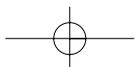
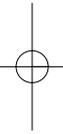


FICHES THÉMATIQUES ET FICHES PAYS



■ Catherine Mathieu

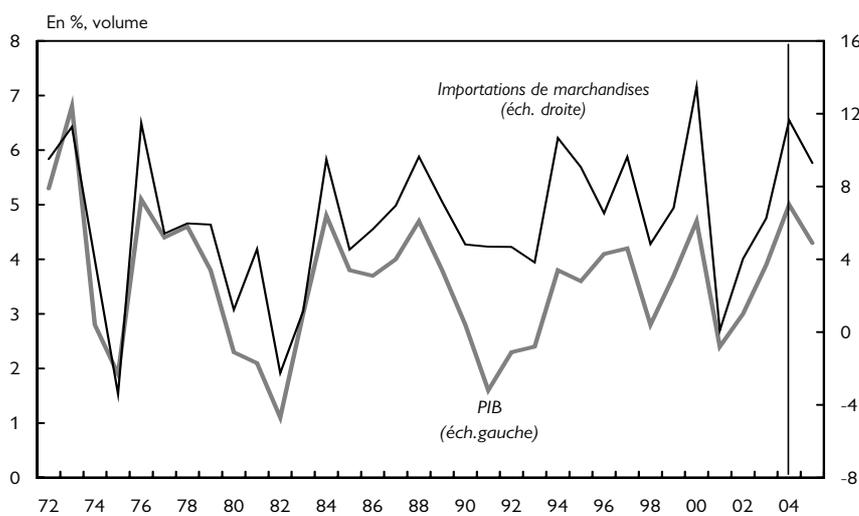
Commerce mondial : le dynamisme retrouvé

Flux commerciaux : l'accélération est derrière nous

Les flux de commerce mondial ont connu une accélération rapide entre l'automne 2003 et l'été 2004 (tableau 1). Les importations mondiales étaient en hausse de 6,3 % en 2003 en volume et devraient l'être de plus de 11 % en 2004. Ainsi les flux de commerce renoueraient-ils cette année pour la première fois depuis 2000 avec une croissance à deux chiffres (graphique 1). 2004 verrait la plus forte croissance du PIB mondial depuis 30 ans, mais l'augmentation des échanges commerciaux n'atteindrait pas le point haut de l'année 2000 lorsque le commerce était porté par les échanges de biens de nouvelles technologies (+ 13,5 %).

Les échanges de marchandises ont accéléré à partir de l'automne 2003, sous l'effet de la reprise des économies américaines. Les importations étaient en hausse de 11 % en glissement en volume sur un an au deuxième trimestre 2004 aux États-Unis (contre 4 % à la même période un an plus tôt), de 8 % au Canada (contre 3) et de plus de 25 % en Amérique centrale et latine (contre - 6), où elles ont été tirées par la sortie de crise de plusieurs pays de la zone (Argentine, Venezuela, Brésil). Le retour des importateurs d'Amérique latine sur les marchés mondiaux est un des phénomènes les plus marquants des évolutions des échanges commerciaux dans la période récente.

1. Croissance du PIB mondial et des importations de marchandises



Dans l'Union européenne (UE), l'augmentation des importations a été de 7 % (1 % à la même période un an plus tôt), reflétant l'amélioration des demandes intérieures, dont le dynamisme reste cependant moins vigoureux qu'outre-Atlantique. Les importations des PECO et de l'ex-URSS sont en décélération (+ 12 % à la mi-2004, contre environ 20 % un an plus tôt).

COMMERCE MONDIAL : LE DYNAMISME RETROUVÉ ■

Au Japon, l'amélioration de la croissance avait conduit dès 2003 à une accélération des importations de 7 % (au lieu de -2 % un an plus tôt) qui se sont maintenues à ce rythme en 2004. Le maintien d'une forte demande intérieure en Chine s'est traduit par une hausse des importations en glissement sur un an de 30 % à la mi-2004 comme un an plus tôt, tandis les importations des autres pays d'Asie en développement augmentaient de 20 %.

L'accélération des échanges mondiaux est cependant derrière nous. Les premiers chiffres disponibles pour les mois de juillet et août suggèrent un ralentissement des importations en valeur dans les pays d'Asie en développement, comme au Japon. C'est notamment vrai en ce qui concerne les ventes de semi-conducteurs qui sont un bon indicateur du commerce mondial. La progression des ventes a commencé à ralentir en juillet dans toutes les grandes zones de l'économie mondiale (Asie, États-Unis, Europe) et le mouvement s'est poursuivi en août. Dans l'UE, les opinions sur les carnets de commandes étrangères ont aussi cessé de s'améliorer au début de l'été, et se sont dégradées en juillet et août dans tous les pays de l'UE-15, à l'exception notable de l'Allemagne où elles ont continué de s'améliorer.

Le ralentissement modéré de la croissance envisagé dans notre prévision conduirait à une croissance du commerce mondial encore relativement forte au regard des évolutions de longue période, de 9 % en 2005.

Compétitivité-prix : chacun campe sur ses positions

Jusqu'au printemps 2004, les mouvements de change ont marqué l'évolution des positions compétitives américaines et européennes. Ainsi, grâce à la baisse du dollar, la compétitivité-prix des États-Unis s'est améliorée, au détriment de celle des exportateurs de la zone euro (graphique 2). Par contre, la poursuite de la déflation a permis aux exportateurs japonais de continuer à améliorer leur position compétitive, alors que le taux de change effectif nominal du yen était pratiquement stable.

À l'intérieur de la zone euro, les évolutions des compétitivités amorcées depuis le lancement de la monnaie unique se sont poursuivies. Certains pays parviennent à limiter la dégradation de la compétitivité provenant de la dépréciation de l'euro en comprimant leurs marges à l'exportation et/ou en limitant la hausse des coûts de production. C'est le cas par exemple en Allemagne et en France. C'est aussi le cas en Espagne où, malgré une progression des coûts relativement plus rapide, les exportateurs limitent leurs pertes de compétitivité par des compressions de marges. Par contre, d'autres pays restés plus inflationnistes que la moyenne de la zone, ne parviennent pas à enrayer la chute de leur compétitivité. C'est notamment le cas de l'Italie. Les exportateurs britanniques sont aussi en situation délicate. Le taux de change effectif réel de la livre reste élevé, supérieur de 20 % à sa moyenne des quarante dernières années.

Les faibles fluctuations de change envisagées dans notre prévision maintiendraient *grosso modo* les positions compétitives actuelles à l'horizon de la fin 2005.

Catherine Mathieu

1. Importations de marchandises (en volume)

	Part dans le commerce En 2002	Variations par rapport à la période précédente, en %																										
		2003						2004						2005						2003	2004	2005						
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Monde	100,0	1,8	0,1	1,7	3,8	3,3	3,2	2,4	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2	6,3	11,6	9,3
Pays industrialisés	70,0	0,5	0,4	1,0	3,0	1,2	2,8	2,0	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	4,4	7,9	7,6
Union européenne (à 25)	39,8	-0,9	-0,4	1,4	2,0	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	6,7	6,8
Etats-Unis	17,3	-0,5	1,3	0,0	4,3	3,0	3,2	2,3	1,6	1,6	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	4,7	11,0	7,6
Japon	5,3	0,3	1,8	1,9	0,5	1,5	1,9	1,7	1,6	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	6,2	6,1	6,5
Autres pays industriels ¹	6,9	1,4	-0,1	-0,3	4,0	2,5	3,0	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	5,5	9,1	7,7
PED	30,0	4,7	-0,4	3,2	5,6	7,6	4,1	3,2	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	10,5	20,0	12,7
Amérique latine ²	4,8	-0,6	-2,6	4,4	6,6	11,6	2,9	2,9	1,9	1,9	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	0,1	23,6	8,0
Asie	19,1	6,8	-0,3	3,2	6,4	8,5	4,9	3,5	3,4	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	13,7	22,8	14,7
Afrique	1,8	1,9	-1,2	2,0	2,3	0,0	2,0	2,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	5,9	5,3	5,8
Moyen-Orient	2,3	-4,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,3	6,2	6,0
Autres pays d'Europe ³	2,1	9,2	2,4	3,0	3,0	3,0	2,7	3,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	18,9	12,3	14,3

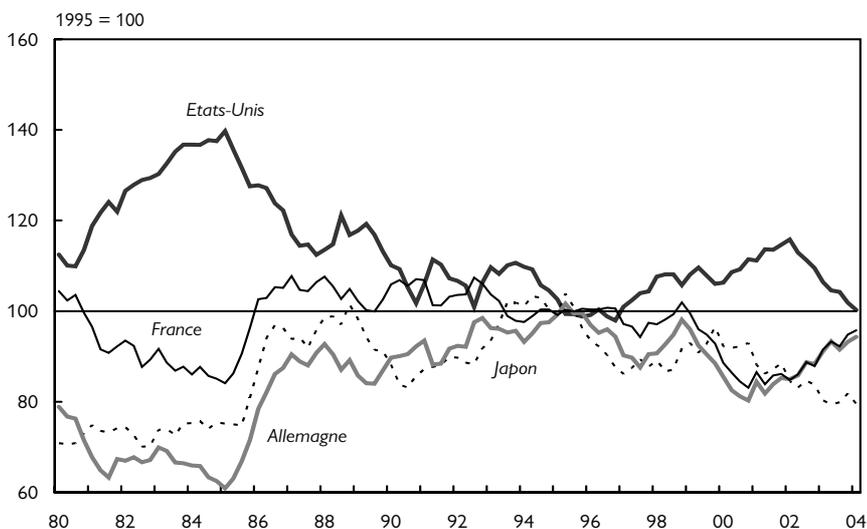
1. Australie, Canada, Islande, Israël, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suisse, Turquie.

2. Y compris Mexique.

3. Dont Fédération de Russie.

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

2. Prix relatifs à l'exportation de marchandises *



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

Parts de marché : poursuite des tendances

L'évolution des positions compétitives se reflète dans l'évolution récente des parts de marché. Ainsi, les exportateurs américains ont stabilisé leurs parts de marché, et devraient, compte tenu des délais des effets des prix sur les volumes, commencer à gagner des parts de marché en 2004 (graphiques 3).

Les exportateurs européens continueraient à voir leurs parts de marché s'éroder, à des degrés différents. Ainsi, les exportateurs allemands ont pratiquement réussi à stabiliser leurs parts de marché dans la période récente, grâce à leur spécialisation en biens d'équipement qui les place dans une position favorable lors des phases de reprise économique. Les exportateurs espagnols parviennent aussi à maintenir leurs parts de marché, grâce à la compression de leurs marges et à un niveau de taux de change encore favorable. Par contre, la France a vu ses parts de marché se réduire avec l'appréciation de l'euro. Les producteurs français restent par ailleurs pénalisés par l'importance des marchés européens et avant tout allemands (17 %) dans le total de leurs exportations (63 %) (tableau 2). L'Italie, dont la position compétitive s'est rapidement dégradée depuis la création de l'euro, perd des parts de marché à grande vitesse, ce qui suggère qu'aujourd'hui encore l'arme de la dévaluation serait indispensable pour que les producteurs italiens conservent leurs marchés à l'exportation. Malgré des marges comprimées, les exportateurs britanniques ne parviennent pas à enrayer la baisse de leurs parts de marché.

■ Catherine Mathieu

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

En points de pourcentage, sauf *

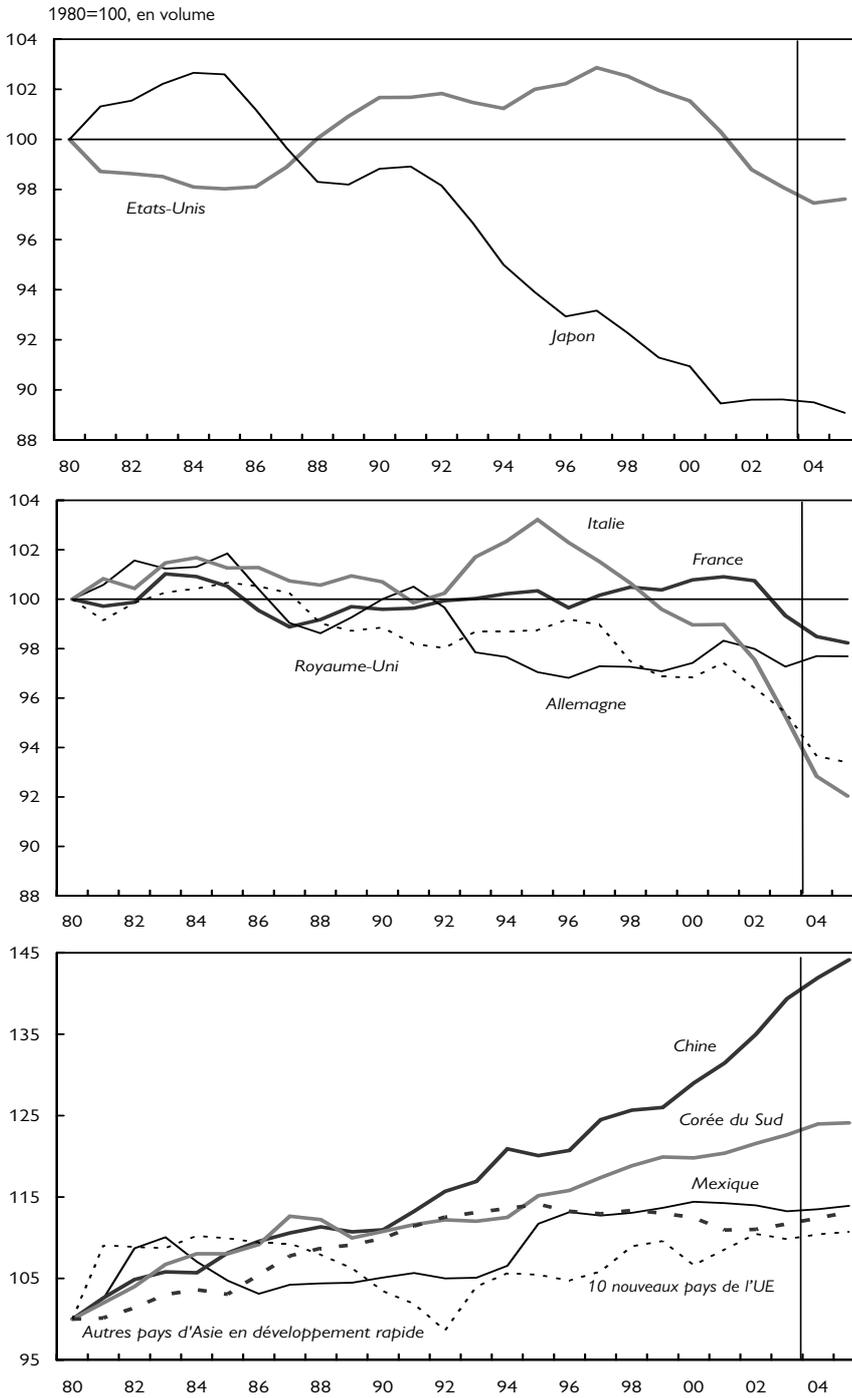
Exportateurs	Demande en provenance de ...	Part dans les exportations 1995	1996-2002**	2003	2004	2005
France	Total *	100,0	6,2	4,8	8,8	8,0
	Alena	6,9	0,7	0,3	0,9	0,6
	Union européenne	63,4	4,1	1,9	3,6	4,3
	Japon	2,0	0,0	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	6,9	0,4	1,0	1,8	1,3
	Amérique latine	3,4	0,1	0,0	1,0	0,2
	Europe de l'Est	2,6	0,3	0,7	0,5	0,5
	Reste du monde	14,8	0,6	0,7	1,0	0,9
Allemagne	Total *	100,0	6,8	6,0	9,3	8,9
	Alena	8,2	0,8	0,4	1,0	0,7
	Union européenne	57,4	3,8	1,1	3,0	3,7
	Japon	2,5	0,0	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	8,1	0,5	1,4	2,2	1,6
	Amérique latine	2,1	0,0	0,0	0,4	0,1
	Europe de l'Est	8,5	1,0	2,4	1,6	1,8
	Reste du monde	13,2	0,5	0,6	1,0	0,8
Italie	Total *	100,0	6,7	6,3	10,0	8,7
	Alena	8,7	0,8	0,4	1,0	0,7
	Union européenne	56,6	3,9	2,0	3,9	4,0
	Japon	2,5	0,0	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	7,0	0,4	1,1	1,9	1,3
	Amérique latine	3,4	0,1	0,0	0,7	0,2
	Europe de l'Est	6,9	0,8	1,9	1,3	1,4
	Reste du monde	15,0	0,6	0,7	1,1	0,9
Royaume-Uni	Total *	100,0	6,4	4,1	8,7	8,1
	Alena	13,6	1,3	0,7	1,7	1,2
	Union européenne	57,3	3,9	1,0	3,1	3,9
	Japon	2,7	0,0	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	8,4	0,4	0,9	1,8	1,3
	Amérique latine	1,7	0,0	0,0	0,4	0,1
	Europe de l'Est	2,5	0,3	0,7	0,5	0,5
	Reste du monde	13,9	0,6	0,7	1,1	0,9
Etats-Unis	Total *	100,0	6,1	5,4	12,8	9,4
	Alena	27,6	2,5	0,4	2,8	2,4
	Union européenne	21,8	1,5	0,5	1,3	1,4
	Japon	11,5	0,2	0,6	0,6	0,6
	Asie hors Japon	19,4	1,2	3,0	4,9	3,5
	Amérique latine	9,1	0,2	0,1	2,4	0,6
	Europe de l'Est	1,1	0,1	0,3	0,2	0,2
	Reste du monde	9,5	0,5	0,6	0,8	0,6
Japon	Total *	100,0	7,0	9,0	16,2	11,2
	Alena	30,1	2,9	1,5	3,4	2,3
	Union européenne	15,4	1,0	0,4	0,8	0,9
	Japon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Asie hors Japon	43,3	2,7	6,6	10,5	7,3
	Amérique latine	3,5	0,1	0,0	0,9	0,2
	Europe de l'Est	0,5	0,0	0,1	0,1	0,1
	Reste du monde	7,2	0,4	0,4	0,6	0,4

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

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

COMMERCE MONDIAL : LE DYNAMISME RETROUVÉ

3. Parts de marché



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

■ Catherine Mathieu

Le Japon continue à bénéficier de la poursuite de l'amélioration de sa compétitivité-prix, ce qui lui permet de maintenir ses parts de marché. Les exportateurs japonais ont par ailleurs la meilleure spécialisation géographique possible depuis plusieurs années, puisque leurs principaux débouchés sont dans les pays qui connaissent les croissances les plus rapides : Asie en développement (plus de 40 % des exportations japonaises), États-Unis (27 %). Dès lors, une simple stabilité des parts de marché signifie une croissance des exportations de 15 % cette année et de 11 % l'an prochain (tableau 3).

Les pays d'Amérique latine ont pu, grâce à une amélioration de leur compétitivité-prix gagner, quelques parts de marché dans la période récente. Mais ce sont toujours les économies en développement d'Asie qui s'accaparent l'essentiel des gains de parts de marché à l'échelle mondiale.

COMMERCE MONDIAL : LE DYNAMISME RETROUVÉ ■

3. Exportations et demandes adressées de marchandises (en volume)

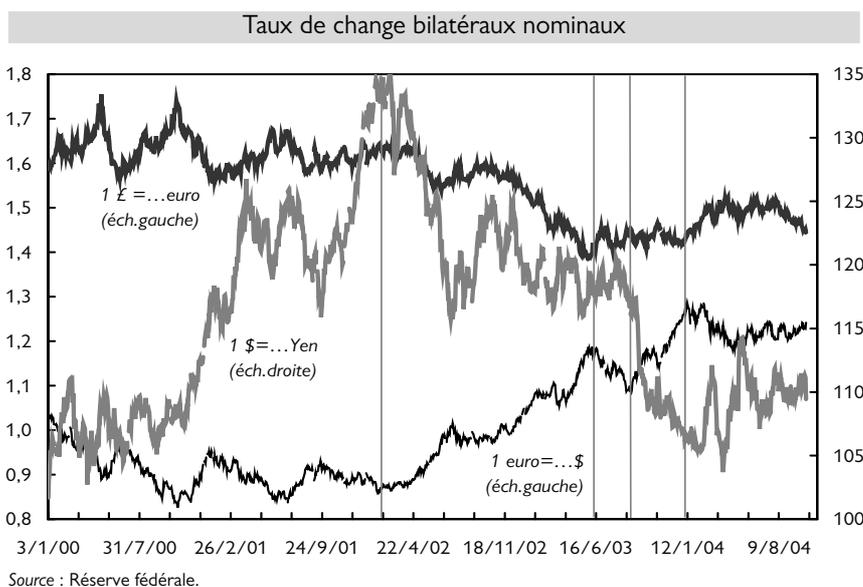
	Variations par rapport à la période précédente, en %																																
	2003				2004				2005				2003				2004				2005												
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4									
France	-1,9	-1,5	1,7	2,3	0,4	0,9	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	-1,8	4,6	6,8	6,8	0,7	-0,2	1,8	3,1	1,8	2,6	2,1	1,9	1,8	1,9	1,8	1,9	4,8	8,8	8,0	8,0	
Allemagne	-0,9	-1,7	4,0	0,7	4,8	3,2	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5	11,5	8,8	8,8	1,9	0,5	1,6	2,9	2,0	3,0	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	5,9	9,3	8,9	8,9	
Italie	-6,6	0,4	6,9	-4,5	-3,2	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	-4,3	-1,7	4,7	4,7	2,2	-0,1	1,6	3,3	2,5	3,0	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	6,3	10,0	8,7	8,7	
Royaume-Uni	6,5	-3,1	-0,2	1,9	-3,4	2,5	1,8	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	-0,5	0,3	6,8	6,8	0,8	0,1	1,6	3,4	1,5	2,9	2,1	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	4,1	8,7	8,1	8,1	
États-Unis	1,0	-0,2	2,4	3,8	2,2	1,2	2,8	2,7	2,4	2,5	2,4	2,5	2,2	9,5	10,2	10,2	1,3	0,0	2,0	3,9	4,0	3,4	2,4	2,2	2,2	2,2	2,1	2,2	5,4	12,8	9,4	9,4	
Japon	0,2	1,0	3,5	5,2	4,4	4,0	1,8	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5	9,1	15,5	10,0	10,0	2,8	0,4	2,3	4,9	5,4	4,0	2,9	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	9,0	16,2	11,2	11,2	
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	9,3	Importations totales																

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

■ Hélène Baudchon

Taux de change : entre deux eaux

Autant l'année 2003 avait été marquée par des turbulences sur le marché des changes, autant 2004 serait une année de consolidation. En effet, au cours des neuf premiers mois de l'année, les principales parités ont évolué dans une fourchette étroite, autour de leur valeur atteinte en décembre 2003 (graphique). S'il fallait dégager des tendances, on noterait une légère appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar depuis la fin avril (+ 5 % jusqu'au 8 octobre) après une courte phase de baisse (- 8% entre la mi-janvier et la fin avril), et une légère appréciation du dollar vis-à-vis du yen (+ 3 % entre début janvier et début octobre).



