

## UN MONDE PRESQUE PARFAIT

Perspectives 2004-2005 pour l'économie mondiale \*

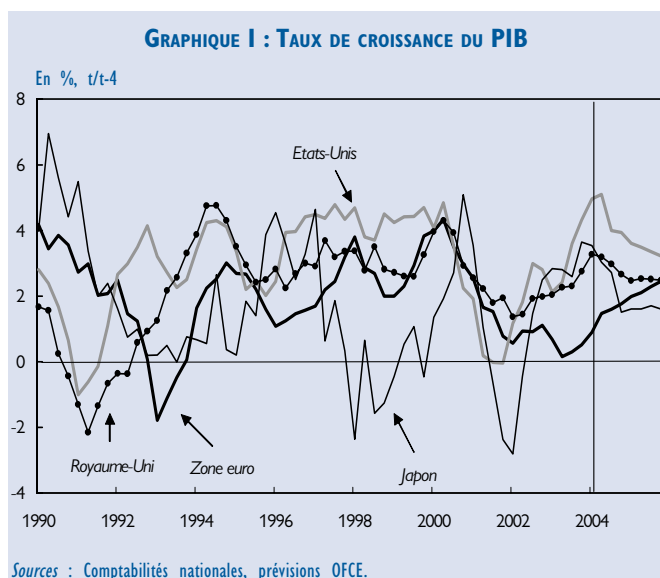
Avec une croissance du PIB de 3,8 % en 2003, l'économie mondiale s'est engagée dans la reprise pressentie lors de notre prévision d'automne 2003. La croissance s'est affirmée au second semestre 2003, tirée par le bloc anglo-saxon, et plus particulièrement par les États-Unis, qui ont enregistré une croissance de 4 % en glissement à la fin de l'année 2003 (graphique 1). L'Asie n'est pas demeurée en reste. Le Japon a enfin renoué avec la croissance. L'Amérique latine dans son ensemble a retrouvé une croissance modeste mais positive, indiscutable amélioration après la récession de 2002.

Avec un rythme d'expansion de seulement 1,2 % à la fin de l'année 2003, la zone euro est restée en retrait du mouvement. Peinant à profiter de l'accélération du commerce mondial à cause de l'appréciation de l'euro, et sans dynamisme interne, la zone euro ne parvient pas à combler le retard de production accumulé depuis 2001. Le différentiel de croissance avec les États-Unis s'installe et l'hypothèse simple du « retard à l'allumage » européen est de moins en moins vraisemblable.

Les politiques budgétaires et monétaires ont été très différentes dans les deux grandes zones. Depuis 2001, les politiques budgétaire et monétaire américaines ont fait feu de tout bois pour relancer la croissance, au prix de déséquilibres croissants mais encore sous contrôle. Dans la zone euro, les gouvernements et institutions ont insuffisamment réagi et maintiennent un *policy mix* neutre voire restrictif.

La crainte des déséquilibres, dont le premier est celui des finances publiques, est le spectre que les européens évoquent pour justifier leur choix de politique économique. Que penser alors des déséquilibres accumulés dans l'économie américaine : un déficit public désormais supérieur à celui de la zone euro (en 2003, 4,8 % du PIB aux États-Unis contre 2,7 % pour la zone euro) et un déficit courant de presque 5 points de PIB alors que la zone euro est en excédent de 0,4 point de PIB ? La sanction devrait être immédiate et brutale : décrochage violent et profond du dollar par rapport à toutes les monnaies, resserrement monétaire pour éviter la fuite de capitaux, nécessité de réduire le déficit public par une politique d'ajustement drastique, hausse des taux longs. En bref, cela ressemblerait à ce qu'ont connu le Brésil ou l'Argentine.

L'économie américaine est trop importante pour qu'on la laisse subir la sanction des marchés financiers. L'Asie, et au premier chef le Japon, ne peut se permettre un changement brutal de situation. Les banques centrales continuent donc à financer l'économie américaine et autorisent ainsi, sous la contrainte ou volontairement, les politiques de soutien à la croissance américaine — et ce faisant, la croissance mondiale.



\* Cette étude résume le dossier à paraître dans le n° 89 de la Revue de l'OFCE, rédigé par le Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend Hélène Baudchon, Odile Chagny, Valérie Chauvin, Guillaume Chevillon, Gaël Dupont, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart, Danielle Schweisguth et Elena Stancanelli. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 30 mars 2004.

