des niveaux inconnus depuis le dernier pic cyclique de 2000. L'indicateur a légèrement sous estimé le rebond, mais pendant plusieurs mois, il a délivré le bon signal d'une reprise au-dessus du consensus des prévisionnistes.

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

Depuis la mi-2005, les éléments moteurs de la reprise ont été les enquêtes de conjoncture dans l'industrie, et dans une moindre mesure dans la construction. Dans l'industrie, le rebond engagé dès la mi-2005 avait laissé escompter un net regain d'activité, qui après les hésitations du quatrième trimestre 2005, s'est pleinement développé au premier semestre 2006.

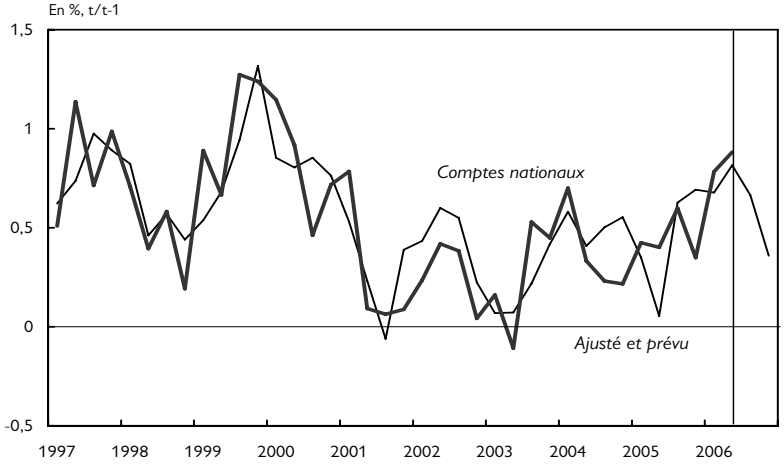
L'effet de l'optimisme des industriels sur les prévisions a été renforcé par l'amélioration de la confiance des ménages qui augurait aussi d'une reprise de leurs dépenses de consommation. En restant largement sous ses records de 2000, la confiance des ménages ne justifiait certes pas un retour de la croissance aux niveaux de l'époque, mais elle ne pénalisait plus les prévisions de l'indicateur au premier semestre comme elle l'avait fait sans discontinuer depuis le début de 2001.

Longtemps, en 2004 et en 2005 le taux de change de l'euro contre le dollar a pesé sur la croissance, mais cette contribution négative s'est inversée au quatrième trimestre 2005 à la suite de l'appréciation du dollar dans la première moitié de l'année. La hausse des taux d'intérêt par la Banque centrale européenne (BCE), qui n'a procédé au resserrement de la politique monétaire qu'avec retard sur la Réserve fédérale, est trop récente pour avoir un effet visible sur les prévisions.

La seconde moitié de l'année 2006 pourrait toutefois être moins favorable que la première, avec des hausses du PIB de 0,7 % et 0,4 %. Le climat des affaires dans l'industrie devrait perdre son dynamisme d'ici à la fin de l'année, annulant, à l'horizon du quatrième trimestre, une contribution restée positive durant cinq trimestres d'affilée. La nouvelle dépréciation du dollar dans la première moitié de 2006 affectera la croissance au troisième et au quatrième trimestres, avec le retour d'une contribution négative du taux de change.

Les prévisions pour le quatrième trimestre 2006 restent toutefois entachées d'une grande marge d'incertitude. La hausse de la TVA en Allemagne en 2007 pourrait conduire les ménages à décaler certains achats à la fin de cette année. Dans ce cas, la croissance serait plus forte que ce que suggère l'indicateur, inapte à prendre en compte ce type de comportement. Le ralentissement n'apparaîtrait alors pleinement qu'au premier trimestre 2007.

Le taux de croissance du PIB observé et estimé



Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2006.

