

PRESSIONS DOMINÉES

Perspectives 2004-2005 pour l'économie mondiale*

La reprise de l'économie mondiale est engagée sur un rythme de croisière. En 2004, la croissance rejoindrait presque 5 %, après avoir déjà atteint 4 % en 2003. L'expansion est largement diffusée à l'ensemble des zones, tant au continent américain emmené par les États-Unis, qu'à l'Asie impulsée par la croissance chinoise et le renouveau japonais. Même l'Europe, longtemps restée au vestiaire, revient aujourd'hui dans le match (graphique 1).

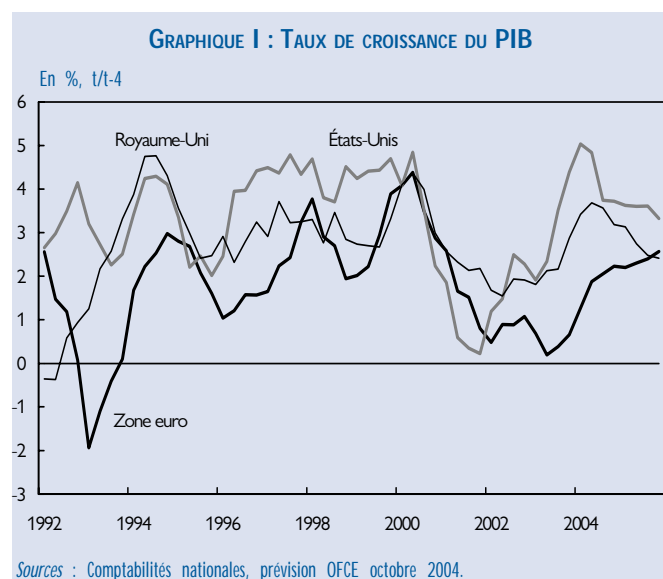
Les désordres consécutifs à l'éclatement de la bulle internet appartiennent maintenant à l'histoire. Les entreprises ont rétabli leur situation après trois années d'assainissement et de gains de productivité, et disposent de confortables profits, plutôt utilisés au désendettement et à la distribution de dividendes qu'à l'engagement d'un cycle d'investissement et d'embauches. En contrepartie, les ménages font les frais du comportement des entreprises, et là où la hausse de l'immobilier fait défaut pour soutenir la consommation, comme en Allemagne, la croissance est moindre.

En 2005, les fondamentaux de l'économie mondiale devraient rester solides. L'activité ralentirait dans les zones où elle était la plus dynamique en 2004 (États-Unis, Royaume-Uni, Japon, zones émergentes) et accélérerait dans la zone euro, pour se rapprocher de son niveau potentiel. Les déséquilibres (comptes courants, endettement des ménages aux États-Unis et au Royaume-Uni, surcapacités en Chine,...) ne se résorberaient que partiellement, mais l'activité n'en prendrait pas ombrage. Au total, la croissance en 2005 serait en léger retrait par rapport à celle de 2004, mais se maintiendrait à un rythme encore soutenu de 4,2 %.

Forte croissance ne va naturellement pas sans tensions et déséquilibres. Les hausses spectaculaires du prix du baril de pétrole et des matières premières inquiètent, à l'excès sans doute, car les économies d'aujourd'hui sont mieux à même d'y faire face qu'il y a 30 ans. Le risque majeur n'est pas celui des approvisionnements, mais celui lié aux déséquilibres des balances courantes. Que les excédents européen et asiatique cessent de financer le déficit américain, et le dollar décrocherait brutalement, plongeant l'économie américaine puis mondiale dans le ralentissement, voire la récession, si la dépréciation du dollar et la hausse des taux d'intérêt n'étaient plus maîtrisées et conduisaient à un krach immobilier.

Pétrole et matières premières, pas d'affolement !

Pétrole et matières premières occupent le devant de l'actualité depuis plusieurs mois. Le prix des matières premières industrielles en dollar a augmenté de 23 % entre



* Cette étude résume le dossier à paraître dans le n° 91 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, Odile Chagny, Valérie Chauvin, Guillaume Chevillon, Gaël Dupont, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart, Danielle Schweisguth et Elena Stancanelli. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 15 octobre 2004.