**TABLEAU I : PRINCIPALES HYPOTHÈSES ET RÉSUMÉ DES PRÉVISIONS**

	Trimestres ou semestres												Années			
	2003				2004				2005				2003	2004	2005	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<i>Prix du pétrole en \$</i> <sup>1</sup>	31,3	26,1	28,4	29,5	31,9	26,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,8	28,3	28,0	
<i>Matières premières industrielles en \$</i> <sup>2</sup>	8,5	1,6	1,9	9,8	9,2	0,8	-6,0	-3,0	-2,2	0,0	-2,2	0,0	16,5	14,9	-8,2	
<i>Taux de change</i> <sup>1</sup>																
1 € = ... \$	1,08	1,14	1,12	1,19	1,25	1,25	1,20	1,20	1,19	1,17	1,16	1,15	1,13	1,23	1,17	
1 \$ = ... yen	119	118	117	109	107	110	110	110	110	110	110	110	116	109	110	
1 £ = ... €	1,49	1,43	1,43	1,43	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47	1,45	1,47	1,47	
<i>Taux d'intérêt courts</i> <sup>1</sup>																
États-Unis	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,3	1,5	1,8	2,0	2,3	1,1	1,1	1,9	
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Zone euro	2,7	2,4	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,4	2,4	2,3	2,1	2,2	
Royaume-Uni	3,8	3,6	3,5	3,9	4,1	4,3	4,5	4,5	4,7	4,8	5,0	5,0	3,7	4,3	4,9	
<i>Taux d'intérêt longs</i> <sup>1</sup>																
États-Unis	3,9	3,6	4,2	4,3	4,1	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1	4,0	4,3	4,9	
Japon	0,8	0,6	1,2	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,0	1,3	1,3	
Zone euro	4,2	4,0	4,2	4,4	4,2	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,2	4,3	4,4	
Royaume-Uni	4,3	4,2	4,5	4,9	4,8	4,9	4,9	5,0	5,1	5,1	5,2	5,3	4,5	4,9	5,2	
<i>Prix à la consommation</i> <sup>3</sup>																
États-Unis	2,9	2,2	2,2	1,9	1,7	2,1	2,0	2,3	2,1	2,1	2,3	2,5	2,3	2,0	2,3	
Japon	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	
Zone euro	2,3	2,0	2,0	2,1	1,7	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	2,1	1,9	1,7	
Royaume-Uni	1,5	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4	1,6	1,7	1,8	1,8	1,4	1,4	1,7	
<i>PIB en volume, cvs</i> <sup>2</sup>																
États-Unis	0,5	0,8	2,0	1,0	1,1	0,9	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	3,1	4,5	3,4	
Japon	0,5	0,9	0,6	1,6	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	2,7	2,6	1,6	
Zone euro	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	1,4	2,2	
Allemagne	-0,2	-0,2	0,2	0,2	0,3	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,1	1,3	2,0	
France	0,0	-0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,2	1,5	2,3	
Italie	-0,2	-0,1	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,8	1,5	
Royaume-Uni	0,3	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,3	3,1	2,6	
<i>Importations de marchandises en volume, cvs</i> <sup>2</sup>																
Monde	0,2	0,1	0,9	3,4	2,0	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	4,4	8,3	7,9	
Pays industrialisés	-1,1	0,7	0,8	2,5	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5	1,6	1,6	2,8	6,9	6,6	
PED	3,1	-1,1	1,0	5,3	2,6	2,9	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,6	8,3	11,3	10,7	
<i>Balances courantes en points de PIB, cvs</i>																
États-Unis	-5,2		-4,7		-4,5		-4,4		-4,3		-4,3		-4,9	-4,4	-4,3	
Japon	3,0		3,6		4,5		4,7		5,0		5,4		3,3	4,6	5,2	
Allemagne	1,7		3,0		3,0		3,1		3,3		3,6		2,3	3,0	3,5	

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

3. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. En %.

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

Pour la zone euro l'impact négatif de l'affaiblissement des monnaies asiatiques se double de celui de la dépréciation du dollar. L'appréciation de l'euro découle d'un ajustement contrôlé de ce dernier. Elle pèse sur la croissance européenne (près de 0,7 point de croissance en 2003), permet aux producteurs américains de gagner des parts de marché sur leurs concurrents européens et participe à l'amélioration (relative) du déficit commercial américain. Une politique expansionniste en Europe, assise sur un déséquilibre plus important des finances publiques, aurait induit plus de demande intérieure, donc plus d'importations en provenance des États-Unis et un déficit courant américain moins grand ; les ajustements par le change auraient peut-être été moins importants.

Il faudra sortir un jour de ce jeu dangereux, si possible rapidement. Le retour à une croissance américaine plus soutenable, la sortie de la déflation au Japon et l'application plus stricte des règles de la concurrence et de la finance à la Chine en sont quelques clefs. C'est ce scénario de retour progressif à la normale d'un monde presque parfait que nous retenons pour nos perspectives mondiales à l'horizon 2005. Après une brève présentation, nous passerons ensuite en revue les principales hypothèses que ce scénario implique.

## Une croissance mondiale largement diffusée

L'économie japonaise a renoué avec la croissance en 2003 grâce au dynamisme des exportations, mais surtout au redressement spectaculaire de l'investissement productif privé. En 2004 et 2005, la croissance au Japon se poursuivrait grâce à l'augmentation des exportations. La demande intérieure privée accélérerait en 2004, tirée par la consommation des ménages, alors que l'investissement productif, après le rattrapage de 2003, ne ferait qu'accompagner la croissance des débouchés, malgré le rétablissement des profits des entreprises.

Dans le reste de l'Asie, la croissance s'est accélérée à 7 % en 2003, soutenue aussi par le dynamisme des exportations. En 2004 et 2005, elle devrait rester sur des rythmes similaires, malgré le ralentissement prévu de la croissance chinoise de 9,1 % à 7,7 % en fin de période.

**TABLEAU 2 : POSITIONS BUDGÉTAIRES AUX ÉTATS-UNIS, EN EUROPE ET AU JAPON**

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

1. Hors UMTS.

Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévisions OFCE.

En Amérique latine, la confiance des marchés est revenue avec la stabilisation des économies. L'année 2004 s'annonce prometteuse, surtout au vu de la reprise de la demande mondiale et de la hausse du prix des matières premières.

