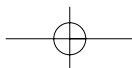
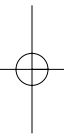


# FICHES THÉMATIQUES ET FICHES PAYS



■ Catherine Mathieu

## Commerce mondial: croissance à deux vitesses

### Flux commerciaux: l'amorce d'une reprise

Les échanges de commerce mondial de marchandises ont augmenté de près de 11 % en volume en 2004, mais ont marqué une pause à partir du troisième trimestre. Ainsi, les importations n'affichaient plus qu'une hausse de 6,6 % en glissement sur un an au deuxième trimestre 2005, contre 12,3 % un an plus tôt. Le ralentissement a concerné la plupart des zones de l'économie mondiale. Ce sont les importations chinoises qui ont ralenti parmi les premières et de façon plus spectaculaire (+ 30 % en glissement sur un an en volume au début 2004, + 5 % au début 2005). Les importations des pays industriels ont ralenti à partir du second semestre 2004, surtout celles des États-Unis (+ 12 % à la mi-2004, + 5 % seulement au premier trimestre 2005), l'UE-25 n'échappant pas au mouvement (ralentissant respectivement de 8 % à 5 %). Ont fait exception: l'Amérique latine, où la poursuite de sortie de crise de plusieurs pays (Argentine, Venezuela, Uruguay) a maintenu des importations dynamiques jusqu'à la fin de 2004, et les pays d'Europe de l'Est.

Au-delà des fluctuations heurtées des échanges extérieurs au premier semestre 2005, une légère reprise semble s'être amorcée pendant l'été. C'est ce que suggèrent notamment les ventes de semi-conducteurs (graphique 1). Ainsi les ventes de l'Asie hors Japon, généralement avancées dans le cycle des produits électroniques, ont-elles, après avoir décéléré de rythmes de 60 % à l'été 2004 à près de 5 % un an plus tard, de nouveau accéléré pour atteindre une hausse de 20 % en glissement sur un an en août. Dans l'Union européenne, les opinions des industriels sur les carnets de commandes étrangères ont aussi commencé à se redresser à partir de juillet.

La croissance des importations mondiales est actuellement à deux vitesses: d'un côté, les importations des zones en développement progressent à des taux à deux chiffres en volume en rythme annuel, de l'autre, celles des pays industrialisés augmentent à des rythmes voisins de 6 % (tableau 1).

La croissance des importations convergerait en 2005 vers des rythmes annuels proches de 6 % dans les pays industriels, soit un rythme nettement ralenti pour les importations des États-Unis, du fait d'une moindre progression de la demande intérieure et de la hausse des prix des produits importés liée à la dépréciation passée du taux de change effectif du dollar. A l'horizon 2006, les importations des États-Unis progresseraient à des rythmes similaires à ceux de l'UE-15, où les importations augmenteraient sous l'effet d'une reprise modérée de la demande intérieure. Les importations de l'UE-25 seraient plus dynamiques, tirées par la croissance des nouveaux pays membres.

Dans les pays d'Asie en développement rapide, les importations retrouveraient des hausses à deux chiffres. Celles des pays producteurs de pétrole seraient soutenues par les recettes pétrolières résultant du maintien d'un prix du pétrole élevé. En Amérique latine, la fin de la période de croissance, sur fond de durcissement des politiques économiques, conduirait à un ralentissement des importations.

## COMMERCE MONDIAL: CROISSANCE À DEUX VITESSES ■

## 1. Importations de marchandises (en volume)

	Part dans le commerce en 2004	Variations par rapport à la période précédente, en %																							
		2004				2005				2006				2004				2005				2006			
		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	2,9	2,9	1,6	2,6	-0,2	2,5	1,9	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	10,9	6,7	8,2	8,2	10,9	6,7	8,2	8,2
Pays industrialisés	67,8	1,9	2,8	2,1	1,9	-0,2	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	8,5	5,0	5,6	5,6	8,5	5,0	5,6	5,6
Union européenne (à 25)	38,5	1,3	3,0	2,0	1,5	-0,9	2,6	1,1	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	7,7	4,8	6,3	6,3	7,7	4,8	6,3	6,3
Etats-Unis	17,1	3,0	3,5	1,2	3,1	2,0	-0,3	1,8	1,6	1,3	1,4	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4	11,0	7,0	5,4	5,4	11,0	7,0	5,4	5,4
Japon	5,1	2,3	1,3	1,4	1,5	0,5	-0,3	1,5	1,2	1,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	5,8	3,5	4,9	4,9	5,8	3,5	4,9	4,9
Autres pays industriels <sup>1</sup>	7,2	3,9	2,9	3,1	3,0	-1,0	1,3	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	13,6	6,0	7,4	7,4	13,6	6,0	7,4	7,4
PED	32,2	4,9	2,9	0,9	3,8	-0,1	4,4	3,1	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	15,5	9,9	12,8	12,8	15,5	9,9	12,8	12,8
Amérique latine <sup>2</sup>	4,7	3,1	3,4	3,7	4,1	0,1	1,8	1,6	1,6	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	14,3	8,6	5,8	5,8	14,3	8,6	5,8	5,8
Asie	20,4	5,5	2,5	0,1	3,6	-1,0	4,8	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	15,9	8,7	14,7	14,7	15,9	8,7	14,7	14,7
Afrique	1,8	2,8	2,3	1,1	2,5	4,5	5,5	1,8	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	10,9	13,6	7,5	7,5	10,9	13,6	7,5	7,5
Moyen-Orient	3,0	9,9	0,7	2,2	2,6	3,6	6,0	4,0	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	17,8	14,9	11,1	11,1	17,8	14,9	11,1	11,1
Autres pays d'Europe <sup>3</sup>	2,4	-2,9	5,5	5,0	4,9	-4,9	5,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	11,5	8,9	14,8	14,8	11,5	8,9	14,8	14,8

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

2. Y compris Mexique.

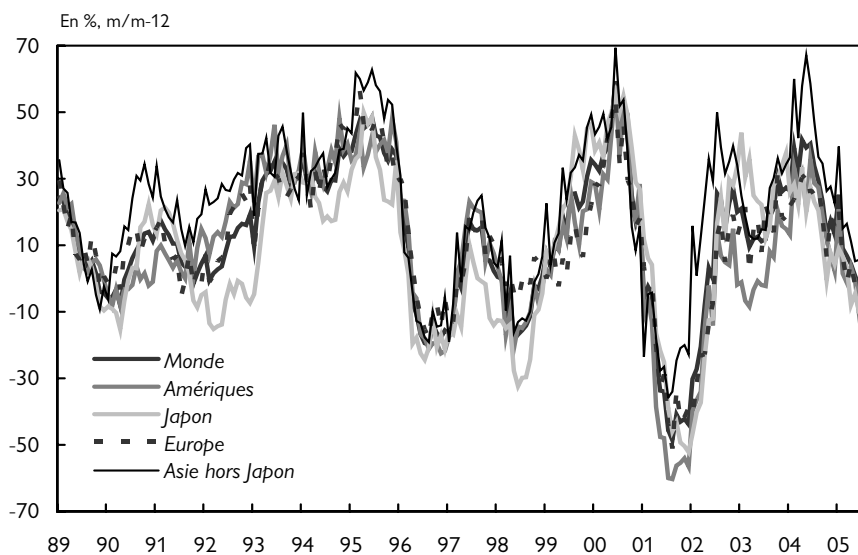
3. Dont Fédération de Russie.

Sources: OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2005.

## ■ Catherine Mathieu

Au total, les flux de commerce mondial progresseraient de près de 7 % cette année et de 8 % l'an prochain, sous l'hypothèse d'une croissance annuelle du PIB mondial voisine de 4 % en volume en 2005 comme en 2006.

### 1. Évolution des ventes de semi-conducteurs



Source: WVSTS.

## Compétitivité-prix: des positions solides

Les positions compétitives ont continué de se différencier jusqu'au premier trimestre 2005. Les exportateurs des États-Unis ont amélioré leur compétitivité-prix jusqu'au début 2005, grâce à la dépréciation du taux de change effectif nominal du dollar (graphique 2a). La compétitivité-prix des exportateurs japonais s'est aussi améliorée, essentiellement grâce à la poursuite de mouvements de prix relatifs favorables aux producteurs nippons résultant de la déflation, le taux de change effectif nominal du yen restant quasiment stable.

Dans la zone euro, le creusement des écarts de compétitivité à l'œuvre depuis l'introduction de la monnaie unique s'amplifie toujours, marquant davantage encore les divergences entre l'Allemagne et l'Italie (graphique 2b). Ainsi, les exportateurs allemands ont continué de contrer les effets de l'appréciation de l'euro en comprimant leurs coûts. Les exportateurs français y sont moins facilement parvenus. Les exportateurs espagnols ont vu leur compétitivité se dégrader, mais bénéficient toujours d'une entrée dans la zone euro à un taux de change avantageux. A l'opposé de l'Allemagne, l'Italie a continué de voir sa position compétitive se dégrader rapidement: la compétitivité des producteurs italiens a perdu environ 20 % depuis l'introduction de l'euro, tandis que celle des producteurs allemands s'est améliorée.

## COMMERCE MONDIAL: CROISSANCE À DEUX VITESSES ■

## 2a. 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.

## 2b. 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.

## ■ Catherine Mathieu

Depuis le début 2005, les fluctuations de change ont cependant légèrement infléchi les évolutions des positions compétitives, sans bouleverser pour autant les grandes hiérarchies en place. Ainsi, la réévaluation de 2,1 % du yuan par rapport au dollar américain, décidée par les autorités chinoises en juillet dernier, a permis de réduire les pressions politiques exercées en premier lieu par les États-Unis pour réduire la sous-évaluation de la monnaie chinoise, mais la mesure est symbolique, au regard du bas niveau des coûts de la Chine par rapport aux grandes économies industrielles. La position compétitive des exportateurs américains a cependant marqué le pas courant 2005, surtout sous l'effet de la remontée du taux de change effectif nominal du dollar (6 % environ en termes nominaux de janvier à août 2005, 8 % en termes réels), tandis que la zone euro comme le Japon enregistraient une amélioration plus limitée de leur compétitivité (de l'ordre de 3 % dans les deux cas). La quasi-stabilité des changes envisagée à l'horizon 2006 maintiendrait *grosso modo* les positions compétitives à leur niveau de l'été 2005.