Ces évolutions peu contrastées sont le fruit de vents contraires qui ont soufflé sur les marchés financiers, en même temps que se confirmait la possibilité que le dollar puisse s'apprécier. Si cette hausse du dollar n'a pas eu lieu (en particulier vis-à-vis de l'euro), c'est que les conditions de son appréciation n'ont pas été totalement remplies. Le différentiel de taux d'intérêt s'est effectivement resserré au profit du dollar tandis que le différentiel de croissance lui restait favorable, mais le déficit courant a poursuivi sa dégradation. Flambée des prix du pétrole et difficultés en Irak ont contribué au changement d'orientation fin avril de la parité euro/dollar, et les doutes sur la solidité de la croissance américaine se sont rajoutés à partir du mois de juillet. La tonalité des discours de la Réserve fédérale a ainsi fluctué entre celle d'un optimisme confiant, rassurant et celle d'un optimisme mesuré. La parité euro/dollar a été spécialement sensible à ces variations, le ton rassurant, voire agressif, poussant le dollar à la hausse et le ton mesuré à la baisse. Dans la mesure où ce dernier a prédominé tandis que le discours de la BCE était perçu plus optimiste, on comprend mieux pourquoi les six derniers mois se sont soldés par une légère

TAUX DE CHANGE : ENTRE DEUX EAUX ■

dépréciation du dollar. Ceci étant, dans l'ensemble, et contrairement à 2003, le marché des changes a réagi logiquement aux informations conjoncturelles, d'où l'absence de tendances franches puisque celles-ci étaient tantôt en faveur du dollar, tantôt en sa défaveur.

Ce retour à une rationalité apparente des marchés est une première bonne nouvelle. La seconde est que les interventions de certaines banques centrales asiatiques se sont faites plus discrètes entre le premier et le deuxième trimestre. Si l'on rapporte le total des entrées nettes de capitaux officiels au total du déficit courant américain en 2003, environ 50 % du déficit avait été ainsi automatiquement financé. Ce pourcentage est passé à presque 90 % au premier trimestre 2004 mais est redescendu à 45 % au deuxième. Ce repli est également visible dans les données du Trésor américain sur les achats nets de titres longs américains par les étrangers (tableau 1). Il est moins net si l'on regarde la variation sur un an des réserves de change des principales banques centrales asiatiques : fin 2003, cette variation représentait 79 % du besoin de financement des États-Unis ; à la fin du premier trimestre 2004, 92 % ; et à la fin du deuxième trimestre encore 71 %. C'est vraisemblablement le Japon qui a initié ce changement d'orientation, considérant que la croissance, plus assurée, devait pouvoir résister à une appréciation du yen. Ce diagnostic s'est néanmoins effrité avec les signes d'un essoufflement de cette croissance, et l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar au premier trimestre a laissé la place à une baisse aux deuxième et troisième trimestres. Les autres monnaies asiatiques (en changes flexibles) ayant plus ou moins suivi ce mouvement entre la mi-avril et début octobre, les interventions s'en trouvent moins justifiées. Ce n'est pas le cas de la Chine qui doit faire face aux spéculations d'une réévaluation de la parité yuan/dollar. Si, à l'horizon 2005, le dollar poursuivait ce mouvement d'appréciation vis-à-vis du yen (jusqu'à 114 yens pour 1 dollar), cela servirait les intérêts de tous.

En taux de change effectif nominal, le dollar s'est brièvement apprécié de 5 % du début janvier à la mi-mai, mais s'est légèrement déprécié depuis compte tenu du poids de l'euro et du dollar canadien (- 4 % jusqu'au 8 octobre). Cette courte phase d'appréciation du dollar est la troisième qui vient interrompre la phase de dépréciation du billet vert engagée maintenant depuis deux ans et demi environ. Le dollar se retrouve ainsi, début octobre, au même niveau qu'il y a six mois environ. Et sur l'ensemble de la période (c'est-à-dire février 2002- octobre 2004), le dollar ne s'est déprécié que de 13 % vis-à-vis des monnaies de ses partenaires commerciaux importants (mais, pour rappel, de 31 % vis-à-vis de l'euro et de 18 % vis-à-vis du yen).

Si les interventions contribuent au financement du déficit courant américain et donc réduisent la pression pour un ajustement plus marqué du dollar, elles ne sont pas les seules sources de financement (et les pays asiatiques les seuls pourvoyeurs de capitaux). Ainsi, le creusement brutal du déficit courant au deuxième trimestre n'a pas posé de problèmes manifestes de financement alors même que les entrées nettes de capitaux officiels étaient moins importantes. Les flux nets entrants d'investissements directs étrangers et surtout les achats nets d'obligations privées et assimilées (par exemple les obligations émises par les agences gouvernementales Fannie Mae et Freddie Mac) ont assuré une bonne partie du relais (tableau 2). En revanche, les achats nets d'actions américaines restent moribonds. Que le financement du déficit courant américain se fasse surtout par l'acquisition de titres de dette et marginalement par des titres

■ Hélène Baudchon

de propriété alors que la croissance américaine est plutôt dynamique est une configuration atypique et peu favorable au dollar. Par exemple, si le dollar s'est nettement apprécié de 1995 à 2001 alors même que le déficit courant se creusait, c'est parce que la configuration inverse avait alors prévalu : alimenté par des achats nets d'actions et des flux nets entrants d'IDE, le financement de la croissance et du déficit courant paraissait à l'époque plus sain.

1. Origine géographique des achats nets de titres longs américains

En milliards de dollars, données annualisées

	2000	2001	2002	2003	2004 T1	2004 T2
Royaume-Uni	166	184	187	169	237	119
Titres obligataires du Trésor	-34	-7	62	36	163	23
Titres obligataires des agences gouvernementales	30	44	33	25	15	58
Obligations privées américaines	111	109	77	108	52	63
Actions américaines	59	38	15	1	6	-24
Europe hors Royaume-Uni	129	79	57	117	117	114
Titres obligataires du Trésor	-17	-13	-18	15	15	0
Titres obligataires des agences gouvernementales	23	17	23	17	10	51
Obligations privées américaines	17	26	34	61	77	60
Actions américaines	106	50	18	24	15	3
Japon	52	57	91	181	400	275
Titres obligataires du Trésor	11	16	30	149	349	164
Titres obligataires des agences gouvernementales	24	28	38	22	24	59
Obligations privées américaines	16	6	11	12	40	43
Actions américaines	2	7	12	-2	-13	10
Asie hors Japon	52	111	109	121	106	178
Titres obligataires du Trésor	-9	20	25	36	-6	79
Titres obligataires des agences gouvernementales	35	54	60	62	94	69
Obligations privées américaines	7	22	16	18	19	16
Actions américaines	20	16	9	5	-2	14

Source : Trésor américain.

Aujourd'hui, la difficile résorption du déficit courant américain fait toujours peser une menace sur le dollar et pousserait à une poursuite de sa dépréciation pour consolider l'amélioration attendue du déficit et la croissance américaine. Mais, à l'horizon 2005, cette pression à la baisse pourrait être contrée par la correction complète du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro et par la persistance d'un différentiel entre une croissance américaine moins déséquilibrée et une reprise européenne molle. D'où la prévision d'une parité euro/dollar stable à 1 euro = 1,25 dollar à partir du quatrième trimestre 2004.

TAUX DE CHANGE : ENTRE DEUX EAUX ■

2. Balance des paiements des États-Unis

En milliards de dollars, données cvs annualisées

	2000	2001	2002	2003	2004 T1	2004 T2
Compte courant	- 413	- 386	- 474	- 531	- 589	- 665
Compte de capital	- 1	- 1	- 1	- 3	- 2	- 1
Compte financier	473	416	570	546	554	587
Entrées nettes de K longs	473	366	472	425	804	598
Inv. directs	162	25	- 62	- 134	- 150	- 112
Sortants	- 159	- 142	- 135	- 174	- 190	- 243
Entrants	321	167	72	40	41	131
Inv. de portefeuille	269	319	423	309	437	410
Sortants	- 122	- 85	16	- 72	- 66	- 121
Entrants	391	403	407	381	503	532
Titres publics	- 70	- 14	100	113	262	142
Titres autres que publics	460	394	286	251	248	354
Actions	192	120	56	37	17	8
Obligations	267	274	229	214	233	347
Autres	1	24	22	17	- 7	35
Entrées nettes de K officiels	42	23	111	251	517	300
Entrées nettes de K courts	0	50	99	120	- 249	- 11
Erreurs et omissions nettes*	- 59	- 29	- 95	- 12	36	79

K pour capitaux, Inv. pour investissements.

* La somme du compte courant, du compte de capital et du compte financier est nulle aux erreurs et omissions nettes près.

Source : BEA.

3. Balance des paiements de la zone euro

En milliards d'euros, données annualisées

	2000	2001	2002	2003	2004 T1	2004 T2
Compte courant	- 66	- 17	55	25	53	33
Compte de capital	10	7	11	13	12	15
Compte financier	69	- 34	- 66	- 51	- 56	- 58
Investissements directs	- 16	- 112	- 5	- 13	- 116	- 54
Sortants	- 443	- 317	- 151	- 119	- 104	- 82
Entrants	427	204	147	106	- 12	28
Inv. de portefeuille	- 111	68	115	18	21	10
Sortants	- 409	- 282	- 176	- 284	- 360	- 244
Actions	- 286	- 102	- 40	- 68	- 125	- 87
Titres de créances	- 123	- 180	- 135	- 216	- 234	- 157
Entrants	298	350	290	301	380	254
Actions	50	233	89	104	80	7
Titres de créances	248	117	202	198	301	247
Autres flux	181	- 7	- 163	- 72	- 24	4
Produits financiers dérivés	- 3	- 1	- 11	- 13	25	- 6
Avoirs de réserve	18	18	- 2	30	38	- 12
Erreurs et omissions nettes*	- 13	44	0	12	- 8	10

* La somme du compte courant, du compte de capital et du compte financier est nulle aux erreurs et omissions nettes près.

Source : Banque centrale européenne.

■ Christine Riffart

Brouillard autour des puits de pétrole

Amorcée au printemps 2003, la hausse des prix du pétrole s'est accélérée depuis le début de l'été 2004, portant les cours à des niveaux jamais atteints depuis le choc pétrolier de 1981 (43,7 dollars en moyenne pour septembre). Sur les neuf premiers mois de l'année, les prix ont augmenté de plus de 25 % par rapport à 2003 et ont doublé par rapport à la moyenne des années 1990. En euros, la hausse est moins sensible sur la période récente (15 %) du fait de l'appréciation de la monnaie face au dollar jusqu'en février mais comparable sur longue période. Une rupture de fond qui laisserait les prix durablement supérieurs à 30 dollars semble s'être produite ces derniers mois. À l'horizon de la fin 2005, les prix pourraient revenir vers 33 dollars. En attendant, les facteurs d'incertitudes et les tensions sur le marché physique dominant et attisent la frénésie des marchés. Les prix pourraient donc rester plus élevés en fin d'année (40 dollars au quatrième trimestre).

À situation atypique, prix exceptionnels

À défaut d'avoir été correctement anticipées, les raisons de telles hausses sont connues : sous-estimation de la demande de pétrole, saturation des capacités productives du fait du sous-investissement des années 1990-2000, stocks commerciaux insuffisants, troubles politiques et géopolitiques dans les régions où se situent les réserves, dégâts naturels, enfin amplification de la volatilité par le jeu de la spéculation, plus intense qu'en 2003 et permise par une liquidité abondante en quête de haut rendement.

Entre mars et septembre 2004, l'idée que l'on se faisait de la consommation mondiale de pétrole s'est considérablement modifiée. Selon l'Agence Internationale de l'Energie (AIE), la consommation a été de 1,2 % plus forte que prévue en 2003 et les estimations données pour le deuxième trimestre 2004 ont été relevées de 4 % (soit 3 millions de barils/jour ou mbj) par rapport aux prévisions de mars. Ce dynamisme est dû à la convergence des phases d'expansion engagées en 2003-début 2004 dans l'ensemble des parties du monde, à la vigueur de la croissance aux États-unis (4,2 % attendu après 3 % en 2003) et en Asie (8,8 % en Chine, après 9,1 %) et à une sensibilité de la demande de pétrole à la croissance économique élevée dans cette région du Pacifique (en Chine, l'élasticité atteindrait 1,9, cette année après une moyenne de 0,7 sur la période 1990-2003). Ainsi, près de la moitié des 5 % de hausse annuelle de la demande globale proviendrait de Chine et du reste de l'Asie en développement rapide, contre seulement 0,9 point des États-unis, ce qui place la Chine en deuxième position des pays consommateurs, après les États-unis.

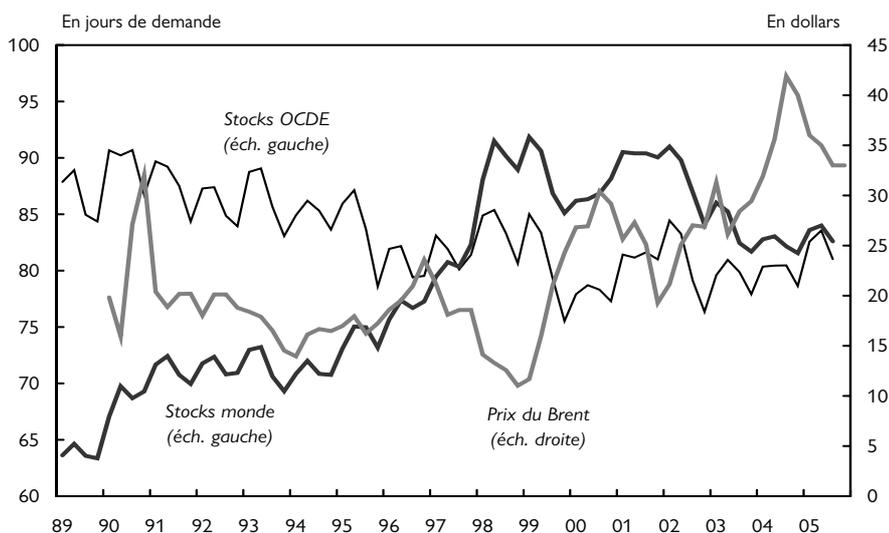
Face à la vigueur de la demande, l'offre de brut et de produits raffinés a été ajustée essentiellement par les producteurs OPEP hors Irak, les autres pays connaissant certains déboires. Travaux de maintenance en mer du Nord, grèves en Norvège, actes de sabotages en Irak (la production a baissé de 30 % en août), conflits au Nigeria, cyclones dans le golfe du Mexique n'ont cessé de perturber l'ajustement à la demande.

Mais la hausse de la production a surtout souligné l'inadéquation des capacités pétrolières à la demande. Dans les activités de raffinage, des goulets d'étranglement sont apparus cet été en Europe et aux États-unis, où les taux

BROUILLARD AUTOUR DES PUIXS DE PÉTROLE ■

d'utilisation sont restés extrêmement élevés jusqu'à la mi-septembre. Dans les activités d'extraction, les marges de production disponibles sont également très étroites. Les producteurs hors OPEP utilisent leurs installations à plein régime. Au sein de l'OPEP, selon les critères de l'AIE, ces marges atteindraient 0,31 mbj en août, contre 2 mbj en 2003-début de 2004 et 3,2 fin 2002 (graphique) ; selon l'Organisation, en incluant d'autres types de production, elles seraient comprises entre 1 et 1,5 mbj.

Prix du Brent et tensions sur les stocks



Sources : AIE, calculs OFCE.

Cette situation est préoccupante. D'abord, la reconstitution des stocks commerciaux n'a pu se faire correctement. Elle est actuellement à peine suffisante pour satisfaire une demande hivernale moyenne et laisse peu de marges pour répondre à un imprévu de la demande (hiver très rigoureux,...). Aux États-unis, après la forte accumulation du premier semestre, les stocks de brut se sont effondrés, amplifiant la hausse des prix sur le marché national. Ensuite et surtout, la vulnérabilité des pays consommateurs à un choc d'offre rend les marchés très volatils. Ils sur-réagissent à toute information concernant l'approvisionnement : incertitudes politiques au Venezuela jusqu'au référendum présidentiel du 15 août, déboires fiscaux de la principale compagnie pétrolière russe Youkos (20 % de la production russe), risque de guerre civile dans le delta du Nigeria jusqu'à l'accord de paix d'octobre et surtout montée des tensions au Proche-Orient. Dès lors, la prime de risque varie brutalement. Elle aurait osciller, selon certains, entre 10 et 15 dollars le baril en août et septembre (contre 2-3 dollars en temps normal).

L'ajustement des capacités de production est en cours

Dès lors, la détente sur les capacités productives par la mise en valeur des réserves devient un enjeu majeur pour l'équilibre du marché à court et moyen

■ Christine Riffart

termes. À ce titre, l'envolée des prix du pétrole observée depuis 2003 qui inquiète tant les économies importatrices a l'avantage d'accélérer l'ajustement des capacités productives. En augmentant la rentabilité du capital, elle a permis la reprise d'un nouveau cycle d'investissement et le retour sur le marché d'une production initialement non rentable. Selon les critères de l'AIE, les capacités de production de l'OPEP (hors Irak et Venezuela) augmenteraient de 0,37 mbj d'ici fin 2004 et de 2,1 mbj sur la période 2005-2007 (0,68 en 2005). De nouveaux champs ont été remis en exploitation au deuxième semestre 2004, notamment en Arabie Saoudite et au Venezuela. Ces extensions sont confirmées par le président de l'OPEP qui prévoit une hausse de 1 mbj des capacités d'ici la fin de l'année et en 2005. Dans les autres pays producteurs de pétrole, les capacités devraient continuer d'augmenter, y compris en Russie malgré un climat tendu pour les affaires.

À moyen terme, les prix devront rester plus élevés que par le passé. La proposition de l'OPEP de relever à l'horizon 2005 sa bande de prix cible mise en place en janvier 2000 et fixée entre 22 et 28 dollars entérine les hausses récentes des prix. Les discussions seront abordées officiellement lors de la réunion extraordinaire du 10 décembre 2004 au Caire. La nécessité de ce relèvement est double. Tout d'abord, la bande de prix antérieure ne correspond plus au niveau requis pour la stabilité économique et sociale des pays producteurs. L'inflation et surtout les fluctuations du dollar dans lequel sont libellées les transactions de pétrole ont sensiblement affecté le pouvoir d'achat du baril de pétrole : depuis début 2001, l'inflation mondiale hors énergie est de 6,5 % tandis que le dollar a perdu 25 % de sa valeur vis-à-vis de l'euro et 10 % vis-à-vis du yen. Compte tenu de la structure des importations de l'OPEP (30 % en provenance de la zone euro et 10 % du Japon), il faudrait que le prix cible soit autour de 29 dollars pour conserver le pouvoir d'achat du baril OPEP de 2001. La deuxième raison au relèvement du prix du panier OPEP est la nécessité de restaurer la crédibilité de l'Organisation en se recalant sur la réalité des marchés. Les vertus régulatrices de l'OPEP s'étant érodées au fil des mois, le prix du pétrole OPEP a franchi le « plafond » de 28 dollars depuis octobre 2003 et ne devrait pas y revenir durablement. Par ailleurs, les deux décisions de baisse des quotas (effectives en novembre 2003 et avril 2004) sont allées à l'encontre de l'évolution de la demande et de la production effective de l'Organisation. Erreurs d'appréciation de la demande, traumatisme consécutif à l'expérience de 1998 et qui conduit aujourd'hui à trop de prudence, quelles qu'en soient les raisons, le discrédit sur la politique des quotas est jeté. L'OPEP a donc dû revoir sa copie, la hausse des quotas de 1 mbj décidée le 15 septembre dernier parachevant les deux corrections précédentes (2 mbj en juillet et 0,5 mbj en août). Le nouveau prix cible pourrait passer de 25 à environ 32 dollars, avec une marge de +/- 3 ou 4 dollars, selon les avis d'experts.

À l'approche de l'hiver et de la hausse de la demande saisonnière, les contraintes sur l'offre devront rester très soutenues, et les prix, très volatils (le Brent approche les 50 dollars le baril mi-octobre !). En 2005, le ralentissement de la croissance économique mondiale devrait se répercuter sur la consommation de pétrole. Dans l'hypothèse où les tensions sur le marché physique du pétrole se relâchent, la réactivité des prix à un choc devrait s'en trouver atténuée. La prime de risque pourrait se réduire et les investisseurs se désengager des marchés à terme. Les prix pourraient alors baisser progressivement vers 33 dollars en fin d'année. Ce scénario peut néanmoins paraître optimiste au vu de l'ensemble des conditions requises...