La croissance dans les pays d'Europe centrale et orientale, tirée au deuxième semestre 2003 par l'amélioration conjoncturelle de l'Union européenne et les effets de la dépréciation depuis 2002 de certaines de leurs monnaies face à l'euro, devrait se poursuivre.

Aux États-Unis, l'année 2003 a été celle de l'accélération de la croissance. Au second semestre, celle-ci a pu surprendre par sa vigueur, mais la sortie de récession à la fin 2001 s'était déroulée sur un rythme inhabituellement lent : la reprise avait été freinée par un assainissement inachevé de la situation financière des agents. La forte croissance du second semestre 2003 a permis de retrouver le rythme trimestriel moyen de croissance caractéristique d'une phase de reprise de l'activité, alors que les impulsions de politique économique sont restées très positives. En 2004, la croissance ralentirait, passant d'une dynamique de rebond caractéristique d'une sortie de récession à une phase de croissance comme les derniers chiffres américains et particulièrement ceux de l'emploi le montrent. La décélération se poursuivrait en 2005 ; toutefois, les taux de croissance resteraient supérieurs à 3 %.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB a accéléré à partir du deuxième trimestre 2003, pour atteindre 2,8 % sur un an au quatrième trimestre. Elle a été soutenue par la consommation, qui serait relayée par le redressement de l'investissement privé. Le PIB britannique croîtrait de 3,1 % en 2004 et de 2,6 % en 2005.

## La zone euro à la traîne

En contraste, la croissance de la zone a été de 0,4 % en 2003, soit la plus faible depuis la récession de 1993. L'accélération du PIB au second semestre 2003 a surtout été le fait des échanges extérieurs. Mais l'impact de l'embellie économique des autres régions du monde a été étouffé par un choc persistant sur les taux de change et une politique économique inadaptée. La consommation privée est restée faible, sa croissance sur un an atteignait péniblement 0,5 % au quatrième trimestre 2003. Le fait marquant de l'année 2003 est la grande dispersion des taux de croissance de la consommation à l'intérieur de la zone (négatifs aux Pays-Bas et en Allemagne, soutenus en France et en Espagne). Les orientations différentes de politique économique, restrictive aux Pays-Bas et en Allemagne (où elle se double d'une réforme structurelle du marché du travail), et au contraire plus expansionniste en France et en Espagne, expliquent en premier lieu ces divergences. Elles relèvent également de différences structurelles (rôle amortisseur du secteur de la construction en Espagne, faible réactivité de l'emploi au retournement de l'activité en France, en Italie et en Espagne, forte pression à la baisse des salaires en Allemagne). La faible progression des débouchés internes et externes a bridé à peu près partout les dépenses d'investissement, qui ont encore reculé en moyenne annuelle en 2003, malgré l'amélioration de la rentabilité des entreprises.

Les perspectives pour 2004 et 2005 décrivent une reprise au ralenti. La zone euro cumulera en effet plusieurs handicaps : la hausse passée de l'euro, un *policy mix* toujours inadapté et la digestion, toujours en cours, des effets de la bulle technologique.

L'Allemagne recueillerait les fruits de ses efforts passés pour modérer les coûts salariaux : la demande interne resterait en retrait mais la contribution extérieure serait très positive. En France, la dynamique intérieure soutiendrait encore l'économie. L'Italie pâtirait des déséquilibres accumulés : la contribution extérieure serait négative et le taux d'investissement se redresserait peu. Le rattrapage espagnol s'essoufflerait, du fait d'une contribution extérieure négative et du poids de l'endettement des ménages sur leurs dépenses.

## La reprise est en cours mais ...

Ainsi, la reprise mondiale que nous décrivons est vigoureuse. Elle est conditionnée à des hypothèses, comme l'accalmie du prix des matières premières, la résorption en douceur des déséquilibres américains et une légère réappréciation du dollar. Elle trouve ses limites dans la zone euro, qui pâtit de conditions qui lui sont propres.

A peine engagée, la reprise mondiale s'est doublée d'une flambée du cours des matières premières depuis le milieu de 2003. La vigueur de la demande, les difficultés d'acheminement des produits, la volonté des producteurs de compenser la baisse du dollar par des prix plus élevés, enfin des mouvements spéculatifs expliquent cette hausse. Cependant, l'arrêt de la spéculation, la stabilisation du dollar et le ralentissement de la demande permettraient de ramener les prix vers des niveaux qui ne seraient pas de nature à entamer la poursuite de la reprise.

## États-Unis : reprise en main des déséquilibres

Aux États-Unis, l'agressivité des politiques budgétaire et monétaire s'est traduite dans les comptes des agents. En 2003, le besoin de financement des administrations publiques représentait 4,8 % du PIB et le taux d'endettement des ménages a atteint 121 % de leur revenu disponible, son plus haut niveau historique. Par ailleurs, la forte stimulation de la demande interne a gonflé le déficit courant, qui a atteint lui aussi ses niveaux records, à 4,9 % du PIB. Les mécanismes de correction de certains de ces déséquilibres sont déjà enclenchés pour 2004. Ils aboutiraient à une lente décélération de la croissance américaine vers des niveaux plus soutenables et éviteraient des ajustements brutaux.