Il est difficile de se réjouir de cette meilleure performance relative, car elle proviendra davantage du ralentissement des États-Unis que d'une franche accélération de la croissance de la zone euro. Grande perdante de la reprise mondiale qui s'est engagée en 2002, l'Europe souffrira encore du tour restrictif adopté par les politiques économiques depuis la mise en place de la monnaie unique. Les seuls instruments susceptibles d'impulser une dynamique de croissance collective ont été désactivés. D'un côté, la politique budgétaire s'est enfermée dans les exigences d'un Pacte de stabilité qui supprime quasiment toute marge de manœuvre. De l'autre, la politique monétaire reste conduite par la crainte permanente d'un regain d'inflation à chaque reprise. L'accumulation d'années de croissance faible peut certes faire croire à un ralentissement du potentiel de croissance non inflationniste en Europe. En y ajoutant la fragilité des estimations de la croissance potentielle sur les fins de période, sensibles aux méthodes de filtrage mises en oeuvre, ou l'affaissement de la productivité induit par les politiques d'emploi menées en bas de cycle, le biais restrictif de la politique monétaire peut être lié à une mauvaise appréciation du sentier de croissance non inflationniste.

Privés des instruments de politique économique qui on fait l'efficacité du *policy-mix* aux États-Unis et confrontés à des questions lancinantes de sous emploi et de soutenabilité des déficits publics, les pays européens sont contraints à des stratégies nationales. Non coopératives, ces politiques sont menées au détriment des partenaires et constituent un jeu à somme négative ou nulle pour l'ensemble de la zone (voir les analyses de notre précédente prévision : *Revue de l'OFCE*, n° 97, avril 2006). Ainsi, la stratégie allemande de désinflation compétitive visant à la conquête de marchés extérieurs pénalise doublement ses partenaires. Elle pèse sur la demande intérieure de l'Allemagne, affaiblissant en retour la demande extérieure de ses partenaires. Elle améliore la position compétitive de la zone mais, en bridant la demande intérieure, elle casse le ressort de la croissance interne. Le second effet l'emporte sur le premier et condamne la zone à de modestes performances.

L'inflation sous contrôle

La réponse de l'inflation au choc pétrolier est restée depuis quelques années très en dessous de ce que l'ampleur de la hausse du prix du pétrole aurait pu laisser supposer. La multiplication par six du prix du brut depuis la fin 1998 a bien sûr retenti sur l'inflation, mais par la seule composante « énergie » des indices de prix. La hausse des coûts intermédiaires n'a pas dégénéré en un supplément d'inflation en aval des

systèmes productifs, désamorçant le risque d'enclenchement de spirales prix-salaires dans les économies des pays importateurs. Ce n'est pas ce que, par exemple, les modèles économétriques, issus de l'observation des données des années 1970 et 1980, délivrent comme message.

Des tensions inflationnistes apparaissent ici où là, comme aux États-Unis ou en Europe, mais restent sous contrôle. L'accélération des salaires aux États-Unis ne semble pas être l'amorce d'un emballement de la boucle prix-salaires, mais davantage une réponse des salariés au recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée, qui a atteint un point bas (graphique 2). La vigilance des autorités monétaires, dans les discours mais aussi dans les actes, a contribué à asseoir leur crédibilité et à briser, avant qu'ils ne se manifestent ouvertement, les comportements inflationnistes. Les banques centrales y ont été indirectement aidées par l'émergence des économies en développement sur la scène internationale. Les gains de productivité induits par l'approfondissement de la division du travail dans l'Asie émergente et la pression sur les coûts dans les pays à bas salaires maintiennent les prix bas partout dans le monde.

2. Part des salaires dans la VA

Sources : Perspectives économiques de l'OCDE n° 79, calculs OFCE.

Le scénario que nous retenons pour l'inflation est donc celui où les pressions à la hausse sont largement compensées par les tendances à la déflation. Le ralentissement américain, conjugué au recul des prix du pétrole et à la stabilité du taux de change, ne devrait pas pousser davantage les pressions inflationnistes, évitant la montée des taux longs, qui, au vu de la crise immobilière en cours désormais, aurait pu être meurtrière pour la croissance.