BROUILLARD AUTOUR DES PUIITS DE PÉTROLE ■

Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, non cvs

	2003				2004				2005				2003	2004	2005
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande mondiale	80,2	77,2	79,2	82,0	82,3	81,0	82,2	84,7	84,5	82,7	84,3	86,2	79,7	82,5	84,4
Production mondiale	79,1	78,4	79,3	81,6	82,1	82,4	83,6	84,0	84,7	84,5	84,7	85,4	79,6	83,0	84,8
Dont : OPEP	26,7	26,2	26,6	27,7	27,9	28,1	29,1	28,5	28,5	28,5	28,5	28,5	26,8	28,4	28,5
Non OPEP	48,9	48,3	48,7	49,8	49,9	50,0	50,1	51,0	51,4	51,2	51,3	52,0	48,9	50,3	51,5
NGL	3,5	3,9	4,0	4,1	4,3	4,3	4,4	4,5	4,8	4,8	4,9	4,9	3,9	4,4	4,8
Variations de stocks OCDE	-0,5	1,3	0,8	-0,5	-0,5	1,1	1,1	-0,7	0,1	1,6	-0,2	-1,0	0,3	0,2	0,1
Prix du pétrole Brent ¹	31,3	26,1	28,4	29,5	32,0	35,6	41,9	40,0	36,0	35,0	33,0	33,0	28,8	37,4	34,3
Prix des matières premières industrielles 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 euro = ...\$	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. En dollars, moyenne sur la période.

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

Sources : AIE (pétrole), indice HWWA Hambourg (matières premières industrielles), calculs et prévisions OFCE octobre 2004.

■ Hélène baudchon

États-Unis : *soft traction*

Retour à la normale

Le différentiel de croissance entre les États-Unis et leurs principaux partenaires commerciaux s'est quelque peu amenuisé au cours du premier semestre 2004, avec la normalisation de la croissance américaine et les bonnes performances de la France, du Royaume-Uni et du Canada par exemple. La zone euro fait moins grise mine mais la croissance européenne n'est pas animée du même élan qu'outre Atlantique. Le mouvement de reprise s'est confirmé au premier trimestre, la croissance de 1,1 % s'appuyant sur une contribution positive de toutes les composantes du PIB. Cette performance a conforté la mise en place d'une dynamique de croissance autonome qui s'affranchit peu à peu du soutien de la politique économique. Certes, la croissance a ralenti au deuxième trimestre avec le tassement de la consommation des ménages. Celui-ci était prévisible, et il a été accentué par la ponction exercée par la hausse des prix du pétrole sur le pouvoir d'achat du revenu disponible. Mais l'investissement ressort au contraire comme un moteur essentiel de la croissance sur cette première moitié d'année : aussi bien l'investissement résidentiel en un dernier sursaut avant la confirmation de la remontée des taux longs que l'investissement productif et les variations de stocks.

La mauvaise surprise est venue de la ponction exercée par le commerce extérieur malgré la dépréciation du dollar vieille maintenant de deux ans et demi. Les délais sont décidément longs avant qu'une baisse de la monnaie ne morde sur le déficit commercial. Jouent aussi vraisemblablement encore des effets retardés de l'appréciation de la devise américaine entre 1995 et 2001 (+ 33 % en taux de change effectif réel). Cette poussée du billet vert a réduit à néant les gains de parts de marché accumulés depuis la fin des années 1980. Avec une dépréciation du dollar inachevée et moins importante qu'entre 1985 et 1987 (11 % aujourd'hui contre presque 30 % hier) et une demande adressée plutôt moins dynamique, on ne peut s'attendre qu'à un redressement modeste de ces mêmes parts de marché à l'horizon 2005. À supposer que cette lenteur à l'allumage des exportations et cette résistance au ralentissement des importations ne sont qu'affaire de délais et non le symptôme d'un problème fondamental de compétitivité dont on ne mesure pas encore l'ampleur.

En l'espace de seulement trois trimestres, le déficit courant s'est dégradé de plus d'un point de PIB (passant de 4,5 % du PIB fin 2003 à 5,7 % du PIB au deuxième trimestre 2004). Il a atteint un seuil qu'il est désormais malaisé de ne pas juger critique. Sur une dégradation de 39 milliards de dollars, 22 milliards viennent de celle du déficit commercial et 17 de celle du poste « transferts et revenus nets reçus du reste du monde ». Concernant la seule dégradation du déficit commercial, 11 milliards viennent de l'augmentation du déficit sur les produits manufacturés, 10 du déficit sur les produits énergétiques, 5 du déficit sur les autres marchandises, l'excédent sur les services s'étant amélioré de 4 milliards de dollars. Cette décomposition permet de relativiser quelque peu la dégradation du déficit courant en lui attribuant à hauteur du quart une composante pétrole, mais la question de sa soutenabilité n'en est pas moins posée avec plus d'acuité et le risque d'une fuite des pourvoyeurs de capitaux et d'un décrochage du dollar plus présent.

Les indicateurs conjoncturels prennent la pause

Le ralentissement de la croissance au deuxième trimestre s'est joué au mois de juin. Nombre d'indicateurs conjoncturels ont effectivement alors montré des signes de faiblesse : créations d'emplois décevantes, baisse de la production industrielle, des permis de construire et des ventes de détail, léger tassement des indices ISM, baisse de l'indicateur composite avancé et rythme encore rapide de l'inflation. Ces évolutions ont été d'autant plus mal perçues que mai avait été au contraire un très bon mois. Que cette pause se soit prolongée, à des degrés divers selon les indicateurs, aux mois de juillet et août et les premières informations disponibles pour le mois de septembre (baisse de la confiance des ménages et poursuite de l'érosion de celle des entreprises) amènent à prévoir un rythme de croissance au troisième trimestre proche de celui du deuxième. Le ralentissement net de l'inflation, y compris sous-jacente, en juillet et août (avec un glissement annuel des prix ramené en deçà de 3 % lorsqu'il est mesuré avec l'IPC et à 2,1 % lorsqu'il est mesuré avec le déflateur implicite de la consommation), et le chiffre moyen des créations d'emplois au troisième trimestre autorisent un optimisme modéré. L'évolution (sur six mois en rythme annualisé) de l'indicateur composite avancé est cohérente avec une croissance du PIB aux alentours de son rythme potentiel. Et l'indicateur de croissance de l'OFCE donne une information tout à fait similaire avec un taux de croissance prévu de 0,8 % aux troisième et quatrième trimestres.

Le marché du travail, élément déterminant de la pérennité de la croissance, a connu au cours des derniers mois encore quelques vicissitudes. Les presque 900 000 créations nettes d'emplois salariés non agricoles entre mars et mai ont mis un terme à la reprise sans emplois, mais l'essoufflement entre juin et septembre (avec seulement 400 000 créations nettes) invite à retenir un scénario de reprise modeste du marché du travail. En revanche, la donne sur les salaires a évolué plus favorablement. Plus que de 1,6 % en glissement annuel en février, la hausse des salaires horaires est en effet revenue à 2,4 % en septembre. Cette accélération récente viendrait donc s'ajouter à la forte progression depuis 2003 de la composante « charges patronales » de la rémunération des travailleurs (due à la revalorisation des primes d'assurance maladie et à la recapitalisation des fonds de pension à prestations définies). Même si ce mouvement d'accélération devrait s'essouffler un peu à l'horizon 2005, combiné au tassement attendu des gains de productivité du travail, il sonnerait la fin de la baisse des coûts unitaires du travail.

Un scénario idéal pour 2005

Si, à l'automne 2004, tout le monde s'accorde pour prévoir une croissance un peu supérieure à 4 % en 2004, 2005 ne suscite pas la même unanimité. La fourchette des prévisions du Consensus Forecast de septembre s'étend en effet d'une moyenne basse de 2,8 % à une moyenne haute de 4,7 %. Avec une croissance de 3,5 %, notre prévision se situe donc exactement dans la moyenne. L'économie américaine croîtrait aux alentours de son potentiel tout en corrigeant une partie de ses déséquilibres. La dépréciation passée du dollar mordrait enfin sur le déficit courant ; l'impulsion budgétaire négative contribuerait à la réduction du déficit public (à hauteur de 0,5 point) ; la normalisation de la politique monétaire (avec une hausse cumulée de 125 pb du taux directeur le

■ Hélène Baudchon

mettant à 3 % fin 2005) pousserait les ménages à un comportement d'endettement plus prudent et tempérerait les ardeurs 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 richesse liés au boom de l'immobilier. En revanche, la dynamique du pouvoir d'achat du revenu disponible garantirait la solvabilité des ménages et préviendrait une remontée brutale du taux d'épargne. Les ménages bénéficieraient en effet de la réanimation du marché du travail et d'un début de redistribution des gains de productivité. La progression de la masse salariale prendrait donc définitivement le relais des réductions d'impôts comme soutien du revenu disponible. De 2,5 % en moyenne en 2005, l'inflation resterait sous contrôle mais ne s'infléchirait que marginalement par rapport à 2004, grignotant donc quelques dixièmes de point à la croissance du revenu. Accompagnée d'une stabilisation du taux d'épargne, la progression du revenu réel assurerait une croissance de la consommation des ménages en moyenne annuelle de 3,4 % en 2004 et de 2,8 % en 2005, soit des rythmes bien inférieurs à ceux de la croissance du PIB. Moteur habituel de la croissance, la consommation des ménages passerait en sous régime.

La baisse du taux de chômage (de son point haut de 6,3 % en juin 2003 à 5,2 % fin 2005) resterait insuffisante pour rendre aux travailleurs un réel pouvoir de négociation et pousser plus encore les salaires (et les prix) à la hausse. Mais sous la pression des coûts salariaux unitaires, la part des profits dans la valeur ajoutée ne devrait pas plus progresser. Simple amorce d'une déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des salariés, cette évolution ne saurait être considérée comme un frein à l'investissement. De plus, les entreprises ayant recouvré une confortable santé financière, elles pourraient d'ores et déjà recourir plus à l'endettement et moins à l'autofinancement de leurs dépenses. Au cours du second semestre 2004 en particulier, l'investissement productif serait néanmoins pris sous des vents contraires. D'un côté, les entreprises sont incitées à profiter, avant qu'elle n'expire à la fin de l'année, de la mesure d'amortissement accéléré des investissements. De l'autre, confrontées à des perspectives incertaines de leurs débouchés et à un environnement politique et géopolitique également incertain, elles sont incitées à la prudence. Ce à quoi s'ajoute l'absence de tensions sur les capacités de production. Les entreprises continueraient donc de privilégier les investissements de productivité aux investissements de capacité, contribuant en cela au redressement du TUC mais à une baisse limitée du taux de chômage.

Cette prévision retient un impact de l'ordre de 0,3 point de la hausse des prix du pétrole sur la croissance. N'eût été cette hausse et l'environnement international dans lequel elle est intervenue, les bases de la croissance se seraient consolidées, autorisant une fermeture rapide de l'écart de production. Ce qui n'est pas le cas dans notre scénario « idéal ». Le déroulement type du cycle de croissance n'y est pas complètement respecté. La croissance américaine serait en effet doublement bridée : par le niveau élevé des prix du pétrole et par la politique économique (et ses effets attendus de résorption en douceur des déséquilibres). Ces freins s'exerceraient plus précisément sur la demande intérieure finale et, par contrecoup, sur la contribution à la croissance des variations de stocks. Très positive en 2004, celle-ci serait réduite à zéro en 2005. En revanche, en 2005, la contribution du commerce extérieur serait à peine négative, pour la première fois depuis 10 ans.

États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2003				2004				2005				2002				2003				2004				2005							
	T1	T2	T3	T4																												
PIB	0,5	1,0	1,8	1,0	1,1	0,8	0,7	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7	1,0	0,8	0,7	0,7	1,9	3,0	3,0	4,3	3,0	4,3	4,3	3,5	1,9	3,0	3,0	4,3	3,0	4,3	4,3	3,5
Consommation des ménages	0,7	1,0	1,2	0,9	1,0	0,4	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,8	0,6	0,5	0,5	3,1	3,3	3,3	3,4	3,3	3,4	3,4	2,8	3,1	3,3	3,3	3,4	3,1	3,3	3,3	3,4
Dépenses publiques ¹	0,0	1,7	0,0	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	4,4	2,8	2,8	2,2	2,8	2,2	2,2	2,2	4,4	2,8	2,8	2,2	4,4	2,8	2,8	2,2
FBCF totale	0,5	2,6	4,2	2,5	1,1	3,3	2,3	2,1	1,1	3,3	2,3	2,1	1,6	1,6	1,7	1,7	-5,1	4,9	4,9	10,2	4,9	10,2	10,2	7,9	-5,1	4,9	4,9	10,2	-5,1	4,9	4,9	10,2
Dont																																
Logement	1,8	2,2	5,2	2,3	1,2	3,9	1,5	1,0	1,2	3,9	1,5	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	4,8	8,8	8,8	10,3	8,8	10,3	10,3	4,8	4,8	8,8	8,8	10,3	4,8	8,8	8,8	10,3
Productive privée	0,0	2,8	3,7	2,6	1,0	3,0	2,7	2,7	1,0	3,0	2,7	2,7	2,0	2,0	2,0	2,0	-8,9	3,3	3,3	10,1	3,3	10,1	10,1	9,3	-8,9	3,3	3,3	10,1	-8,9	3,3	3,3	10,1
Exportations de biens et services	-0,4	-0,4	2,7	4,1	1,8	1,8	2,8	2,7	1,8	1,8	2,8	2,7	2,4	2,5	2,4	2,5	-2,3	1,9	1,9	9,9	1,9	9,9	9,9	10,3	-2,3	1,9	1,9	9,9	-2,3	1,9	1,9	9,9
Importations de biens et services	-0,5	0,6	0,7	4,0	2,6	3,0	2,4	1,7	2,6	3,0	2,4	1,7	1,5	1,7	1,7	1,8	3,4	4,4	4,4	10,3	4,4	10,3	10,3	7,5	3,4	4,4	4,4	10,3	3,4	4,4	4,4	10,3
Variations de stocks, en points de PIB	0,1	-0,2	0,0	0,1	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0	0,4
<i>Contributions</i>																																
Demande intérieure hors stocks	0,6	1,4	1,6	1,1	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	2,5	3,5	3,5	4,4	3,5	4,4	4,4	3,6	2,5	3,5	3,5	4,4	2,5	3,5	3,5	4,4
Variations de stocks	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2	0,0	0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,4	0,4	0,0	0,0	0,4
Commerce extérieur	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,4	-0,4	-0,6	-0,4	-0,6	-0,6	-0,1	-0,7	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,6
Prix à la consommation ²	2,9	2,2	2,2	1,9	1,8	2,8	2,8	3,1	1,8	2,8	2,8	3,1	2,8	2,3	2,4	2,6	1,6	2,3	2,3	2,6	2,3	2,6	2,6	2,5	1,6	2,3	2,3	2,6	1,6	2,3	2,3	2,6
Taux de chômage, en %	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,6	5,5	5,4	5,6	5,6	5,5	5,4	5,3	5,3	5,2	5,2	5,8	6,0	6,0	5,5	5,5	5,3	5,3	5,3	5,8	6,0	6,0	5,5	5,8	6,0	6,0	5,5
Solde courant, en points de PIB	-5,1	-4,9	-4,7	-4,5	-5,1	-5,7	-5,6	-5,5	-5,1	-5,7	-5,6	-5,5	-5,2	-5,1	-4,9	-4,8	-4,5	-4,8	-4,8	-5,5	-5,5	-5,0	-5,0	-5,0	-4,5	-4,8	-4,8	-5,5	-4,5	-4,8	-4,8	-5,0
Solde public, en points de PIB																																
Impulsion budgétaire																																
PIB zone euro	0,0	-0,1	0,4	0,3	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,5	0,5	1,9	1,9	2,4	2,4	2,4	0,8	0,5	0,5	1,9	0,8	0,5	0,5	1,9

1. Conformément aux comptes nationaux américains, le poste dépenses publiques inclut ici la consommation et l'investissement publics.

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

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA, comptes définitifs du deuxième trimestre 2004), Bureau of Labor Statistics (BLS), Congressional Budget Office (CBO), prévision OFCE octobre 2004.

ÉTATS-UNIS : SOFT TRACTION

ÉTATS-UNIS

■ Elena Stancanelli

Japon : la reprise s'essouffle

En 2003 le PIB nippon a crû de 2,5 %. La croissance s'est accélérée au quatrième trimestre 2003 (+ 3,5 % en glissement annuel) et, au premier trimestre 2004, le taux de croissance a touché son point haut depuis 1990 (+ 5,1 % en glissement). Au deuxième trimestre, le PIB en volume a ralenti (+ 0,3 % en variation trimestrielle), alors que le PIB en valeur a diminué (- 0,5 %) pour la première fois après quatre trimestres consécutifs de croissance positive.

En dépit de la forte croissance, les déflateurs du PIB et des investissements productifs sont restés négatifs (égaux, respectivement, à - 2,8 et à - 3,5 au deuxième trimestre 2004, en glissement annuel). Les variations des prix à la consommation ont été faiblement négatives passant de - 0,2 en 2003 à - 0,1 au premier semestre 2004 (en moyenne annuelle).

La consommation des ménages est repartie

La consommation privée a progressé de 3,4 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2004, réalisant le taux de croissance le plus fort depuis 1997 et le cinquième trimestre consécutif de croissance positive. Cette meilleure performance de la consommation privée a été possible grâce à l'amélioration des perspectives d'emploi et aux faibles variations des prix à la consommation. Le taux de chômage a fortement baissé depuis son point haut de janvier 2003 (5,5 %), atteignant environ 4,6 % au deuxième trimestre 2004, pour remonter en juillet 2004 (4,9 %).

Depuis l'explosion de la bulle, la croissance nipponne a été tirée par les exportations, surtout vers la Chine et le reste de l'Asie, qui reçoivent presque la moitié des exportations japonaises. Un quart des exportations s'adressent aux États-Unis (24,5 %) et environ 15 % vers la zone euro. En 2003, les exportations vers la zone euro ont augmenté de 14 %, celles vers l'Asie de 20 %, tandis que celles vers les États-Unis ont diminué de 6 %. Ces dernières sont reparties fin 2003 (+ 2,6 en variation trimestrielle).

Cependant, en 2003, les investissements privés ont été le principal moteur de la croissance nipponne (1,5 en contribution annuelle). Les investissements productifs privés, après avoir accéléré au quatrième trimestre 2003 (+ 14,3 %) et au premier trimestre 2004 (+ 14,4 %), ont légèrement ralenti au deuxième trimestre 2004 (+ 10 % en glissement). Les entreprises nipponnes ont bénéficié de l'assainissement progressif du marché des crédits. Les faillites ont diminué de 19 % en moyenne de janvier à août 2004, par rapport à la même période de l'année précédente. Les entrepreneurs ont aussi profité de l'expansion boursière très forte en 2003 et de la baisse des coûts de production. Les prix des importations restent très bas et les salaires (nominaux et réels) diminuent. Les nouvelles embauches se font surtout par le biais des contrats d'emploi à temps partiel. Ces derniers ressemblent plus aux CDD qu'aux contrats d'emploi à temps partiels européens, car souvent ils n'impliquent pas une réduction d'horaire de travail mais plutôt de moindres bénéfices, en terme, par exemple, de bonus, pour les employé(e)s. Il n'est donc pas étonnant que ce soit surtout les femmes, traditionnellement plus faibles sur le marché du travail japonais, qui profitent de l'expansion des offres d'emplois.

Les investissements en logement ont faiblement progressé au premier semestre 2004, sous l'effet des attentes d'une remontée des taux longs. Ils ont aussi été affectés positivement par les réductions d'impôts sur les crédits immobiliers. Celles-ci diminueront progressivement, jusqu'à s'annuler complètement en 2008.

Les indicateurs se retournent

En dépit du fait que les soldes d'opinions des entreprises et des ménages étaient encore orientés à la hausse en juillet 2004, un retournement du cycle s'annonce. Le ralentissement économique était, par ailleurs, déjà inscrit au deuxième trimestre 2004, quand le PIB en valeur a baissé.

Les commandes de machines au secteur manufacturier, un indicateur avancé de six mois des investissements privés, se sont infléchies à la baisse en juillet 2004 – 12,1 % sur le mois précédent). Les stocks de production augmentent (involontairement) dans les secteurs des TIC et des semi-conducteurs. Les taux d'utilisation de la capacité productive sont élevés, quoique encore bien inférieurs aux niveaux de la bulle de 1990. Les crédits bancaires diminuent de 4,3 % en moyenne sur les huit premiers mois de l'année 2004, par rapport à la même période de l'année précédente.

Les salaires réels, bonus et heures supplémentaires inclus, ont diminué de 5,7 % en moyenne de janvier à juillet 2004, par rapport à la même période de l'année précédente. Les offres d'emplois (hors offres aux nouveaux diplômés) ont diminué en juillet 2004 de 8,5 % par rapport au mois précédent.

Les commandes de l'étranger, un indicateur avancé des exportations, ont enregistré une variation négative en août 2004 – 4,3 % sur le mois précédent).

Cela appuie l'idée, assez courante au Japon, qu'il y aurait une récession en moyenne tous les 33 mois, depuis la seconde guerre mondiale. Hors, après le creux de janvier 2002, on compte neuf trimestres de croissance positive (en volume).

Une année 2005 peu dynamique

Sous l'hypothèse d'un ajustement progressif du prix du pétrole, qui atteindrait 33 dollars le baril fin 2005 (voir dans ce dossier la fiche « Brouillard autour des puits de pétrole »), le PIB nippon augmenterait de 3,7 % en 2004 et de 1,7 % en 2005. Si, au contraire, la hausse actuelle du prix du pétrole persistait, nos prévisions devraient être révisées à la baisse. Selon l'OCDE, une augmentation du prix du pétrole de 10 dollars le baril, réduirait le PIB nippon de – 0,2 %.