L'endettement des ménages est gagé sur un actif considérable et a été entretenu par la baisse des taux d'intérêt. À l'horizon de la prévision, la remontée progressive des taux d'intérêt et le ralentissement du pouvoir d'achat des ménages freineraient la croissance de l'endettement. La Réserve fédérale serait en effet attentive à préparer les agents à ce changement d'orientation et à éviter tout risque de contraction brutale du crédit.

Les entreprises ont nettement amélioré leur situation financière en 2003. Leur taux de marge s'est franchement redressé du fait de gains de productivité importants et de la modération salariale. Elles ont bénéficié de règles d'amortissement accéléré pour leurs investissements. En 2005, la situation serait moins favorable. Les gains de productivité s'infléchiraient et les possibilités d'amortissement accéléré disparaîtraient. L'investissement productif resterait malgré tout dynamique du fait des débouchés et de la disparition des excès de capacité.

L'absence de nouvelles mesures en matière budgétaire permettrait un net redressement des finances publiques en 2005, du fait d'une politique restrictive (impulsion négative de 1 point de PIB en 2005 après + 1,7 en 2003 et + 1,1 en 2004). Son ampleur est semblable à celle menée dans les années 1990. Le déficit public diminuerait nettement de 5,1 % du PIB en 2004 à 4,0 % en 2005.

Enfin, la dépréciation du dollar a permis un début de redressement du solde courant au cours de l'année 2003, alors même que la croissance américaine restait vive. Ce serait le point de départ d'une phase d'ajustement du déficit courant à l'image de ce qui s'est passé entre 1987 et 1992, précédente période de faiblesse du dollar.

## Une évolution du dollar qui fait le bonheur des uns et le malheur des autres

Du fait de ce scénario vertueux, la devise américaine pourrait retrouver son crédit de confiance. Certains atouts (différentiel de croissance positif vis-à-vis de l'Europe, rythme de productivité plus élevé et donc meilleures perspectives de rendements) reprendraient de l'importance aux yeux des

TABLEAU 3 : PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE

Taux de croissance annuels, en %

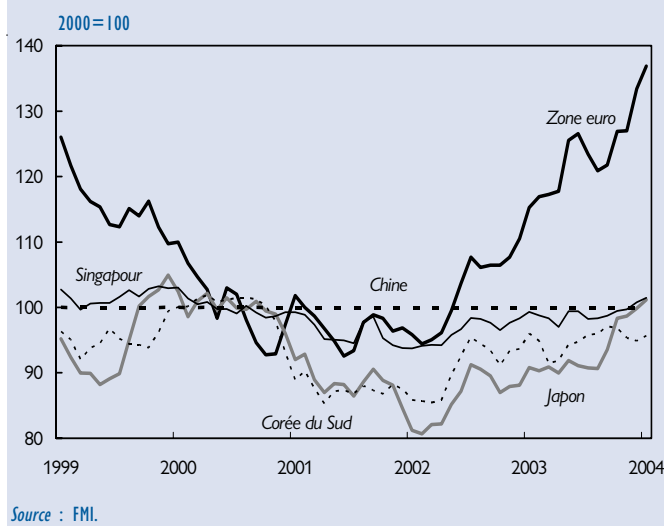
	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		2003	2004	2005
Allemagne	4,4	-0,1	1,3	2,0
France	3,2	0,2	1,5	2,3
Italie	3,1	0,4	0,8	1,5
Espagne	1,8	2,4	2,6	2,9
Pays-Bas	0,9	-0,8	0,4	1,2
Belgique	0,6	1,1	1,2	2,5
Autriche	0,5	0,7	1,5	2,5
Finlande	0,4	1,9	3,0	3,7
Portugal	0,4	-1,3	0,5	2,4
Grèce	0,3	4,7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

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2001.

2. Y compris Turquie.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE.

GRAPHIQUE 2 : TAUX DE CHANGE DU DOLLAR



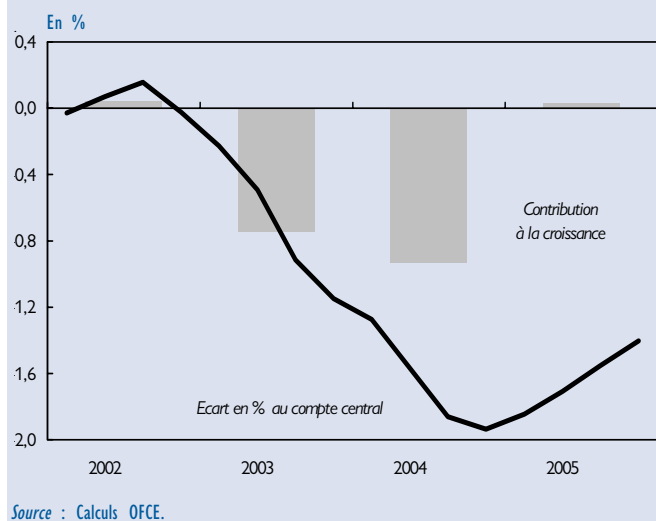
investisseurs étrangers, qui cesseraient de se focaliser sur l'ampleur du déficit courant américain. La stabilisation du dollar mettrait alors fin à un jeu qui n'est pas neutre pour l'économie mondiale.

La dépréciation du dollar, de 30 % vis-à-vis de l'euro entre février 2002 et février 2004, a jusqu'ici été plutôt bien perçue par le gouvernement américain qui y voit là un moyen de stimuler la croissance et de corriger un déficit de compétitivité.