TABLEAU I : PRINCIPALES HYPOTHÈSES ET RÉSUMÉ DES PRÉVISIONS

	Trimestres ou semestres												Années			
	2003				2004				2005				2003	2004	2005	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prix du pétrole en \$ ¹	31,3	26,1	28,4	29,5	32,0	35,6	42,2	40,0	36,0	35,0	33,0	33,0	28,8	37,4	34,3	
Matières premières industrielles en \$ ²	8,5	1,6	1,9	9,8	13,4	-1,0	1,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	16,9	22,9	-1,1	
Taux de change ¹																
1 € = ... \$	1,07	1,14	1,12	1,19	1,25	1,20	1,22	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,13	1,23	1,25	
1 \$ = ... yen	119	118	117	109	107	110	110	110	112	112	114	114	116	109	113	
1 £ = ... €	1,49	1,43	1,43	1,43	1,47	1,50	1,49	1,48	1,48	1,48	1,48	1,48	1,45	1,48	1,48	
Taux d'intérêt courts ¹																
États-Unis	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,1	1,6	2,0	2,3	2,5	2,8	3,0	1,1	1,4	2,6	
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	2,7	2,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,1	2,4	
Royaume-Uni	3,7	3,6	3,5	3,9	4,1	4,5	4,9	5,0	5,3	5,3	5,3	5,3	3,7	4,6	5,3	
Taux d'intérêt longs ¹																
États-Unis	3,9	3,6	4,2	4,3	4,0	4,6	4,3	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1	4,0	4,3	4,9	
Japon	0,8	0,6	1,2	1,4	1,3	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,0	1,5	1,3	
Zone euro	4,2	4,0	4,2	4,4	4,2	4,4	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,2	4,3	4,5	
Royaume-Uni	4,3	4,2	4,5	4,9	4,8	5,1	5,0	5,0	5,3	5,3	5,3	5,3	4,5	5,0	5,3	
Prix à la consommation ³																
États-Unis	2,9	2,2	2,2	1,9	1,8	2,8	2,8	3,1	2,8	2,3	2,4	2,6	2,3	2,6	2,5	
Japon	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	
Zone euro	2,3	2,0	2,0	2,1	1,7	2,3	2,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,7	2,1	2,1	1,8	
Royaume-Uni	1,5	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	1,5	1,4	1,5	1,6	
PIB en volume, cvs ²																
États-Unis	0,5	1,0	1,8	1,0	1,1	0,8	0,7	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7	3,0	4,3	3,5	
Japon	0,0	1,1	0,6	1,9	1,6	0,3	-0,1	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	2,5	3,7	1,7	
Zone euro	0,0	-0,1	0,4	0,3	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,5	1,9	2,4	
Allemagne	-0,4	-0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	-0,1	1,5	2,1	
France	0,2	-0,4	0,8	0,5	0,8	0,8	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,5	2,5	2,6	
Italie	-0,1	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,3	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	1,2	2,0	
Royaume-Uni	0,2	0,7	0,9	1,0	0,7	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,2	3,4	2,6	
Importations de marchandises en volume, cvs ²																
Monde	1,8	0,1	1,7	3,8	3,3	3,2	2,4	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2	6,3	11,6	9,3	
Pays industrialisés	0,5	0,4	1,0	3,0	1,2	2,8	2,0	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	4,4	7,9	7,6	
PED	4,7	-0,4	3,2	5,6	7,6	4,1	3,2	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	10,5	20,0	12,7	
Balances courantes en points de PIB, cvs																
États-Unis	-5,0		-4,6		-5,4		-5,5		-5,1		-4,9		-4,8	-5,5	-5,0	
Japon	3,0		3,6		3,8		4,7		5,0		5,4		3,3	4,3	5,2	
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 octobre 2004.

2003 et 2004 et le pétrole de 30 %. La hausse des prix du pétrole se poursuit aujourd'hui, alimentée par les tensions géopolitiques, mais plus fondamentalement aussi par une demande plus forte qu'anticipée et très supérieure à la capacité de production mobilisable à court terme. Ces déséquilibres appellent à terme des ajustements, tant du côté de l'offre que du côté de la demande, la hausse des prix envoyant alors un signal aux intervenants. Pour autant, le spectre des chocs pétroliers des années 1970 est indûment agité. Aujourd'hui, le contenu énergétique de la croissance mondiale est plus faible qu'il y a 30 ans, et le risque de dérapage inflationniste est beaucoup plus limité : les entreprises sont en meilleure situation financière et les banques centrales, indépendantes, ont un objectif d'inflation plus strict. Cette modération assoit la confiance dans la stabilité des prix et dans les institutions qui en ont la charge. Face aux chocs, le monde montre pour le moment une certaine sérénité. En 2005, le cours du pétrole reviendrait assez rapidement en dessous de 40 dollars, pour se stabiliser à 33 dollars en fin d'année, soit légèrement au-dessus du cours moyen du premier trimestre 2004 (32 dollars). À condition que les incertitudes poussant les anticipations à la hausse soient levées.

TABLEAU 2 : PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2003	2004	2005
Allemagne	4,4	-0,1	1,5	2,1
France	3,2	0,5	2,5	2,6
Italie	3,1	0,4	1,2	2,0
Espagne	1,8	2,5	2,5	2,6
Pays-Bas	0,9	-0,9	1,3	2,1
Belgique	0,6	1,1	1,7	2,5
Autriche	0,5	0,7	1,4	2,4
Finlande	0,4	2,1	2,9	3,6
Portugal	0,4	-1,2	1,8	2,4
Grèce	0,3	4,3	3,7	2,9
Irlande	0,3	3,7	4,6	5,2
Zone euro	15,7	0,5	1,9	2,4
Royaume-Uni	3,1	2,2	3,4	2,6
Suède	0,5	1,7	3,3	2,9
Danemark	0,3	0,5	2,2	2,4
Union européenne à 15	19,7	0,9	2,2	2,4
10 nouveaux adhérents	1,8	3,8	5,0	4,6
Union européenne à 25	21,5	1,1	2,3	2,5
Suisse	0,4	-0,3	1,7	1,9
Norvège	0,3	2,5	2,7	2,8
Europe	22,2	0,8	2,0	2,2
États-Unis	21,2	3,0	4,3	3,5
Japon	7,1	2,5	3,7	1,7
Canada	2,0	2,0	2,9	3,3
Pays industriels	54,2	1,9	3,1	2,6
Pays candidats à l'UE ²	1,4	5,4	7,4	5,4
Russie	2,7	7,3	7,1	7,5
Autres CEI ³	1,2	6,6	8,1	6,1
Chine	12,7	9,1	8,7	7,5
Autres pays d'Asie	13,5	6,9	6,3	6,0
Amérique latine	7,9	1,9	5,7	3,1
Afrique	3,2	4,3	4,5	5,4
Moyen-Orient	3,1	6,0	5,1	4,8
Monde	100,0	4,0	4,9	4,2

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2002.