Notre scénario pourrait être plus pessimiste si la baisse des exportations vers la Chine devait être plus importante et plus persistante que nous ne l'avons prévue. De même, un ralentissement des exportations vers les États-Unis (non inscrit dans nos prévisions) aurait un impact négatif sur l'économie japonaise.

Selon nos prévisions, les investissements productifs privés s'ajusteraient à la baisse au deuxième semestre en 2004 pour redémarrer en 2005, suite à la reprise des exportations. Les exportations vers la Chine diminueraient au deuxième semestre 2004, surtout sous l'effet des programmes de restrictions

■ Elena Stancanelli

des investissements mis en place par le gouvernement chinois. Elles redémarreraient courant 2005 grâce à l'amélioration des économies américaine et asiatique.

La consommation ralentirait fin 2004, suite à la remontée du taux de chômage et à la diminution du pouvoir d'achat des ménages, et ne serait pas compensée par la baisse du taux d'épargne nippon. Les ménages pâtiraient aussi de l'alourdissement des contributions retraites pour les employés. Le taux de contribution augmenterait de 0,35 % par an à partir d'octobre 2004, jusqu'à atteindre 18,30 %. Les pensions publiques ont été indexées négativement (-0,3 %) en avril 2004, suivant la variation des prix à la consommation sur la même période. De plus, le ratio retraite sur salaire passerait, en moyenne, de 59 % à 50 % (à un horizon non encore précisé), selon les objectifs du gouvernement.

Les investissements en logement garderaient un profil plat, au vu du climat économique peu favorable.

La politique budgétaire resterait restrictive. L'année 2003 et le premier semestre 2004 ont été caractérisés par une très forte réduction des investissements publics, qui ont baissé de 10 % en 2003 et de 15 % au premier semestre 2004, en moyenne annuelle. Notamment, le budget 2004 (allant d'avril 2004 à mars 2005) prévoyait une réduction importante des subventions à l'éducation nationale et à la recherche - 338,2 milliards de yens), correspondant à une diminution des dépenses de - 5,2 % par rapport au budget 2003. Les coupures budgétaires aux travaux publics se poursuivraient - 281,2 milliards de yens ; - 3,5 % par rapport au budget 2003). En dépit de cela, les dépenses générales augmenteraient, car les dépenses de Sécurité sociale progresseraient fortement (+ 806,3 milliards de yens ; + 4,2 % par rapport au budget 2003) sous la pression du vieillissement de la population active.

On ne dispose pour le moment que de très peu d'éléments pour le budget 2005. Les investissements publics baisseraient encore en 2005 (- 3 %) et les dépenses publiques discrétionnaires diminueraient de 2 %. Toutefois, les dépenses publiques totales augmenteraient de 600 milliards de yens, passant de 47 600 milliards de yens en 2004 à 48,2 en 2005, par effet surtout du vieillissement de la population active.

La politique monétaire resterait accommodante. Les autorités monétaires nippones ont annoncé en septembre 2004 qu'elles garderont leur cible de liquidité entre 30 et 35 mille milliards de yens, comme affiché en début d'année. La politique de taux directeurs effectifs nuls serait aussi maintenue, en dépit des tensions récentes sur les taux longs. Le ralentissement économique consoliderait la baisse des taux long, déjà inscrite en fin été 2004 (1,6). Les taux longs baisseraient légèrement fin 2004 et courant 2005, jusqu'à atteindre 1,2 à l'horizon de notre prévision.

Les importants achats de dollars américains de la part de la Banque du Japon (qu'on estime d'environ 20 milliards de yens en 2003 et 15 mille milliards de yens au premier trimestre 2004) freineraient l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar (106 yens pour un dollar au début 2004). Le yen, actuellement échangé aux environ de 110 yens pour un dollar, se déprécierait encore vis-à-vis du dollar, se situant aux environ de 114 yens pour un dollar fin 2005.

JAPON : LA REPRISE S'ESSOUFFLE ■

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003				2004				2005				2002	2003	2004	2005
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,0	1,1	0,6	1,9	1,6	0,3	-0,1	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	-0,3	2,5	3,7	1,7
Consommation des ménages	-0,1	0,2	0,6	1,1	1,0	0,6	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,9	0,8	3,0	1,5
Consommation publique	0,2	-0,2	0,6	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	0,3	2,4	1,0	1,5	1,5
FBCF totale	0,4	2,6	-1,0	3,9	0,7	-0,4	-0,7	-0,5	0,3	0,4	0,6	0,8	-6,1	3,2	3,0	0,3
Dont																
Productive privée	1,9	5,2	-0,1	6,7	2,0	1,2	-1,0	-0,6	0,8	1,0	1,2	1,5	-7,0	9,6	8,6	1,9
Logement	-1,2	-0,2	3,1	-0,9	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-4,2	-0,8	1,9	0,6
Publique	-2,7	-2,7	-5,9	-1,8	-3,6	-7,0	0,0	-0,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-4,7	-10,5	-13,4	-5,8
Exportations de biens et services	0,9	1,3	3,6	5,2	4,5	3,5	1,8	2,0	2,3	2,3	2,5	2,5	7,9	10,1	15,3	9,5
Importations de biens et services	0,5	-1,0	2,6	2,7	3,0	1,9	1,7	1,6	1,4	1,6	1,6	1,7	1,9	5,0	9,1	6,5
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	0,1	0,3	0,1	0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,7	0,2	1,7	0,8	0,3	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	-0,7	1,4	2,7	1,2
Variations de stocks	-0,2	0,1	0,1	-0,2	0,4	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,0	-0,1
Commerce extérieur	0,1	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	0,7	1,0	0,7
Prix à la consommation *	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,2	-0,2	-0,1
Taux de chômage, au sens du BIT	5,4	5,4	5,3	5,0	4,9	4,6	4,8	4,8	4,7	4,7	4,6	4,6	5,4	5,3	4,8	4,7
Solde courant, en points de PIB													2,9	3,3	4,3	5,2
Solde public, en points de PIB													-8,0	-8,1	-6,9	-6,8
Impulsion budgétaire													1,2	0,3	-0,7	-0,1
PIB zone euro	0,5	1,0	1,8	1,0	1,1	0,8	0,7	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7	1,9	3,0	4,3	3,5

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

Sources : Economic and Social Research Institute, Cabinet Office (comptes publiés le 10 mars 2004) ; Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications ; Ministry of Health, Labor and Welfare ; prévision OFCE octobre 2004.

■ Danielle Schweisguth

Asie : un atterrissage en douceur ?

L'ensemble de la zone Asie a connu une croissance très dynamique au premier semestre 2004, tirée à la fois par le commerce extérieur et la demande intérieure. Les exportations ont été dopées par la reprise économique mondiale, la vigueur des importations chinoises et l'amélioration de la compétitivité-prix. La dépréciation continue du dollar, auquel les monnaies asiatiques sont ancrées au travers de régimes de change fixes ou flottants selon les pays, a contribué à la baisse de leurs taux de change effectifs réels. La bonne tenue du commerce extérieur a été accompagnée d'une demande intérieure robuste, soutenue pour la première fois depuis la crise asiatique par une reprise vigoureuse des investissements privés. Cette reprise a été favorisée par la hausse du taux d'utilisation des capacités de production, la faiblesse des taux d'intérêt et le regain de confiance des entrepreneurs.

La Chine a vraisemblablement atteint le haut de son cycle économique au deuxième trimestre avec une croissance de 10,2 % en glissement annuel. Ce dynamisme s'explique essentiellement par l'emballement de l'investissement, porté par la forte demande de secteurs en pleine expansion (automobile, immobilier, infrastructures) et des industries en amont. Ce mouvement a été amplifié par une explosion du crédit au secteur privé et l'afflux de capitaux en Chine. La croissance indienne s'est établie à un record de 8,2 % sur l'année fiscale 2003-2004, sous l'impulsion du rebond de la production agricole profitant d'une excellente mousson.

1. Zone Asie détaillée : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2002	2003	2004	2005
Corée du Sud	8,1	7,0	3,1	5,1	4,7
Asie Rapide	19,8	4,2	4,6	5,6	4,7
Taiwan	3,2	3,6	3,2	5,4	4,2
Hong Kong	1,6	1,9	3,2	6,2	4,3
Singapour	0,8	2,1	1,1	7,3	4,0
Thaïlande	4,0	5,4	6,8	6,4	5,2
Indonésie	7,1	4,3	4,5	4,8	4,8
Malaisie	1,6	4,1	5,3	6,4	5,2
Philippines	1,6	5,5	4,9	4,6	3,8
Chine	42,6	8,0	9,1	8,7	7,5
Autres Asie	29,5	4,7	6,9	6,3	6,0
Asie hors Chine	57,4	4,9	5,6	5,9	5,4
Total	100	6,2	7,1	7,1	6,3

Sources : FMI, prévision OFCE octobre 2004.

Les perspectives restent bien orientées

La croissance restera dynamique en Asie en 2004 (7,1 % en moyenne pour la zone) et connaîtra un léger ralentissement en 2005 (6,3 %), principalement imputable à la hausse des prix pétroliers. Si la Chine et l'Inde devraient connaître un retournement au deuxième semestre 2004, accentué en 2005, le

reste de la zone bénéficiera d'une accélération de la croissance en 2004, suivie d'un léger repli en 2005. Seule exception : l'Indonésie, producteur de pétrole, dont le taux de croissance restera stable à 4,8 % en 2004 et 2005. Cependant, elle ne profitera pas pleinement de l'envolée des prix du brut car sa production reste inférieure à celle qu'autorise son quota OPEC.

2. Zone Asie : résumé du commerce extérieur

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002	2003	2004	2005
Importations	9,9	13,7	22,8	14,7
Exportations	11,0	16,4	21,8	15,8
Demande adressée	4,9	8,0	13,9	10,1

Sources : FMI, prévision OFCE octobre 2004.

Les risques à l'horizon 2005

Les deux principaux risques qui pèsent sur la zone Asie sont un choc pétrolier et un atterrissage brutal de l'économie chinoise.

L'Asie reste particulièrement vulnérable aux chocs pétroliers étant donné sa forte dépendance aux importations pétrolières : si l'Asie produit près de 10 % de l'offre mondiale de pétrole brut, elle en consomme 24 % (Japon inclus). Par ailleurs, l'intensité énergétique est très élevée au sein de la zone : la consommation de pétrole représente 4,5 % du PIB, alors que la moyenne est de 1,6 % pour les pays industrialisés. Selon un scénario présenté par la Banque de Développement Asiatique, si les prix du pétrole se maintiennent à 50 dollars le baril jusqu'à la fin 2005 par rapport à un scénario de base à 30 dollars, l'impact sur la zone serait de - 1,5 point de PIB en 2005. Les pays les plus touchés seraient la Thaïlande, les Philippines et Singapour.

Le commerce intra-zone connaissant un essor considérable depuis une dizaine d'années, l'ensemble de la zone serait très sensible à une baisse substantielle de la demande de provenance de Chine. Les exportations des pays asiatiques vers la Chine ont crû en moyenne de 16 % par an depuis 1995, alors que le commerce mondial évoluait à un rythme de 5,3 %. L'intégration régionale est principalement verticale, la Chine se spécialisant dans les stades finaux de production. Un ralentissement brutal de l'économie chinoise n'est pas à exclure, étant donné le surinvestissement dans les secteurs de la construction et de l'automobile. Les surcapacités accumulées contraignent les prix de ventes, alors que l'augmentation du prix de l'énergie et des matières premières renchérit les coûts de production. Les entreprises, contraintes de réduire leurs marges, ne sont pas en position d'assainir leur situation financière. Or, en Chine, les entreprises d'État sont fortement endettées, et souvent en situation d'insolvabilité. Malgré la recapitalisation de deux grandes banques début 2004, le ratio de créances douteuses reste élevé et constitue une épée de Damoclès pour le système bancaire chinois. Les mesures prises par le gouvernement chinois pour freiner l'investissement dans les secteurs en pleine expansion n'ont pas été aussi efficaces que prévu (fermeture d'usines, encadrement réglementaire des crédits accordés aux secteurs en surchauffe, hausse du taux de réserves obligatoires), et devraient être renforcées en 2005.

■ Christine Riffart

Amérique latine : un nouveau départ

Après trois ans de *quasi* stagnation, l'année 2004 marque le retour d'une nouvelle phase d'expansion en Amérique latine. La levée progressive des incertitudes politiques dans plusieurs pays (la dernière en date ayant eu lieu au Venezuela avec le referendum du 15 août qui a consolidé la présidence de Chavez) a permis aux économies de bénéficier au mieux des facteurs de reprise. À la hausse du prix des matières premières dont la région est exportatrice nette, se sont ajoutés la vigueur de la croissance aux États-Unis et en Asie, des taux de change favorables et les effets expansionnistes d'une région intégrée en phase de reprise. L'activité s'est accélérée dans presque tous les pays tandis que les déséquilibres internes (inflation, solde budgétaire) et externes (solde courant, dette) ont continué de s'améliorer avec la croissance. Les primes de risque sur le marché international des capitaux ont rarement été aussi faibles (sauf pour l'Argentine) et les réserves de change restent à des niveaux élevés (Mexique, Brésil) ou continuent de s'accumuler. Cette embellie conjoncturelle se poursuivrait en 2005 à un rythme moindre cependant. La demande étrangère adressée à la zone devrait rester dynamique mais moins qu'en 2004 (tableau) et la hausse des taux d'intérêt est déjà amorcée aux États-Unis. Par ailleurs, la hausse du prix du pétrole pourrait engendrer une reprise de l'inflation et induire un resserrement monétaire plus précoce que prévu (notamment dans les pays qui ont une cible d'inflation).

Les meilleures performances en matière de croissance pour 2004 vont à l'Argentine et au Venezuela (7,2 % et 15,9 % respectivement), tout deux en phase de rattrapage après la crise majeure de fin 2001 pour l'un et début 2003 pour l'autre. Plus avancée en Argentine, cette phase commence cependant à s'essouffler. Sans apport de capitaux étrangers et malgré un solde courant encore excédentaire, la croissance bute sur ses contraintes d'offre. Après plusieurs trimestres à 3 % en rythme instantané, celle-ci s'est ralentie aux premier et deuxième trimestres 2004 (1,5 % et 0,5 % respectivement) sous l'effet combiné du tassement de la consommation des ménages et de l'investissement et surtout du retournement des exportations. Le ralentissement de la production industrielle pendant l'été confirme le mouvement. À l'inverse du Brésil qui a su tirer parti de la baisse du real pour accroître ses parts de marché à l'étranger, l'amélioration de la compétitivité argentine n'a que très peu profité aux exportateurs. Aussi, la reprise des discussions avec les créanciers privés sur la restructuration des 100 milliards de dollars de dette s'avère une bonne chose. Les engagements budgétaires vis-à-vis du FMI seront atteints pour 2004 (l'excédent primaire pourrait atteindre 4 % du PIB pour un objectif de 3 %) mais les discussions pour 2005 restent tendues.

Au Brésil, la croissance est repartie fin 2003 sous l'effet de la percée des exportations sur les marchés étrangers (la part des exportations dans le PIB, inférieure à 10 % en 2000, atteindrait 17 % en 2004). Depuis, la dynamique s'est diffusée à l'ensemble des composantes de la demande interne. Au deuxième trimestre 2004, la croissance est de 5,7 % sur un an. L'investissement et la consommation des ménages, soutenue par un marché du travail plus ferme (+ 1,5 million de créations d'emplois depuis le début de l'année) et l'expansion du crédit ont progressé respectivement de 12 % et 5 % sur un an. Au cours des derniers mois, cette embellie s'est poursuivie : la production industrielle a progressé de 9,6 % en juillet sur un an. Néanmoins, du fait du

AMÉRIQUE LATINE : UN NOUVEAU DÉPART ■

renchérissement du prix des matières premières qui joue depuis juin, l'inflation a déjà commencé à s'éloigner de sa cible de fin d'année (7,2 % en août pour un objectif à 5,5 % +/- 2,5 points), provoquant une première réaction de la banque centrale le 15 septembre dernier : le taux directeur a été relevé de 0,25 point à 16,25 %. Simultanément, la politique budgétaire reste restrictive. La croissance étant supérieure aux anticipations et l'austérité maintenue dans les dépenses, l'excédent primaire du secteur public s'améliore à 5,8 % sur 12 mois en août (pour un objectif de 4,5 % fin 2004 et 4,25 % pour 2005). La dette nette a reculé à 54,1 % du PIB en août après 58,7 % en décembre dernier en même temps que son profil se modifiait (baisse de l'exposition au taux de change, développement des titres à taux préfixé). En 2005, des tensions pourraient apparaître sur les capacités et la politique monétaire se durcir plus vigoureusement.

Au Mexique, la dynamique est similaire : reprise par les exportations au troisième trimestre 2003, avec effet d'entraînement sur l'investissement et plus récemment sur la consommation des ménages. Là aussi, avec l'accélération de la croissance, les fondamentaux s'améliorent : le déficit courant, qui reste un des plus forts de la région, se réduit autour de 1,5 % du PIB en 2004 tandis que les ratios d'endettement et de solde budgétaire restent bien orientés. Seule l'inflation est légèrement préoccupante (4,5 % attendu pour un objectif de 3 % avec une marge de +/- 1 point), d'autant qu'elle s'inscrit dans un contexte d'appréciation du peso et donc de forte érosion de la compétitivité des produits mexicains, notamment face à la concurrence chinoise sur le marché des États-Unis. L'activité pourrait souffrir d'un durcissement de la politique économique en 2005, et surtout du ralentissement de la croissance américaine.

Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002	2003	2004	2005
PIB	- 0,4	1,4	4,0	2,7
Argentine	- 10,9	8,3	7,5	1,7
Brésil	1,9	- 0,3	2,9	2,5
Mexique	0,9	1,3	3,1	3,0
Importations	- 5,9	1,9	9,9	8,0
Exportations	3,1	0,1	11,4	7,9
Demande adressée	1,7	4,9	8,6	7,0

Sources : FMI, calculs et prévisions OFCE octobre 2004.

■ Gaël Dupont

Europe centrale et orientale : le petit moteur de l'Union

En 2003, les économies d'Europe centrale et orientale ont été très dynamiques. Alors que la zone euro était en quasi-stagnation (0,4 % de croissance), les nouveaux pays membres (NPM) de l'Union Européenne (UE) ont connu une croissance de 3,8 %. En Russie et dans la Communauté des États Indépendants (CEI), l'activité économique a dépassé 7 % de croissance. En 2004, l'activité accélère avant de ralentir légèrement en 2005. Le processus de convergence des NPM se poursuit.

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

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2002	2003	2004	2005
Nouveaux pays de l'UE	28	2,3	3,8	5,0	4,6
Pays candidats à l'UE ¹	9	4,6	4,7	5,1	4,8
Russie	43	4,7	7,3	7,1	6,5
Autres CEI ²	20	5,9	8,2	8,8	7,0
Total ex bloc de l'Est	100	4,2	6,2	6,6	5,9

1. Roumanie, Bulgarie, Croatie.

2. Communauté des États Indépendants

Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2004.

Nouveaux pays membres : croissance forte

Au premier semestre 2004, l'activité économique a accéléré dans les NPM, stimulée par l'investissement et les exportations qui ont bénéficié de la reprise du commerce mondial et du rebond de l'activité dans la zone euro. En Hongrie et en République tchèque, l'investissement a constitué le principal moteur de la croissance (croissance de respectivement 13,5 et 12,8 % en glissement annuel au deuxième trimestre), alors que la consommation privée a commencé à ralentir. En Pologne, l'investissement a tardé à accélérer et l'activité économique a été essentiellement tirée par les exportations, qui ont bénéficié de la dépréciation du taux de change réel en 2002 et 2003.

Fin 2004 et en 2005, l'activité restera dynamique, portée principalement par le commerce extérieur et l'investissement, qui compenseront le modeste durcissement de la politique budgétaire. La consommation privée accélèrera en Pologne et en Slovaquie. Elle conservera un rythme plus modéré qu'en 2003 en Hongrie et en République tchèque, où dans les années récentes, elle avait bénéficié de la forte hausse des salaires (salaire minimum et rémunérations des fonctionnaires). L'appréciation, au premier semestre 2004, du taux de change réel du zloty et, dans une moindre mesure, du forint, pèsera modérément sur les exportations polonaises et hongroises, mais dans un contexte général favorable au commerce extérieur : dynamisme de la demande adressée et poursuite des gains de productivité.

EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE : LE PETIT MOTEUR DE L'UNION ■

PECO

Outre une envolée du cours du pétrole, non retenue par l'OFCE, le principal risque à court terme concerne la politique économique. Si les difficultés à contrôler les déficits budgétaires ne devraient pas remettre en cause la confiance des investisseurs internationaux qui financent les déficits courants de pays à fort potentiels, l'instabilité du forint hongrois courant 2003 montre l'importance d'une politique monétaire cohérente. En Pologne, c'est une poursuite de la remontée des taux directeurs qui est le plus à craindre.

2. Prévisions de croissance parmi les nouveaux pays membres de l'UE

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2002	2003	2004	2005
Pologne	46	1,4	3,8	5,5	5,0
République tchèque	19	1,5	3,1	4,0	4,0
Hongrie	16	3,5	2,9	4,0	3,6
Slovaquie	8	4,4	4,2	5,0	4,5
Slovénie	4	3,0	2,3	3,7	3,9
Pays baltes	7	5,2	7,6	6,7	6,0
Total	100	2,3	3,8	5,0	4,6

Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2004.