En Asie, l'appréciation du yen et de certaines monnaies en change flottant pèse sur les exportations, au moment où le Japon sort à peine de récession. Les banques centrales interviennent massivement pour limiter l'appréciation de leurs monnaies et freiner la détérioration de leur compétitivité (graphique 2).

En Chine, l'ancrage du yuan au dollar, pierre angulaire de la stratégie d'ouverture du pays aux capitaux étrangers, oblige les autorités monétaires à racheter les dollars aux agents privés au taux officiel garanti, ce qui revient implicitement, vu l'excédent de sa balance des paiements, à soutenir le dollar. Cette politique renforce l'avantage de compétitivité chinois au détriment du reste de la zone et permet de financer la croissance par l'injection de liquidités dans l'économie.

GRAPHIQUE 3 : IMPACT DE L'APPRECIATION DE L'EURO



En laissant l'Asie intervenir seule pour gérer l'accès de faiblesse du dollar, la zone euro subit à la fois l'impact négatif de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, mais également l'impact de la résistance des monnaies asiatiques à s'ajuster librement. Le taux de change effectif de l'euro s'apprécie donc d'autant plus.

À l'horizon de notre prévision, l'Asie devrait continuer de soutenir le dollar tandis que le retour de la confiance sur les États-Unis en 2004 et 2005 relâcherait la pression à la baisse : le dollar reviendrait à 1,15 euros à la fin 2005.

## La zone euro dans la voiture balai

L'économie européenne doit donc faire face à un choc durable et de grande ampleur, l'appréciation de l'euro. Certes, cette situation la pénalise moins que par le passé. La mise en place de la monnaie unique le 1<sup>er</sup> janvier 1999 a en effet supprimé, au sein de la zone euro, les variations de change mais aussi les primes de risque sur les taux d'intérêt. L'appréciation, entamée en 2001, s'arrêterait au début 2004 dans notre prévision. Du fait des délais de réaction, la hausse de l'euro à la fin 2003 pèsera sur la croissance jusqu'au début 2005. Selon nos estimations, la croissance de la zone en serait amputée de près de 1,0 point en 2004, après l'avoir été de 0,7 en 2003 (graphique 3). Cet impact passe par deux canaux. La perte de compétitivité pèse sur les exportations et favorise les importations, diminuant ainsi la contribution extérieure à la croissance. Pour limiter cet effet, les exportateurs réduisent leurs marges (en France et en Espagne notamment) et compriment leurs coûts salariaux (en Allemagne) : cela affaiblit la demande interne et donc les importations.

Ainsi, la mauvaise santé de la zone euro ne se limite pas au commerce extérieur. La demande interne reste extrêmement faible. La consommation des ménages souffre de la faiblesse de leur pouvoir d'achat. L'appréciation de l'euro impose des ajustements alors que les effets de l'éclatement de la bulle Internet en 2000 ne sont pas complètement digérés. Les ajustements ont été d'autant plus importants que la croissance était déjà faible. Ils ont eu lieu en partie en 2003, mais doivent se poursuivre dans les 5 grands pays de la zone euro, à l'exception de l'Allemagne.

La remontée du chômage a été plus limitée en Europe qu'aux États-Unis, mais la décroissance du chômage observée entre 1998 et 2001 a été interrompue. Cette dernière reprendrait en 2005, après une stabilisation du chômage en 2004. Bien que l'inflation sous jacente ait ralenti, l'inflation s'est maintenue au-dessus de 2 % en 2003, du fait de facteurs exceptionnels. Celle-ci devrait baisser du fait de la modération des coûts salariaux en 2005.

La politique budgétaire pèse aussi sur le pouvoir d'achat. La succession d'années de faible croissance a fait que certains pays parmi les plus vertueux atteignent la limite de 3 % du PIB pour le déficit, par exemple les Pays-Bas. En Allemagne, la restriction budgétaire se double d'une réforme structurelle du marché du travail qui a un impact négatif sur la croissance à court terme. Au total, les pays mènent une politique restrictive pour compenser les effets de la mauvaise conjoncture passée, alors même que la situation nécessiterait une politique expansionniste pour affermir les anticipations des agents privés. Par ailleurs, le niveau des taux d'intérêt n'a pas permis la reprise des crédits dans la zone euro, à l'exception des crédits à l'habitat.

La situation financière des entreprises s'est améliorée, si bien que l'investissement repartirait, en lien avec l'amélioration des autres composantes de la demande ■



# MÉPRISE SUR LA REPRISE

## Perspectives 2004-2005 pour l'économie française

En ne progressant que de 0,2 % en moyenne annuelle, l'économie française a connu en 2003 sa plus faible croissance depuis la récession de 1993 et a, pour la première fois depuis 1997, progressé à un rythme inférieur à celui enregistré dans la zone euro (tableau 1).

Que ce soit dans un contexte de forte croissance (1998-2000) ou d'essoufflement de l'activité (2001-2002), la France avait réussi à maintenir un différentiel de croissance significatif avec ses principaux partenaires européens (0,6 point de croissance en moyenne par an). La meilleure performance (ou résistance) du marché du travail, associée à un soutien budgétaire plus important avaient permis aux ménages et aux entreprises, de maintenir un rythme de demande intérieure sensiblement supérieur à celui de leurs homologues européens, expliquant l'essentiel de l'écart de croissance entre la France et le reste de la zone euro.