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

	Trimestres												Années		
	2005				2006				2007				2005	2006	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change[1]															
1 euro =...$	1,31	1,26	1,22	1,19	1,20	1,26	1,27	1,29	1,30	1,35	1,32	1,30	1,24	1,26	1,32
1 $ =…yen	104	108	111	117	117	114	116	119	121	119	117	117	110	117	119
1 £ =…euros	1,44	1,47	1,46	1,47	1,46	1,45	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,46	1,46	1,47
Taux d'intérêt à court terme[1]															
États-Unis	2,7	3,1	3,6	4,2	4,6	5,0	5,3	5,1	5,0	4,8	4,5	4,5	3,4	5,0	4,7
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	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	3,2	3,5	3,7	3,8	3,8	3,8	2,2	3,1	3,8
Royaume-Uni	4,9	4,8	4,6	4,6	4,5	4,6	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7	4,8
Taux d'intérêt à long terme[1]															
Etats-Unis	4,3	4,2	4,2	4,5	4,6	5,1	4,9	4,6	4,6	4,6	4,5	4,4	4,3	4,8	4,5
Japon	1,4	1,3	1,4	1,5	1,6	1,9	1,8	1,8	1,9	2,1	2,1	2,1	1,4	1,8	2,1
Zone euro	3,7	3,4	3,3	3,4	3,6	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	3,4	3,9	4,2
Royaume-Uni	4,7	4,4	4,3	4,3	4,2	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,4	4,5	4,6
Prix du pétrole, Brent, en $[1]	47,5	51,6	61,5	56,9	61,8	69,6	69,5	61,0	64,0	65,0	65,0	65,0	54,4	65,5	64,8
Prix du pétrole, Brent, en €[1]	36,3	41,0	50,4	47,9	51,4	55,4	54,5	47,3	49,2	48,1	49,2	50,0	43,9	52,2	49,2
Matières premières industrielles[2]	10,5	– 3,1	1,0	5,5	12,3	14,6	4,2	3,0	2,0	1,0	0,0	0,0	14,5	33,2	10,7

1. Moyenne sur la période.
2. Variation par rapport à la période précédente, en %.
Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois : certificats de dépôts aux États-Unis, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Japon et au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans 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. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2006.

Tour du monde de la croissance et du ralentissement

États-Unis

Malgré le resserrement monétaire engagé depuis juin 2004, la croissance américaine est restée sur une dynamique relativement soutenue au premier semestre 2006 (3,5 % sur un an au deuxième trimestre). Mais la chute des indicateurs sur le marché de l'immobilier au cours des derniers mois laisse présager d'un ajustement beaucoup plus brutal que celui qui était anticipé au début de l'année : la croissance en 2007 ne dépasserait pas 1,9 %, après 3,2 % en 2006. Après l'effondrement des permis de construire depuis octobre 2005 et des mises en chantier depuis janvier 2006 (– 20 % sur un an), c'est l'investissement logement qui recule pour le deuxième trimestre consécutif. Face à cette chute de la demande, tous les indicateurs de prix des logements marquent un infléchissement baissier. Jusqu'à présent, l'ajustement est resté localisé au secteur immobilier. La consommation a continué de ralentir mais est restée ferme, grâce à la hausse des salaires et à d'importantes créations d'emplois. Du côté des entreprises, la situation est plutôt favorable (encadré 2). Le taux d'investissement augmente, mais sans rattraper les niveaux précédant la bulle Internet, et le taux de marge des entreprises reste à son maximum. Face à une demande intérieure hors investissement logement qui demeure soutenue et à un marché du travail tendu, le risque de laisser se développer une spirale inflationniste n'est pas absent. Dès lors, la gestion monétaire devient très délicate pour la Réserve fédérale, si elle veut à la fois éviter un krach immobilier et résorber les tensions inflationnistes. On suppose que la hausse des taux déjà réalisée suffira à ralentir l'économie américaine, et que la Réserve fédérale laissera ses taux inchangés jusqu'à la fin de l'année 2006, avant de les ramener à 4,5 % à l'horizon de la fin 2007. Le ralentissement de l'économie américaine en 2007 devrait permettre d'effacer une partie des déséquilibres : l'encours hypothécaire des ménages se stabiliserait et le déficit courant s'améliorerait, revenant à 5,7 % du PIB fin 2007, alors qu'il avait atteint 7 % fin 2005.