En 2003, la **politique économique** a été nettement accommodante en République tchèque et, plus modérément, en Slovaquie. En Hongrie et en Pologne, le *policy mix* a consisté en une politique budgétaire expansive et une politique monétaire restrictive. En 2004-2005, la politique budgétaire devient moins expansionniste. Les taux d'intérêt courts se sont tendus mi-2004 avec la reprise de l'inflation, mais le reflux des prix en 2005 devrait permettre une baisse des taux en Pologne et en Hongrie dans le courant de l'année.

La plupart de ces pays connaissent des doubles déficits, particulièrement élevés en Hongrie et en République tchèque (tableau 3). La situation inverse prévaut dans les pays baltes, où les déficits courants sont très élevés (8,6 % du PIB en Lettonie, 13,9 % en Estonie en 2003), mais où les déficits publics sont faibles (excédent en Estonie). Jusqu'en 2002, les déficits courants étaient *grossa modo* financés par les investissements directs étrangers (IDE). Mais en 2003, ces derniers ont baissé, notamment du fait du ralentissement des privatisations. Malgré les besoins importants en infrastructures de ces pays, les déficits courants paraissent cependant excessifs en République tchèque et en Hongrie où ils financent en grande partie des dépenses courantes et où la nécessité d'un cadre macro-économique stable est renforcée par la dépendance de ces pays vis-à-vis des capitaux étrangers.

Au demeurant, la plupart des gouvernements annoncent des mesures de redressement budgétaire. Ces décisions ont contribué à l'impopularité croissante des gouvernements en Pologne, en République tchèque et en Hongrie. Après la déroute des partis au pouvoir aux élections européennes (dans un contexte de très forte abstention), les chefs de gouvernement ont changé dans ces trois pays¹. Les nouveaux premiers ministres ont annoncé la poursuite des réformes, mais en Pologne, Marek Belka prévoit un assouplissement des

1. En Pologne, Marek Belka a été nommé en juin ; en République tchèque, Stanislav Gross a été nommé en août ; en Hongrie, Ferenc Gyurcsany a été officiellement nommé le 27 septembre.

■ Gaël Dupont

mesures, et en Hongrie, le ministère des finances a augmenté sa prévision de déficit des administrations publiques pour 2004 de 4,6 % à 5,0-5,3 % du PIB.

Alors que l'Estonie, la Lituanie et la Slovaquie ont confirmé leur volonté de rentrer rapidement dans la zone euro en adhérant le 27 juin 2004 au mécanisme de change européen, les trois plus grands NPM n'entreront pas avant 2009-2010. Une marche forcée vers la monnaie unique pour ces pays qui sont loin d'avoir convergé vers les pays de la zone euro, tant sur le plan nominal que réel, aurait probablement constitué un carcan économique et pesé sur la croissance à moyen terme.

3. Indicateurs macroéconomiques

En % du PIB

	Déficits budgétaires	Déficits courants		Investissements directs étrangers	
	2003	1998 – 2002 ¹	2003	1998 – 2002 ¹	2003
Pologne	3,9 ²	4,6	2,0	4,0	2,0
République tchèque	6,2	7,4	8,9	5,7	3,0
Hongrie	12,6 ³	4,5	7,1	9,9	3,0
Slovaquie	3,7	6,6	1,0	8,3	1,8

1. Moyenne des ratios en % du PIB sur 5 ans ; 2. Ce chiffre inclus la constitution de réserves des fonds de pension obligatoires à cotisations définies ; si l'on excluait ces cotisations, comme le requiert la Commission à partir de 2007, le déficit polonais atteindrait 5,5 % du PIB ; 3. La moitié de ce déficit est imputable à des mesures exceptionnelles.

Sources : Eurostat, OCDE, CNUCED.

La dynamique future de l'investissement sera tributaire des évolutions de l'inflation et des taux d'intérêt. Après avoir très nettement ralenti en 2002 et 2003, les prix ont accéléré en 2004 pour plusieurs raisons : le dynamisme de la demande, la hausse du prix du pétrole, le niveau élevé des prix alimentaires, l'augmentation des prix réglementés et de la TVA et, en Pologne, la dépréciation du zloty. Dans les trois grands pays de la zone, l'inflation est supérieure aux cibles des banques centrales (tableau 4). Cela a conduit à un resserrement de la politique monétaire en Pologne et en République tchèque, où les taux directeurs ont été relevés à plusieurs reprises au cours de l'été. Aujourd'hui, la politique monétaire est restrictive en Pologne et en Hongrie, et plutôt expansionniste en République tchèque et en Slovaquie.

Comme le taux de change réel s'apprécie depuis le début de l'année, les conditions monétaires générales se durcissent en **Pologne**. Une poursuite de la hausse des taux d'intérêt ne se justifierait pas car l'inflation devrait ralentir : le rebond du premier semestre 2004 est largement dû à des causes ponctuelles. Comme dans les autres grands pays de la zone, une stratégie coopérative visant à assouplir la politique monétaire parallèlement à une réduction des déficits publics serait souhaitable, d'autant qu'elle atténuerait la poussée à la hausse du zloty, qui va progressivement mordre sur la compétitivité.

En **Hongrie**, les conditions monétaires sont très restrictives. Les incertitudes politiques ont poussé la banque centrale à maintenir des taux directeurs élevés pour soutenir le forint, et le taux de change réel s'est apprécié de 10 % sur les sept premiers mois de l'année 2004. Dans les prochains semestres, le ralentissement de la consommation interne va permettre une modération de l'inflation, et du taux de change réel par voie de conséquence, et une

diminution progressive des taux d'intérêt. En **République tchèque**, les conditions monétaires sont accommodantes. Le taux de change réel est assez stable, alors que les taux d'intérêt réels restent négatifs malgré la légère remontée des taux directeurs mi-2004. Compte tenu du dynamisme de l'économie, la poursuite de la remontée des taux est probable. L'économie **slovaque** bénéficie également de taux réels négatifs, mais la forte appréciation réelle de la couronne slovaque (+ 20 %) depuis 2 ans a pesé sur la compétitivité.

4. Conditions monétaires dans les trois grands NPM

	Pologne	Hongrie	Rép. tchèque
Cible d'inflation fin 2004	2,5 % (+- 1 %)	3,5 % (+- 1 %)	3 % - 5 %
Inflation août 2004 (GA)	4,7 %	7,2 %	3,4 %
Taux de dépôt fin août 2004	7,0 %	11,0 %	1,5 %
Taux d'intérêt réel	2,3 %	3,8 %	- 1,9 %
Taux de change effectif réel (Variation en %)			
01/2002 - 01/2004	- 23,2	5,0	- 0,1
01/2004 - 07/2004	6,5	7,5	2,4

Sources : Datastream, banques centrales.

Russie : ça carbure dans la steppe

En 2004 comme en 2003, l'économie russe bénéficie du niveau élevé des matières premières, qui alimente les revenus, et par voie de conséquence, la demande interne. Au deuxième trimestre 2004, l'économie a connu une croissance de 7,4 % en glissement annuel. L'investissement a été particulièrement dynamique en 2003 (+ 12,9 %) et reste soutenu, et la consommation privée accélère. En 2005, la légère décre de cours du pétrole aura pour conséquence un ralentissement des revenus et de l'activité, mais l'économie russe restera très dynamique.

La productivité augmente fortement, ce qui limite les conséquences négatives de la hausse du taux de change réel induite par l'excédent courant. La banque centrale intervient pour limiter l'appréciation nominale du rouble (achat de devises étrangères), ce qui a pour effet d'augmenter la masse monétaire. L'inflation devrait cependant rester stable autour de 10 % en 2005.

D'importantes réformes structurelles ont été engagées (réformes fiscales, retraites, droit du travail...), mais beaucoup reste à faire, notamment en ce qui concerne la restructuration des monopoles d'État et la réforme de l'administration afin de rendre effective l'application de la loi. Mais ces difficultés n'oblitérent pas la croissance à court terme.

5. Prévisions de commerce extérieur en Europe centrale et orientale

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002	2003	2004	2005
Importations	14,4	20,3	12,5	13,5
Exportations	18,0	8,0	11,9	11,6
Demande adressée	7,1	11,8	11,2	11,0

Sources : FMI, prévision OFCE octobre 2004.

■ Catherine Mathieu

Royaume-Uni : comme une image

Le PIB britannique a augmenté de 0,7 % au premier trimestre 2004 et de 0,9 % au deuxième trimestre, affichant alors une hausse de 3,7 % en glissement sur un an. L'économie a donc connu une croissance un peu plus rapide que son taux de croissance tendanciel, estimé à 2,75 % par le gouvernement. Le premier élément marquant du premier semestre 2004 est l'amélioration continue du climat conjoncturel, particulièrement visible dans l'industrie manufacturière. Le deuxième est la remontée progressive des taux directeurs de la Banque d'Angleterre. Les signes d'un tassement de l'activité ont commencé à se manifester à la fin du troisième trimestre. À la fin septembre, la question est de savoir si l'économie ne ralentira que modérément, comme le souhaitent les autorités monétaires, ou si le spectre d'une baisse brutale des prix de l'immobilier qui hante les perspectives de croissance depuis plusieurs années finira par se matérialiser.

Amélioration du climat conjoncturel jusqu'à l'été mais...

La grande majorité des indicateurs conjoncturels était orientée à la hausse au premier semestre 2004. L'industrie manufacturière, sortie de deux ans de récession au début 2003, a continué de se redresser. La production manufacturière était en hausse de 2,2 % en glissement sur un an au deuxième trimestre 2004 et de 1,2 % par rapport au trimestre précédent. Cette amélioration de la situation industrielle, retracée aussi par les enquêtes, s'accompagne cependant toujours d'une baisse de l'emploi. Mais le taux d'utilisation des capacités de production de l'industrie manufacturière est remonté de 5,2 points entre octobre 2003 et juillet 2004 où il a enfin retrouvé son niveau moyen des vingt dernières années. Dans le même temps, les opinions des industriels sur les perspectives d'investissement se sont améliorées. Cependant, les soldes des enquêtes auprès des industriels, notamment en ce qui concerne les carnets de commande et les perspectives de production, ont cessé de s'améliorer durant l'été suggérant une certaine stabilisation de l'activité au second semestre 2004. Du fait du dynamisme de l'activité dans les secteurs des services et du bâtiment, la croissance du PIB aurait encore été proche de 0,8 % au troisième trimestre¹. L'activité commencerait cependant à ralentir, sous l'effet de la remontée des taux d'intérêt.

...la Banque d'Angleterre monte la garde

L'économie britannique est apparemment proche du plein emploi, avec un taux de chômage de 4,7 % seulement au sens du BIT au deuxième trimestre 2004, toujours en baisse légère (0,3 point de moins en un an). Pourtant, les

1. L'indicateur avancé de l'OFCE (voir Charpin F. et Mathieu C. : « Un indicateur de croissance à court terme au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE* n° 89 avril 2004) suggérait, sur la base des données disponibles début septembre, une croissance de 0,8 % aux troisième et quatrième trimestres 2004, principalement du fait d'une contribution positive de l'utilisation des capacités de production et des ventes de détail au troisième trimestre, relayée par l'indice de production industrielle et les ventes de gros au quatrième trimestre. La hausse des taux directeurs amorcée à la fin 2003, qui joue avec un retard de trois trimestres, freinerait la croissance d'environ 0,05 point chaque trimestre.

signes d'une accélération de l'inflation ne sont guère visibles, que ce soit du côté du marché du travail ou de ceux des biens, à l'exception du marché de l'immobilier. Les salaires nominaux affichaient une hausse d'à peine 4 % en glissement sur un an, au deuxième trimestre, soit une hausse de 0,5 point de pourcentage en un an, mais un rythme identique à celui de 2003. Il n'y a donc pas d'augmentation sensible des salaires, dont l'évolution reste par ailleurs compatible avec l'augmentation de la productivité apparente du travail (de l'ordre de 2 %) et des prix (3 % pour le déflateur du PIB). L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) reste très modérée : elle n'était que de 1,3 % sur un an en août dernier, soit bien en deçà de la cible de 2 % de la politique monétaire.

Les prix de l'immobilier ont cependant continué à croître jusqu'à l'été à des rythmes annuels compris entre 10 et 20 %, soit un doublement depuis le début de leur accélération en 1996 (encadré), entraînant la poursuite de la hausse du taux d'endettement des ménages, qui a atteint au deuxième trimestre 2004 le niveau historiquement élevé de 130 % de leur revenu disponible annuel. Cette hausse, conjuguée à la proximité du plein emploi, a conduit la Banque d'Angleterre à poursuivre la hausse des taux entamée en novembre 2003. Le taux directeur était de 4,75 % en août dernier, soit une hausse cumulée de 1,25 point en neuf mois (0,25 point en novembre, février, mai, juin, juillet et août). La Banque d'Angleterre a été l'une des premières grandes banques centrales à relever ses taux, de façon très graduelle, comme à son habitude. Elle espère que les hausses de taux réduiront le recours à l'endettement des ménages et, partant, freineront la hausse des prix de l'immobilier.

Les premiers signes de tassement des indicateurs conjoncturels apparus pendant l'été, notamment en ce qui concerne les ventes de détail en septembre, ainsi que la légère baisse des prix de l'immobilier en août suggèrent que la politique monétaire a commencé à mordre sur l'endettement des ménages et que le ralentissement tant attendu des prix de l'immobilier est enclenché. La politique monétaire reste cependant accommodante en septembre 2004. Le taux d'intérêt est inférieur d'environ 1,25 point à celui suggéré par une fonction de réaction estimée sur la période 1993-2004 (voir dans ce dossier « La marche à suivre »). Avec nos hypothèses de croissance et d'inflation, la Banque d'Angleterre serait amenée à relever ses taux d'environ 0,5 point d'ici la mi-2005, puis les stabiliserait à ce niveau.

Demande intérieure : ajustements en cours

La consommation des ménages continue de tirer la croissance. Elle devrait cependant ralentir sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt et sous l'hypothèse d'un ralentissement progressif de la hausse des prix de l'immobilier. Le taux d'épargne, resté quasiment stable à 6 % depuis plusieurs années, augmenterait d'un peu plus d'un demi-point.

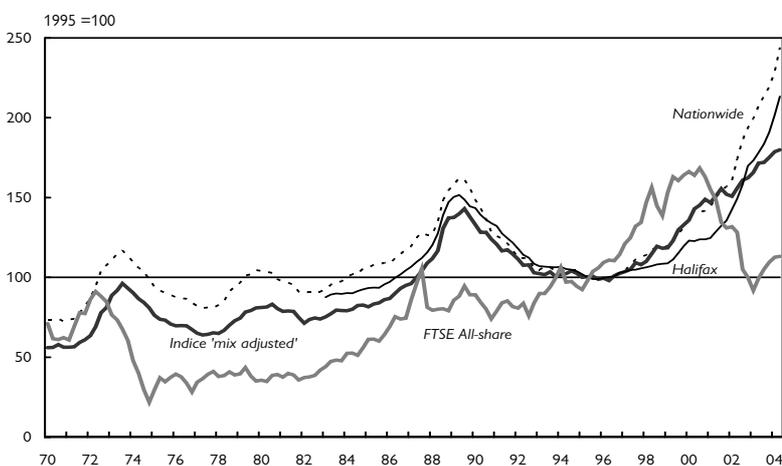
Les efforts d'investissement seraient relativement soutenus cette année dans le secteur privé, au vu des enquêtes disponibles pour le secteur manufacturier (investissement et taux d'utilisation), mais ralentiraient en 2005 du fait de la hausse passée des taux d'intérêt et du ralentissement de la demande. La part de l'investissement des entreprises dans le PIB augmenterait en 2004 et se stabiliserait en 2005.

Prix des actifs immobiliers au Royaume-Uni : quels risques macroéconomiques ? Le spectre de 1989

Les prix de l'immobilier sont en augmentation rapide depuis 1996 au Royaume-Uni (graphique 1), bien que l'ampleur diffère selon les indices retenus. Ainsi, l'indice mensuel Halifax ou le « Nationwide » ont connu une hausse beaucoup plus rapide, surtout depuis 2002, que l'indice publié par l'ODPM (*Office of the Deputy Prime Minister*), qui serait le plus représentatif de l'ensemble du marché britannique. Mais quelle que soit la mesure retenue, les prix ont dépassé, en termes réels, au début des années 2000 leur précédent point haut de 1989.

Les études empiriques récemment menées au FMI ou au NIESR* relient le prix de l'immobilier aux prix passés, au revenu des ménages et au taux d'intérêt, les effets d'offre n'apparaissant pas significatifs. Selon le NIESR les prix étaient supérieurs de 30 % à leur prix d'équilibre à la mi-2004, la surévaluation étant plutôt de 20 % pour le FMI.

1. Cours boursiers et prix de l'immobilier au Royaume-Uni rapportés au déflateur implicite des dépenses de consommation



Sources : Banque d'Angleterre, ODPM, ONS.

Quel serait l'impact macroéconomique d'une baisse des prix de l'immobilier ? Son effet principal porterait sur la consommation des ménages. En effet, bien que les actifs immobiliers ne soient pas comparables aux actifs financiers, dans la mesure où ils répondent à un besoin de logement et pas uniquement à un motif de placement, les effets richesse du patrimoine immobilier apparaissent significatifs au Royaume-Uni. L'explication repose notamment sur le fait que les ménages gagent leurs emprunts sur leur patrimoine immobilier. Pour avoir une idée de l'effet « maximal » d'une correction des prix de l'immobilier, une baisse de 50 %, qui permettrait de retrouver le prix réel « moyen » de la période 1968-2004, représenterait, toutes choses égales par ailleurs, une baisse de la richesse immobilière d'environ 1 400 milliards de livres. En retenant

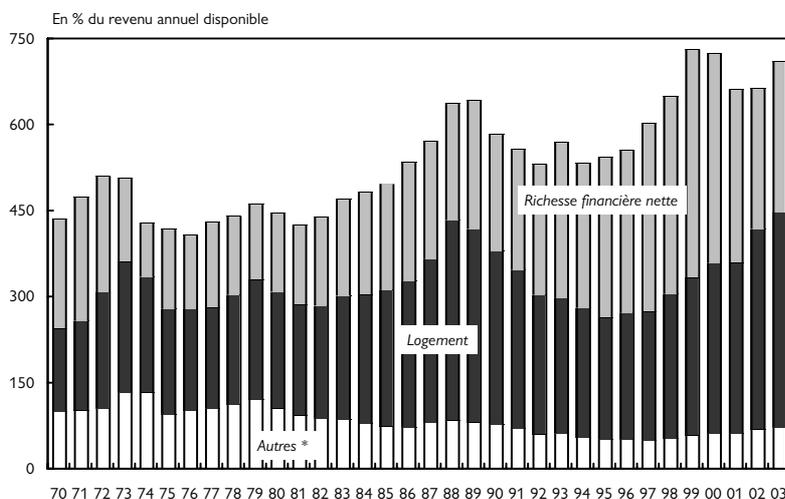
* FMI : *World Economic Outlook*, septembre 2004 ; Barell R., Kirby S. et Riley R. : « The current position of UK house prices », *NIESR Review* n° 189, juillet 2004.

une propension marginale à consommer des ménages de l'ordre de 5 pence par livre de richesse supplémentaire, la baisse de richesse se traduirait par une baisse de la consommation des ménages de 70 milliards de livres, soit 10 % de la consommation des ménages de 2003. En retenant une surévaluation des prix de 30 %, le retour au « niveau d'équilibre » équivaldrait à une baisse de la consommation de 6 %. L'impact macroéconomique d'une forte baisse des prix de l'immobilier est donc potentiellement très important.

Les ménages ont fortement augmenté leur recours à l'emprunt, principalement hypothécaire, depuis 1996. Ainsi, le taux d'endettement des ménages approche désormais 130 % du revenu annuel des ménages, ce qui est nettement supérieur au niveau atteint il y a quinze ans (100 %). Mais les risques d'une remontée rapide des taux d'intérêt sont nettement plus faibles aujourd'hui qu'ils ne l'étaient à la fin des années 1980. L'inflation est très faible et ne montre pas de signe d'accélération, contrairement à 1989 où elle était de 5 % et avait accéléré à 8 % en 1990. La Banque d'Angleterre avait commencé à relever ses taux directeurs en 1988, les portant de 8 % à 15 % en 1990, soit une augmentation de 5 points en termes réels, qui paraît inimaginable actuellement. Le poids de la charge des intérêts dans le revenu des ménages reste modéré et les risques d'une forte hausse des charges d'intérêt des emprunts des ménages apparaissent faibles.

En dépit de la chute des cours boursiers de 2000, la richesse des ménages est restée élevée grâce à la valorisation du patrimoine immobilier (graphique 2) et l'est sensiblement plus qu'en 1989. Mais les prix des marchés financiers ne devraient connaître qu'une faible hausse dans les mois à venir, ce qui ne permettrait pas d'amortir les effets d'une chute des prix de l'immobilier.

2. Patrimoine net des ménages britanniques



* Terrains cultivés, locaux et équipements à usage commercial et industriel.
Source : ONS.

■ Catherine Mathieu

Les marges de manœuvre de la politique budgétaire sont désormais limitées. Les objectifs d'augmentation des investissements publics et de remise à niveau des secteurs de la santé et de l'éducation se sont traduits par une hausse rapide des dépenses publiques depuis plusieurs années. Selon le budget 2004, l'investissement public continuerait à croître rapidement : 17 % par an en volume en 2004 et 2005. L'augmentation de la consommation publique serait d'environ 2,5 % par an, probablement plus si l'on tient compte du changement de mesure de la production de services de santé opéré par les comptes nationaux cet été lors du rebasage annuel des comptes. Ce changement de méthode a eu un impact de + 0,5 point par an sur la croissance de la consommation publique en volume en 2002 et 2003.