En n'étant que partielle et surtout inférieure aux attentes, la reprise de 2002 a rendu nécessaire en 2003 un effort d'ajustement sur le plan budgétaire — en respect du Pacte de Stabilité et de Croissance — et sur le front de l'emploi en France.

En 2003, l'impulsion budgétaire a cessé de soutenir l'activité pour devenir légèrement négative (-0,1 point de PIB). Si cet ajustement a été d'une ampleur supérieure en Europe (-0,2 point de PIB), en revanche, celui sur le marché de l'emploi a été plus marqué en France, annulant l'écart des dynamiques internes.

L'intégralité de l'écart de croissance en 2003 entre la France et la zone euro est imputable au commerce extérieur. En effet, la France semble avoir davantage souffert que ses partenaires européens : la contribution extérieure a été de -0,9 point de PIB en France, contre -0,6 pour la zone euro. Le mauvais résultat européen s'explique pour l'essentiel par l'appréciation du taux de change effectif de l'euro enclenchée fin 2001 et dont les effets ont commencé à se faire sentir pleinement en 2003 (-0,7 point de PIB). Les explications de l'écart de performance de la France avec le reste de la zone euro sont à chercher du côté de la spécialisation géographique et sectorielle de la France : en centrant davantage ses échanges sur la zone euro, la France n'a pas profité pleinement, contrairement à l'Allemagne par exemple, de la reprise engagée dès le second semestre 2003 aux États-Unis et surtout en Asie et dans les pays de l'Est. Compte tenu de sa spécialisation sectorielle forte dans l'aéronautique, la France a également plus souffert que ses partenaires de la crise du secteur aérien suite aux événements du 11 septembre.

TABLEAU I : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB

	2002	2003	2004	2005
<b>Taux de croissance du PIB</b>	<b>1,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>
Dépenses des ménages	0,8	1,0	1,1	1,4
Investissements et stocks des entreprises	-0,6	-0,5	0,4	0,6
Dépenses des administrations	0,9	0,6	0,5	0,3
Total de la demande intérieure	1,1	1,1	2,0	2,4
Solde extérieur	0,1	-0,9	-0,5	0,0
<b>Taux de croissance du PIB (zone euro)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>

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

Toutefois, le creux conjoncturel semble derrière nous. D'une part, certains aléas qui ont pesé sur la croissance en 2003 (grèves, conflit irakien, canicule) sont levés aujourd'hui, permettant un rebond de l'activité. D'autre part, la forte contribution négative du commerce extérieur devrait s'estomper avec la reprise du commerce mondial. La forte croissance de l'activité engagée aux États-Unis et le redressement du Japon permettraient de relancer la machine européenne et les exportations françaises. Bénéficiant de cette amélioration de l'environnement international, l'activité en France, sur la lancée du second semestre 2003, sera plus dynamique en 2004. Les industriels français anticipent des carnets de commandes en hausse, aussi bien les commandes globales que celles provenant de l'étranger. Ainsi, même si le contexte global reste hésitant, la tendance est ascendante, comme l'illustrent les perspectives personnelles de production dans l'industrie comme dans les services.

L'indicateur avancé de l'OFCE, qui exploite l'information contenue dans les enquêtes de conjoncture, confirme ce schéma : la reprise de l'activité engagée au second semestre 2003 se prolongerait au premier semestre 2004, avec des hausses du PIB de 0,4 % et 0,6 % respectivement aux premier et deuxième trimestres.

### Les raisons d'une sortie de crise « atypique »

Au début de l'année 2004, les conditions qui permettraient à l'économie française de profiter pleinement de la reprise internationale, en relançant la demande interne et tout particulièrement l'investissement, semblent réunies. Avec un record de jours ouvrables et un dispositif de départs en retraite anticipée qui pourrait servir d'appel d'air aux demandeurs d'emplois, l'année 2004 ne démarre pas sans atouts. Les entreprises, après une phase d'attentisme qui les a dissuadées d'investir et de reconstituer leurs stocks, ont bénéficié de taux d'intérêt faibles et de conditions financières favorables rendant leur position vis-à-vis de leurs débiteurs soutenable. Ne souffrant pas de contrainte de surcapacité, rien ne semble empêcher une reprise franche de l'investissement productif, si la reprise se confirmait. Si tel était le cas, la demande interne consoliderait et accentuerait la reprise et engagerait la France sur un sentier de croissance proche de 3 % par an, ce qui lui permettrait de combler son retard de production et de respecter ses engagements vis-à-vis de Bruxelles en réduisant significativement le déficit public.

Malheureusement, le cheminement que nous envisageons à l'horizon 2005 s'annonce plus heurté : du fait d'une politique économique mal orientée, l'économie française connaîtrait en 2004 un régime de croissance molle, ne renouant que progressivement avec la croissance potentielle en 2005.

### Reprise pénalisée par la hausse passée de l'euro...

Cette sortie de crise « atypique » s'explique en premier lieu par l'appréciation passée de l'euro. Nous faisons l'hypothèse d'un arrêt de ce mouvement haussier en 2004. Cependant, compte tenu des délais de réaction, la hausse progressive de la monnaie unique depuis 2002 pèsera encore sur la croissance européenne et française cette année. Son impact négatif sera maximal en 2004, amputant la croissance française de 0,8 point de PIB.