2. Bulgarie, Roumanie, Turquie, Croatie.

3. Communauté des États Indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2004.

Le dynamisme retrouvé du commerce mondial

Le commerce mondial a accéléré fin 2003 et au premier semestre 2004, bénéficiant de la reprise économique générale. La hausse des importations mondiales, de 6,3 % en 2003, aura fortement accéléré en 2004 pour atteindre 11 %. Le principal moteur de cette croissance reste l'Asie émergente, mais les échanges ont également bénéficié de l'accélération du commerce extérieur des États-Unis et de l'Europe. L'accélération des échanges mondiaux est cependant derrière nous. En 2005, la croissance du commerce mondial (9,3 %) ralentirait légèrement par rapport à 2004, mais sa hausse serait encore relativement forte au regard des évolutions de longue période.

Croissance avec tambours et trompettes au Japon et dans les zones émergentes

Le dynamisme de la croissance asiatique ne s'est pas démenti au premier semestre 2004. Les exportations ont été stimulées par la croissance économique mondiale, la vigueur des importations chinoises et l'amélioration de la compétitivité-prix qui a bénéficié de la dépréciation du dollar auquel les monnaies asiatiques sont ancrées. La bonne tenue du commerce extérieur s'est accompagnée d'une demande intérieure robuste, soutenue pour la première fois depuis la crise asiatique par une reprise vigoureuse des investissements privés. La croissance serait donc aussi forte en 2004 qu'en 2003, (7,1 %) dans l'ensemble de la zone Asie (tableau 2). Elle ralentirait légèrement en 2005 (6,3 %) principalement sous l'effet de la hausse du pétrole qui, en Asie, n'est pas amortie du fait de la sous-évaluation des monnaies par rapport au dollar.

Le Japon est sorti de récession en 2002 et une reprise soutenue s'est affirmée en 2003 et dans la première moitié de 2004. L'activité a bénéficié du dynamisme des exportations et de la vigueur de la consommation et de l'investissement privés. La croissance ralentirait en 2005, alors que les pressions déflationnistes persisteraient. De 3,7 % en 2004, la croissance tomberait à 1,7 % en 2005.

Après trois ans de quasi stagnation, l'année 2004 a marqué le retour d'une nouvelle phase d'expansion en Amérique latine. À la hausse du prix des matières premières dont la région est exportatrice, se sont ajoutés la vigueur de la croissance aux États-Unis et en Asie, des taux de change favorables et les effets expansionnistes, pour les pays membres, d'une région intégrée en phase de reprise. Les déséquilibres tant internes qu'externes ont continué à s'atténuer avec la croissance. Cette embellie conjoncturelle devrait se poursuivre en 2005, à un rythme un peu plus lent cependant du fait d'un moindre dynamisme de la demande étrangère adressée à la zone.

En 2003 et 2004, les économies d'Europe centrale et orientale ont connu une croissance enviable. Alors que la zone euro stagnait en 2003 et redémarrerait lentement en 2004, les nouveaux pays membres de l'Union européenne ont connu une croissance supérieure à 6 %, et même de plus de 7 % en Russie et dans la Communauté des États Indépendants. En 2005, l'activité ralentirait légèrement dans les pays de l'Est.

Fin d'euphorie artificielle aux États-Unis

La croissance aux États-Unis a été soutenue au premier semestre 2004 (2 %), mais a ralenti par rapport à celle de la

seconde moitié de 2003 (2,8 %). La consommation des ménages a marqué le pas au deuxième trimestre, sous l'effet de la hausse du pétrole qui a amputé le pouvoir d'achat du revenu disponible. Au contraire, l'investissement est redevenu un moteur essentiel de la croissance, même si les dépenses ont crû moins vite que les marges de financement. La mauvaise surprise est venue du commerce extérieur, avec une contribution fortement négative au premier semestre 2004, en dépit de la dépréciation du dollar entamée il y a maintenant à deux ans et demi. Les délais de réaction du solde commercial américain à une baisse du dollar sont particulièrement longs, rémanence probable des effets retardés de l'importante appréciation de la devise entre 1995 et 2001 sur la compétitivité. S'y ajoute la faiblesse des débouchés vers l'Europe où la croissance est encore poussive. Si, à l'automne 2004, tout le monde s'accorde à prévoir une croissance un peu supérieure à 4 % en 2004 aux États-Unis, l'année 2005 ne suscite pas la même unanimité. Avec une croissance prévue de 3,5 %, les prévisions de l'OFCE se situent au milieu de la fourchette des prévisions du consensus, s'étendant de 2,8 % pour les plus pessimistes à 4,7 % pour les plus optimistes. L'économie américaine croîtrait aux alentours de son potentiel tout en corrigeant une partie de ses déséquilibres. La dépréciation du dollar améliorerait enfin le déficit courant, l'impulsion budgétaire, négative, contribuerait à la réduction du déficit public à hauteur de 0,5 point, et la normalisation de la politique monétaire porterait les taux d'intérêt à 3 % fin 2005, ce qui pousserait les ménages à un comportement d'endettement plus prudent et tempérerait l'exubérance du marché immobilier. La consommation des ménages et l'investissement résidentiel s'essoufferaient sous le coup de la remontée des taux longs et de l'épuisement progressif des effets de richesse liés au boom de l'immobilier. Mais la réanimation du marché du travail et le début de redistribution des gains de productivité jusqu'ici thésaurisés par les entreprises, alimenteraient la dynamique du pouvoir d'achat du revenu disponible. Elle éviterait une brusque remontée du taux d'épargne qui aurait davantage pénalisé la consommation. Il n'en reste pas moins que le rythme de croissance de la consommation, moteur habituel de la croissance, devrait passer en sous-régime. L'investissement ne pâtirait pas de l'arrêt de la progression de la part des profits dans la valeur ajoutée. Les entreprises ont restauré leur capacité d'endettement, qui pourra être mobilisée pour poursuivre les investissements, plutôt orientés vers la productivité, la sagesse des tensions sur l'appareil productif ne nécessitant pas un fort volume d'investissement d'extension des capacités de production.