Le déficit public était de 3,2 % au sens de Maastricht en 2003. N'étant pas dans la zone euro, le Royaume-Uni ne risque pas de sanctions s'il ne respecte pas les règles du Pacte. Le gouvernement respecte pour l'instant la *règle d'or* selon laquelle le solde public, hors dépenses d'investissement, doit être équilibré sur le cycle. Mais il ne dispose plus de marges de manœuvre. Le budget prévoit une impulsion budgétaire pratiquement nulle en 2004 comme 2005. Sous nos hypothèses de croissance le solde serait légèrement inférieur à 3 % du PIB en 2004 comme en 2005.

Exportations : l'irrésistible érosion des parts de marché

Les producteurs britanniques continuent à enregistrer des performances médiocres à l'exportation. Certes, plus de la moitié des exportations de marchandises britanniques sont destinées à l'Union européenne, et en premier lieu à l'Allemagne, donc à des marchés peu dynamiques par rapport au reste du monde dans le cycle de croissance actuel. Mais l'atonie des exportations depuis le début 2002 fait apparaître des pertes de parts de marché cumulées de 15 points. Cette baisse s'explique pour partie par une compétitivité-prix défavorable. Le taux de change effectif réel de la livre reste en effet depuis 1996 à des niveaux nettement supérieurs à son niveau moyen des quarante dernières années, l'écart étant d'environ 20 % à la mi-2004. La compétitivité-prix ne suffit cependant pas à expliquer la totalité des pertes de parts de marché, qui résultent probablement aussi d'effets hors-prix.

Les importations ont été très peu dynamiques depuis le ralentissement de la fin 2000, qui avait conduit à une stabilisation du taux de pénétration. Ceci n'a pas suffi à stopper la dérive du déficit commercial qui dépasse 4 % du PIB. Si les déséquilibres extérieurs n'apparaissent pas aussi criants qu'aux États-Unis, c'est parce que les excédents des services et des transactions courantes permettent de maintenir le déficit courant à 2 % du PIB. La contribution du commerce extérieur à la croissance reste négative.

Au total, la croissance serait de 3,4 % cette année et de 2,6 % l'an prochain, proche de son sentier de moyen terme. Ceci reste conditionné à l'hypothèse d'un ralentissement progressif des prix de l'immobilier, une chute plus rapide constituant le principal risque à la baisse de cette prévision.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003				2004				2005				2002				2003				2004				2005											
	T1	T2	T3	T4																																
PIB	0,2	0,7	0,9	1,0	0,7	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,8	2,2	2,2	2,2	1,8	2,2	2,2	2,2	1,8	2,2	2,2	2,2	1,8	2,2	2,2	2,2
Consommation des ménages ¹	-0,1	0,9	0,8	0,6	1,1	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	3,3	2,3	2,3	2,3	3,3	2,3	2,3	2,3	3,3	2,3	2,3	2,3	3,3	2,3	2,3	2,3
Consommation publique	1,1	0,7	1,6	2,1	0,8	0,4	0,2	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	3,8	3,5	3,5	3,5	3,8	3,5	3,5	3,5	3,8	3,5	3,5	3,5	3,8	3,5	3,5	3,5
FBCF totale ²	-2,2	1,1	0,7	1,9	2,0	2,0	2,5	1,4	1,3	1,0	0,9	0,7	1,3	1,0	0,9	0,7	1,3	1,0	0,9	0,7	2,6	2,0	2,0	2,0	2,6	2,0	2,0	2,0	2,6	2,0	2,0	2,0	2,6	2,0	2,0	2,0
Dont																																				
Productive privée	-5,4	1,6	-1,0	2,1	2,7	2,4	1,4	1,1	0,9	0,6	0,5	0,5	0,9	0,6	0,5	0,5	0,9	0,6	0,5	0,5	1,4	-2,0	-2,0	-2,0	1,4	-2,0	-2,0	-2,0	1,4	-2,0	-2,0	-2,0	1,4	-2,0	-2,0	-2,0
Logement	-1,2	0,7	2,9	2,6	7,3	-2,7	2,0	1,0	0,8	0,8	0,6	0,6	0,8	0,8	0,6	0,6	0,8	0,8	0,6	0,6	7,7	7,9	10,2	2,6	7,7	7,9	10,2	2,6	7,7	7,9	10,2	2,6	7,7	7,9	10,2	2,6
Publique ³	27,1	-2,6	9,0	-0,3	-2,3	8,1	10,0	4,0	4,0	3,0	3,0	2,0	4,0	3,0	3,0	2,0	4,0	3,0	3,0	2,0	5,6	24,4	13,8	17,3	5,6	24,4	13,8	17,3	5,6	24,4	13,8	17,3	5,6	24,4	13,8	17,3
Exportations de biens et services	4,7	-2,2	0,2	1,6	-1,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Importations de biens et services	2,3	-3,3	1,4	3,1	0,3	1,1	1,7	1,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	4,1	1,3	4,7	6,4	4,1	1,3	4,7	6,4	4,1	1,3	4,7	6,4	4,1	1,3	4,7	6,4
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	-0,2	0,1	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Contributions																																				
Demande intérieure hors stocks	-0,2	0,9	1,0	1,2	1,2	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	3,4	2,6	2,6	2,6	3,4	2,6	2,6	2,6	3,4	2,6	2,6	2,6	3,4	2,6	2,6	2,6
Variations de stocks	-0,1	-0,7	0,3	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,5	0,4	-0,4	-0,5	-0,4	0,0	-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	-1,2	-0,4	-0,4	-0,4	-1,2	-0,4	-0,4	-0,4	-1,2	-0,4	-0,4	-0,4	-1,2	-0,4	-0,4	-0,4
Prix à la consommation ⁴	1,5	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,6	1,6	1,3	1,4	1,6	1,6	1,3	1,4	1,6	1,6	1,3	1,4	1,6	1,6	1,3	1,4	1,6	1,6	1,3	1,4	1,6	1,6	1,3	1,4	1,6	1,6	1,3	1,4	1,6	1,6
Taux de chômage, au sens du BIT	5,1	5,0	5,0	4,9	4,7	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	5,2	5,0	4,8	4,7	5,2	5,0	4,8	4,7	5,2	5,0	4,8	4,7	5,2	5,0	4,8	4,7
Solde courant, en points de PIB	-1,5		-2,2		-2,1				-2,2				-2,2				-2,2				-1,7	-1,9	-2,1	-2,1	-1,7	-1,9	-2,1	-2,1	-1,7	-1,9	-2,1	-2,1	-1,7	-1,9	-2,1	-2,1
Solde public ^{5,6} , en points de PIB																																				
Impulsion budgétaire ⁶																																				
PIB zone euro	0,0	-0,1	0,4	0,3	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,8	0,5	1,9	2,4	0,8	0,5	1,9	2,4	0,8	0,5	1,9	2,4	0,8	0,5	1,9	2,4

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

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

6. En années fiscales.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, 2nd quarter 2004, 29 septembre 2004), prévision OFCE octobre 2004.

ROYAUME-UNI : COMME UNE IMAGE ■

ROYAUME-UNI

■ Valérie Chauvin et Odile Chagny

Zone euro : reprise sans panache

Une reprise généralisée, mais molle

Si la croissance de la zone euro au premier semestre 2004 est restée largement en retrait de celle des États-Unis (+1,1 % de croissance au premier semestre 2004 par rapport au second semestre 2003 dans la zone, contre 2 % sur la même période aux États-Unis), les six premiers mois de l'année 2004 ont été caractérisés par une consolidation du mouvement de reprise engagé au milieu de l'année 2003.

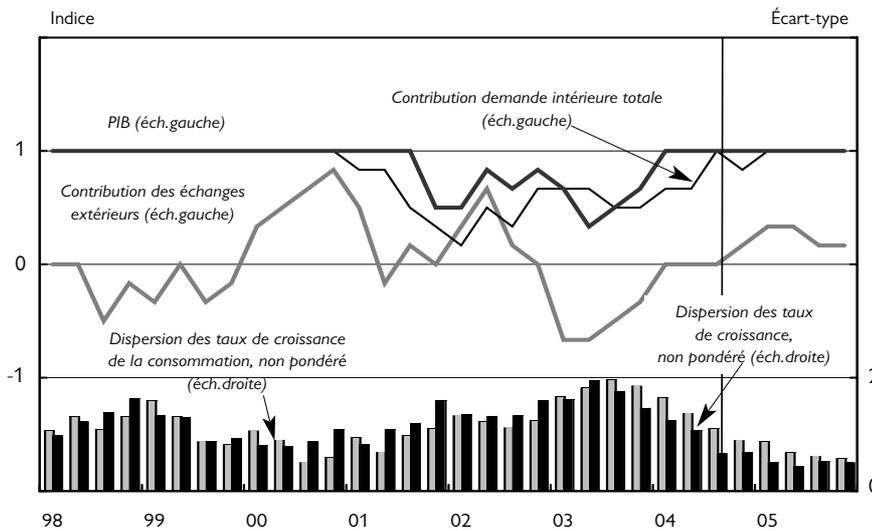
L'accélération de la croissance a été pour l'essentiel permise par les évolutions de la demande intérieure, notamment de la consommation privée des ménages (+ 0,8 % au premier semestre, après + 0,3 % au second semestre 2003). La contribution des échanges extérieurs a été légèrement positive et inchangée par rapport au second semestre 2003 (+ 0,2 point), la reprise du commerce mondial ayant compensé les pertes de marché concédées, par la plupart des pays de la zone, consécutives à l'appréciation de l'euro. La reprise des composantes stables de la demande (consommation privée et exportations) a en retour conduit les entreprises à accroître leurs efforts d'investissement, autorisant une très légère remontée du taux d'investissement élargi (y compris variations de stocks) au premier semestre 2004 (20,5, contre 20,3 au second semestre 2003).

Le premier semestre 2004 a également été marqué par une généralisation du mouvement de reprise. Pour la première fois depuis le ralentissement engagé à la mi-2001, l'ensemble des pays de la zone croissent, en glissement annuel, au premier trimestre 2004 (graphique). Des divergences importantes émergent cependant au sein du groupe des grands pays de la zone. La France et l'Espagne se distinguent par une demande intérieure très dynamique. A *contrario*, la demande intérieure est encore particulièrement atone en Allemagne et aux Pays-Bas, où la croissance a été principalement tirée par les échanges extérieurs. L'Italie est dans une situation intermédiaire, avec une reprise peu dynamique de la demande intérieure, et une contribution encore négative des échanges extérieurs.

Indicateurs relativement bien orientés

Au début de l'automne 2004, l'orientation générale des indicateurs conforte l'idée d'un mouvement de « molle reprise » au sein de la zone euro. D'un côté, les signes de redressement visibles depuis le début 2003 se sont confirmés dans le courant du premier semestre 2004 dans l'industrie et auprès des consommateurs où les enquêtes de la Commission entérinent le mouvement de reprise conjointe de la demande intérieure et des débouchés extérieurs. Mais un certain tassement est visible du côté des services depuis le début de l'année 2004. Le niveau des soldes d'enquête reste pour de nombreuses composantes encore en deçà des niveaux moyens de longue période, et une normalisation s'observe depuis juin 2004 pour les PMI dans l'industrie, où les perspectives de croissance ont été surestimées dans le courant 2003.

1. Diffusion* et dispersion de la croissance dans la zone euro



* Il s'agit d'indices de diffusion compris entre 1 et -1. Pour chaque variable, lorsque le glissement annuel de tous les pays est positif, la valeur de l'indice prend la valeur 1. Quand il est négatif, l'indice est égal à -1. Il est égal à 0 lorsqu'il y a autant de pays qui ont un glissement annuel positif que négatif.

Sources : Offices statistiques nationaux, calculs OFCE.

Reprise... mais

Ce mouvement de reprise sera cependant amputé par la flambée des cours du pétrole, d'environ 0,2 point en 2004 et de 0,1 point en 2005 selon nos estimations. La moitié de cet impact est dû au ralentissement de la demande adressée à la zone euro, du fait du ralentissement du commerce mondial. Les exportations de la zone euro pâtiraient encore de l'impact de l'appréciation passée de l'euro, bien que les parts de marchés ne diminuent que marginalement à l'horizon de la prévision.

Ainsi, l'essentiel de l'accélération de la croissance proviendrait de la dynamique interne de la zone euro. La consommation accélérerait progressivement. Ce mouvement est freiné par une répartition des revenus défavorable aux ménages en 2004. Alors que le ralentissement économique en 2002 et 2003 a entraîné un retard d'ajustement de la masse salariale à l'activité qui a bénéficié aux ménages, le retournement entraîne un mouvement inverse de gains de coûts salariaux pour les entreprises qui se traduit par un revenu disponible moins dynamique. En termes de pouvoir d'achat, l'évolution du revenu par rapport au PIB est encore moins favorable. En effet, la hausse des prix d'importation liée à la flambée du pétrole et l'augmentation des taxes indirectes dans certains pays poussent à la hausse les prix à la consommation, à prix de valeur ajoutée (et donc du PIB) inchangés. Par ailleurs, le taux d'épargne resterait stable. Cette évolution d'ensemble masque une grande disparité des situations nationales, qui se réduirait sans toutefois disparaître.

Les Pays-Bas puis l'Allemagne se sont particulièrement distingués par la faiblesse de la consommation en 2002 et 2003, du fait d'une hausse du taux

■ Valérie Chauvin et Odile Chagny

d'épargne et d'un partage du revenu national défavorable aux ménages ou stable. Aux Pays-Bas, la correction des déséquilibres qu'ils avaient connu au début du siècle (marché du travail tendu par manque d'offre et tensions inflationnistes) a pesé sur le revenu des ménages en 2003. Dès 2002, l'Allemagne témoignait d'un ajustement cyclique de l'emploi et des salaires exceptionnellement rapide. À l'horizon de la prévision, la poursuite des réformes du marché du travail et de la Sécurité sociale pèserait encore légèrement sur la part du revenu disponible des ménages dans le PIB, malgré les mesures de baisses d'impôts. Le taux d'épargne se stabiliserait à son niveau du deuxième trimestre 2004.

L'Italie, et de façon plus nette la France, se démarquent de ce schéma défavorable à la consommation : la part du revenu national distribuée aux ménages a eu une tendance haussière de 2000 à 2003. La hausse du taux d'épargne — arrêtée en France au début 2003 — n'a pas empêché un certain dynamisme de la consommation. Ce schéma s'inverserait partiellement en prévision : la part du revenu distribuée aux ménages se stabiliserait en Italie et diminuerait en France, le taux d'épargne diminuerait en France et progresserait peu en Italie, notamment en 2005. En Espagne, la consommation est restée vive du fait de la dynamique économique : le partage du revenu national a plutôt été défavorable aux ménages et le taux d'épargne est resté stable. Cependant, les ménages espagnols, tout comme, dans une moindre mesure, les ménages français, ont bénéficié d'un marché du logement porteur, le bas niveau des taux d'intérêt et l'abondance de liquidité favorisant les crédits distribués par les banques, l'investissement immobilier et les dépenses de consommation en équipement du logement (meubles, électroménager...). Ce cercle vertueux est quelque peu mis à mal en Espagne, du fait de la fragilisation de la situation financière des ménages. Nous prévoyons une sortie en douceur de la période d'exubérance immobilière. En France, l'investissement en logement continuerait de croître bien qu'il soit à un niveau élevé, la demande restant solvable et la politique du logement étant favorable.

Cette évolution plutôt favorable de certains marchés immobiliers serait possible du fait à la fois d'une politique monétaire accommodante (bas niveau des taux d'intérêt et bonnes conditions d'accès au crédit), d'une politique budgétaire peu restrictive (impulsion budgétaire égale à 0,1 point de PIB en 2004 et 2005) et de la progressivité de l'investissement des entreprises, dont le financement ne viendrait pas évincer l'endettement des ménages. En effet, les entreprises européennes ont restauré leur situation financière dans tous les pays du fait des évolutions récentes du partage du revenu national. L'investissement a redémarré et continuerait de progresser à l'horizon de la prévision, en lien avec les perspectives de demande de chacun des pays. L'ensemble des évolutions décrites ci-dessus autoriserait une croissance de 1,9 % en 2004, et de 2,4 % en 2005, permettant une légère fermeture de l'écart du PIB à son niveau potentiel dans le courant de l'année 2005.

ZONE EURO : REPRISE SANS PANACHE

ZONE EURO

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003				2004				2005				2002	2003	2004	2005	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,0	-0,1	0,4	0,3	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,5	1,9	2,4
Consommation des ménages	0,2	0,1	0,2	0,0	0,6	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	1,1	1,3	1,8
Consommation publique	-0,1	0,5	0,6	0,5	0,0	0,5	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	3,0	1,7	1,4	1,3
FBCF totale	-0,8	-0,1	0,1	0,9	0,0	0,3	1,1	1,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	-2,5	-0,5	1,7	3,6
Exportations de biens et services	-1,7	-0,7	2,4	0,4	1,5	2,7	1,9	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	0,0	6,3	7,5
Importations de biens et services	-0,3	-0,6	1,2	1,8	0,5	2,5	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	0,6	2,0	5,7	7,3
Variations de stocks, en points de PIB	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,2	0,0	0,1
Contributions																	
Demande intérieure hors stocks	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,8	1,4	2,0
Variations de stocks	0,6	-0,1	-0,4	0,6	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,2	0,1
Commerce extérieur	-0,6	-0,1	0,5	-0,5	0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	-0,7	0,4	0,3
Prix à la consommation (IPCH)*	2,3	2,0	2,0	2,1	1,7	2,3	2,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,7	1,7	2,3	2,1	2,1	1,8
Taux de chômage, au sens du BIT	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	8,9	8,9	8,7	8,5	8,3	8,3	8,4	8,9	9,0	8,6
Solde courant, en points de PIB														0,8	0,3	0,8	1,0
Solde public, en points de PIB														-2,4	-2,7	-3,0	-2,6
Impulsion budgétaire														0,7	-0,3	-0,1	0,1
PIB USA	0,5	1,0	1,8	1,0	1,1	0,8	0,7	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	1,9	3,0	4,3	3,5

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

Ce compte est obtenu par agrégation des données des pays-membres disponibles le 9 septembre, ce qui assure l'équilibre comptable des emplois et des ressources. Le profil du PIB peut donc légèrement s'écarter de celui publié à cette date par Eurostat du fait des arrondis.

Sources : Eurostat, OFCE.

■ Odile Chagny

Allemagne : le colosse aux pieds d'argile

Enfin l'éloignement du spectre de la récession

Avec une croissance de + 0,8 % au premier semestre 2004 (après + 0,3 % au second semestre 2003), l'Allemagne n'a pas échappé au mouvement de reprise engagé dans la zone euro depuis la mi-2003. Ces évolutions ont permis à l'Allemagne de sortir d'une période de stagnation historiquement longue. Pour autant, le rythme de croissance reste en deçà de celui des partenaires de la zone (+ 1,5 % pour le glissement annuel du PIB au second trimestre 2004, contre + 2,2 % dans la zone euro hors Allemagne). Mais surtout, la reprise repose sur des bases fragiles. Si la croissance de la zone (hors Allemagne) a essentiellement été tirée au premier semestre 2004 par la consolidation de la demande intérieure (avec une contribution de + 1,4 %, contre - 0,3 % pour les échanges extérieurs), le schéma est inverse pour l'Allemagne, avec une contribution encore négative de la demande intérieure - 0,3 % au premier semestre 2004), et fortement positive des échanges extérieurs (+ 1,1 %). L'écart est saisissant pour la consommation privée des ménages, qui a constitué le principal moteur de la croissance dans la zone au premier semestre 2004, mais reste totalement atone en Allemagne : au second trimestre 2004, le glissement annuel de la consommation des ménages se montait à + 2,1 % dans la zone euro hors Allemagne, contre - 0,8 % outre-Rhin, soit un différentiel de près de 3 points de croissance.

Une forte dépendance vis-à-vis des débouchés extérieurs

L'Allemagne a incontestablement tiré parti au cours des trois dernières années de sa spécialisation produits en biens d'équipement, de sa plus grande ouverture géographique vers les zones émergentes, ainsi que des efforts de restauration de sa compétitivité-coût vis-à-vis de ses principaux partenaires de la zone³. Cela lui a permis de bénéficier d'une croissance plus forte de ses débouchés, tout particulièrement en 2002 et 2003. Dans le même temps, les entreprises allemandes ont poursuivi leurs efforts de redressement de compétitivité-intra zone. Sur la base des indicateurs de compétitivité publiés par la Commission européenne, les coûts unitaires relatifs dans l'industrie manufacturière vis-à-vis des onze concurrents de la zone euro ont reculé de 3,9 % entre 2001 et 2003 pour l'Allemagne, alors qu'ils étaient stables pour la France, et progressaient de 7,7 % pour l'Italie et 8,9 % pour les Pays-Bas. Ces efforts ont permis aux entreprises allemandes de mieux résister à l'appréciation du taux de change effectif de l'euro. Entre le premier trimestre 2002 et le second trimestre 2004, les pertes de marché des exportateurs allemands se sont montées à 2,7 %, contre 11 % pour la France, 7 % pour les Pays-Bas, et 22 % pour l'Italie par exemple. Ils ont été compatibles avec une compression modérée des marges à l'exportation, ainsi qu'un redressement continu du taux de marge des entreprises depuis la mi-2001. Plus dépendante de ses exportations que ses principaux grands partenaires de la zone, l'Allemagne est plus

3. Cf. « Perspectives 2004-2005 : Combien nous coûte l'appréciation de l'euro ? », *Revue de l'OFCE* n° 89, avril 2004.

exposée à un retournement de ses débouchés. Or l'année 2004 est caractérisée par un net ralentissement des importations en provenance des PECO, ainsi que par une forte accélération des gains de productivité dans plusieurs pays européens, dont notamment la France et les Pays-Bas. Notre prévision table également sur un net ralentissement du rythme des importations en provenance de l'Asie rapide et de la Chine. Ces évolutions atténueraient pour les prochains trimestres l'avantage relatif dont a bénéficié jusqu'à présent l'Allemagne. Notre prévision table sur une contribution encore positive des échanges extérieurs en 2005, mais en net retrait par rapport à 2004 (+ 1 point en 2005, contre + 1,7 point en 2004), résultant d'un ralentissement de la croissance des exportations ainsi que d'une accélération du rythme des importations, dans la foulée de la reprise de la demande intérieure.