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

	Niveau (Mds € 95) 2000	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
		2004				2005				2003	2004	2005
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 355	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,2	1,5	2,3
Importations	370	1,8	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,0	6,3	6,6
Consommation des ménages	726	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	1,7	1,9	2,4
Consommation des administrations	307	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,2	0,2	0,2	2,4	1,7	1,1
FBCF totale, dont :	279	0,5	0,6	0,7	0,9	0,8	1,1	1,0	1,0	-0,5	2,2	3,6
- Entreprises	171	0,7	0,8	1,0	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	-1,5	2,7	5,3
- Ménages	64	0,8	0,4	0,5	0,7	0,2	0,3	0,3	0,5	1,1	1,8	1,5
- Administrations	44	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	1,0	1,0	0,4
Exportations	395	1,2	1,3	1,3	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	-2,2	4,2	6,3
Variations de stocks (contribution)	9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demande intérieure totale hors stocks	1 320	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	1,4	1,9	2,4

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

**TABLEAU 3 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS**

	Évolutions trimestrielles								MA <sup>4</sup> GA <sup>5</sup>		MA <sup>4</sup> GA <sup>5</sup>		MA <sup>4</sup> GA <sup>5</sup>	
	2004				2005				2003		2004		2005	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
Emploi total (en milliers)	4	6	21	17	17	18	36	46	48	35	40	48	86	118
Nombre de chômeurs <sup>1</sup> (en milliers)	1	-1	-11	-8	-3	-4	-19	-29	147	128	26	-19	-35	-56
Taux de chômage <sup>1</sup> (en %)	9,6	9,6	9,6	9,5	9,5	9,5	9,4	9,3	9,5	0,4	9,6	-0,1	9,5	-0,2
Prix à la consommation <sup>2</sup> (en %)	0,6	0,4	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	2,2	2,3	2,2	2,1	1,7	1,4
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,6	0,6	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	2,5	2,3	2,6	2,8	3,0	3,0
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	2,3	2,2	2,5	2,8	3,0	3,0
<i>Ménages</i>														
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	-0,6	0,4	0,2	1,7	-0,8	0,7	0,7	1,7	1,6	1,2	1,8	1,7	1,9	2,2
Taux d'épargne (en %)	16,5	16,4	16,1	17,1	15,9	15,9	15,9	16,7	16,6		16,5		16,1	
Taux d'épargne financière (en %)	7,5	7,4	7,1	8,1	6,9	6,9	6,9	7,9	7,6		7,5		7,2	
<i>Entreprises</i>														
Taux de marge (en %)	30,9	31,1	31,2	31,4	31,4	31,4	31,5	31,5	31,0		31,2		31,4	
Taux d'investissement (en %)	16,9	16,9	17,0	17,1	17,2	17,3	17,4	17,5	17,1		17,0		17,4	
Taux d'autofinancement <sup>3</sup> (en %)	80,8	82,4	82,5	82,6	81,3	80,7	79,3	78,4	81,2		82,1		79,9	
<i>Administrations</i>														
Capacité de financement/PIB (en %)	-3,8	-3,8	-3,6	-4,3	-3,3	-3,3	-3,1	-3,7	-4,1		-3,9		-3,4	
Taux de prélèvement obligatoire (en %)	44,1	44,0	44,0	43,2	43,9	43,9	43,9	43,5	43,9		43,8		43,8	
<i>Taux d'intérêt</i>														
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7	4,1	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,4	2,4	2,3	2,1	2,1	2,1	2,3	2,4

1. Au sens du BIT.

2. Indice des prix à la consommation, cvs.

3. Épargne brute/FBCF.

4. MA : Moyenne annuelle.

5. GA : Glissement annuel.

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

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2004				2005				2003	2004	2005
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	3,4	6,8	7,0
Prix des concurrents en devises (en %)	5,2	-0,2	-3,8	0,2	-1,1	-0,9	-0,9	-0,7	1,6	7,0	-4,1
Prix du pétrole en \$	31,9	26,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,8	28,3	28,0
Prix des importations en euros (en %)	-0,4	0,0	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	-0,8	-0,7	1,4
Prix des exportations en euros (en %)	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,3	2,1	1,7
Solde des biens et services (Mds d'euros)	6,2	6,5	6,4	6,4	6,6	6,8	7,1	7,3	20,7	25,5	27,9

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

L'effet d'entraînement attendu du commerce international ne sera pas suffisant pour compenser cet impact négatif. Le cycle de croissance de l'économie française, fortement dépendant des échanges mondiaux, sera alors atténué, d'autant plus que la politique budgétaire viendra, elle aussi, rogner l'activité de 0,3 point en 2004.

Dans ces conditions, la consommation, qui a constitué le dernier moteur de la croissance française en 2002 et 2003, permettant à l'hexagone d'éviter la récession et de se détacher de l'Allemagne et de l'Italie, devrait être peu dynamique en 2004, avec le risque grandissant d'inactivité, de hausse prochaine des impôts pour financer le système de protection sociale et l'incertitude quant à la politique économique mise en oeuvre. Cela devrait engendrer un comportement prudent des ménages, qui se traduirait par un maintien du taux d'épargne à un niveau très élevé pour un pays développé, limitant la croissance de la consommation (1,9 % en 2004 contre 2,6 % en moyenne au cours des six dernières années, avec des pics à plus de 3,5 % en 1998 et 1999).