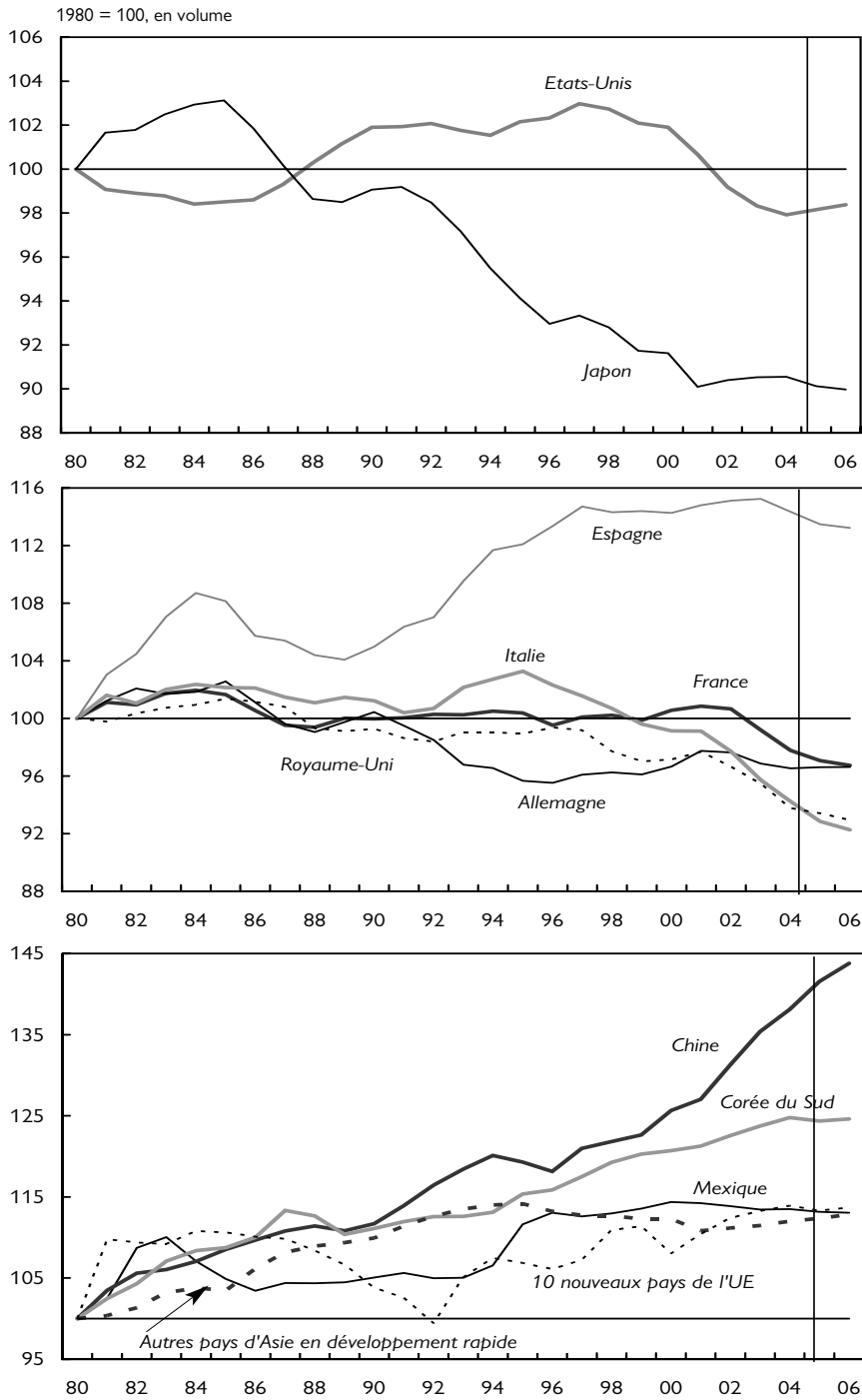
### Parts de marché: palmarès asiatique

La Chine reste la grande gagnante du partage des gains de parts de marché, et le restera sans doute encore longtemps. Les exportations chinoises progresseraient à des rythmes de 25 % en volume, continuant d'augmenter leurs parts de marché grâce à leur compétitivité-prix extrêmement favorable (graphique 3).

Les exportateurs japonais parviendraient à maintenir leurs parts de marché, comme c'est le cas depuis 2001, du fait de l'amélioration régulière de leur compétitivité-prix. Grâce à l'amélioration continue de leur compétitivité-prix du printemps 2002 au début 2005, les exportateurs des États-Unis ont pu stabiliser leurs parts de marché en 2004, et en ont probablement gagné au début 2005. La dégradation de la compétitivité enregistrée au début 2005 ne remettrait pas en cause le maintien de légers gains de parts de marché à l'horizon de la fin 2006, compte tenu des délais habituels d'ajustement des prix (tableau 2).

La zone euro prise dans son ensemble limiterait ses pertes de parts de marché à l'horizon 2006, grâce à la quasi stabilisation du taux de change effectif de l'euro. Reflétant les divergences de coûts dans la zone, l'Allemagne parviendrait à maintenir ses parts de marché, tandis que la France continuerait à en perdre (voir dans ce dossier « France: un potentiel de croissance »). En fin de peloton se détacherait toujours nettement l'Italie. La légère amélioration de la compétitivité-prix des exportateurs britanniques permise par la dépréciation de la livre sterling au cours des derniers mois ne serait pas suffisante pour enrayer la baisse tendancielle de leurs parts de marché.

3. Parts de marché



Sources: FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2005.

■ Catherine Mathieu

## 2. Exportations et demandes adressées de marchandises (en volume)

	Variations par rapport à la période précédente, en %															
	2004				2005				2006				2004	2005	2006	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
France	-0,2	1,0	0,2	1,0	-0,3	1,1	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	2,7	2,7	5,4	
Demande adressée	2,3	2,7	2,1	2,0	-0,6	3,0	1,5	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	9,7	6,1	7,0	
Allemagne	4,0	2,7	-0,2	1,2	2,1	1,5	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	8,9	6,4	8,2	
Demande adressée	2,5	3,3	1,4	2,7	-0,9	2,6	1,7	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	10,5	6,0	8,0	
Italie	-2,7	5,5	5,5	-5,4	-5,1	6,6	1,0	1,1	0,8	0,8	0,9	0,9	3,3	0,1	5,0	
Demande adressée	2,7	2,9	2,0	2,3	-0,2	2,6	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	10,7	6,7	7,9	
Royaume-Uni	0,8	1,0	1,7	0,8	-1,1	6,8	-2,7	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,8	4,6	4,8	
Demande adressée	2,2	3,1	2,0	2,3	-0,4	2,4	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	9,9	6,3	7,1	
États-Unis	1,8	1,9	2,0	0,9	1,3	3,8	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	8,9	8,1	9,1	
Demande adressée	3,0	2,5	1,9	2,8	0,1	2,1	1,9	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	11,0	6,9	8,0	
Japon	4,2	3,1	-0,3	0,7	1,3	1,6	2,5	2,5	2,0	2,5	2,0	2,5	13,2	5,6	9,3	
Demande adressée	4,5	2,5	1,1	3,2	0,0	2,8	2,4	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	13,2	7,7	10,1	
Monde	2,9	2,9	1,6	2,6	-0,2	2,5	1,9	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	10,9	6,7	8,2	
Importations totales																

Sources : OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2005.



## COMMERCE MONDIAL: CROISSANCE À DEUX VITESSES ■

3. 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	1996-2003**	2004	2005	2006
France	Total *	100,0	6,2	9,7	6,1	7,0
	Alena	6,9	0,6	0,9	0,6	0,4
	UE-15	63,4	4,0	4,3	2,4	3,2
	Japon	2,0	0,0	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	6,9	0,4	1,1	0,7	1,2
	Amérique latine	3,4	0,1	0,5	0,3	0,2
	Europe de l'Est	2,6	0,3	0,6	0,5	0,6
	Reste du monde	14,8	0,8	2,3	1,6	1,4
Allemagne	Total *	100,0	6,4	10,5	6,0	8,0
	Alena	8,2	0,7	1,0	0,7	0,5
	UE-15	57,4	3,3	3,5	1,7	2,8
	Japon	2,5	0,1	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	8,1	0,5	1,4	0,8	1,4
	Amérique latine	2,1	0,0	0,2	0,1	0,1
	Europe de l'Est	8,5	1,1	2,1	1,6	2,0
	Reste du monde	13,2	0,7	2,2	1,1	1,2
Italie	Total *	100,0	6,7	10,7	6,7	7,9
	Alena	8,7	0,8	1,0	0,7	0,5
	UE-15	56,6	3,7	3,9	2,4	3,0
	Japon	2,5	0,1	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	7,0	0,4	1,1	0,6	1,2
	Amérique latine	3,4	0,0	0,4	0,2	0,2
	Europe de l'Est	6,9	0,9	1,7	1,3	1,5
	Reste du monde	15,0	0,9	2,5	1,5	1,4
Royaume-Uni	Total *	100,0	6,2	9,9	6,3	7,1
	Alena	13,6	1,2	1,6	1,1	0,9
	UE-15	57,3	3,4	3,8	2,4	2,9
	Japon	2,7	0,1	0,1	0,1	0,1
	Asie hors Japon	8,4	0,4	1,2	0,7	1,2
	Amérique latine	1,7	0,0	0,2	0,1	0,1
	Europe de l'Est	2,5	0,3	0,6	0,5	0,6
	Reste du monde	13,9	0,9	2,4	1,5	1,4
Etats-Unis	Total *	100,0	5,9	11,0	6,9	8,0
	Alena	27,6	2,3	2,7	2,2	1,7
	UE-15	21,8	1,3	1,5	0,9	1,1
	Japon	11,5	0,3	0,6	0,3	0,4
	Asie hors Japon	19,4	1,1	3,2	1,7	3,1
	Amérique latine	9,1	0,1	1,2	0,7	0,5
	Europe de l'Est	1,1	0,1	0,2	0,2	0,2
	Reste du monde	9,5	0,6	1,7	0,9	0,9
Japon	Total *	100,0	6,8	13,2	7,7	10,1
	Alena	30,1	2,7	3,5	2,2	1,7
	UE-15	15,4	0,9	1,0	0,6	0,7
	Japon	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Asie hors Japon	43,3	2,6	7,0	3,8	6,7
	Amérique latine	3,5	0,1	0,4	0,3	0,2
	Europe de l'Est	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
	Reste du monde	7,2	0,5	1,2	0,7	0,7

\* 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.

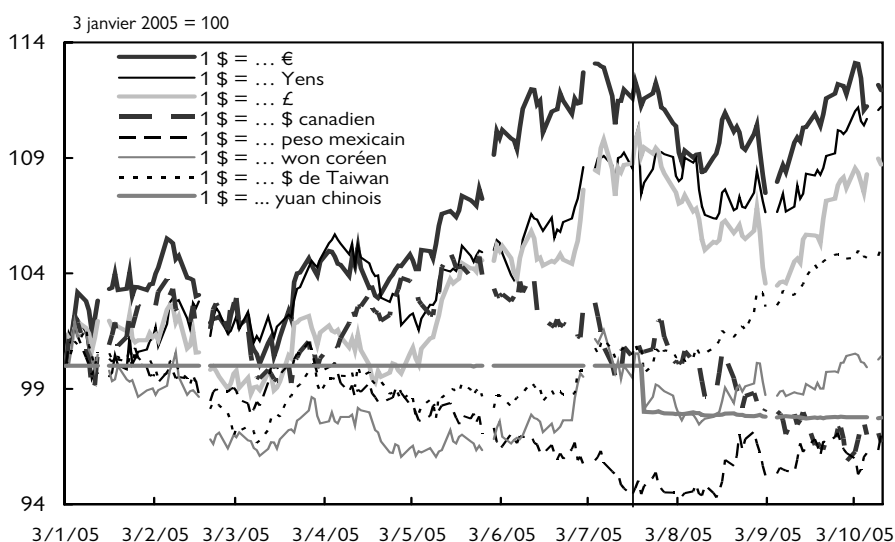
Sources : OCDE, sources nationales, Chelem, calculs et prévision OFCE avril 2005.