Reprise sans panache dans la zone euro

La reprise dans la zone euro est maintenant effective. La croissance du PIB a atteint 1,1 % au premier semestre 2004, amplifiant le redressement engagé dans la seconde moitié de 2003, et devrait s'approcher des 2 % sur l'ensemble de l'année. Même si l'écart des rythmes d'expansion tend à s'amenuiser entre l'Europe et les États-Unis, force est de constater que la zone euro n'a jamais été animée du même élan qu'outre-Atlantique depuis l'entrée dans la phase de reprise actuelle.

La diffusion de l'expansion est générale : pour la première fois depuis l'entrée en ralentissement à la mi-2001, le glissement annuel du PIB est redevenu positif dans tous les pays de la zone. Mais derrière cette unité de façade, les situations nationales divergent profondément : dans certains pays, comme la France et l'Espagne, la croissance est tirée par une demande intérieure dynamique mais est pénalisée par la faiblesse du commerce extérieur ; dans d'autres, comme l'Allemagne et les Pays-Bas, la séquence est inverse. L'Italie se trouve dans une

situation intermédiaire. La situation florissante de l'immobilier en France et en Espagne stimule la consommation des ménages et incite les banques à accorder des crédits. Au contraire, en Allemagne et aux Pays-Bas, la forte modération salariale et les réformes sociales pèsent sur la consommation, mais améliorent la compétitivité.

La reprise dans la zone euro devrait se poursuivre dans la seconde moitié de 2004, mais le contexte n'avalise pas l'idée d'une expansion très forte. Les chocs passés, baisse du dollar et flambée du pétrole, amputeraient la croissance de quelques dixièmes de point. La consommation accélérerait, mais progressivement, car les revenus salariaux resteraient freinés par les retards à l'embauche usuels en cette phase du cycle. L'investissement pourra poursuivre sa progression, les entreprises n'étant plus contraintes après plusieurs années d'apurement de leur situation financière. Au total, l'activité augmenterait de 2,4 % en moyenne annuelle en 2005, soit un rythme supérieur à la croissance potentielle, mais modéré pour une période de reprise. Les disparités nationales devraient subsister, ces dernières étant d'ordre structurel.

Avec une croissance prévue de 3,4 % en 2004, le Royaume-Uni penche plutôt du côté de son oncle d'Amérique que de ses cousins d'Europe. La demande intérieure aura tiré la croissance, le commerce extérieur l'aura amputée, d'abord parce que la moitié des exportations britanniques sont destinées à l'Union européenne, où la croissance reste molle, ensuite parce que les producteurs ont perdu des parts de marché. En 2005, la croissance au Royaume-Uni ralentirait à 2,6 %, prévision somme toute modérée eu égard au risque immobilier qui hante les perspectives de croissance depuis plusieurs années.

La politique budgétaire inversée

En 2003, la *policy mix* a été très accommodant aux États-Unis et au Royaume-Uni, où l'impulsion budgétaire a dépassé 1 point de PIB, ainsi que, dans une moindre mesure, au Japon. Dans la zone euro, politique budgétaire et conditions monétaires ont été légèrement restrictives malgré la faiblesse de la

TABLEAU 3 : POSITIONS BUDGÉTAIRES AUX ÉTATS-UNIS, EN EUROPE ET AU JAPON

Croissance du PIB En %	2002	2003	2004	2005	Moyenne 2002-2005
	Zone euro	0,9	0,5	1,9	
États-Unis	1,9	3,0	4,3	3,5	3,2
Royaume-Uni	1,8	2,2	3,4	2,6	2,5
Japon	-0,3	2,5	3,7	1,7	1,9
Solde public En % du PIB	2002	2003	2004	2005	Moyenne 2002-2005
	Zone euro	-2,4	-2,7	-3,0	
États-Unis	-3,8	-4,6	-4,8	-4,2	-4,4
Royaume-Uni	-1,6	-3,2	-2,8	-2,5	-2,5
Japon	-8,0	-8,1	-6,9	-6,8	-7,5
Impulsion budgétaire ¹ En points de PIB	2002	2003	2004	2005	Moyenne 2002-2005
	Zone euro	0,7	-0,3	-0,1	
États-Unis	3,0	1,0	0,9	-0,5	1,1
Royaume-Uni	2,3	1,3	0,0	-0,1	0,9
Japon	1,2	0,3	-0,7	-0,1	0,2

1. Opposé de la variation du solde structurel primaire. Un chiffre positif indique une politique budgétaire expansionniste.

Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2004.

croissance. En 2004, la politique monétaire est restée accommodante aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais, alors que la politique budgétaire maintenait une impulsion de l'ordre d'1 point de PIB aux États-Unis, elle est devenue neutre au Royaume-Uni. Dans la zone euro, la politique budgétaire s'est également légèrement relâchée, alors qu'elle s'est nettement durcie au Japon (tableau 3).