Un secteur de la construction en crise endémique depuis 1995

La croissance est par ailleurs fortement pénalisée par la crise endémique dont souffre le secteur de la construction depuis le milieu des années 1990. Mesurée sur la base de la contribution des investissements totaux en BTP à la croissance du PIB, les évolutions de la construction expliquent 43 % de l'écart de croissance vis-à-vis de la France depuis 1995, près de la moitié de l'écart de croissance entre le premier trimestre 2003 et le second trimestre 2004. Les causes de l'atonie dans le BTP sont multiples. Les nouveaux Länder peinent à se remettre du boom de la construction consécutif à la réunification, qui a atteint son point haut en 1994 pour le non résidentiel, et 1995 pour le résidentiel. Au moment du pic, le taux d'investissement résidentiel se montait à 17 % dans les nouveaux Länder (6,6 % dans les anciens Länder), qui représentaient un quart des investissements de l'ensemble de l'Allemagne sur ce segment. Le nombre de logements achevés se montait à 7,4 pour 1000 habitants, soit l'un des taux les plus élevés de l'Union européenne. Or les perspectives de croissance, de rattrapage et de revenus des nouveaux Länder ont été largement surestimées, et l'ajustement en cours est loin d'avoir résorbé les excès de capacités. Dans le secteur résidentiel, le taux de vacances de logements ne cesse de progresser depuis le début de la réunification, et a atteint un niveau record de 18 % dans les nouveaux Länder en 2003. La situation est différente dans les anciens Länder, où l'atonie du résidentiel résulte plus de la faible progression du pouvoir d'achat des ménages que de la résorption d'un excès de capacités. Le BTP souffre également de la mauvaise situation financière des communes, principal donneur d'ordre pour le BTP. À l'exception des années 1992 et 1999, l'investissement public a été systématiquement orienté à la baisse, et le recul a été particulièrement important en 2003 (- 10,2 %). Notre prévision ne table pas sur une amélioration notable du BTP public au cours des prochains trimestres. L'amélioration de la situation financière des communes permise par la réforme de la taxe professionnelle risque d'être contrecarrée par la montée en charge des nouvelles dépenses associées à la mise en place de la nouvelle prestation d'allocation chômage (« allocation de chômage 2 ») fusionnant l'assistance chômage et l'aide sociale à compter de début 2005 dans le cadre de la loi Hartz 4. Aucune amélioration notable ne devrait par ailleurs intervenir pour le secteur résidentiel, compte tenu des perspectives de croissance fort modérées des revenus inscrites dans notre prévision, à l'exception des effets transitoires associés à l'anticipation de l'éventuelle suppression de la prime d'accès à la propriété.

■ Odile Chagny

Peu de revenus pour les ménages

La faiblesse de la consommation privée des ménages est caractéristique de la situation allemande depuis la mi-2001, et résulte de plusieurs facteurs. Le pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages était en recul de 0,2 % sur un an au second trimestre 2004 (contre une progression de + 0,8 % au second trimestre 2003), celui de la masse salariale en recul de 1,8 % (contre - 0,9 % au second trimestre 2003). Les ménages allemands ont pour une part subi une ponction inflationniste accrue, essentiellement du fait de la hausse de plusieurs prix administrés (médicaments, tabac), mais aussi plus récemment du fait de l'augmentation du prix de l'énergie. Mais surtout, la période actuelle est caractérisée par une *quasi* stagnation de la masse salariale (+ 0,1 % entre le premier trimestre 2003 et le second trimestre 2004), imputable à la fois à des évolutions encore défavorables du marché du travail - 0,7 % pour l'emploi salarié en glissement annuel au second trimestre 2004), ainsi qu'à une dérive importante (de l'ordre de 1 point de pourcentage en 2003, supérieure à un point en 2004) entre la progression du salaire horaire négocié et celle du salaire horaire effectif. Cette dérive s'explique par le développement du segment des petits boulots et par une forte pression sur les éléments variables de rémunération. La dégradation continue du marché du travail entre début 2001 et la mi-2003, puis les incertitudes sur les conséquences des réformes du marché du travail, en particulier sur la réduction des prestations chômage impliquées par la loi Hartz 4 ont aussi contribué à alimenter une épargne de précaution. Entre le quatrième trimestre 2000 et le second trimestre 2004, le taux d'épargne des ménages a remonté de près d'un point et demi, une tendance haussière qui contraste avec de nombreux pays de la zone euro, et a eu pour principal effet de rendre inefficace en termes de relance de la consommation l'entrée en vigueur début 2004 de l'étape 2003 et de l'avancement partiel de l'étape 2005 de la réforme de l'impôt sur le revenu. Notre prévision table sur un retour à des évolutions positives de la consommation des ménages et de la masse salariale. L'amélioration proviendrait pour l'essentiel d'un enrichissement du contenu en emplois de la croissance dans le courant 2005. Les perspectives de croissance des salaires restent en effet assez déprimées : certaines branches ont déjà négocié des hausses relativement modérées pour 2005, et l'entrée en vigueur de la loi Hartz 4 devrait exercer des pressions à la baisse sur les salaires.

Notre scénario débouche sur une croissance encore modérée en 2004 (1,5 %), qui monterait en régime en 2005 (2,1 %), mais resterait inférieure à la moyenne de la zone euro. La reprise des composantes stables de la demande favoriserait la remontée du taux d'investissement productif, dans un contexte où les effets passés de la hausse de l'euro et l'impact de la remontée du prix du pétrole déboucheraient sur une contribution moins positive des échanges extérieurs. Les effets bénéfiques de l'assouplissement de la politique monétaire ne se font que peu sentir en Allemagne, tant en raison de facteurs structurels (crise du bâtiment et faible progression des revenus) que d'un niveau plus élevé des taux d'intérêt réels. L'orientation encore restrictive de la politique budgétaire - 0,3 point d'impulsion en 2005, contre une impulsion nulle pour l'ensemble de la zone) pèserait également sur la croissance en 2005.

ALLEMAGNE : LE COLOSSE AUX PIEDS D'ARGILE ■

ALLEMAGNE

Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003				2004				2005				2002				2003				2004				2005											
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4																
PIB	-0,4	-0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,1	-0,1	-0,1	1,5	0,1	-0,1	-0,1	1,5	0,1	-0,1	-0,1	1,5	0,1	-0,1	-0,1	1,5	0,1	-0,1	-0,1	1,5
Consommation des ménages	0,1	-0,1	-0,3	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,7	0,0	0,0	-0,4	-0,7	0,0	0,0	-0,4	-0,7	0,0	0,0	-0,4	-0,7	0,0	0,0	-0,4	1,0	0,5	0,5	0,5
Consommation publique	-1,3	0,6	0,3	-0,3	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,9	0,1	0,1	0,1	1,9	0,1	0,1	0,1	1,9	0,1	0,1	0,1	1,9	0,1	0,1	0,1	2,1	2,1	2,1	2,1
FBCF totale	-0,7	-0,8	0,2	1,2	-2,8	-1,0	0,9	1,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	-6,3	-2,2	-2,2	-2,1	-6,3	-2,2	-2,2	-2,1	-6,3	-2,2	-2,2	-2,1	-6,3	-2,2	-2,2	-2,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Dont	1,2	-1,3	0,2	0,9	-2,8	-0,6	1,5	1,3	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	-7,2	-0,7	-0,7	-1,8	-7,2	-0,7	-0,7	-1,8	-7,2	-0,7	-0,7	-1,8	-7,2	-0,7	-0,7	-1,8	4,0	4,0	4,0	4,0
Productive privée	-1,9	0,7	-0,3	1,2	-1,4	-1,2	0,0	1,0	-0,5	-0,5	0,0	0,0	-0,5	-0,5	0,0	0,0	-5,7	-2,6	-1,1	-0,4	-5,7	-2,6	-1,1	-0,4	-5,7	-2,6	-1,1	-0,4	-5,7	-2,6	-1,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Logement	-8,3	-2,5	1,3	3,1	-7,1	-3,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-2,2	-10,2	-7,4	-1,7	-2,2	-10,2	-7,4	-1,7	-2,2	-10,2	-7,4	-1,7	-2,2	-10,2	-7,4	-1,7	8,8	8,8	8,8	8,8
Publique	-0,7	-2,7	3,6	0,6	4,3	3,2	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	4,1	1,8	10,3	8,8	4,1	1,8	10,3	8,8	4,1	1,8	10,3	8,8	4,1	1,8	10,3	8,8	2,1	2,1	2,1	2,1
Exportations de biens et services	-0,4	-0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,4	0,4	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,1	-0,1	1,5	2,1	0,1	-0,1	1,5	2,1	0,1	-0,1	1,5	2,1	0,1	-0,1	1,5	2,1	7,5	7,5	7,5	7,5
Importations de biens et services	2,0	-2,5	0,8	2,9	1,2	2,2	2,2	2,2	1,2	2,2	2,2	2,2	1,6	1,6	1,6	1,6	-1,6	3,9	6,5	7,5	-1,6	3,9	6,5	7,5	-1,6	3,9	6,5	7,5	-1,6	3,9	6,5	7,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Variations de stocks, en points de PIB	-0,9	-0,8	-1,5	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,8	-0,9	-0,5	-0,5	-1,8	-0,9	-0,5	-0,5	-1,8	-0,9	-0,5	-0,5	-1,8	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Contributions																																				
Demande intérieure hors stocks	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-1,4	-0,4	-0,6	1,1	-1,4	-0,4	-0,6	1,1	-1,4	-0,4	-0,6	1,1	-1,4	-0,4	-0,6	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Variations de stocks	0,9	0,1	-0,7	1,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,9	0,4	0,0	-0,4	0,9	0,4	0,0	-0,4	0,9	0,4	0,0	-0,4	0,9	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,9	-0,2	1,1	-0,7	1,2	0,5	0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,9	-0,6	1,7	1,0	1,9	-0,6	1,7	1,0	1,9	-0,6	1,7	1,0	1,9	-0,6	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Prix à la consommation (IPCH)*	1,1	0,9	1,0	1,2	1,0	1,9	1,9	1,8	1,6	1,3	1,1	1,2	1,6	1,3	1,1	1,2	1,3	1,0	1,7	1,3	1,3	1,0	1,7	1,3	1,3	1,0	1,7	1,3	1,3	1,0	1,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Taux de chômage, au sens du BIT	9,0	9,2	9,2	9,1	9,1	9,3	9,4	9,3	9,2	9,0	8,7	8,5	9,2	9,0	8,7	8,5	8,2	9,1	9,3	8,9	8,2	9,1	9,3	8,9	8,2	9,1	9,3	8,9	8,2	9,1	9,3	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Solde courant, en points de PIB	1,6	3,2			4,2	4,5	4,5	4,5	4,9	4,9	5,3	5,3	4,9	4,9	5,3	5,3	-3,7	-3,8	-3,7	-3,2	-3,7	-3,8	-3,7	-3,2	-3,7	-3,8	-3,7	-3,2	-3,7	-3,8	-3,7	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2
Solde public, en points de PIB																																				
Impulsion budgétaire																																				
PIB 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	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,5	1,9	2,4	0,8	0,5	1,9	2,4	0,8	0,5	1,9	2,4	0,8	0,5	1,9	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2004.

■ Paola Monperrus-Veroni

Italie : lumières et ombres

Avec un acquis de croissance de 0,9 % au deuxième trimestre 2004 l'économie italienne marque sa sortie définitive de la récession technique du premier semestre 2003. L'hésitation du deuxième semestre n'a pas permis d'afficher un taux de croissance annuelle meilleur que 0,4 %. Le PIB italien a crû pour le troisième trimestre consécutif à un rythme inférieur à celui de la zone euro, creusant ainsi l'écart de croissance, qui s'était refermé en 2003. En effet, après le décrochage qui s'est opéré à la fin de 2003, le rebond du premier trimestre (0,5 %) n'a pas été confirmé au deuxième trimestre, lorsque l'Italie a enregistré la croissance la plus faible (0,3 %) des grands pays de la zone euro.

Ménages : développements durables ?

La reprise de l'économie italienne au premier trimestre 2004 est fondée sur une contribution fortement positive de la demande intérieure (+ 1,1 %), qui, contrairement au passé, a été plus forte que celle enregistrée dans la zone euro (+ 0,4 %). Cependant, le dynamisme de la demande intérieure s'estompe au deuxième trimestre 2004 (+ 0,2 %) du fait de la baisse de la consommation des ménages - 0,3 %. Cette dernière, avec un acquis de croissance de 1 % au deuxième trimestre avait pourtant prolongé un cycle en flexion depuis la fin 2003. Elle a été soutenue par une progression de la masse salariale alimentée par l'accélération du salaire par tête après les négociations salariales du deuxième trimestre (+ 3,2 % dans l'ensemble de l'économie), particulièrement favorables dans la fonction publique (+ 4,3 %) et dans l'industrie (+ 3,7 %), ainsi que par la bonne tenue de l'emploi.

Les dépenses des ménages se sont appuyées surtout sur une progression du crédit à la consommation, qui bien qu'en ralentissement depuis la mi-2003, montre un rythme bien plus soutenu (+ 15 %) que dans les principaux pays européens. Elles ont été tirées par les biens durables, prolongeant ainsi un cycle qui pourtant montrait des signes de ralentissement à la fin de 2003. La demande de biens durables a pourtant été satisfaite par des importations soutenues, alors que la production de ces biens stagne depuis 2002. C'est sur les biens non durables (glissement annuel inférieur à 1 % depuis 2001) et sur les services que s'est ajusté le comportement de consommation des ménages en réponse à des hausses des prix plus marquées, notamment des produits alimentaires et de certains services. Face à ces évolutions, la baisse en cours depuis deux trimestres du solde des opinions des ménages en faveur d'achats de biens durables, indicateur avancé fiable de la consommation en biens durables, est préoccupante, car elle priverait les dépenses des ménages de leur unique moteur.

Entreprises : virement de bord

Des signaux de reprise plus sûrs proviennent de l'investissement dans sa composante productive et en bâtiment.

La FBCF en bâtiment, après son ralentissement en fin de 2003 renoue avec un rythme de croissance assez élevé, alors que le taux d'investissement en

construction n'a récupéré que la moitié de la baisse du début des années 1990. Le cycle est prolongé par les incitations fiscales à la rénovation du logement et par des facilités croissantes au prêt hypothécaire des ménages (baisse continue des taux et développement de l'endettement à taux variable), qui progresse depuis 2003 à un rythme de 20 %. La hausse de tous les indicateurs de l'enquête auprès des entreprises du bâtiment et la remontée du taux de marge indiquent une certaine solidité de la reprise.

La FBCF productive renoue avec un taux de croissance positif après les ajustements à la baisse de 2003, renforcés par la fin des mesures fiscales d'incitation. Le taux d'investissement productif se stabilise à un niveau assez élevé, mais encore inférieur à la tendance des années 1990. Les capacités de production demeurent stables depuis 2000, alors qu'elles sont en hausse chez les principaux partenaires européens. Les enquêtes auprès des entreprises dans l'industrie signalent aussi des tensions avec des capacités de production clairement en baisse et un taux d'utilisation en hausse. Pourtant l'évolution de la production de biens d'investissement à un rythme négatif depuis 2003 et celle plus dynamique des ventes et des importations de ces mêmes biens suggèrent que la demande a été satisfaite par le déstockage et par la production étrangère, confirmant ainsi une perte de compétitivité dans la production de ce type de biens. La demande accrue de biens d'investissement pourrait donc ne pas se traduire entièrement par une augmentation de la production. De plus, même si des carnets de commandes et des nouvelles entrées de commandes en hausse anticipent une reprise de la demande adressée aux entreprises, des signaux contradictoires quant à sa composante étrangère proviennent des commandes étrangères et des anticipations d'exportation. Néanmoins le taux de marge des entreprises italiennes reste parmi les plus élevés dans la zone euro, même si sa baisse récente, le ramène au plus bas niveau depuis 1998. En effet les entreprises italiennes n'ont pas transféré sur les prix, la forte progression des coûts par unité produite, qui se stabilise sur un rythme de 3 %, bien supérieur à celui des principaux partenaires européens. Et si la productivité renoue avec un rythme de croissance positif pour la première fois depuis deux ans, elle n'a pourtant pu absorber que partiellement l'accélération des rémunérations par tête.

La reprise de la productivité intervient au moment où, après un ajustement de l'emploi assez faible lors de l'épisode récessif de 2003, la réponse à la reprise au premier semestre 2004 est aussi peu vigoureuse. L'expansion de l'emploi pourrait être limitée à un rythme faible par la progression encore plus faible de la population active, notamment dans les régions industrialisées du Nord de l'Italie, butant ainsi sur une contrainte d'offre. Des contraintes de demande demeurent néanmoins du côté de l'emploi industriel dans les régions du Nord-Est plus orientées à l'exportations. Elles rallient les signaux négatifs des enquêtes en provenance de l'étranger.

Si c'est l'apport plus négatif du commerce extérieur qui a creusé l'écart de croissance par rapport à la zone euro depuis deux ans, le deuxième trimestre 2004 marque néanmoins la fin de la dégradation du solde extérieur. Les exportations redémarrent après deux années de croissance négative à un rythme plus fort que les importations. Cependant, si la réponse à l'accélération des coûts unitaires est une baisse des marges industrielles, la forte croissance des marges à l'exportation fragilise l'impact du dynamisme de la demande mondiale sur les ventes à l'étranger des entreprises italiennes.

■ Paola Monperrus-Veroni

2005 : prudence

Si pour la première fois depuis trois ans on opère une révision à la hausse des prévisions de croissance (1,2 % en 2004 et 2,0 % en 2005) et si l'économie italienne semble repartie sur un rythme de croissance plus soutenu, beaucoup d'éléments d'incertitude nous font craindre la précarité de la phase de croissance qui doit suivre cette reprise. La phase initiale du cycle repose bien sur une demande intérieure plus marquée autant dans sa composante de consommation que d'investissement. La croissance retrouvée de l'accumulation de capital (+ 3,8 % en 2004 et 2005), qui répond à une demande aux entreprises plus dynamique en provenance de l'étranger, marque la ligne de partage entre la phase récente de stagnation et le retour au développement qui est inscrit dans notre prévision (+ 1,2 % en 2004 et + 2,0 % en 2005). Elle est soutenue par une composante en bâtiment qui repose sur le maintien d'un rythme élevé du crédit hypothécaire. Ce dernier s'affaiblirait toutefois à la fin de 2005 se couplant au ralentissement de l'investissement en logement des ménages. La remontée des taux d'intérêt à l'horizon de la prévision fragiliserait la situation financière des ménages. Les deux tiers de leurs nouveaux crédits sont en effet contractés à taux variable et seraient donc immédiatement affectés par le durcissement des conditions de financement.

La progression de l'emploi (+ 0,5 % en 2004 et + 0,7 % en 2005), contrainte par l'expansion de la population active, dérogerait aux règles d'une dynamique cyclique conventionnelle, laissant à la progression des salaires unitaires le soutien de la masse salariale. La politique budgétaire en 2004, marquée par une impulsion négative de 0,1 point de PIB, insuffisante à maintenir le déficit (- 3,3 %) en deçà de la limite fixée par le Pacte de Stabilité et de Croissance, déprimerait le revenu disponible des ménages. Celui-ci remonterait en 2005 du fait d'une impulsion budgétaire positive de 0,1 point de PIB, liée à la baisse de la fiscalité (deuxième phase de réforme de l'IRPP). Mais l'absence d'un cadre clair de politique économique et l'anticipation d'un durcissement de la politique économique, afin d'endiguer la dérive des finances publiques (solde des APU égal à - 3,9 % du PIB en 2005), induirait une faible hausse du taux d'épargne. Ceci malgré les gains de pouvoir d'achat du revenu des ménages, dus au ralentissement de l'inflation (2,3 % en 2004 et 2,1 % en 2005), qui profiteraient notamment à la reprise des dépenses en biens de consommation non durables. Sa phase de rattrapage n'étant pas encore conclue, le crédit à la consommation, bien qu'en ralentissement, continuerait, de progresser à un rythme supérieur à celui des autres pays européens et à soutenir la consommation en biens durables. Avec une croissance de la consommation des ménages égale à 1,3 % en 2004 et à 1,7 % en 2005, la contribution de la demande intérieure convergerait vers celle de la zone euro à l'horizon de la prévision.

Les deux moteurs de la demande intérieure, la consommation de biens durables et l'investissement, continueraient à être satisfaits plus par l'importation que par la production interne, prolongeant ainsi la hausse du taux de pénétration des importations. La flexion marginale des marges à l'export perpétuerait la perte de parts de marché. La reprise de la demande interne et le dynamisme de la demande mondiale ne seraient donc pas pleinement exploités à cause de ces problèmes non résolus de compétitivité, qui nous incitent à inscrire une moindre contribution des échanges en Italie (0 % en 2004 et - 0,1 en 2005) que chez ses partenaires européens.