2. La situation des entreprises aux États-Unis et en Europe

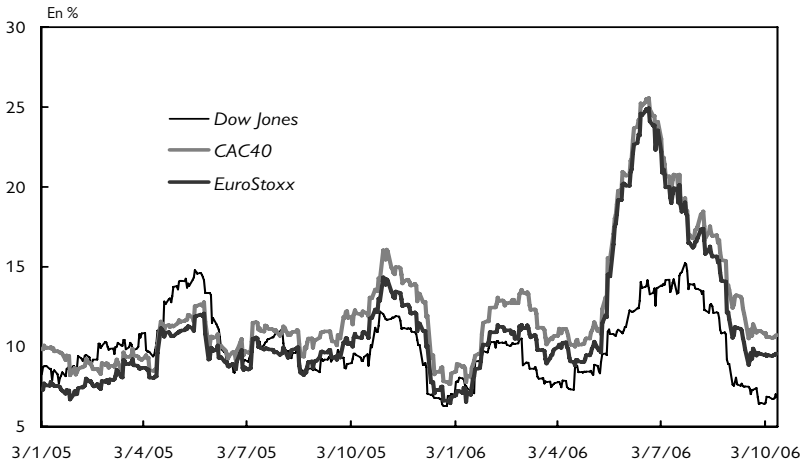
Les évolutions des marchés boursiers mondiaux se sont caractérisées par une forte volatilité au cours de ces derniers mois, notamment en Europe. Après avoir augmenté de plus de 11 % entre le début de 2006 et la mi-mai, le DJ Eurostoxx a perdu 13 % de sa valeur en l'espace d'un mois. Le *Dow Jones*, qui

s'était apprécié de près de 9 % au cours des quatre premiers mois de l'année, a perdu l'ensemble de ses gains en un mois. Le renversement brutal de tendance, visible des deux cotés de l'Atlantique, est cependant difficile à expliquer au seul regard de l'évolution des fondamentaux économiques qui n'ont enregistré aucun changement significatif. Le retournement s'explique par un net regain de l'aversion au risque des investisseurs au cours des mois de mai et juin 2006, mesurée par la volatilité implicite des marchés boursiers (graphique 1). La résurgence potentielle de l'inflation et les évolutions futures des politiques monétaires de la Réserve fédérale et de la BCE, l'ampleur du ralentissement économique américain, les tensions géopolitiques en Moyen-Orient et en Corée du Nord et la hausse des prix du pétrole expliquent la recrudescence de l'aversion au risque. Les marchés qui ont connu la correction la plus ample sont aussi ceux qui avaient enregistré l'expansion la plus vive avant le retournement. Il semble qu'un effet de contagion se soit manifesté, la chute de certains compartiments ayant exacerbé l'incertitude quant à la solidité des plus-values engrangées sur d'autres, entraînant un repli des positions des investisseurs désirant préserver leurs gains.

Depuis le point bas atteint en juin 2006, les indices boursiers se sont nettement redressés : l'Eurostoxx a en effet grimpé de 18 % entre la mi-juin et la mi-octobre 2006, le *Dow Jones* de 12 %, le CAC de 16 % et le DAX de 17 %. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce redressement. En premier lieu, les profits réalisés et attendus des entreprises cotées européennes et américaines sont restés élevés. La croissance des bénéfices par action des entreprises cotées de l'indice S&P500 est, au cours des derniers mois, restée supérieure à 10 % en rythme annuel et les anticipations des analystes restent solides en dépit du ralentissement prévu de l'économie américaine. De l'autre côté de l'Atlantique, la hausse des bénéfices attendus des entreprises composant l'indice Eurostoxx devrait selon les analystes rester robuste, à 9 % environ au cours des douze prochains mois.

En second lieu, les perspectives de croissance dans la zone euro et au Japon ont été révisées à la hausse, ce qui permet de compenser en partie le ralentissement de l'économie américaine. Enfin, de plus en plus d'investisseurs ont le sentiment que les taux directeurs américains ont atteint un plafond. Ce sentiment a été confirmé lors des deux dernières réunions de la Réserve

1. Indice de volatilité des marchés boursiers



Source : Datastream.

fédérale au cours desquelles le comité de l'*open market* a décidé de laisser ses taux inchangés. Ce faisant, la Réserve fédérale signalait qu'elle écartait le risque d'une spirale inflationniste, ce dont ont pris acte les investisseurs en soutenant les cours boursiers. Enfin la baisse des prix du pétrole entamée en août 2006, conjuguée à la baisse des rendements des obligations publiques à long terme servant de taux d'actualisation pour le calcul des bénéfices futurs des entreprises, ont joué également un rôle positif sur la hausse des marchés d'actions.