Le déficit budgétaire de 2004 représentera, selon nos prévisions, 2,8 % du PIB au Royaume-Uni, 3 % du PIB dans la zone euro, 4,8 % du PIB aux États-Unis et 6,9 % du PIB au Japon. L'année 2005 devrait voir converger les politiques budgétaires, les pays expansionnistes en 2004 (Royaume-Uni et États-Unis) basculant dans la restriction et rejoignant les pays où l'impulsion était déjà négative.

Dans l'ensemble des zones développées, la politique monétaire est restée très accommodante. Les taux courts réels sont nuls ou négatifs aux États-Unis et dans la zone euro. La stimulation de l'activité a été forte, et est passée par le canal de l'immobilier plutôt que par le canal de l'investissement productif des entreprises. Dans un contexte qui resterait modérément inflationniste en 2005, et dans la mesure où le risque d'un krach immobilier ne peut être éliminé, les remontées de taux directeurs seraient progressives et modestes. La Réserve Fédérale augmenterait progressivement son taux directeur vers 3 % jusqu'à la fin 2005. Dans la zone euro, la hausse prévue des taux directeurs serait plus faible, et compte tenu des niveaux d'inflation respectifs, les taux courts réels européens deviendraient moins élevés que ceux des États-Unis.

Et si la mécanique se grippait ?

La prévision décrite ici repose sur l'absence d'aggravation des problèmes qui planent de manière chronique sur l'économie mondiale depuis deux ans. Le maintien, voire l'accentuation, des tensions actuelles sur le marché pétrolier, pourrait creuser le ralentissement, modéré, prévu pour la fin 2004 et l'année 2005. Tout dépend bien sûr du degré de diffusion, au sein des économies importatrices nettes de pétrole, de l'effet inflationniste du choc. Un simple regain d'inflation sans enclenchement d'une spirale prix-salaires, ne conduirait pas les banques centrales à durcir davantage la politique monétaire. Au total, l'impact récessif du choc pour les pays consommateurs serait limité, grâce à la hausse de la demande adressée émanant des pays exportateurs, ou par la baisse des taux d'intérêt induite par le recyclage des pétrodollars sur le marché des capitaux. En revanche, si les banques centrales étaient amenées à réagir significativement en cas de débordement du choc inflationniste sur les salaires, la croissance serait plus fortement pénalisée.

L'autre risque serait celui d'un décrochage du dollar. Depuis quatre ans, les banques centrales asiatiques ont soutenu la devise américaine en achetant une part importante de l'excédent de dollars sur le marché des changes pour se procurer des titres américains, finançant par là-même le déficit de la balance courante américaine. Ce faisant, elles ont préservé le modèle de développement des zones émergentes, fondé sur le commerce extérieur, en maintenant la compétitivité-prix des exportations asiatiques à destination des économies occidentales. Avec un succès certain puisque le Japon est sorti de récession et que la Chine a émergé en tant qu'acteur économique mondial.

La montée du prix des approvisionnements en pétrole pourrait changer la donne. En effet, si un taux de change sous-évalué (par rapport au dollar) améliore la compétitivité, il renchérit aussi les prix des importations en produits de base déjà affectés par de fortes hausses liées à la phase actuelle du cycle de l'économie mondiale. Dans le cadre d'un « plan de refroidissement » de leurs économies menacées de dérives inflationnistes, les pays asiatiques pourraient cesser leurs interventions sur le marché des changes et se désolidariser du dollar. La chute de la monnaie américaine deviendrait ainsi incontrôlée, au gré des anticipations de dépréciation supplémentaire.

Cette crise des changes conduirait à une crise de financement du déficit courant américain, financé sans difficulté actuellement grâce aux achats d'obligations américaines par les banques centrales asiatiques. Il en résulterait une hausse des taux d'intérêt longs, rendue nécessaire pour attirer des capitaux devenus réticents à s'investir aux États-Unis.

Le ralentissement américain serait alors beaucoup plus prononcé que celui anticipé à l'heure actuelle, et pourrait même se transformer en récession si la hausse des taux longs conduisait au retournement du marché de l'immobilier, considéré par certains en situation de « bulle », et au freinage du crédit aux ménages, contraints par le renchérissement du coût du crédit.

Le reste du monde, et notamment l'Europe où la croissance est fragile, ne serait pas épargné par le ralentissement américain. Pas tant parce que la hausse des taux aux États-Unis se diffuserait à l'Europe, mais plutôt parce que la récession américaine réduirait les débouchés de l'Europe vers le marché américain. L'effet sur les taux serait mitigé : hausse des taux sur les obligations privées du fait de la hausse probable de la prime de risque exigée par les prêteurs dans un monde devenu plus incertain, et baisse des taux sur les titres publics, les capitaux réticents à s'investir aux États-Unis se dirigeant vers l'Europe.

Dans l'état actuel du marché et dans l'hypothèse où les taux d'intérêt ne subiraient pas de chocs, il n'existe pas en Europe de risque immobilier, sauf peut-être en Espagne. En revanche, la réalisation du « risque dollar » et de son corollaire, la hausse des taux d'intérêt longs, pourrait précipiter le retournement du marché immobilier, marqué par plusieurs années de forte hausse. La propension à consommer des ménages en serait affectée, les moins-values immobilières, même latentes, pouvant freiner la capacité d'endettement des ménages.