■ Hélène Baudchon

## Taux de change: détournement de tendance?

Après une certaine versatilité au tournant 2004-2005, le marché des changes a repris ses marques au cours des six derniers mois, prenant même de l'avance sur ce que nous attendions pour la mi-2006, à savoir une appréciation du dollar. Ce changement de tendance a d'ores et déjà une longévité et une ampleur supérieures aux épisodes précédents (juin-septembre 2003, janvier-mai 2004<sup>1</sup>). La présente prévision suppose la poursuite de cette appréciation jusque fin 2006, la parité euro/dollar s'établissant alors à 1,19 et la parité dollar/yen à 114 (contre, respectivement, 1,22 et 111 en moyenne en septembre 2005). S'il y a six mois c'était pure hypothèse que de prévoir une telle appréciation (sur la base d'une stabilisation du déficit courant américain et d'un différentiel de taux d'intérêt croissant), aujourd'hui il s'agit de prolonger une tendance existante. Le soi-disant système de Bretton Woods *bis* non seulement ne s'écroulerait pas comme certains l'anticipent, mais, au contraire, gagnerait en stabilité à l'appréciation du billet vert<sup>2</sup>.

### Évolution récente de quelques parités bilatérales du dollar\*



\* Une hausse (baisse) des courbes correspond à une appréciation (dépréciation) du dollar.  
Source : Réserve fédérale.

1. Le dollar s'était alors une première fois apprécié de 1 % en taux de change effectif et de 4 % vis-à-vis de l'euro. La deuxième fois, les variations ont été, respectivement, de 4 et 5 %. Et cette fois, entre le 11 mars et le 12 octobre 2005, la hausse effective est de 4 % et de 12 % vis-à-vis de l'euro.

2. N. Roubini et B. Setser, 2005, « Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The risk of a Hard Landing in 2005-2006 », papier présenté au colloque, *The Revived Bretton Woods System : A New Paradigm for Asian Development?*, San Francisco, 4 février.

## La politique a eu le dernier mot

Les premiers mois de l'année 2005 ont été chahutés pour la parité euro/dollar: partie de 1,35, elle n'était plus que de 1,28 début février, pour revenir un mois plus tard à 1,35. Ce n'est donc qu'à partir de la mi-mars que le mouvement d'appréciation du dollar s'est vraiment amorcé. Il s'est fait sans hésitation jusque début juillet, s'est ensuite inversé jusque début septembre, avant de refaire en l'espace d'un mois tout le chemin alors perdu (graphique). À 1,19 le 4 octobre, la parité euro/dollar retrouve son creux atteint trois mois auparavant en même temps que son niveau d'il y a un an, avant les turbulences. En taux de change effectif, l'appréciation du dollar n'est que de 4 % entre début mars et début octobre (contre + 12 % vis-à-vis de l'euro), parce qu'il a continué de se déprécier, non pas vis-à-vis des monnaies asiatiques, mais vis-à-vis des monnaies de ses partenaires de l'ALENA. En taux de change effectif, la dépréciation de l'euro atteint 5 % sur la même période.

Les six derniers mois ont été riches en événements politiques (élections en Angleterre le 5 mai, au Japon le 11 septembre, en Allemagne le 18 septembre, référendum sur la constitution européenne les 29 mai et 1<sup>er</sup> juin). Et l'incertitude politique entourant l'issue de chaque scrutin, révélatrice de l'incertitude économique, a pu peser sur les monnaies concernées. Ce facteur politique s'est ajouté au jeu des déterminants traditionnels, quant à eux favorables au dollar. Entre avril et août, le déficit commercial américain sur l'ensemble des biens et services a cessé de se creuser. Les nouvelles conjoncturelles côté États-Unis ont été le plus souvent bonnes tandis qu'elles décevaient en Europe. Le resserrement de la politique monétaire américaine s'est poursuivi au rythme d'un quart de point par réunion, creusant un peu plus le différentiel de taux avec la zone euro et le Japon. Le dollar a aussi profité de la détente de la politique monétaire anglaise et des rumeurs de baisse de taux de la Banque centrale européenne (BCE) (mais pâti des rumeurs de fin de la politique quantitative de la Banque du Japon). Sur l'ensemble de la période considérée, le dollar a plutôt bénéficié de la hausse du prix du pétrole, alors qu'il y a un an, c'était cette même hausse qui l'avait précipité à des plus bas vis-à-vis de l'euro. Tant qu'elle est plus inflationniste que récessionniste, cette envolée du pétrole soutient la poursuite du resserrement de la politique monétaire américaine. Et l'économie américaine ressort comme la plus résistante aux chocs, celle dont les bases de la croissance sont les plus solides, et donc celle vers laquelle les capitaux continuent de se diriger parce que la rentabilité du capital y est supposée supérieure. Selon certains, le dollar aurait aussi trouvé un soutien dans le rapatriement des profits, rendu fiscalement intéressant par l'*American Jobs Creation Act* d'octobre 2004. On n'en trouve néanmoins pour le moment aucune trace dans les statistiques de balance des paiements. Limité ou non, ce soutien disparaîtrait en 2006, à l'expiration de la mesure.

À l'inverse, si le dollar a perdu de ses forces pendant les deux derniers mois de l'été, c'est tout d'abord parce que sur cette courte période les nouvelles conjoncturelles ont été meilleures côté Europe et Japon. Les marchés ont aussi pris en compte les inquiétudes de la BCE sur le rythme de l'inflation et se sont mis à anticiper une hausse du taux directeur. L'annonce par les Émirats arabes unis d'une possible diversification de leurs réserves de change et par la Russie d'une diversification effective au profit d'un peu plus d'euros,

## ■ Hélène Baudchon

et les rumeurs de recyclage des pétro-dollars sur des valeurs en euros ont également participé au recul du dollar. L'amplification du débat sur la réévaluation du yuan puis, une fois celle-ci réalisée, l'interprétation que ce n'était qu'un premier pas ont pareillement poussé à la baisse le dollar, en particulier vis-à-vis du yen. Cependant, cette baisse est non seulement restée parfaitement contrôlée mais, une fois démentie l'anticipation d'une suite imminente, le dollar a repris le chemin de la hausse soutenu par l'ensemble des facteurs précités.

Les marchés ont été surpris mais pas déstabilisés, car le pas fait par la Chine était petit (réévaluation de 2,1 % vis-à-vis du dollar) et dans la bonne direction (flexibilisation du régime de change avec l'introduction d'un panier de monnaies de référence contenant, en plus du dollar, l'euro, le yen et le won). Une suite est probable, un régime de change contrôlé n'étant pas tenable à long terme étant donné le volume des échanges extérieurs de la Chine, mais à une date et selon des modalités indéterminées. Ce premier changement ne met pas spécialement en péril le canal de financement des déficits américains. D'une part, au vu de l'étroitesse des marges de fluctuation autorisées, des interventions seront toujours nécessaires. D'autre part, la petitesse de la réévaluation du yuan vis-à-vis du dollar ne relâche pas particulièrement la pression sur les autres pays d'Asie à intervenir pour préserver la propre sous-évaluation de leur monnaie vis-à-vis de la monnaie américaine. De plus, comme en attestent les données de mouvements de capitaux, les banques centrales asiatiques (hormis la Banque populaire de Chine) sont d'ores et déjà moins présentes, sans que le dollar n'en ait été perturbé, le relais par les investisseurs privés s'étant, lui, consolidé sur la première moitié de l'année (tableaux 1 et 2). Ces entrées de capitaux privés, qui se portent encore exclusivement sur les obligations privées et publiques, avalisent la reprise de l'investissement privé depuis la mi-2003 et la réduction du déficit budgétaire depuis la mi-2004. Cet engouement pour les titres obligataires n'est pas réservé aux valeurs américaines ni aux investisseurs asiatiques: l'Europe est un pourvoyeur de capitaux sur qui les États-Unis peuvent compter (tableau 3); c'est aussi une zone qui les attire (tableau 4).

## Les avantages d'une hausse du dollar

Tout comme la question de la soutenabilité du déficit courant américain, la question du taux de change du dollar peut être appréhendée du point de vue des États-Unis et de celui du reste du monde. Du point de vue du reste du monde, cela dépend de l'impact des probables moindres excédents courants sur le dollar. Ceux-ci devraient exercer de moindres pressions haussières sur les monnaies nationales vis-à-vis du dollar. Pour les pays attentifs à l'évolution de leur monnaie pour des questions de compétitivité, l'arrêt de leur appréciation, voire leur dépréciation, suppose un arrêt des interventions sur le marché des changes. Les réserves s'accumulant en quantités moindres (ce que l'on observe déjà depuis début 2004), la demande de titres américains serait a priori moins soutenue, réveillant des pressions à la baisse sur le dollar et à la hausse sur les taux d'intérêt. Or, cette remontée des taux d'intérêt est, au contraire, à même de soutenir le dollar. Et si l'on s'appuie sur l'expérience des six derniers mois, cette force semble pouvoir l'emporter sur la précédente. C'est donc l'hypothèse ici retenue.

## TAUX DE CHANGE : DÉTOURNEMENT DE TENDANCE ? ■

Du point de vue américain, l'orientation du dollar à l'horizon 2006 serait a priori baissière car la question de la soutenabilité des déficits courant et budgétaire n'est pas résolue. Sur la première moitié de 2005, elle est passée en arrière-plan, mais l'incertitude demeure et peut aller crescendo à tout moment. Dans la mesure où la politique monétaire américaine cesserait de se tendre au tournant 2005-2006, le dollar perdrait aussi une alliée précieuse. Mais si les taux d'intérêt longs prennent bien le relais des taux courts, sachant que les taux américains ont toutes les raisons de creuser l'écart avec les taux européens et japonais, et étant donné que l'ajustement du déficit courant se poursuivrait, le dollar y puiserait de nouvelles forces.

Une dépréciation prolongée du dollar contre toutes monnaies est certes la solution théorique recommandée aux déséquilibres de la croissance mondiale, mais ce n'est pas une condition suffisante et, surtout, l'expérience récente montre que les chances d'une telle dépréciation sont réduites car elle n'est pas dans l'intérêt de tous. Et si tous les pays ne jouent pas le jeu de l'appréciation (ou, d'une manière plus générale, de la flexibilité des changes), les déséquilibres s'accroissent. Une appréciation du dollar contre toutes monnaies (à l'exception du yuan) contribuerait au contraire à les amortir. D'une part, et toutes choses égales d'ailleurs, elle supprime leur raison d'être aux interventions sur le marché des changes, désamorce donc le problème de leur pérennité et de leurs coûts et élimine par la même une fragilité de l'architecture financière actuelle. D'autre part, une telle appréciation pourrait être le catalyseur d'un redémarrage de la demande intérieure dans le reste du monde dont même les États-Unis devraient tirer profit. Dans le scénario retenu, l'hypothèse est que l'appréciation du dollar est dans l'intérêt de tous, et que chaque habitant du village mondial fait un bout du chemin vers une réduction des déséquilibres: un peu moins de déficit côté américain, un peu moins d'excédents dans le reste du monde. La responsabilité du rééquilibrage est partagée parce que chaque partie a intérêt à ce rééquilibrage: l'intérêt individuel rejoint l'intérêt collectif.