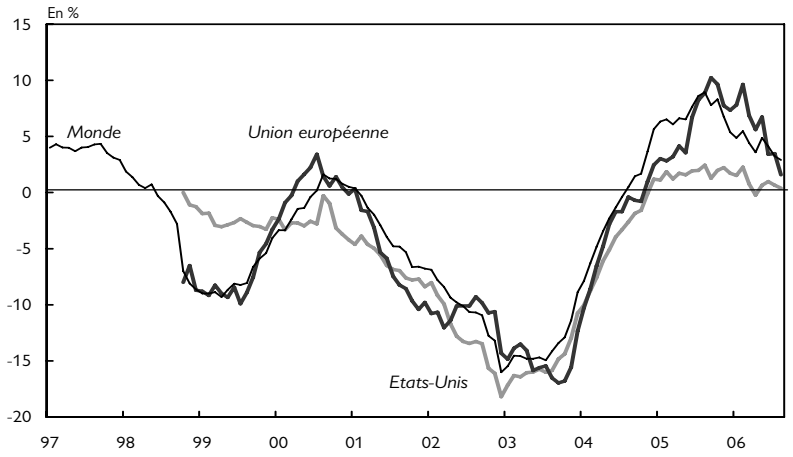
Si les entreprises affichent une rentabilité élevée, indépendamment des événements conjoncturels, c'est qu'elles profitent pleinement de la faiblesse du coût du crédit pour s'endetter et utiliser les effets de levier. Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les institutions financières et monétaires aux sociétés non financières de la zone euro a continué à accélérer pour atteindre 12 % en rythme annuel en août 2006, soit des niveaux comparables à ceux du début de l'année 2000. Le taux d'endettement brut des SNF de la zone euro a par conséquent significativement progressé depuis le début de 2005 pour s'établir à 65 % du PIB au deuxième trimestre 2006. Celui-ci dépasse nettement le niveau du précédent pic de la mi-2003 qui avait marqué le terme de la période de recours massif des entreprises à l'endettement durant la seconde moitié des années 1990. Le faible niveau des taux d'intérêt et les perspectives de croissance favorables en Europe poussent les entreprises à s'endetter pour investir. Les entreprises européennes ont ainsi retrouvé le chemin de la dépense en 2005 (4,4 % en Allemagne et 3,7 % en France), et le rythme de croissance de l'investissement va s'accélérer dans la zone euro en 2006 (6,6 % en Allemagne, 4 % en France et 4,3 % en Italie), se rapprochant du rythme américain (7,2 %) pour finalement le dépasser en 2007 (4,9 % en Allemagne, 4,1 % en Italie et 3,5 % en France contre 2 % aux États-Unis). La politique volontariste d'endettement des entreprises européennes, profitant pleinement d'un coût du capital faible, a permis de financer le redémarrage de l'investissement. Cette politique de recours massif à l'emprunt constitue un soutien majeur à la croissance dans la zone euro et est en partie à l'origine du découplage attendu entre les deux zones en 2007.

Si de part et d'autre de l'Atlantique le bas niveau des taux d'intérêt a permis aux entreprises de recourir à l'endettement bancaire et obligataire pour financer leurs investissements, ces emprunts ont également servi à financer la vive expansion des fusions et acquisitions. À titre de comparaison, durant la vague de fusions et acquisitions de 1999-2000, environ 70 % des opérations avaient été payées sous forme d'actions, contre 30 % seulement depuis 2005 *. Pour la plupart, elles ont été financées par des liquidités, souvent collectées sur le marché obligataire. Les rachats d'actions par les entreprises elles-mêmes et financées par l'endettement ont également fortement augmenté : les annonces ont atteint 117 milliards de dollars aux États-Unis au deuxième trimestre 2006, après 100 milliard au premier trimestre et une moyenne trimestrielle de 87 milliards en 2005.