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003				2004				2005				2002				2003				2004				2005											
	T1	T2	T3	T4																																
PIB	-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	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5
Consommation des ménages	-0,2	0,4	0,6	-0,3	1,1	-0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5
Consommation publique	0,7	0,4	0,6	0,7	-0,6	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3				
FBCF totale ¹	-5,6	-0,5	-0,5	-0,4	2,6	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8				
Dont																																				
Productive	-8,9	-0,9	-0,4	-0,4	3,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2				
Bâtiment	-0,9	0,0	-0,6	-0,3	2,0	1,5	0,8	0,7	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4				
Exportations de biens et services	-6,3	0,2	6,8	-3,8	-1,1	4,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2				
Importations de biens et services	-5,2	1,1	2,4	-1,6	0,4	2,7	1,4	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5				
Variations de stocks, en points de PIB	1,4	1,3	0,1	0,9	0,8	0,3	0,2	0,2	0,8	0,3	0,4	0,5	0,8	0,3	0,4	0,5	0,8	0,3	0,4	0,5	0,8	0,3	0,4	0,5	0,8	0,3	0,4	0,5	0,8	0,3	0,4	0,5				
Contributions																																				
Demande intérieure hors stocks	-1,2	0,2	0,3	-0,1	1,1	0,2	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5				
Variations de stocks	11,3	-0,1	-1,1	0,8	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1				
Commerce extérieur	-0,3	-0,2	1,2	-0,6	-0,4	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1				
Prix à la consommation (IPCH) ²	2,8	2,9	2,9	2,7	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,1	1,9	2,2	2,2	2,1	1,9	2,2	2,2	2,1	1,9	2,2	2,2	2,1	1,9	2,2	2,2	2,1	1,9	2,2	2,2	2,1	1,9				
Taux de chômage, au sens du BIT	8,9	8,7	8,6	8,5	8,5	8,5	8,4	8,3	8,5	8,5	8,2	8,0	8,3	8,2	8,0	7,8	8,3	8,2	8,0	7,8	8,3	8,2	8,0	7,8	8,3	8,2	8,0	7,8	8,3	8,2	8,0	7,8				
Solde courant, en points de PIB																																				
Solde public, en points de PIB																																				
Impulsion budgétaire																																				
PIB zone euro	0,0	-0,1	0,4	0,3	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7				

¹ Les comptes nationaux trimestriels italiens ne permettent pas d'isoler la FBCF publique. La FBCF en logement étant fournie avec un trimestre de retard par rapport aux autres composantes, on présente le total bâtiment.

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

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur.

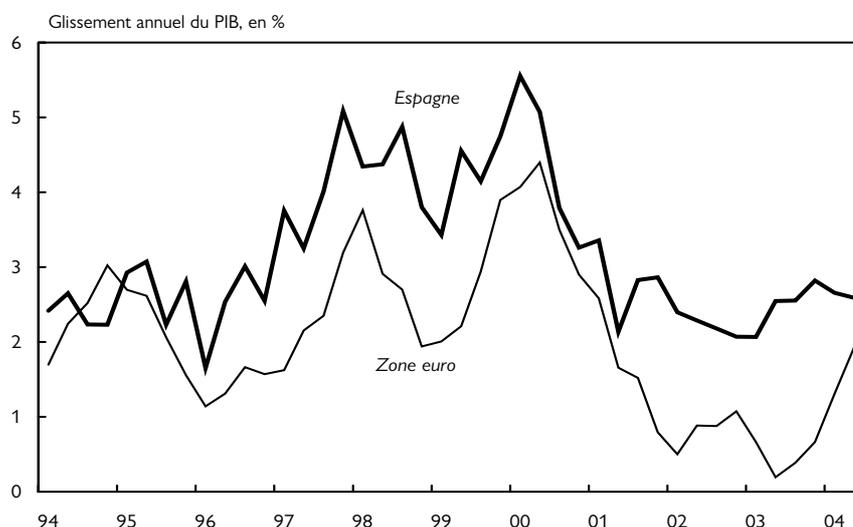
■ Sabine Le Bayon

Espagne : l'immobilier mène la danse

L'immobilier a soutenu la croissance

À partir de la mi-2000, l'activité économique dans la zone euro a nettement décéléré. Alors que ce mouvement se poursuivait dans le reste de la zone, il s'est interrompu en Espagne à la mi-2001. Un décrochage durable et important entre la croissance espagnole et celle de la zone euro s'est alors mis en place, qui n'a commencé à se résorber que depuis le début de l'année 2004 (graphique). Malgré une contribution du commerce extérieur négative, la croissance espagnole a été supérieure à 2 % en 2002 et 2003, alors que dans la zone euro elle était quasiment nulle. Ce différentiel de croissance s'explique par un investissement en bâtiment très dynamique, principalement l'investissement logement, et une bonne résistance de la consommation des ménages. Le secteur du bâtiment a expliqué environ 70 % de l'écart de croissance entre l'Espagne et la France (pourtant l'un des pays les plus dynamiques de la zone en 2003 et au premier semestre 2004). Le boom immobilier initié en 1998 a continué de stimuler la consommation des ménages, du fait de la valorisation élevée de leur patrimoine (900 % du revenu disponible, soit le niveau le plus élevé dans la zone euro). La consommation a en outre été particulièrement riche en emplois et en revenus. Le dynamisme des créations d'emplois (de l'ordre de 2 %) associé à la croissance des salaires (3,3 % et 4,2 % en 2002 et 2003 respectivement, avec les clauses d'indexation) a favorisé une croissance élevée du pouvoir d'achat du revenu disponible, malgré une inflation supérieure à 3 % sur ces deux années en moyenne annuelle.

Taux de croissance du PIB



Sources : Comptes trimestriels nationaux, Eurostat.

Cependant, au premier semestre 2004, la croissance espagnole n'a pas accéléré, alors que la croissance de la zone euro atteignait 1,7 % en glissement annuel (après 0,5 % au deuxième semestre 2003). À la reprise de la demande intérieure observée dans la zone euro, a correspondu un essoufflement en Espagne. Certes, la consommation est restée bien orientée, mais elle a décéléré au second trimestre, subissant un léger ralentissement de l'emploi salarié et l'accélération du déflateur de la consommation privée (à 2,9 %), liée à la hausse des prix du pétrole et du tabac. La reprise de l'investissement productif, entamée à la mi-2002, s'est montrée bien timide, malgré des exportations en forte croissance au second trimestre. Cette accélération est basée sur un effet demande adressée (principalement en provenance de l'Union européenne), mais aussi sur un petit effet part de marché. Cette quasi-stabilité des parts de marché espagnoles malgré l'appréciation de l'euro et alors que celles de ses principaux partenaires se sont dégradées peut sembler paradoxale, étant donné le net différentiel d'inflation entre l'Espagne et la zone euro. Mais, selon les estimations du CEPII, en 2001, le niveau des prix espagnols dans l'industrie manufacturière restait inférieur de 37 % aux prix du Royaume-Uni et de 25 % vis-à-vis des prix allemands et français. L'Espagne, rentrée sous-évaluée dans la zone euro, bénéficie donc toujours d'un avantage de compétitivité.

État des lieux des indicateurs à la mi-2004

À la mi-2004, la situation économique espagnole est bien orientée, mais il n'y a pas d'accélération en vue. Les indicateurs disponibles jusqu'en juillet 2004 plaident en effet pour un maintien, voire une légère décélération, de l'activité économique au second semestre 2004.

Dans l'industrie, les résultats des enquêtes sont contrastés. Si le moral des industriels reste bien supérieur à son niveau moyen, il ne s'en est pas moins dégradé au deuxième trimestre 2004 après l'amélioration du début d'année. Du côté des signaux positifs, le taux d'utilisation des capacités de production est supérieur à sa moyenne de long terme et les perspectives d'emploi se sont améliorées au premier semestre 2004, en ligne avec la reprise des créations d'emplois dans ce secteur. De plus, d'après l'enquête trimestrielle de mars, les soldes d'opinions des chefs d'entreprises sur leurs plans d'investissement, très dégradés en 2003, se sont nettement améliorés pour 2004. La confiance dans la construction reste élevée, mais s'est inscrite en baisse depuis avril 2004, en raison de la dégradation des soldes d'opinions sur les carnets de commandes. Le rythme de créations d'emplois a d'ailleurs décéléré dans ce secteur. Quant à l'indice de confiance des consommateurs espagnols, il reste supérieur à celui de la zone euro, mais il est quasiment stable depuis la mi-2003, contrastant avec l'embellie observée dans la zone. L'amélioration des perspectives sur la situation économique est en effet compensée par des tendances négatives en terme de prix et d'emploi, le taux de chômage restant élevé (à 11,1 % au deuxième trimestre 2004, soit 2,1 point au-dessus de la zone).

En ce qui concerne les débouchés extérieurs, les soldes d'opinions sur les carnets de commandes étrangères sont orientés à la hausse depuis avril 2004, en cohérence avec l'accélération de la demande adressée à l'Espagne observée ces derniers mois.

■ Sabine Le Bayon

Vers un apurement des déséquilibres

Le scénario de croissance pour 2005 repose sur l'hypothèse centrale d'un ajustement progressif des prix immobiliers, dans le sillage de la remontée progressive des taux d'intérêt. Les déséquilibres accumulés ces dernières années pèseraient sur la croissance, justifiant un faible rattrapage de l'économie espagnole (avec une croissance de 2,6 % en 2005, soit 0,2 point de plus seulement que dans la zone euro). La contribution du commerce extérieur serait alors moins négative, en ligne avec un moindre écart de croissance de la demande intérieure vis-à-vis de ses principaux partenaires. La politique budgétaire serait légèrement expansionniste, comme en 2004.

L'exubérance du marché immobilier se calmerait. Les raisons du boom immobilier sont connues : la forte croissance de l'emploi et des revenus, le bas niveau des taux d'intérêt et les achats de maisons secondaires par des non résidents. Cependant, d'après une étude de la Banque d'Espagne, fin 2002, les prix auraient été surévalués dans ce secteur d'au moins 10 %, rappelant la situation prévalant à la fin des années 1980. En 2003 et au premier semestre 2004, les prix ayant continué de grimper vivement, cette surévaluation reste toujours d'actualité. La situation financière des ménages est aujourd'hui devenue fragile : non seulement ils sont très endettés (95 % de leur revenu disponible début 2004), mais en plus ils le sont en grande majorité à taux variable. Avec les taux d'intérêt actuels, les mensualités payées par les ménages (intérêts et remboursements du capital) n'accaparaient que 13 % de leur revenu disponible moyen au premier trimestre 2004. Une forte hausse des taux d'intérêt pèserait lourdement sur la solvabilité des ménages, mais ce n'est pas le scénario retenu dans cette prévision. De plus, leur taux d'épargne financière est très bas (à 1 % du revenu disponible au premier trimestre 2004). Certains éléments viennent modérer ce constat plutôt sombre. D'abord, la rentabilité de l'immobilier est toujours supérieure aux taux d'intérêt, rendant économiquement justifié cet investissement. Ensuite, si l'on tient compte des mensualités en pourcentage du salaire moyen des ménages endettés et non pas du salaire moyen de l'ensemble des ménages, elles sont beaucoup moins élevées qu'au début des années 1990. Elles ont atteint 52 % en 2003 (soit environ 40 % du revenu disponible) contre 75 % en 1991. Tous ces éléments plaident pour un tassement dans ce secteur, mais progressif.

Pâtissant d'un moindre effet richesse, la consommation bénéficierait cependant d'un emploi toujours dynamique et de la décélération de l'inflation, avec la baisse attendue des prix du pétrole au cours de l'année 2005. Le rythme de créations d'emplois n'accélérerait pas, les entreprises espagnoles privilégiant la recherche de gains de productivité, qui pour l'instant sont bien plus faibles que dans les entreprises des grands pays de la zone (à l'exception de l'Italie). La reprise de l'investissement productif se poursuivrait, favorisée par le niveau élevé des taux d'utilisation des capacités de production et des taux de marge des entreprises et une situation financière sous contrôle. En effet, malgré la forte hausse de leur taux d'endettement depuis plusieurs années, la baisse des taux d'intérêt a permis une diminution du coût de leur financement (le ratio des intérêts et dividendes nets versés sur la valeur ajoutée atteint 10 % en 2003, après 11,6 % en 2001). De plus, les débouchés extérieurs prendraient le relais d'une consommation privée moins vaillante. En 2005, l'investissement productif croîtrait donc plus vite que l'investissement en construction pour la première fois depuis le début du boom immobilier.

ESPAGNE : L'IMMOBILIER MÈNE LA DANSE ■

ESPAGNE

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003				2004				2005				2002	2003	2004	2005	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,9	0,6	0,6	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	2,2	2,5	2,5	2,6
Consommation des ménages	0,5	0,8	0,5	1,0	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	2,9	2,9	3,1	2,6
Consommation publique	1,1	0,7	1,0	1,4	1,1	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	4,1	3,9	4,2	4,1
FBCF totale ¹	0,0	-0,4	1,1	1,9	0,2	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,7	3,2	3,2	3,8
Dont																	
Productive	-0,7	-2,5	1,5	2,4	-0,6	0,2	0,5	0,8	0,8	1,0	1,2	1,4	1,5	-2,6	1,7	2,0	4,0
Bâtiment	0,7	1,3	0,7	1,4	0,8	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	5,2	4,3	4,2	3,7
Exportations de biens et services	-4,5	5,4	2,8	-1,9	-0,8	4,6	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	1,2	2,6	5,1	7,6
Importations de biens et services	-2,7	2,3	3,8	0,4	1,1	2,5	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	3,1	4,8	7,3	8,1
Variations de stocks, en points de PIB	0,8	0,0	0,3	0,4	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,2
Contributions																	
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,5	0,8	1,3	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	2,8	3,2	3,4	3,3
Variations de stocks	0,8	-0,8	0,3	0,2	0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2
Commerce extérieur	-0,5	0,8	-0,4	-0,7	-0,6	0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,6	-0,8	-0,9	-0,5
Prix à la consommation (IPCH) ²	3,8	2,9	3,0	2,8	2,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	2,9	3,6	3,1	3,0	3,0
Taux de chômage, au sens du BIT	11,5	11,4	11,3	11,2	11,2	11,1	11,1	11,0	11,0	11,0	10,9	10,8	10,8	11,3	11,3	11,1	10,9
Solde courant, en points de PIB																	
Solde public, en points de PIB																	
Impulsion budgétaire																	
PIB zone euro	0,0	-0,1	0,4	0,3	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,5	1,9	2,4

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

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

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2004.

AUTRES PAYS

France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : INSEE, Eurostat, prévision OFCE octobre 2004.

Pays-Bas : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002	2003	2004	2005
PIB	0,6	-0,9	1,3	2,1
Consommation des ménages	1,3	-0,9	0,0	1,0
Consommation publique	3,6	1,8	0,4	0,8
FBCF totale	-3,6	-3,1	1,5	3,7
Exportations de biens et services	0,9	0,0	5,7	7,4
Importations de biens et services	0,8	0,6	4,6	7,2
Variations de stocks, en points de PIB	0,3	-0,4	0,1	0,1
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	0,7	-0,7	0,4	1,4
Variations de stocks	0,0	-0,7	0,5	0,0
Commerce extérieur	0,1	-0,4	1,0	0,6
Prix à la consommation (IPCH)	3,9	2,2	1,3	1,0
Taux de chômage, au sens du BIT	2,8	3,9	4,8	4,9
Solde courant, en points de PIB	2,5	2,9	4,4	4,7
Solde public, en points de PIB	-1,6	-3,2	-3,0	-2,3
Impulsion budgétaire	0,8	-0,2	-0,3	-0,6
PIB zone euro	1,9	3,0	4,3	3,5

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

Sources : Central Bureau voor de Statistiek, prévision OFCE octobre 2004.

Belgique : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002	2003	2004	2005
PIB	0,7	1,1	1,7	2,5
Consommation des ménages	0,4	1,7	2,3	2,1
Consommation publique	1,9	2,8	1,5	1,3
FBCF totale	-2,1	1,1	0,5	3,9
Exportations de biens et services	0,8	2,1	4,7	7,6
Importations de biens et services	1,1	3,8	5,7	7,6
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	1,1	-0,4	-0,4
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	0,2	1,8	1,7	2,2
Variations de stocks	0,8	0,7	0,4	0,1
Commerce extérieur	-0,3	-1,4	-0,4	0,3
Prix à la consommation (IPCH)	1,6	1,6	1,8	2,0
Taux de chômage, au sens du BIT	7,4	8,1	8,3	7,8
Solde courant, en points de PIB	5,7	4,2	4,5	5,0
Solde public, en points de PIB	0,1	0,4	-0,5	-0,7
Impulsion budgétaire	0,5	1,2	0,1	-0,2
PIB zone euro	0,8	0,5	1,9	2,4

Sources : Belgostat, Eurostat, prévisions OFCE octobre 2004.

AUTRES PAYS

Autriche : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002	2003	2004	2005
PIB	1,3	0,7	1,4	2,4
Consommation des ménages	0,9	1,2	1,5	2,0
Consommation publique	0,1	0,7	0,3	0,0
FBCF totale	-2,8	4,7	3,8	4,0
Exportations de biens et services	3,6	2,5	4,0	6,5
Importations de biens et services	1,7	2,5	2,2	6,5
Variations de stocks, en points de PIB	0,6	-0,6	-2,0	-2,0
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	-0,1	1,9	1,8	2,1
Variations de stocks	0,4	-1,3	-1,4	0,0
Commerce extérieur	1,1	0,1	1,0	0,2
Prix à la consommation (IPCH)	1,7	1,3	1,3	1,5
Taux de chômage, au sens du BIT	4,2	4,1	4,1	4,2
Solde courant, en points de PIB	0,4	-0,4	-0,9	-0,8
Solde public, en points de PIB	-0,2	-1,1	-1,0	-1,5
Impulsion budgétaire	-0,2	0,3	-0,3	0,7
PIB zone euro	0,8	0,5	1,9	2,4

Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2004.

Finlande : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002	2003	2004	2005
PIB	2,3	2,1	2,9	3,6
Consommation des ménages	1,7	4,5	2,5	2,7
Consommation publique	3,9	1,6	1,2	1,9
FBCF totale	-2,0	-1,6	4,1	4,6
Exportations de biens et services	5,2	1,2	0,3	4,4
Importations de biens et services	1,7	3,0	0,3	5,0
Variations de stocks, en points de PIB	-0,4	-0,1	0,5	1,2
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	1,2	2,2	2,2	2,5
Variations de stocks	-0,8	0,3	0,7	0,7
Commerce extérieur	1,9	-0,5	0,0	0,3
Prix à la consommation (IPCH)	2,0	1,3	0,6	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	9,1	9,0	8,9	8,7
Solde courant, en points de PIB				
Solde public, en points de PIB				
Impulsion budgétaire				
PIB zone euro	0,8	0,5	1,9	2,4

Sources : Statistics Finland, Eurostat, prévisions OFCE octobre 2004.

Grèce : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002	2003	2004	2005
PIB	3,9	4,3	3,7	2,9
Consommation des ménages	2,8	3,5	2,9	2,6
Consommation publique	5,8	2,9	2,3	0,8
FBCF totale	6,1	15,5	8,3	3,9
Exportations de biens et services	-7,7	-0,2	5,1	6,6
Importations de biens et services	-4,7	8,0	6,2	5,1
Variations de stocks, en points de PIB	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	4,3	6,7	4,7	3,1
Variations de stocks	0,0	0,1	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,4	-2,4	-0,8	-0,2
Prix à la consommation (IPCH)	3,9	3,4	3,1	3,0
Taux de chômage, au sens du BIT	9,9	9,3	9,4	9,3
Solde courant, en points de PIB	-6,2	-5,7	-4,9	-4,3
Solde public, en points de PIB	-3,7	-4,6	-5,5	-3,7
Impulsion budgétaire	1,2	1,9	0,6	-0,4
PIB zone euro	0,8	0,5	1,9	2,4

Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2004.

Portugal : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002	2003	2004	2005
PIB	0,4	-1,2	1,8	2,4
Consommation des ménages	1,0	-0,5	2,4	2,6
Consommation publique	2,2	-0,4	0,3	-0,3
FBCF totale	-4,9	-9,8	2,7	3,9
Exportations de biens et services	2,0	4,0	7,1	6,5
Importations de biens et services	-0,3	-0,9	7,2	5,5
Variations de stocks, en points de PIB	0,8	0,8	1,0	1,0
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	-0,3	-3,0	2,2	2,5
Variations de stocks	-0,1	0,0	0,2	0,0
Commerce extérieur	0,8	1,8	-0,6	-0,1
Prix à la consommation (IPCH)	3,7	3,3	2,6	2,4
Taux de chômage, au sens du BIT	5,0	6,3	6,4	6,3
Solde courant, en points de PIB	-6,7	-5,1	-4,8	-5,0
Solde public, en points de PIB	-2,7	-2,8	-3,0	-2,8
Impulsion budgétaire	-1,1	-0,8	-0,4	-0,4
PIB zone euro	0,8	0,5	1,9	2,4

Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2004.

■ AUTRES PAYS

Irlande : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2002	2003	2004	2005
PIB	6,3	3,7	4,6	5,2
Consommation des ménages	2,8	2,6	4,1	3,8
Consommation publique	8,6	2,5	2,1	3,8
FBCF totale	3,0	3,4	4,2	3,2
Exportations de biens et services	6,9	-0,8	5,5	6,4
Importations de biens et services	4,1	-2,3	3,9	5,5
Variations de stocks, en points de PIB	-0,8	-0,6	0,4	0,6
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	3,2	2,3	3,0	2,9
Variations de stocks	-0,7	0,3	-0,7	-0,6
Commerce extérieur	3,7	1,2	2,3	2,0
Prix à la consommation (IPCH)	4,6	3,5	2,3	2,5
Taux de chômage, au sens du BIT	4,4	4,6	4,5	4,3
Solde courant, en points de PIB	-1,5	-1,7	-1,5	-1,3
Solde public, en points de PIB	-0,2	0,1	-1,1	-1,9
Impulsion budgétaire	0,0	-2,3	0,6	0,6
PIB zone euro	0,8	0,5	1,9	2,4

Sources : CSO, Eurostat, prévisions OFCE octobre 2004.