## ■ Hélène Baudchon

### 1. Balance des paiements des États-Unis

En milliards de dollars, données cvs annualisées pour 2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 S1
<b>Compte courant</b>	- 416	- 389	- 475	- 520	- 668	- 789
Compte de capital	- 1	- 1	- 1	- 3	- 2	- 9
Compte financier	486	400	500	561	585	608
<b>Entrées nettes de K longs</b>	471	360	396	398	643	632
Investissements directs	162	25	- 74	- 73	- 145	- 16
Sortants	- 159	- 142	- 154	- 141	- 252	- 121
Entrants	321	167	81	67	107	105
Investissements de portefeuille	267	313	357	191	389	414
Sortants	- 128	- 91	- 49	- 156	- 102	- 149
Entrants	395	403	405	347	492	563
Titres publics	- 70	- 14	100	104	107	162
Titres autres que publics	460	394	283	226	370	391
Actions	192	120	56	35	61	68
Obligations	267	274	227	191	309	323
Autres	5	24	22	17	15	11
Entrées nettes de K officiels	42	23	113	280	399	234
<b>Entrées nettes de K courts</b>	15	40	105	163	- 58	- 23
Erreurs et omissions nettes *	- 69	- 10	- 24	- 38	85	190

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

Source : Bureau of Economic Analysis.

### 2. Origine institutionnelle des achats nets de titres longs américains<sup>1</sup>

En milliards de dollars, données annualisées pour 2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 S1 <sup>3</sup>
<b>Total<sup>2</sup></b>	458	521	548	722	917	1069
Titres obligataires du Trésor	- 54	19	120	266	352	340
Titres obligataires des agences gouvernementales	153	164	195	156	226	326
Obligations privées américaines	184	222	182	266	310	317
Actions américaines	175	116	50	35	28	86
<b>Institutions officielles</b>	38	27	39	135	236	129
Titres obligataires du Trésor	- 6	3	7	104	201	63
Titres obligataires des agences gouvernementales	41	17	29	26	21	52
Obligations privées américaines	2	4	6	5	11	16
Actions américaines	1	2	- 2	0	2	- 2
<b>Investisseurs privés</b>	421	494	506	587	678	938
Titres obligataires du Trésor	- 47	16	111	162	150	275
Titres obligataires des agences gouvernementales	112	147	167	131	205	274
Obligations privées américaines	182	218	176	259	297	300
Actions américaines	174	114	52	35	26	89

1. Ces chiffres ne sont pas strictement égaux à ceux publiés dans la balance des paiements, ces derniers étant harmonisés par le BEA. 2. Y compris organisations internationales et régionales. 3. Y compris septembre.

Source : Trésor américain.

## TAUX DE CHANGE : DÉTOURNEMENT DE TENDANCE ? ■

## 3. Origine géographique des achats nets de titres longs américains

En milliards de dollars, données annualisées pour 2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 S1*
<b>Royaume -Uni</b>	166	184	187	169	254	305
Titres obligataires du Trésor	-34	-7	62	35	79	135
Titres obligataires des agences gouvernementales	30	44	33	26	53	59
Obligations privées américaines	111	109	77	108	107	118
Actions américaines	59	38	15	1	15	-7
<b>Europe hors Royaume -Uni</b>	129	79	57	114	111	152
Titres obligataires du Trésor	-17	-13	-18	16	10	33
Titres obligataires des agences gouvernementales	23	17	23	16	31	27
Obligations privées américaines	17	26	34	62	65	71
Actions américaines	106	50	18	21	5	21
<b>Japon</b>	52	57	91	177	247	77
Titres obligataires du Trésor	11	16	30	147	166	-4
Titres obligataires des agences gouvernementales	24	28	38	22	44	64
Obligations privées américaines	16	6	11	11	33	20
Actions américaines	2	7	12	-2	3	-4

\* Y compris septembre.

Source : Trésor américain.

## 4. Balance des paiements de la zone euro

En milliards d'euro, données annualisées pour 2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 S1
<b>Compte courant</b>	-82	-3	65	20	47	-29
Compte de capital	12	6	10	13	17	10
Compte financier	71	-49	-64	-8	-6	142
Investissements directs	-16	-122	1	5	-78	-69
Sortants	-446	-318	-180	-136	-155	-130
Entrants	430	196	181	141	77	61
Investissements de portefeuille	-100	66	108	42	73	239
Sortants	-399	-284	-177	-277	-284	-413
Actions	-286	-102	-39	-68	-74	-81
Titres de créances	-113	-182	-138	-209	-210	-332
Entrants	300	350	285	319	356	651
Actions	52	233	86	118	123	145
Titres de créances	248	117	199	201	233	506
Autres flux	182	-11	-159	-73	-11	-37
Produits financiers dérivés	-10	-1	-11	-12	-2	-5
Avoirs de réserve	15	18	-2	30	12	15
Erreurs et omissions nettes *	-1	46	-11	-26	-58	-124

\* 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

## Pétrole: dans l'œil du cyclone

La flambée des prix visible depuis le début de l'année 2004 a connu un nouveau départ en juin 2005. Après 30 dollars en janvier 2004, 40 dollars en janvier 2005 et 49 dollars en mai, les prix du Brent sont passés à 64,10 dollars en août et terminent le troisième trimestre autour de 60 dollars le baril. Les craintes d'une crise aiguë d'approvisionnement des marchés après le passage du cyclone Katrina le 29 septembre dernier sont levées mais l'embrasement des prix n'est pas éteint. Dans ce contexte de très forte volatilité des prix, il est de plus en plus difficile d'anticiper les éventuelles embardées, d'autant que ni l'amélioration des fondamentaux, ni l'OPEP n'ont d'influence apparente sur les prix et que la sensibilité du marché à la moindre mauvaise nouvelle maintient la probabilité de prix élevés. Dès lors, nous maintenons des prix à 60 dollars le baril à l'horizon de notre prévision malgré des tensions apaisées entre l'offre et la demande.

### Une année qui apparemment avait bien commencé

Au premier semestre 2005, la croissance de la consommation mondiale de pétrole a continué de ralentir (+ 1,3 mbj sur un an, après + 2,4 mbj en 2004) malgré la stabilité de la croissance dans l'OCDE sur chacune des deux périodes. Pourtant, au Japon, la consommation de pétrole a augmenté au premier semestre de 2,3 % (+ 0,2 mbj) alors qu'elle avait baissé de 2,8 % (- 0,3 mbj) en 2004. Cette hausse inattendue est liée à une demande accrue de pétrole brut dans les centrales électriques pour compenser la baisse de la production d'énergie hydraulique due à la sécheresse. À l'inverse, aux États-Unis, elle a ralenti significativement au premier semestre: 1 % (+ 0,3 mbj) après 3 % (+ 0,7 mbj) en 2004. Ce profil peut cependant être trompeur et résulter de la révision à la hausse des données 2004, après la prise en compte des nouveaux comptes annuels, et d'une sous-estimation de la demande en 2005. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) a déjà anticipé une partie de la révision à la hausse de la demande en 2005 qui se fera lors de l'intégration des comptes annuels 2005. Mais la correction est peut-être insuffisante. En Europe, la consommation est restée atone (entre 0 et + 0,1 mbj). C'est donc surtout dans le reste du monde que la consommation s'est refroidie. La Chine explique les trois quarts de ce repli. Comparée à un taux de croissance du PIB de 9,5 % l'an, la consommation apparente (production + importations nettes de pétrole) est restée étonnamment faible du fait notamment du gel des prix sur le marché domestique qui décourage les compagnies à s'approvisionner au prix fort sur le marché international (la Chine importe près de 40 % de ses besoins), et aussi d'un déstockage non pris en compte dans la mesure de la consommation.

Derrière la normalisation de la demande, les conditions de l'offre ont été perturbées sans que pour autant des pénuries n'interviennent. Au contraire, les tensions se seraient même globalement détendues. Comme en 2004, la production mondiale a été supérieure à la demande. Résultat, les stocks se sont reconstitués de 0,6 mbj au premier semestre 2005 hors effets saisonniers, après 1 mbj en 2004. Cette amélioration est confirmée par les données hebdomadaires de l'administration des États-Unis: les stocks de produits pétroliers, et surtout de brut, ont retrouvé des niveaux très supérieurs à leur moyenne des cinq dernières années. Par ailleurs, le nombre de jours de consommation



## PÉTROLE: DANS L'ŒIL DU CYCLONE ■

couverts par les stocks commerciaux est passé dans l'OCDE de 55 fin 2003 à 58 mi-2005. Simultanément, les capacités disponibles de production de pétrole brut dans l'OPEP se sont élargies, en raison de l'extension des installations en Arabie Saoudite essentiellement mais aussi au Nigéria, en Iran et au Qatar. Pour une production presque équivalente (à 0,2 mbj près), les marges atteignent en août 2005 1,1 mbj dans l'OPEP à 10 (2 mbj avec l'Irak) contre 0,3 mbj un an plus tôt.

### Des chocs d'offre à répétition

Cette apparente amélioration est pourtant en totale contradiction avec l'évolution des prix qui n'ont cessé d'augmenter, et d'accélérer pendant les mois d'été. Après le choc de demande de 2004 qui avait souligné l'insuffisance chronique des capacités de production et la fragilité des conditions d'approvisionnement des marchés, l'année 2005 est le témoin d'une succession de chocs d'offre qui viennent valider cette fragilité.

Car si la demande n'a pas souffert de carences en matière d'approvisionnement (sauf localement en Chine ou en Indonésie), la production non OPEP stagne depuis le début de l'année en raison de problèmes techniques ayant affecté les pays producteurs et qui se sont multipliés pendant les mois d'été (fermetures imprévues d'usines et restriction de la production en mer du Nord, explosion dans une raffinerie BP aux États-Unis, incendie sur une plateforme en Inde, ...) et du démantèlement de l'ex compagnie russe loukos. Par ailleurs, l'activité cyclonique intense qui sévit depuis juin près des côtes américaines du golfe du Mexique a conduit à une perte estimée à 7 millions de barils sur la période juin-juillet.

L'OPEP a donc répondu seule au surcroît de demande. Or l'OPEP exporte principalement du pétrole brut, les produits raffinés comptant pour à peine plus de 15 % de ses exportations totales.

Dans ces conditions, et bien que les stocks de brut soient à des niveaux confortables, les stocks d'essence ont chuté beaucoup plus vite que de coutume dès le début du mois de juillet (début de la driving season) ainsi que les stocks de fuel domestique.

C'est pourquoi la dévastation causée par le passage du cyclone Katrina (niveau 5) le 28 août dernier sur l'ensemble des installations de l'industrie pétrolière (production, raffinage, transport) situées près des côtes de la Nouvelle-Orléans et du Texas, qui assurent plus du quart de la production des États-Unis, a entraîné une réaction immédiate et de grande ampleur de l'ensemble de la communauté internationale. Pour éviter des ruptures d'approvisionnement, dès le 2 septembre, les pays membres de l'AIE mettaient à la disposition des raffineries des États-Unis l'équivalent de 1,97 mbj pour une période de trente jours dont 1,289 sous forme de pétrole brut et 0,683 de produits raffinés (0,369 d'essence, 0,276 d'autres produits distillés et 0,038 de fuel domestique). En dehors des États-Unis qui fournissent 1 mbj en pétrole brut, l'Europe est le plus gros contributeur avec 0,624 mbj dont 87 % en produits pétroliers (surtout essence).