La montée des inquiétudes concernant la multiplication des opérations de rachats par emprunt commence à peser sur l'obligataire des entreprises, en particulier aux États-Unis. Même si les indicateurs de qualité du crédit montrent actuellement peu de signes de détérioration (taux de défaut très bas, primes de risque sur les obligations d'entreprises toujours faibles), un scénario de chute de la qualité du crédit, en particulier aux États-Unis, n'est cependant pas à exclure avec le ralentissement de la croissance américaine. Le différentiel de « notation » de la dette obligataire des entreprises réalisé par l'agence Moody's, toujours positif mais en forte baisse aux États-Unis au cours de l'année 2006, pourrait alors constituer un prémisse de ce type de scénario (graphique 2).

* Source : Banque des Règlements Internationaux, Rapport trimestriel, juin et septembre 2006.

2. Solde de notation des obligations d'entreprises*



* Pourcentage des entreprises dont la notation a été améliorée moins pourcentage des entreprises dont la notation a été dégradée.
Source : Moody's.

Amérique latine

Entraînée depuis 2004 dans une dynamique de croissance vertueuse, l'Amérique latine traverse cette année électorale avec une constance qui en dit long sur la solidité de ses fondamentaux. L'environnement international est resté propice, mais c'est surtout la solidité des demandes intérieures et la modération des tensions inflationnistes qui étonnent. En 2006, la croissance pourrait accélérer à 4,9 % avant de ralentir à 4,1 % l'année suivante, ce qui la situe encore très largement au dessus de sa moyenne de long terme. Partout la consommation des ménages est solide et l'investissement entre dans le haut de son cycle de croissance, desserrant du même coup les contraintes sur l'offre. Malgré le relâchement des politiques monétaires, engagé depuis l'été 2005 au Brésil et au Mexique, l'inflation est restée maîtrisée sous la cible fixée par les autorités. La flambée des cours des matières premières agricoles, industrielles et pétrolières a sensiblement amélioré les termes de l'échange au point de maintenir les excédents courants à un niveau voisin du record de 2005, en dépit de la hausse des importations liée à la croissance. En 2007, le retournement de la croissance américaine pèserait sur les performances de la région, en particulier celles du Mexique.

Asie

L'économie asiatique a accéléré au premier semestre 2006 grâce à un nouveau record de croissance du PIB chinois. L'accélération de l'économie chinoise est liée à ses deux moteurs habituels : l'investissement et les exportations. Le durcissement de la politique monétaire et les efforts du gouvernement chinois pour éviter les surcapacités industrielles n'ont pas eu les effets escomptés sur l'investissement. L'inflation reste par contre maîtrisée. Le reste de la zone subit de plein fouet la hausse passée des prix du pétrole depuis l'abolition des subventions énergétiques. Les hausses de taux d'intérêt au premier semestre 2006 ont ralenti les économies d'Asie en développement rapide, mais le mouvement devrait progressivement s'inverser, les tensions inflationnistes se relâchant. Notre prévision table sur une légère décélération en 2007 imputable au ralentissement de l'économie américaine et à des conditions monétaires moins favorables. La croissance de la zone atteindrait 8 % en 2006 et 7,3 % en 2007.

Japon

Sortie en 2003 du marasme économique qui avait suivi l'éclatement de la bulle financière et immobilière en 1990, l'économie japonaise a crû à un rythme soutenu jusqu'au premier trimestre 2006 (2,3 % en 2004 et 2,6 % en 2005). L'assainissement du secteur bancaire entrepris par le gouvernement Koizumi a permis la reprise du crédit et de l'investissement privé. La consommation reste également soutenue grâce à l'embellie du marché du travail et l'évolution désormais positive des salaires nominaux. La contribution du commerce extérieur à la croissance reste positive. La compétitivité des exportations japonaises est dopée par la dépréciation du yen et favorisée par une spécialisation sur les segments à forte valeur ajoutée. Il n'y a guère que la rigueur de la politique budgétaire pour ralentir l'économie japonaise. L'impulsion serait encore négative en 2006 et 2007, le gouvernement ayant pour objectif l'équilibre du compte primaire à l'horizon 2011. L'indice révisé des prix à la consommation connaît une évolution positive pour le troisième mois consécutif, mais l'annonce officielle de la fin de la déflation se fait encore attendre. Le dynamisme de la demande intérieure privée soutiendrait l'économie jusqu'à fin 2007. La croissance devrait s'établir à un rythme supérieur à son potentiel en 2006 et 2007 (respectivement 2,8 % et 2,5 %).