Existe-t-il un risque « crise asiatique », à l'image de celle survenue à l'été 1997 ? Son avènement est plus hypothétique, car il supposerait l'émergence d'un sentiment de défiance des investisseurs internationaux vis-à-vis de l'accumulation de créances douteuses dans les pays asiatiques et la généralisation d'interrogations sur l'opportunité d'investir dans des économies où le risque de suraccumulation devient plus pesant. Le cas échéant, les sorties de capitaux entraîneraient un effondrement de l'investissement qui pèserait sur la croissance. Naturellement, la dévaluation des monnaies asiatiques induite par les retraits de capitaux serait à l'origine de gains de compétitivité qui soutiendraient l'activité par le canal du commerce extérieur. Mais l'effet inflationniste de la dévaluation, dans un contexte de tensions exacerbées, pourrait inciter les banques centrales asiatiques à se porter vendeuses de leurs réserves en dollars sur le marché des changes, et finalement soutenir leur monnaie.

Ce scénario noir est improbable. Le pilotage économique américain vise précisément à l'éviter ■

REPRISE À BAS RÉGIME

Perspectives 2004-2005 pour l'économie française

L'année 2004 est incontestablement une année de reprise. Alors que l'économie française a connu en 2003 sa plus faible croissance depuis la récession de 1993 (0,5 % en moyenne annuelle), elle devrait atteindre cette année 2,5 % (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 recouru à l'emprunt.

2004, une année de reprise...

Par leurs projets d'investissement pour les uns, leurs intentions d'achat pour les autres, les ménages et les entreprises français vont permettre à l'économie de croître à un rythme supérieur à celui de ses principaux partenaires européens, et ce malgré des échanges extérieurs toujours pénalisants. La conjoncture française est sous le coup de deux forces contradictoires : si la demande intérieure reste très dynamique, l'environnement extérieur aplatit, sans la rompre, la phase de reprise de l'activité dans l'hexagone. Cette dichotomie de la croissance française, présente depuis 2002, est particulièrement marquée cette année. La France est le pays de la zone euro qui a le moins bénéficié d'une demande mondiale très dynamique en 2003 et en 2004 : cette année, les échanges extérieurs devraient amputer la croissance de 1 point de PIB dans l'hexagone, alors qu'ils soutiendront celle de la zone euro de 0,4 point. Si ce mauvais résultat s'explique pour l'essentiel par l'appréciation du taux de change effectif de l'euro enclenchée fin 2001 et dont les effets ont commencé à se faire sentir pleinement en 2003, elle ne permet nullement d'expliquer l'écart de performance avec le reste de la zone euro. Les raisons de cet écart sont à chercher du côté de la spécialisation géographique et sectorielle de la France : 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, par ailleurs, de sa spécialisation sectorielle forte dans l'aéronautique, la France a également plus souffert que ses partenaires de la crise du secteur aérien suite aux événements du 11 septembre 2001.

TABLEAU 1 : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB

En %, moyenne annuelle	2002	2003	2004	2005
Taux de croissance du PIB	1,1	0,5	2,5	2,6
Dépenses des ménages	1,0	0,9	1,5	1,6
Investissements et stocks des entreprises	-0,5	-0,2	0,5	0,8
Dépenses des administrations	1,1	0,8	0,7	0,5
Variations de stocks	-0,2	-0,2	0,8	0,1
Total de la demande intérieure	1,5	1,4	3,5	3,0
Solde extérieur	-0,4	-0,8	-1,0	-0,4

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod à partir du troisième trimestre 2004.

... plus marquée que prévue

Nos perspectives de croissance pour 2004 sont fortement révisées par rapport à celles envisagées six mois auparavant. Le cheminement que nous envisagions alors s'annonçait plus erratique : à cette époque, certains doutes planaient quant à la vigueur de la reprise, nourris entre autres par une situation financière des agents économiques encore fragile. C'était le cas des entreprises qui, selon les comptes nationaux disponibles au printemps dernier, connaissaient une forte dégradation de leur taux de marge. S'établissant à un niveau particulièrement bas à la fin de l'année 2003 — niveau jamais atteint depuis 1986 — nous faisons alors l'hypothèse que les entreprises connaîtraient une phase d'attentisme durant laquelle elles seraient dissuadées d'investir et d'embaucher. Elles profiteraient alors du surplus d'activité pour reconstituer leurs marges.

Dans la dernière version des comptes trimestriels, il apparaît que la situation des entreprises n'a pas été aussi dégradée que cela dans le passé récent, faussant à la fois le diagnostic conjoncturel mais également l'orientation de la politique économique à mener¹. À la fin du premier semestre 2004, le niveau du taux de marge a dépassé son niveau moyen calculé sur les quinze dernières années, laissant entrevoir une forte probabilité du dégel des plans d'investissement des entreprises et d'une reprise prochaine des embauches si la demande continue sur ce rythme. La progression de l'investissement devrait s'intensifier, poursuivant le rebond enregistré au deuxième trimestre 2004 (2,2 %).

L'autre bonne surprise de ce début d'année 2004 tient à la vigueur de la consommation des ménages. Malgré un marché du travail peu dynamique et une accélération de l'inflation, les ménages ont continué à consommer en réduisant leur taux d'épargne. Ce dernier devrait baisser de 0,6 point cette année, passant de 15,8 % à 15,2 % selon nos estimations. Le prix élevé de l'immobilier est une piste susceptible d'expliquer cette baisse. D'une part, selon un effet de richesse habituel, les ménages propriétaires se sentent plus riches, ce qui stimule leur consommation. D'autre part, l'immobilier est un vecteur très puissant de transmission de la politique monétaire. Le bas niveau des taux d'intérêt rend l'achat de logements rentable par rapport à la location, et solvables les ménages qui veulent se porter acquéreurs. Ces derniers, en accédant au crédit, injectent des liquidités dans l'économie, stimulant la consommation.