Aujourd'hui, les craintes d'une pénurie d'essence semblent écartées. Le brut est revenu fin septembre autour de 60 dollars. La perte de production liée à la fermeture (totale ou partielle) puis à la remise en marche progressive des

## ■ Christine Riffart

installations est estimée par l'AIE à 70 millions de barils sur la période de septembre à décembre 2005 (dont 38 mb uniquement sur septembre), soit à peine plus que les 60 millions de barils mis à disposition par les gouvernements.

### 2006 : un marché détendu mais exposé aux risques

Nos prévisions pour 2006 reposent sur plusieurs hypothèses :

— une consommation mondiale qui ralentit encore un peu sous l'effet principalement de l'OCDE mais aussi un peu de l'Asie où la hausse des prix devrait avoir quelques effets sur la demande ;

— la poursuite du stockage avec notamment la reconstitution des réserves stratégiques prêtées en 2005 aux raffineries des États-Unis, et la constitution de réserves stratégiques en Chine (au rythme de 0,14 mbj en 2006) ;

— une production non OPEP qui devrait repartir à la hausse, mais moins vite que ce que prévoit l'AIE. La hausse serait néanmoins suffisante pour couvrir la demande. Les installations pétrolières frappées par Katrina devraient avoir retrouvé un niveau de production normal d'ici fin 2006. Nous estimons le manque à produire à 0,2, 0,15 et 0,1 mbj sur les trois premiers trimestres 2006. Au total, l'impact cumulé sur la production serait donc de 115 millions de barils.

L'OPEP devrait accommoder sa production en cas de défaillance d'un des producteurs puisqu'elle dispose actuellement de 2 mbj de capacités non utilisées.

Néanmoins, si le marché devrait être plus liquide, moins tendu en 2006, les risques ne sont pas à écarter. L'insuffisance des capacités de production reste le problème majeur face à une demande, qui bien que ralentie, reste orientée sur une tendance plus forte que par le passé. Et les marges disponibles apparentes ne sont pas aussi disponibles qu'il n'y paraît.

En plus de l'insuffisance des marges de raffinage disponibles, l'inadéquation entre les caractéristiques techniques des raffineries (répondant aux qualités d'un pétrole léger de bonne qualité) et l'approvisionnement en pétroles de plus en plus lourds et sulfureux pose problème. La nouvelle configuration de la production mondiale de pétrole brut au cours des dernières années au profit de la Russie principalement et au détriment de l'OCDE, l'Amérique latine et de quelques pays du Moyen-Orient s'est traduite par la baisse relative de pétrole léger (> 35 API) (- 7 points en 4 ans à 34 % de l'offre totale de brut) et de la montée des pétroles moyens et lourds (< 26 API). De même, la teneur en soufre s'est accrue : 51 % du brut a une teneur en soufre supérieure à 0,5 % en 2004 contre 47 % en 2000.

Enfin, l'élargissement des marges de production disponibles de brut se combine à des tensions géopolitiques qui pourraient relativiser l'accessibilité de ces marges : tensions entre l'Agence internationale de l'énergie atomique (AIEA) et l'Iran, accusé de produire de l'uranium à des fins militaires, et insinuant qu'il pourrait stopper sa production de pétrole si l'AIEA décidait de porter le dossier devant l'ONU, poursuite des conflits au Nigeria, instabilité en Équateur et au Venezuela, poursuite des actes de sabotages en Irak, reprise en main de la production par le gouvernement russe...

Dans ces conditions, malgré les signes d'apaisement en matière d'approvisionnement, la sensibilité des marchés à d'éventuels nouveaux chocs devrait rester forte et maintenir les prix à des niveaux encore élevés en 2006, proches de 60 dollars le baril.

## Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, non cvs

	2004				2005				2006				2004	2005	2006
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande mondiale	82,1	80,9	81,7	83,8	83,8	81,9	83,5	85,9	85,6	83,4	84,8	87,3	82,1	83,8	85,3
Production mondiale	82,3	82,5	83,3	84,2	84,2	84,4	84,2	85,8	85,6	85,7	85,9	86,9	83,1	84,6	86,0
Dont : OPEP	27,9	28,1	29,1	29,5	28,8	29,3	29,7	30,0	29,0	29,0	29,0	29,0	28,7	29,4	29,0
Non OPEP	50,1	50,1	49,9	50,3	50,3	50,4	49,8	50,9	51,6	51,6	51,7	52,6	50,1	50,3	51,9
NGL <sup>1</sup>	4,3	4,3	4,3	4,4	4,7	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	4,3	4,8	5,2
Variations de stocks OCDE	-0,4	0,9	0,5	-0,1	0	1,2	0,2	-0,3	0	2,0	0,6	-0,6	0,2	0,3	0,5
Prix du pétrole Brent <sup>2</sup>	31,9	35,4	41,5	44,1	47,5	51,6	61,5	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	38,2	55,2	60,0
Prix des matières premières Industrielles <sup>3</sup>	13,4	-1,0	2,1	4,5	10,5	-3,1	0,7	-2,0	-2,0	-2,0	-1,0	-1,0	24,8	12,2	-6,1
Taux de change 1 euro = ... \$	1,25	1,20	1,22	1,30	1,31	1,26	1,22	1,22	1,21	1,20	1,19	1,19	1,24	1,25	1,20

1. Gaz naturel liquide.

2. En dollars, moyenne sur la période.

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

Sources : AIE (pétrole), indice HWWA Hambourg (matières premières industrielles), calculs et prévisions OFCE octobre 2005.

■ Hélène Baudchon

## États-Unis: la croissance défiée

Malgré la hausse continue du prix du pétrole depuis l'entrée dans son nouveau cycle de croissance fin 2001, la croissance américaine n'a pas fait défaut. La révision annuelle des comptes nationaux de juillet 2005 a raboté quelques points de pourcentage, mais la performance est indéniable. En moyenne annuelle, la croissance a en effet été de 4,2 % en 2004, après 2,7 % en 2003 et 1,6 % en 2002<sup>1</sup>. La croissance de la zone euro s'est elle arrêtée à 1,8 % en 2004, après 0,7 % en 2003 et 0,9 % en 2002; celle du Japon a malgré tout atteint 2,6 % en 2004 après 1,4 % en 2003 et - 0,3 % en 2002.

### Performance de croissance

La performance de 2004 s'est poursuivie sur la première moitié de 2005, avec 0,9 % de croissance au premier trimestre et 0,8 % au deuxième. La dynamique de cette croissance ne dépend désormais plus de l'impulsion budgétaire et profite encore de l'absence de transmission du resserrement de la politique monétaire aux taux d'intérêt longs. L'investissement est devenu le véritable moteur de la croissance, mais la consommation des ménages en reste le carburant essentiel, avec des rythmes de croissance remarquables, en moyenne de 0,9 % par trimestre depuis 2004, et ce malgré la flambée des prix du pétrole. C'est que le taux d'épargne a non seulement parfaitement joué son rôle d'amortisseur mais aussi que le revenu disponible progresse à des rythmes largement supérieurs à ceux de l'inflation (1,4 % par trimestre en moyenne depuis 2004 pour le premier contre 0,7 % pour la seconde). Dans un contexte d'amélioration régulière du marché du travail (taux de chômage à 4,9 % en août 2005, plus de 2 millions d'emplois créés en un an), de hausse forte de leur richesse nette (9 % sur un an au deuxième trimestre 2005), et en l'absence de toute remontée significative des taux d'intérêt longs, les cigales américaines n'ont donc eu jusqu'à présent aucune raison de se métamorphoser en fourmis.

Le taux d'endettement des ménages a poursuivi sa course (124 % du revenu disponible au deuxième trimestre 2005), l'encours de dette croissant deux fois plus vite en moyenne que le revenu disponible depuis 2002 (+ 10 % contre + 5 %). Si, en 2003, il était facile de relativiser cette vive progression par le fait que celle du patrimoine des ménages était plus rapide encore, l'argument ne tient plus aujourd'hui: le ratio dette sur actifs est de nouveau en nette hausse depuis début 2004. L'essoufflement de la Bourse sur cette période s'est en effet répercuté sur la valorisation du patrimoine financier, et la plus forte progression du patrimoine immobilier ne suffit pas à compenser cet inflexissement compte tenu de leur poids respectif dans le patrimoine total (61 % et 33 %). La situation est d'autant plus délicate que la progression du patrimoine immobilier est suspendue à ce qui prend les tournures d'une bulle. Premier signe, le bond des prix immobiliers: de 6 % en janvier 2004, leur hausse a atteint 17 % en glissement en août 2005. L'ampleur du mouvement ressort en déconnexion avec l'évolution des fondamentaux (en particulier, les taux hypothécaires ne baissent plus). Deuxième signe, l'appât du gain qui attire les

1. Ces chiffres étaient avant la révision de respectivement 4,4 %, 3 % et 1,9 %.

spéculateurs vers des marchés déjà surévalués ainsi que de plus en plus d'acheteurs traditionnels reconvertis en investisseurs. Troisième signe, le développement de prêts « exotiques » de plus en plus risqués. En revanche, la proportion de prêts à taux variables est redescendue de 40 à 30 % entre juin 2004 et juin 2005. Et surtout, la solvabilité des ménages ne montre pas de signes de faiblesse.

Avec la baisse du taux de chômage est venu le temps d'une progression un peu plus rapide du salaire horaire nominal. Malgré cela, l'inflation a jusqu'ici continué de surprendre par sa modération. Depuis le début de l'année, elle subit en effet les seules variations des prix de l'énergie, l'inflation sous-jacente ayant cessé d'accélérer. Mesurée par l'IPC, l'inflation est ainsi passée d'un glissement annuel de 2,9 % en janvier à 3,6 % en août, alors que l'inflation sous-jacente se maintenait autour de 2,2 %. Le risque inflationniste n'en est pas pour autant écarté par la Réserve fédérale du fait de possibles effets de second rang de la hausse du prix du pétrole. Au mieux, elle se satisferait d'une dernière hausse d'un quart de point à 4 % du taux des *Federal Funds*, mais il n'est plus improbable qu'elle aille au-delà.

Face au dynamisme de la demande intérieure et à l'alourdissement de la facture énergétique, la stabilisation du déficit courant autour de 6,3 % du PIB depuis la fin 2004 consolide les chances d'une sortie par le haut de ce déséquilibre majeur. Au cours des six derniers mois, les parts de marché se sont insensiblement redressées et le taux de pénétration graduellement infléchi. Mais la prolongation de ces évolutions ne permet qu'un ajustement limité du déficit courant dans la mesure où le déficit d'épargne intérieure ne sera lui-même que partiellement corrigé.