PECO

L'économie des Pays d'europe centrale et orientale (PECO) demeure dynamique, et la demande intérieure a relayé le commerce extérieur comme moteur de la croissance au premier semestre 2006. La vigueur de la croissance au premier trimestre 2006 dans la plupart des nouveaux pays membres a conduit à revoir en hausse les prévisions, à 4,8 % en 2006 et à 4,3 % en 2007. La dynamique enclenchée a permis au taux de chômage de passer de 14,5 % en 2002 à 12,9 % au deuxième trimestre 2006 dans l'ensemble de la zone, mais les doubles déficits courant et budgétaire ne seraient pas jugulés à l'horizon 2007. La situation de la Hongrie resterait préoccupante, le déficit courant atteignant 8,5 % du PIB en 2006 et le déficit budgétaire 10,5 %. La fragilité de la croissance hongroise en a fait l'une des principales victimes du mouvement de défiance qui a affecté les marchés des changes de l'Europe émergente en juin 2006. Le forint hongrois s'est déprécié de 8,9 % en un mois, la banque centrale n'ayant pas été en mesure de défendre sa monnaie en raison de la faiblesse des réserves de change. En Russie, un hiver particulièrement rude a provoqué un net recul du PIB au premier trimestre (– 2,2 %), mais l'économie repartirait dès le deuxième trimestre pour progresser de 6,3 % en moyenne sur l'année 2006, puis de 5,2 % en 2007. Elle serait soutenue en 2006 par le dynamisme de la consommation des ménages, favorisé par l'afflux de devises lié à la hausse des prix du pétrole

Royaume-Uni

Le premier semestre a été très dynamique au Royaume-Uni, avec une croissance de 0,7 % à chaque trimestre. L'activité continue d'être tirée par la demande intérieure, dont les composantes se rééquilibrent. Après la hausse du taux d'épargne des ménages en 2005, la croissance de la consommation est repartie à la hausse (+ 2,3 % en glissement annuel, contre 1 % un an auparavant), tout en restant légèrement inférieure à celle du PIB. Les enquêtes de conjoncture laissent penser que la consommation restera dynamique jusqu'à la fin 2006, prolongeant ainsi la baisse du taux d'épargne, avant de ralentir en 2007. Cette prévision ne prend cependant pas en compte le risque d'emballement du marché immobilier, qui pourrait conduire la Banque d'Angleterre à poursuivre la hausse de son taux directeur, remonté préventivement à 4,75 % en août dernier. Par ailleurs, l'investissement des entreprises a accéléré au premier semestre 2006 (+ 5,9 %), et la hausse se poursuivrait au vu du taux d'utilisation des capacités de production, proche de son niveau de long terme. Consommation et investissement ont donc permis de compenser le ralentissement des dépenses des administra-

tions publiques (+ 2,1 %, contre 3,5 % il y a un an). Les enquêtes de conjoncture laissent penser que la croissance restera forte jusqu'à la fin 2006, avant de ralentir en 2007. Ces bonnes nouvelles et une inflation supérieure au centre de la cible de la politique monétaire (2,4 % en juillet pour une cible à 2 %) ont conduit la Banque d'Angleterre à relever son taux directeur de 0,25 point en août dernier, pour le fixer à 4,75 %. L'impulsion légèrement négative de la politique budgétaire devrait permettre au déficit britannique de rester proche de 3 % à l'horizon 2007. Le ralentissement de la consommation des ménages ainsi que le caractère légèrement restrictif de la politique budgétaire, conjugué à notre hypothèse de stabilité du prix du pétrole et au ralentissement de la croissance mondiale, devraient conduire à un léger ralentissement de la croissance britannique, de 2,7 % en 2006 à 2,5 % en 2007. Dans ce contexte et en l'absence d'accélération des prix, la Banque d'Angleterre laisserait ses taux inchangés.