Une dernière explication à cette bonne tenue de l'activité française réside, comme chaque année depuis 2000, dans une impulsion budgétaire effective plus forte que celle anticipée sur la base des informations budgétaires fournies par le gouvernement (0,4 point de PIB en moyenne sur la période). Cette différence réside principalement (0,3 point) dans l'écart entre les dépenses de santé et l'objectif fixé dans la Loi de finances initiale. En 2004, alors que les mesures annoncées dans le projet de Loi de finances laissaient anticiper une politique budgétaire restrictive, amputant la croissance d'environ 0,3 point de PIB, celle-ci devrait finalement s'avérer neutre.

1. Même s'il n'y a pas eu de plan massif de baisse de charges ou de baisse d'impôts, cette erreur de diagnostic a alimenté certaines mesures sectorielles (restauration, buralistes), les propositions de réforme du Code du travail et d'assouplissement des 35 heures. De la même manière, le plan Sarkozy de relance de la consommation a finalement été mené alors que le taux d'épargne baissait déjà de façon conséquente.

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

	Niveau (Mds € 95) 2000	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
		2004				2005				2003	2004	2005
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 357	0,8	0,8	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,5	2,5	2,6
Importations	371	1,1	3,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	0,3	7,7	8,1
Consommation des ménages	726	0,9	0,7	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	1,7	2,5	2,6
Consommation des administrations	308	0,6	0,8	0,1	0,2	0,6	0,5	0,5	0,5	2,5	2,5	1,7
FBCF totale, dont :	279	0,8	1,9	1,0	1,0	1,2	1,2	1,4	1,5	0,1	3,8	4,9
- Entreprises	172	0,9	2,1	1,4	1,3	1,5	1,5	1,7	2,0	-1,5	4,4	6,3
- Ménages	63	0,9	1,9	0,7	0,9	0,7	0,8	1,1	1,1	0,7	3,3	3,6
- Administrations	44	0,2	1,2	-0,2	-0,2	1,0	0,5	0,4	0,4	5,5	2,5	1,7
Exportations	394	0,7	1,1	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	-2,7	4,1	6,9
Variations de stocks (contribution)		0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,8	0,1
Demande intérieure totale hors stocks	1 321	0,8	1,0	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	1,6	2,8	2,8

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod.fr à partir du troisième trimestre 2004.

TABLEAU 3 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS

	Évolutions trimestrielles								MA ⁵ GA ⁶ 2003	MA ⁵ GA ⁶ 2004	MA ⁵ GA ⁶ 2005
	2004				2005						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	7	27	23	47	52	57	80	109	0	40	215
Nombre de chômeurs ¹ (en milliers)	-22	-13	12	-10	-28	-32	-57	-85	211	24	-106
Taux de chômage ¹ (en %)	9,8	9,8	9,8	9,8	9,7	9,5	9,3	9,0	9,7	9,8	9,4
Prix à la consommation ² (en %)	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,1	2,2	2,0
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	0,5	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,9	2,5	3,1
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	0,5	0,8	0,7	0,7	0,7	0,9	1,0	1,9	2,5	3,1
Ménages											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,2	0,5	0,9	0,7	0,0	0,6	0,7	0,8	0,5	1,7	2,1
Taux d'épargne (en %)	15,2	15,0	15,3	15,3	14,8	14,7	14,8	14,9	15,8	15,2	14,8
Taux d'épargne financière (en %)	5,7	5,3	6,2	6,2	5,2	5,2	5,2	5,3	6,6	5,9	5,2
Entreprises											
Taux de marge (en %)	32,0	32,7	32,7	32,8	33,0	33,1	33,1	33,0	31,6	32,6	33,1
Taux d'investissement ³ (en %)	16,9	17,0	17,2	17,3	17,5	17,7	17,9	18,1	16,9	17,1	17,8
Taux d'autofinancement ⁴ (en %)	86,9	89,9	88,1	88,1	88,2	86,3	84,1	81,6	85,0	88,3	85,0
Administrations											
Capacité de financement/PIB (en %)	-3,8	-3,7	-3,6	-3,5	-3,0	-2,9	-2,7	-2,6	-4,1	-3,7	-2,8
Taux de prélèvement obligatoire (en %)	44,1	43,9	43,4	43,4	43,9	44,0	44,1	44,1	43,8	43,7	44,0
Taux d'intérêt											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	4,1	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,1	4,3	4,5
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	2,1	2,1	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,1	2,3

1. Au sens du BIT.

2. Indice des prix à la consommation, cvs.

3. En valeur, y compris stock.

4. Épargne brute/FBCF.

5. MA : Moyenne annuelle.

6. GA : Glissement annuel.

TABLEAU 4 : LES HYPOTHÈSES D'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET LES SOLDES EXTÉRIEURS

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2004				2005				2003	2004	2005
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	1,9	1,9	2,1	2,0	1,8	1,8	1,8	1,9	3,5	7,5	7,8
Prix des concurrents en devises (en %)	0,0	0,0	1,4	1,9	1,0	0,2	0,2	0,2	0,6	1,2	3,4
Prix du pétrole en \$	31,8	35,4	42,1	40,0	36,0	35,0	33,0	33,0	28,8	37,4	34,3
Prix des importations en euros (en %)	-0,7	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,2	-1,0	0,9
Prix des exportations en euros (en %)	0,0	0,6	0,7	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	1,3	1,0
Solde des biens et services (Mds d'euros)	5,3	3,1	3,2	3,3	3,0	2,9	2,8	2,8	18,2	14,9	11,5

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle e-mod.fr à partir du troisième trimestre 2004.

Quel scénario à l'horizon 2005 ?