## Croissance de résistance

D'après le modèle FRB-US de la Réserve fédérale, une hausse permanente du prix du pétrole de 10 dollars sur un an grève la croissance américaine de 0,2 point par an les deux premières années, et ajoute 0,5 point de pourcentage à l'inflation la première année (mesurée par le déflateur implicite de la consommation). D'après nos hypothèses d'un baril à 56 dollars en moyenne en 2005 et à 60 dollars en 2006 (soit, respectivement, 10 et 15 dollars de plus par rapport à la prévision du printemps dernier), et en supposant que le scénario de référence pertinent est celui déroulé il y a six mois, la croissance avoisinerait 3,3 % en 2005 et 2,8 % en 2006, tandis que l'inflation atteindrait 2,6 % en 2005 et 2,7 % 2006.

Notre prévision actuelle se démarque sensiblement de ces simulations puisque la croissance resterait à 3,5 % en moyenne en 2005 et ne s'infléchirait qu'à 3,2 % en 2006, tandis que l'inflation monterait à 2,7 % en 2005 mais redescendrait à 2 % en 2006 (mesurés avec l'IPC, ces chiffres sont, respectivement, de 3,1 et 2,4 %). Deux raisons à cela, les mêmes causes produisant les mêmes effets. Depuis un an et demi, l'économie américaine résiste grâce à l'assainissement réussi de la situation financière des entreprises, à la reprise du marché du travail, et à la non-hausse des taux d'intérêt longs. Ces conditions n'étant pas significativement altérées à l'horizon 2006, la croissance n'a pas lieu de l'être. L'inflation profiterait, elle, mécaniquement de la stabilisation du prix du pétrole, cependant qu'un soupçon d'inflation sous-jacente la maintiendrait autour de 2 %.

## ■ Hélène Baudchon

Ce scénario ne porte guère plus les traces de l'ouragan Katrina. Les premières estimations ayant circulé paraissent pessimistes<sup>1</sup> au regard du faible poids économique de la Louisiane, du Mississippi et de l'Alabama et des effets contradictoires sur l'activité locale à l'horizon de la fin de l'année (encadré). Il ne faut pas non plus oublier que, avant l'ouragan, le bilan des indicateurs conjoncturels permettait d'anticiper des rythmes de croissance similaires à ceux du premier semestre, au pire légèrement en deçà d'après l'indicateur composite avancé. D'après notre indicateur de croissance, le seul fait de tenir compte de la chute de la confiance des ménages au mois de septembre entraîne certes une révision de 0,4 point (à 0,6 %) de la croissance au troisième trimestre mais de seulement 0,1 point au quatrième trimestre (à 0,9 %). Le profil de croissance finalement retenu intègre implicitement un impact de Katrina limité à 0,1 point par trimestre. Le rebond de l'activité au quatrième trimestre (0,9 % après 0,7 %) découle surtout de la reprise technique inscrite.

À court terme, comme à l'horizon 2006, l'hypothèse que le choc pétrolier soit le catalyseur d'une remontée brutale et prolongée du taux d'épargne des ménages américains et des taux d'intérêt n'a donc pas été retenue. Le retournement du marché immobilier ne fait pas non plus partie du scénario central. À l'exception du troisième trimestre où le taux d'épargne pourrait encore baisser pour amortir la faible croissance du pouvoir d'achat des ménages, l'hypothèse d'une remontée progressive du taux d'épargne est privilégiée, à la mesure de la remontée elle-même progressive et mesurée des taux d'intérêt longs. Le maintien de la croissance du pouvoir d'achat sur des rythmes de 0,9 % par trimestre à partir de la fin 2005 joue également contre un redressement plus marqué du taux d'épargne. Hausse réduite des taux et croissance soutenue du revenu plaident aussi pour un essoufflement sans conséquence de l'investissement résidentiel, déjà visible dans certains indicateurs. Certes, ce sont des conditions nécessaires et non suffisantes, et le retournement pourrait s'auto-déclencher, les prix immobiliers étant tout simplement montés trop haut. Mais rien ne permet de l'anticiper aujourd'hui.

Un peu plus de pétrole, un peu moins de débouchés, un peu plus de salaires, et un peu moins de gains de productivité : autant d'éléments qui contribueront à légèrement infléchir la croissance de l'investissement des entreprises, en fait à la normaliser après une année 2004 exceptionnelle. Par ailleurs, les commandes de biens d'équipement civils ont bondi au deuxième trimestre et celles enregistrées au mois d'août ont été plus dynamiques que prévu. Enfin, le taux d'investissement n'a pas épuisé toute sa marge de hausse relativement à son pic de la fin des années 1990.

Malgré les chocs, la croissance américaine à l'horizon 2006 ne dévierait que peu de sa course et se maintiendrait autour de son rythme potentiel. Elle sera aidée en cela par une impulsion budgétaire vraisemblablement légèrement positive en 2006, conséquence des 62,3 milliards de dollars déjà débloqués par le Congrès suite à l'ouragan Katrina. L'administration Bush ayant annoncé qu'elle n'en resterait pas là, la croissance en 2006 pourrait être plus soutenue encore. Mais le risque existe que ce relâchement, même temporaire, des efforts de réduction du déficit budgétaire provoque des tensions sur les taux d'intérêt longs, ce dont la croissance souffrirait inévitablement. Le profil de croissance pourrait s'avérer également bien plus heurté, en particulier au tournant 2005-2006 si la hausse des prix du pétrole et de l'essence à la pompe devait se prolonger.

2. 0,15 point de croissance en moins au troisième trimestre et entre 0,1 et 0,25 au quatrième.

## États-Unis : résumé des prévisions

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

	2004				2005				2006				2003				2004				2005				2006											
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	1,0	0,9	1,0	0,8	0,9	0,8	0,7	0,9	0,9	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	0,8	2,7	4,2	4,2	3,2	2,7	4,2	4,2	3,5	2,7	4,2	4,2	3,5	2,7	4,2	4,2	3,5	2,7	4,2	4,2	3,5
Consommation des ménages	1,1	0,5	1,1	1,1	0,9	0,8	0,6	0,6	0,9	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,7	2,9	3,9	3,9	3,4	2,9	3,9	3,9	3,4	2,9	3,9	3,9	3,4	2,9	3,9	3,9	3,4	2,9	3,9	3,9	3,4
Dépenses publiques <sup>1</sup>	0,8	0,6	0,5	0,2	0,5	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6	0,7	0,7	0,2	0,3	0,3	0,3	2,8	2,2	2,2	2,0	2,8	2,2	2,2	2,0	2,8	2,2	2,2	2,0	2,8	2,2	2,2	2,0	2,8	2,2	2,2	2,0
FBCF totale	1,7	3,5	2,1	1,8	1,7	2,3	1,4	1,3	1,7	2,3	1,4	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	3,4	9,7	9,7	7,9	3,4	9,7	9,7	7,9	3,4	9,7	9,7	7,9	3,4	9,7	9,7	7,9	3,4	9,7	9,7	7,9
Dont																																				
Logement	1,3	4,2	0,7	0,4	2,3	2,6	0,2	0,6	2,3	2,6	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	8,4	10,3	10,3	6,3	8,4	10,3	10,3	6,3	8,4	10,3	10,3	6,3	8,4	10,3	10,3	6,3	8,4	10,3	10,3	6,3
Productive privée	1,9	3,2	2,8	2,5	1,4	2,1	2,0	1,6	1,4	2,1	2,0	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9	1,3	9,4	9,4	8,7	1,3	9,4	9,4	8,7	1,3	9,4	9,4	8,7	1,3	9,4	9,4	8,7	1,3	9,4	9,4	8,7
Exportations de biens et services	1,2	1,7	1,3	1,7	1,8	2,6	2,2	2,1	1,8	2,6	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	1,8	8,4	8,4	8,0	1,8	8,4	8,4	8,0	1,8	8,4	8,4	8,0	1,8	8,4	8,4	8,0	1,8	8,4	8,4	8,0
Importations de biens et services	2,9	3,5	1,1	2,7	1,8	-0,1	1,8	1,5	1,8	-0,1	1,8	1,5	1,4	1,3	1,2	1,4	4,6	10,7	10,7	6,6	4,6	10,7	10,7	6,6	4,6	10,7	10,7	6,6	4,6	10,7	10,7	6,6	4,6	10,7	10,7	6,6
Variations de stocks, en points de PIB	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,0	0,0	0,2	0,5	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,5	0,5	0,2	0,1	0,5	0,5	0,2	0,1	0,5	0,5	0,2	0,1	0,5	0,5	0,2	0,1	0,5	0,5	0,2
Contributions																																				
Demande intérieure hors stocks	1,2	1,0	1,2	1,1	1,0	1,1	0,8	0,7	1,0	1,1	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8	3,6	4,6	4,6	4,1	3,6	4,6	4,6	4,1	3,6	4,6	4,6	4,1	3,6	4,6	4,6	4,1	3,6	4,6	4,6	4,1
Variations de stocks	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,5	0,0	0,2	0,1	-0,5	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,4	-0,3	-0,1	0,4	0,4	-0,3	-0,1	0,4	0,4	-0,3	-0,1	0,4	0,4	-0,3	-0,1	0,4	0,4	-0,3
Commerce extérieur	-0,3	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-0,6	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,2
Prix à la consommation <sup>2</sup>	1,8	2,8	2,7	3,4	3,0	2,9	3,5	3,1	3,0	2,9	3,5	3,1	3,0	2,5	2,1	2,2	2,3	2,7	2,7	3,1	2,3	2,7	2,7	3,1	2,3	2,7	2,7	3,1	2,3	2,7	2,7	3,1	2,3	2,7	2,7	3,1
Taux de chômage, en %	5,6	5,6	5,5	5,4	5,3	5,1	5,0	5,0	5,3	5,1	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	4,8	6,0	5,5	5,5	5,1	6,0	5,5	5,5	5,1	6,0	5,5	5,5	5,1	6,0	5,5	5,5	5,1	6,0	5,5	5,5	5,1
Solde courant, en points de PIB	-5,1	-5,7	-5,7	-6,3	-6,5	-6,3	-6,4	-6,3	-6,5	-6,3	-6,4	-6,3	-6,2	-6,1	-6,0	-6,0	-4,7	-5,7	-5,7	-6,4	-4,7	-5,7	-5,7	-6,4	-4,7	-5,7	-5,7	-6,4	-4,7	-5,7	-5,7	-6,4	-4,7	-5,7	-5,7	-6,4
Solde public, en points de PIB																																				
Impulsion budgétaire																																				
PIB zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	1,8	1,8	1,3	0,7	1,8	1,8	1,3	0,7	1,8	1,8	1,3	0,7	1,8	1,8	1,3	0,7	1,8	1,8	1,3

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 2005.