Si les conditions financières sont favorables à une reprise de l'investissement productif, celle-ci reste suspendue à une accélération de la demande interne et de la consommation des ménages en particulier. Elle restera alors le maillon faible de la reprise économique et ne prendra pas le relais de l'extérieur. L'investissement des entreprises devrait croître de 2,7 % en 2004, rythme très inférieur à ceux observés au cours des dernières périodes de reprise (9 % au cours de la période 1998-2000).

Finalement, la croissance de l'économie française en 2004 devrait s'établir à 1,5 % en moyenne annuelle. Ce taux de croissance ne permettra pas à la France de combler son retard de production accumulé depuis trois ans, ni de respecter ses engagements européens. Le déficit public s'élèverait à 3,9 % du PIB, contre 3,6 % prévu par le gouvernement. Le taux de chômage, quant à lui, baisserait légèrement au cours de l'année, sous l'effet exclusif d'une réduction de la population active, suite aux départs en retraite anticipée.

## ... et par la politique économique en 2005

En 2005, les variations du dollar ne devraient plus affecter négativement la croissance dans l'hexagone. En revanche, la politique économique, qu'elle soit budgétaire ou monétaire, devrait peser sur l'activité, empêchant, à son tour, la croissance de connaître une franche accélération.

Alors que, depuis 2002, le taux directeur de la Banque centrale européenne (BCE) semble plutôt bien suivre ce que suggère une règle de Taylor pour l'ensemble de la zone euro et pour l'économie française, nous supposons que la politique de la BCE cessera d'être neutre en 2005. Cet écart à la règle de Taylor traduit une certaine rigidité de la part de la banque centrale, prisonnière d'une cible d'inflation trop faible qui n'intègre pas la diversité des situations nationales. En outre, elle ne prend pas en compte la franche décélération de l'inflation que devrait connaître la France en 2005, après que les entrepreneurs ont reconstitué leurs marges et rétabli leur productivité. Au total, la politique monétaire viendrait amputer la croissance de 0,3 point de PIB en 2005.

Dans ce contexte de fort taux de chômage et de faible confiance des ménages, il est crucial de mettre en place des politiques économiques claires, susceptibles de soutenir la croissance et de créer des emplois. Sur ce point, il n'est pas sûr que la politique affichée par le gouvernement produise les résultats escomptés et vienne soutenir une croissance encore trop hésitante.

Le scénario de finances publiques retenu prend acte de la volonté affichée par le gouvernement de réduire le déficit public.

La forte augmentation du déficit des APU en 2003 était entièrement imputable aux difficultés conjoncturelles. Coté recettes, la baisse de l'impôt sur le revenu décidée par le gouvernement, modeste (3 %), a surtout profité aux ménages les plus aisés et a été compensée par les augmentations de cotisations chômage et des impôts locaux. Côté dépenses, la croissance vive des prestations sociales et de l'investissement des APU a été compensée par la rigueur imposée sur les dépenses de l'État. Au total, cette politique a été légèrement restrictive en 2003 et n'a pas eu l'effet escompté sur la consommation, le taux d'épargne se stabilisant à 16,6 %.

En 2004 et 2005, le redressement lent des comptes publics viendra du durcissement de la politique budgétaire et de l'accélération de l'activité. Les prélèvements obligatoires seraient stables, et l'essentiel de l'ajustement se ferait par le biais d'une croissance modérée des dépenses publiques, notamment les prestations sociales (santé et chômage) et l'emploi public. Au cours de cette période, ce dernier diminuerait de 70 000 personnes, soit une baisse cumulée de 1,2 %. Cette évolution concerne essentiellement les emplois aidés (emplois-jeunes, contrats emplois-solidarité, contrats emplois-consolidés). Pour les remplacer, de nouveaux dispositifs ont été introduits, comme par exemple les contrats-jeunes en entreprises. Cette substitution révèle l'orientation de la politique de l'emploi vers le secteur marchand, dans le but d'une meilleure insertion des jeunes dans des contrats à plein temps et de plus longue durée. Cependant, appliqué dans un contexte de ralentissement de l'activité et donc de hausse du chômage, ce choix gouvernemental contribue à la dégradation du marché du travail.

Nous prévoyons une croissance des dépenses publiques de 1,4 % et 1,3 % en volume respectivement en 2004 et 2005, soit un ralentissement par rapport à 2003 (1,8 %). Bien que moins restrictive que celle envisagée par le gouvernement, la politique budgétaire retenue dans notre scénario devrait amputer la croissance de 0,3 point de PIB en 2004 et 0,6 point de PIB en 2005. Le déficit public passerait de 4,1 % du PIB en 2003 à 3,9 % en 2004 et 3,4 % en 2005, soit un niveau supérieur à ce que prévoit le gouvernement (2,9 % du PIB en 2005).

La politique économique menée par la BCE et par le gouvernement amputerait de près d'un point l'activité en France en 2005. La croissance s'établirait en 2005 à un niveau proche de sa croissance potentielle (2,3 %), empêchant l'économie française de rattraper son retard de production cumulé depuis 2002.

En tout état de cause, le pire, pour la confiance des agents économiques et la croissance dans l'hexagone, serait que persistent les incertitudes actuelles qui engendrent des comportements de précaution et la crainte diffuse que la facture des déficits sera payée plus tard par une augmentation des impôts, comme en 1995. Des mesures de redressement sévère telles qu'une hausse de la CSG ne seraient pas souhaitables, et n'ont pas été retenues dans notre scénario ■