Après une phase d'attente qui les a dissuadées d'investir et de reconstituer leurs stocks, les entreprises ont profité d'un environnement de taux d'intérêt faibles pour rétablir leur situation financière et leur profitabilité. Ne souffrant pas de contrainte de surcapacité, rien ne semble empêcher une reprise franche de l'investissement productif si l'accélération de l'activité se confirme. En cette fin de premier semestre, les indicateurs de capacité, les enquêtes de conjoncture et les comptes nationaux convergent dans le sens d'une reprise. Si tel était le cas, la demande interne consoliderait et accentuerait la reprise et engagerait 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 à l'horizon 2005 est malheureusement plus heurté : l'activité s'essoufflerait quelque peu au cours du second semestre 2004 ne renouant que progressivement avec une croissance soutenue durant l'année 2005.

La consommation, qui a constitué le dernier moteur de la croissance française en 2002 et 2003 permettant à l'hexagone d'éviter la récession et de se détacher de l'Allemagne et de l'Italie, devrait quelque peu s'essouffler à partir du second semestre 2004 avec le risque grandissant d'inactivité et de hausse prochaine des prélèvements obligatoires pour financer le système de protection sociale. Cela devrait engendrer un comportement plus prudent des ménages qui se traduira par une stabilisation du taux d'épargne (14,9 % fin 2005 contre 15 % aujourd'hui), limitant la croissance de la consommation (2,5 % et 2,6 % en 2004 et 2005). La reprise de l'investissement productif, initiée au deuxième trimestre 2004, prendra le relais. Il devrait croître à un rythme de 4,5 % en 2004 et 6,9 % en 2005, rythme toutefois inférieur à ceux observés au cours des dernières périodes de reprise (9 % au cours de la période 1998-2000).

Les raisons d'une reprise « molle »...

En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître respectivement de 2,5 % et 2,6 % en 2004 et 2005. Une croissance inférieure à 3 % alors que l'activité au cours des trois dernières années a été très inférieure à son potentiel, est une performance modeste. Une comparaison avec les précédents scénarios de reprise le confirme. À l'horizon 2005, soit dix trimestres après le creux conjoncturel, le cumul de croissance anticipé est très en deçà de celui enregistré à la fin des années 1980 (-3,7 points) ou plus récemment en 1997 (-1,9 point).

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 semestre 2004. Cependant, compte tenu des délais de réaction, cette hausse progressive de la monnaie unique pèsera encore sur la croissance européenne et française cette année. Son impact négatif sera même maximal en 2004, amputant la croissance française de 0,6 point de PIB. Le cycle de croissance de l'économie française, fortement dépendant de la courroie de transmission des échanges mondiaux, en sera atténué et ce d'autant plus que la hausse des prix du pétrole viendra rogner l'activité de 0,2 point.

En 2005, les variations du dollar ne devraient plus affecter la croissance dans l'hexagone. Nous faisons également l'hypothèse que le prix du baril retournera progressivement vers sa valeur « cible » et donc limitera l'impact sur la croissance. En revanche, la politique économique, monétaire et surtout budgétaire, devrait peser sur l'activité, empêchant, à son tour, l'économie française de croître au-delà de 3 %.

La politique budgétaire retenue dans notre scénario devrait amputer la croissance de 0,4 point de PIB en 2005. Le déficit public passerait de 3,7 % du PIB en 2004 à 2,8 % en 2005 en tenant compte de la recette exceptionnelle issue de la soulte EDF, soit un niveau légèrement inférieur à ce que prévoit le gouvernement (2,9 % du PIB en 2005).

... malgré une réactivation de la politique de l'emploi

En 2005, en créant un nouveau contrat — le contrat d'avenir, destiné aux allocataires de minima sociaux — réservé au secteur non marchand, la politique de l'emploi menée par le gouvernement change de cap. Jusqu'en 2002, le gouvernement ciblait l'emploi dans le secteur marchand. Mais cette orientation 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 amplifié de respectivement 0,2 et 0,1 point en 2003 et en 2004 la montée du taux de chômage en France.

Compte tenu de cette réorientation et malgré les baisses d'effectifs en CES et en emploi jeune, la politique de l'emploi devrait contribuer à la baisse du taux de chômage pour 0,2 point en 2005. En ajoutant la reprise de l'emploi marchand et la suite des effets de la réforme des retraites, le taux de chômage baisserait jusqu'à 9 % de la population active fin 2005.

Les risques

Bien entendu des risques existent qui pourraient conduire à une rechute de l'économie en 2005. Pour l'essentiel, ils sont relatifs à l'environnement international : crise pétrolière majeure, ralentissement marqué de la croissance dans le monde, etc.

Ils pourraient remettre en cause les perspectives positives de cette année, amputant la croissance d'un demi point si le prix du pétrole se maintenait à 50 dollars le baril en 2005.

Un scénario de dynamique interne plus noir est également envisageable. Il suppose un enchaînement d'évolutions négatives qui ne correspond pas à la situation de l'économie réelle hexagonale décrite dans les enquêtes : pessimisme des ménages qui épargneraient à nouveau, blocage des investissements par des entreprises trop frileuses, baisse des prix de l'immobilier. Ces risques internes paraissent plus limités, d'autant que la politique budgétaire pourrait, comme par le passé, s'avérer moins dure que ce qui est annoncé. Si les dépenses de santé augmentaient de 6,2 % — moyenne des trois dernières années — au lieu de 3,2 % prévues, la croissance dans l'hexagone se rapprocherait des 3 % et permettrait au gouvernement de tenir ses engagements budgétaires vis-à-vis de Bruxelles en tenant le déficit budgétaire en dessous de 3 % ■