## ÉTATS-UNIS : LA CROISSANCE DÉFIÉE ■

ÉTATS-UNIS

### L'ouragan Katrina : du drame local au risque national

L'ouragan Katrina qui a frappé les côtes et une partie de l'intérieur des terres de la Louisiane, de l'Alabama et du Mississippi le lundi 29 août 2005 a non seulement été particulièrement dévastateur mais, à la différence des précédents ouragans, a aussi fortement perturbé l'activité pétrolière dans la zone vitale du Golfe du Mexique. L'ouragan Rita a frappé le 21 septembre et un nouvel ouragan, Wilma, menace encore la région à la mi-octobre. Ces perturbations seront les plus pérennes et sont les plus lourdes de conséquences à l'échelle nationale par leur impact sur les prix de l'énergie. Une transmission à l'échelle nationale par la baisse de la confiance des ménages est également possible mais peu probable. La perturbation locale des autres types d'activités affectera la croissance américaine à hauteur du poids des trois états dans le PIB total, c'est-à-dire 3 %, dont 1,2 % chacun pour l'Alabama et la Louisiane et 0,6 % pour le Mississippi. De plus, toujours au niveau local, si certaines activités ont été très durement touchées, d'autres connaissent déjà un surcroît d'activité. Le processus de reconstruction dopera exclusivement ces régions, mais les montants en jeu sont tellement énormes (entre 70 et 130 milliards de dollars selon le CBO) qu'il y en aura une trace sur le PIB national. En fait, sur le plan comptable, l'impact de l'ouragan est dissymétrique à la baisse et à la hausse : le stock de capital détruit à cette occasion n'est pas déduit du PIB alors que les dépenses de reconstruction contribueront directement à la croissance. Une inconnue majeure est le temps que prendra cette reconstruction, ce qui conditionne l'ampleur du rebond d'activité à en attendre sur les statistiques agrégées. Le rapport du CBO du 6 octobre donne des ordres de grandeurs tout à fait utiles<sup>1</sup>, mais que nous n'avons pas choisi d'intégrer, ce qui fait de notre prévision de croissance en 2006, toutes choses égales d'ailleurs, une hypothèse basse.

L'ouragan ayant eu lieu dans les tous derniers jours du mois d'août, l'impact négatif de Katrina sur l'activité sera concentré sur le mois de septembre. Compte tenu de l'acquis des mois de juin, juillet et août, la croissance sur l'ensemble du troisième trimestre pourrait n'être que peu altérée. Les statistiques déjà disponibles pour les mois d'août et septembre ont livré des premières informations et autorisent un certain optimisme. La légère baisse du revenu disponible nominal en août (-0,1 %) retrace la baisse des loyers et du revenu des entrepreneurs individuels du fait de la destruction de biens non assurés, mais intègre aussi une forte hausse des transferts reçus du fait des premiers versements d'indemnités pour les dommages sur les biens personnels assurés tels que voitures et autres biens de consommation durables. La baisse de 0,5 % des dépenses de consommation n'est pas le fait de l'ouragan, mais du contrecoup des ventes d'automobiles après un mois de juillet exceptionnel. Les ventes de détail ont elles-mêmes enregistré ce mois une baisse de 1,9 % (après +1,7 % en juillet et +1,9 % en juin), alors que les ventes hors automobiles augmenteraient de 1 %. La progression à première vue rassurante en septembre de 0,2 % des ventes totales et de 1,1 % hors automobiles l'est évidemment moins compte tenu du bond de l'inflation ce même mois (+1,2 %). Ce saut s'explique à hauteur de 1 point de pourcentage par la hausse des prix de l'énergie et ne devrait pas se reproduire dans les mois qui viennent à supposer que les prix de l'énergie s'assagissent. La ponction sur le budget des ménages est conséquente mais temporaire. La baisse de leurs dépenses ne peut pas être spécialement attribuée à la chute brutale de leur confiance en septembre. Et celle-ci s'est déjà moins dégradée selon l'enquête de la mi-octobre de l'Université du Michigan. De plus, l'inflation sous-jacente ne dérape aucunement, ce qui préserve de toute dégradation supplémentaire le pouvoir d'achat du revenu.



Le rebond de la confiance des industriels en septembre est la première manifestation des opportunités liées à la reconstruction. Le secteur des services n'en tirant pas directement profit, leur confiance s'est fortement dégradée en septembre, à l'image de celle des consommateurs. L'évolution de la production industrielle en septembre (- 1,3 %) porte logiquement les traces des perturbations de l'activité pétrolière mais pas encore celles du regain de confiance des industriels. Sur l'ensemble du troisième trimestre, elle a finalement progressé de 0,3 %, soit à peine moins vite qu'au trimestre précédent. L'impact direct de l'ouragan sur l'emploi salarié non agricole est également moins dramatique que ce qui était craint, les pertes nettes ayant été limitées à 35 000 en septembre sur l'ensemble du territoire américain. Les évolutions combinées de l'emploi, de la production, des ventes et du revenu sont intégrées dans l'indicateur composite coïncident du Conference Board, et celui-ci n'a baissé que de 0,1 % en septembre, comme en août. Sa progression de 0,4 % sur l'ensemble du troisième trimestre correspond à un minimum de croissance pour le PIB. La forte baisse de l'indicateur avancé en septembre (- 0,7 %) est révélatrice des stigmates de l'ouragan sur la confiance des ménages et les demandes d'indemnisation du chômage, et ne devrait pas se prolonger outre mesure.

Malgré des nouvelles plutôt bonnes jusqu'à présent et notre prévision d'un rebond au quatrième trimestre, l'incertitude reste grande quant au rythme de croissance sur la fin de l'année parce que l'on ne sait pas à quelle vitesse les régions affectées vont renouer avec leur niveau normal de production; qui des coûts rémanents de la destruction et de la désorganisation ou des premiers versements d'indemnités et de dépenses de reconstruction l'emportera; comment va évoluer in fine le prix du pétrole et quelle sera la réaction des consommateurs et des entreprises à ce choc; si la baisse de la confiance des ménages va ou non s'étendre et dans quelle mesure elle se répercutera dans les dépenses effectives des ménages et affectera en retour l'investissement des entreprises. À l'horizon 2006, l'effet sur la croissance nous semble à peine moins ambigu dans la mesure où les effets positifs de la relance publique et de la reconstruction vont s'étaler dans le temps et se heurter aux effets résiduels de la hausse antérieure des prix du pétrole et à l'impact du resserrement passé et à venir de la politique monétaire. Les aides fédérales déjà débloquées par l'administration Bush sont certes conséquentes (62,3 = 10,5 + 51,8 milliards de dollars <sup>2</sup>) et grèveront directement le budget fédéral mais elles n'alimenteront la croissance du PIB qu'à hauteur de ce qui correspondra vraiment à des dépenses publiques (d'après nos hypothèses une vingtaine de milliards de dollars). De plus, la nouvelle impulsion budgétaire interrompt le processus d'amélioration des finances publiques, alors que l'économie croît à son potentiel. Le risque d'une poussée d'inflation est non nul, et donc aussi celui d'un durcissement plus marqué de la politique monétaire et d'une remontée plus nette, voire brutale, des taux d'intérêt longs.

1. Rapport *Macroeconomic and Budgetary Effects of Hurricanes Katrina and Rita*.

2. Emergency Supplemental Appropriations Act to Meet Immediate Needs Arising From the Consequences of Hurricane Katrina du 2 septembre et Second Emergency Supplemental Appropriations Act du 8 septembre.

■ Elena Stancanelli

## Japon : la reprise

En dépit des inquiétudes de l'an dernier, l'économie japonaise a retrouvé le chemin de la croissance. Au premier semestre 2005, l'économie nipponne a crû à un taux supérieur aux prévisions, grâce à la bonne tenue de la consommation des ménages et à la poursuite des investissements productifs. Le taux de croissance trimestriel du PIB a été respectivement de 1,4 % et 0,8 % aux deux premiers trimestres de l'année 2005.

La consommation privée a augmenté de 1,2 % au premier trimestre 2005 et de 0,6 % au deuxième trimestre, alors que le taux d'épargne des ménages nippons continuait à baisser, jusqu'à 5 % en 2005. La reprise des emplois stables a soutenu la confiance des consommateurs. L'emploi précaire avait beaucoup progressé : un travailleur nippon sur trois occupe aujourd'hui un emploi précaire, contre un sur cinq, il y a dix ans.

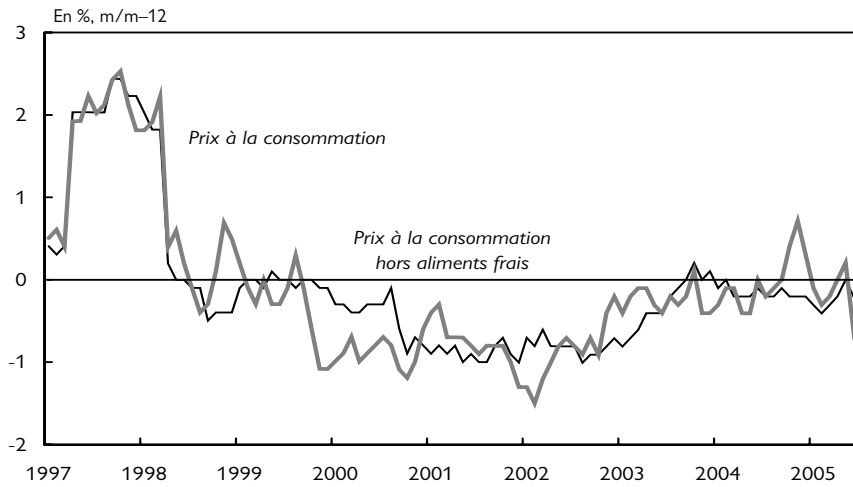
La progression de l'emploi (+ 0,2 % en 2004 et + 0,5 % en 2005) s'est accompagnée d'une importante augmentation des salaires (+ 0,4 % en 2004 et + 0,9 % en 2005). Ces derniers ont augmenté courant 2005, reflétant l'amélioration des emplois stables et des bonus, accordés à la faveur d'une conjoncture plus souriante. Toutefois, les bonus qui représentaient un quart du salaire moyen en 1990 ne comptent plus aujourd'hui que pour moins d'un cinquième.

Côté entreprises, les investissements productifs ont progressé de plus de 3 % par trimestre dans la première moitié de l'année 2005. L'assainissement du secteur financier, rendu possible grâce aux nombreuses mesures prises par le gouvernement dans ce domaine, a enfin permis aux entreprises d'emprunter à nouveau pour financer leurs investissements. Les entreprises nipponnes bénéficient également de la modération salariale de ces dernières années et de la faiblesse relative du yen.

Le commerce extérieur, moteur traditionnel des reprises au Japon, a joué un rôle beaucoup moins important fin 2004 et au premier trimestre 2005, car les exportateurs nippons ont pâti des ajustements en cours dans le secteur des NTIC. Les exportations ont redémarré au deuxième trimestre 2005 (+ 2,9 %).

La déflation est modérée (graphique 1), grâce en partie à la reprise de la consommation des ménages. La hausse du prix du riz a soutenu l'indice, alors que les baisses des prix de l'électricité et du téléphone ont eu un effet opposé. Les entreprises n'auraient pas répercuté les augmentations du prix du pétrole sur les prix de vente.