Zone euro

Confirmant les prévisions optimistes pour l'année 2006, le premier semestre a permis à l'économie de la zone euro de sortir de la phase de croissance molle dans laquelle elle se trouvait depuis deux ans. Tirée par la demande intérieure dans un contexte mondial favorable, la croissance de la zone s'est élevée à 0,7 % et 0,9 % aux deux premiers trimestres 2006. Cependant, le resserrement des politiques monétaire et budgétaire, conjugué au ralentissement de la croissance mondiale, devrait entraver cette reprise dès le second semestre 2006. La croissance s'élèverait ainsi à 2,5 % en 2006, et à 2,2 % en 2007.

Les écarts entre pays de la zone euro tendraient à se réduire par rapport à 2005. L'Espagne, en tête ces dernières années, verrait son PIB ralentir de 3,5 % en 2005 à 2,7 % en 2007. Dans le même temps, les performances de l'Allemagne et de l'Italie s'amélioreraient même si, avec des taux de croissance respectifs de 1,9 % et 1,4 % en 2007, ces deux pays resteront toujours à la traîne. La France retrouverait une position moyenne avec une augmentation de son PIB de 2,2 %.

La demande intérieure a tiré la croissance européenne au premier semestre 2006, avec des contributions de 0,8 et 0,6 point chaque trimestre. La consommation des ménages a accéléré (1,9 % en rythme annualisé au premier semestre 2006, contre 1,4 % en 2005), soutenue par l'accélération de la masse salariale liée au dynamisme des créations d'emplois, mais aussi par des conditions financières favorables. Les crédits aux ménages ont ainsi bondi de 9 % au premier semestre, favorisés par des taux courts encore modérés et des taux longs qui n'ont que partiellement reflété le resserrement monétaire. Comme l'indique la hausse de 11 % des crédits aux entreprises au premier

semestre 2006, l'investissement a aussi profité de ces conditions favorables et a accéléré, avec des croissances trimestrielles de 0,8 % et 1,9 % aux deux premiers trimestres de 2006.

Les conditions financières devrait cependant se durcir en 2007, sous l'effet de la poursuite du resserrement monétaire entamé à la fin 2005, et seraient en partie à l'origine d'un ralentissement de la demande intérieure. En raison de l'amélioration conjoncturelle qui se prolongerait fin 2006 et en 2007, mais aussi de la hausse de TVA allemande, l'inflation devrait dépasser la cible de 2 % en 2007. Nous prévoyons donc la poursuite du durcissement de la politique monétaire menée par la BCE depuis la fin 2005, qui porterait ses taux directeurs à 3,75 % d'ici au début de 2007. Cette hausse se répercuterait progressivement sur les taux longs, et son effet sur l'activité économique devrait se faire sentir à partir du troisième trimestre 2006 en pesant sur la situation financière des agents.

L'accentuation de la contrainte financière pesant sur les ménages se traduirait par une légère baisse de l'investissement immobilier, à laquelle s'ajouterait l'impact de la réforme de la TVA allemande. L'anticipation par les ménages de la hausse de la TVA devrait soutenir leurs dépenses fin 2006, mais la consommation ralentirait à 1,4 % en 2007 (contre 1,9 % en 2006), malgré la croissance des revenus et la légère baisse du taux d'épargne. L'investissement productif souffrira, quant à lui, de la hausse des taux de la BCE, mais aussi d'une demande peu dynamique. Le haut niveau du taux d'utilisation des capacités de production permettra tout de même de compenser en partie ces conditions défavorables, et l'investissement demeurerait assez dynamique, avec une croissance de 3,8 % en 2007 (contre 4,1 % en 2006).

Les bonnes performances à l'exportation au premier semestre ne devraient en revanche pas se poursuivre. Tirées début 2006 par le dynamisme de la zone, les exportations ralentiraient sous le coup de l'appréciation de l'euro et du ralentissement des importations britanniques puis américaines. La demande adressée à la zone euro ralentirait alors entre 2006 et 2007, passant d'un rythme trimestriel moyen de 2,4 % au premier semestre 2006 à 1,6 % au second semestre 2007. L'année 2007 serait également marquée par la contraction de la demande intérieure allemande, conséquence de la hausse de la TVA. Les parts de marché des différents pays de la zone poursuivraient donc l'évolution entamée en 2003, à savoir des gains pour l'Allemagne et des pertes pour ses partenaires européens.

Achevé de rédiger le 23 octobre 2006.