## 1. Taux de variation des prix à la consommation

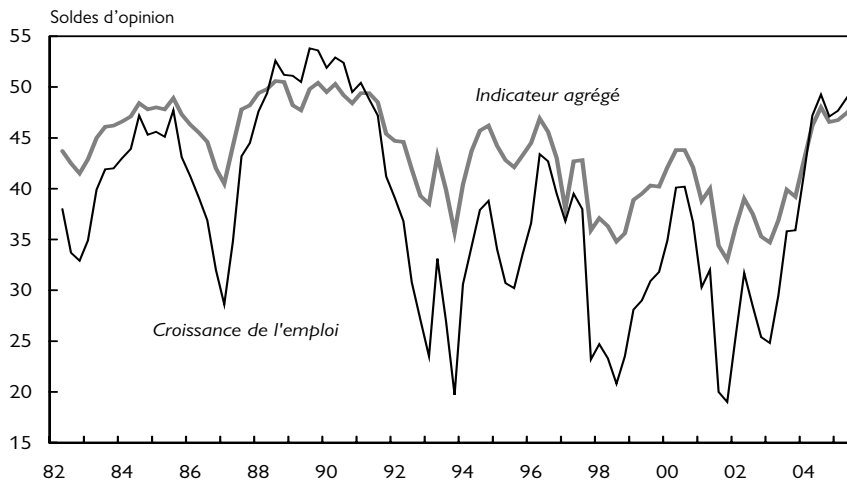


Source : Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications, Japon.

## Les indicateurs conjoncturels sont bien orientés

Presque tous les indicateurs conjoncturels confirmaient la reprise à la fin de l'été 2005. Les soldes d'opinion de la confiance des ménages étaient positifs, surtout en ce qui concerne les attentes vis-à-vis de la progression de l'emploi (graphique 2). Les carnets des commandes étrangères, un indicateur avancé de la dynamique des exportations, étaient en forte augmentation (+ 21 % en juillet 2005). Les commandes internes étaient, au contraire, plutôt faibles.

## 2. Index de confiance des ménages nippons



Source : Economic and Social Research Institute, cabinet Office, Japon.

## ■ Elena Stancanelli

Nous prévoyons donc une poursuite de la reprise en 2005 et 2006, avec, un taux annuel de croissance du PIB de 2,2 % en 2005 et de 1,9 % en 2006. Selon nos prévisions, la croissance s'accompagnerait d'un ralentissement des investissements productifs, car les coûts de production ont augmenté courant 2005, d'un côté par effet de la montée du prix du pétrole, de l'autre côté suite aux récentes augmentations salariales. La consommation ralentirait car les ménages pâtiraient des augmentations d'impôts dues aux réductions des abattements fiscaux prévues par le budget 2005-2006.

Les investissements en logement, qui ont beaucoup reculé au premier semestre 2005, redémarreraient au deuxième semestre. L'indicateur avancé des investissements en logement, concernant la construction de nouveaux immeubles, était bien orienté à la fin de l'été 2005.

Selon nos estimations, le commerce extérieur serait vigoureux en 2005 et surtout en 2006, profitant de la croissance des économies chinoise et américaine, principaux partenaires commerciaux du Japon. La Chine et le reste de l'Asie reçoivent désormais presque la moitié des exportations japonaises, alors qu'un quart des exportations est destiné aux États-Unis.

## Les réformes sont toujours attendues

Les récentes élections ont confirmé le premier ministre Koizumi à la tête du pays. On s'attend maintenant à la poursuite de la privatisation de la Poste et aux autres réformes telles que, par exemple, le relèvement de la taxe sur la consommation. La privatisation de la poste pourrait engendrer des coûts importants pour les japonais les moins aisés ou habitant des zones rurales, qui n'ont pas accès à d'autres banques. Or, une augmentation de la taxe sur la consommation serait supportée par tous les japonais, sans effet redistributif. Couplé avec la fin des abattements fiscaux sur les revenus imposables, annoncé par le budget 2005-2006, cet ensemble de mesures amènera à une réduction du revenu disponible des ménages et donc, probablement, à une diminution de la consommation privée.

Les importantes coupes budgétaires des dernières années se poursuivraient en 2006, permettant de réduire davantage le déficit public, les reconstructions faisant suite aux désastres naturels étant presque achevées.

Côté politique monétaire, la politique des taux courts nuls se poursuivrait dans le but de mettre fin à la déflation. Nous prévoyons que celle-ci s'estompera, grâce à la reprise économique, plutôt qu'aux efforts de politique monétaire, impuissante jusqu'à aujourd'hui.

## Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003				2004				2005				2006											
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	1,3	-0,4	-0,1	0,1	1,4	0,8	0,2	0,4	1,4	0,8	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	1,4	2,6	2,2	1,9	1,4	2,6	2,2	1,9	1,4	2,6	2,2	1,9	1,4	2,6	2,2	1,9	1,4	2,6	2,2	1,9
Consommation des ménages	0,6	0,0	0,0	-0,3	1,2	0,6	0,3	0,3	1,2	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	1,5	1,6	1,3	0,2	1,5	1,6	1,3	0,2	1,5	1,6	1,3	0,2	1,5	1,6	1,3	0,2	1,5	1,6	1,3
Consommation publique	1,4	0,7	0,3	0,6	0,7	0,2	0,6	0,4	0,7	0,2	0,6	0,4	0,6	0,4	0,4	0,3	1,2	2,7	2,1	1,8	1,2	2,7	2,1	1,8	1,2	2,7	2,1	1,8	1,2	2,7	2,1	1,8	1,2	2,7	2,1	1,8
FBCF totale	0,4	-2,1	0,0	0,3	1,6	1,6	0,4	0,0	1,6	1,6	0,4	0,0	0,4	0,4	0,5	0,6	1,0	1,4	1,4	1,7	1,0	1,4	1,4	1,7	1,0	1,4	1,4	1,7	1,0	1,4	1,4	1,7	1,0	1,4	1,4	1,7
Dont																																				
Productive privée	-2,3	2,5	0,3	0,4	3,1	3,6	0,1	0,2	3,1	3,6	0,1	0,2	0,7	0,8	0,9	1,0	6,6	5,8	7,1	3,1	6,6	5,8	7,1	3,1	6,6	5,8	7,1	3,1	6,6	5,8	7,1	3,1	6,6	5,8	7,1	3,1
Logement	0,6	1,3	0,7	0,6	-1,3	-2,3	0,5	0,3	-1,3	-2,3	0,5	0,3	0,1	0,2	0,2	0,1	-1,1	2,2	-1,6	0,3	-1,1	2,2	-1,6	0,3	-1,1	2,2	-1,6	0,3	-1,1	2,2	-1,6	0,3	-1,1	2,2	-1,6	0,3
Publique	8,3	-16,7	-1,9	-0,5	-0,9	-2,6	-0,3	-1,0	-0,9	-2,6	-0,3	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-10,6	-10,8	-9,0	-3,5	-10,6	-10,8	-9,0	-3,5	-10,6	-10,8	-9,0	-3,5	-10,6	-10,8	-9,0	-3,5	-10,6	-10,8	-9,0	-3,5
Exportations de biens et services	5,2	3,0	0,7	1,5	-0,1	2,9	2,5	2,5	-0,1	2,9	2,5	2,5	2,0	2,5	2,0	2,5	9,1	14,5	6,4	9,7	9,1	14,5	6,4	9,7	9,1	14,5	6,4	9,7	9,1	14,5	6,4	9,7	9,1	14,5	6,4	9,7
Importations de biens et services	3,7	1,9	2,3	2,1	0,7	1,5	1,5	1,2	0,7	1,5	1,5	1,2	1,1	1,4	1,5	1,5	3,8	8,9	6,2	5,4	3,8	8,9	6,2	5,4	3,8	8,9	6,2	5,4	3,8	8,9	6,2	5,4	3,8	8,9	6,2	5,4
Variations de stocks, en points de PIB	0,3	0,1	0,1	0,2	0,5	0,4	0,0	0,0	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
Contributions																																				
Demande intérieure hors stocks	0,7	-0,4	0,0	0,0	1,2	0,8	0,4	0,2	1,2	0,8	0,4	0,2	0,4	0,3	0,4	0,4	0,6	1,6	1,9	1,4	0,6	1,6	1,9	1,4	0,6	1,6	1,9	1,4	0,6	1,6	1,9	1,4	0,6	1,6	1,9	1,4
Variations de stocks	0,4	-0,2	0,0	0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,2	0,1	-0,2
Commerce extérieur	0,3	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,6	0,8	0,2	0,7	0,6	0,8	0,2	0,7	0,6	0,8	0,2	0,7	0,6	0,8	0,2	0,7	0,6	0,8	0,2	0,7
Prix à la consommation *	-0,1	-0,3	-0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Taux de chômage, au sens du BIT	4,9	4,6	4,8	4,5	4,5	4,4	4,4	4,3	4,5	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	5,3	4,7	4,4	4,3	5,3	4,7	4,4	4,3	5,3	4,7	4,4	4,3	5,3	4,7	4,4	4,3	5,3	4,7	4,4	4,3
Solde courant, en points de PIB																																				
Solde public, en points de PIB																																				
Impulsion budgétaire																																				
PIB zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9

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

Sources : Economic and Social Research Institute, Cabinet Office (comptes publiés le 16 septembre 2005) ; Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications ; Ministry of Health, Labor and Welfare ; prévision OFCE octobre 2005.

JAPON : LA REPRISE ■

JAPON

■ Danielle Schweisguth

## Asie: croissance *made in China*

La croissance en Asie est restée très dynamique au premier semestre 2005, malgré la hausse des prix du pétrole. La forte demande des États-Unis pour les exportations asiatiques, une inflation modérée et une position financière extérieure solide ont permis à l'Asie d'atténuer l'impact négatif des prix élevés du pétrole. Les perspectives sont également bonnes pour 2006, avec une croissance de 7,1 % pour l'ensemble de la zone après 7,3 % en 2005. Le ralentissement est principalement imputable à l'atterrissage en douceur de l'économie chinoise, après plusieurs années de croissance record. La croissance serait soutenue dans plusieurs pays d'Asie du Sud-Est (Corée, Taiwan, etc.) par la reprise du cycle des semi-conducteurs, tirant les exportations.

### 1. Zone Asie détaillée : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2003	2004	2005	2006
Corée du Sud	6,8	3,1	4,6	3,6	4,6
Asie Rapide	20,3	4,7	6,1	4,9	5,1
Taiwan	3,9	3,3	5,9	3,7	4,1
Hong Kong	1,5	3,1	7,9	6,2	4,2
Singapour	0,9	1,4	8,4	4,2	4,7
Thaïlande	3,6	6,9	6,1	4,2	5,2
Indonésie	6,0	4,9	5,1	5,7	5,8
Malaisie	1,7	5,4	7,1	5,2	5,6
Philippines	2,6	4,6	6,0	4,7	4,8
Chine	48,5	9,5	9,5	9,1	8,5
Autres Asie	24,4	7,1	7,1	6,8	6,8
Asie hors Chine	51,5	5,6	6,4	5,6	5,8
Total	100,0	7,5	7,9	7,3	7,1

Sources : FMI, Global Insight, prévision OFCE octobre 2005.

## Le risque pétrole

Le niveau élevé des prix de l'énergie constitue cependant un risque non négligeable pour la zone, les économies émergentes d'Asie étant largement plus dépendantes des énergies fossiles que la moyenne mondiale. Les pays asiatiques importent en effet de grandes quantités d'hydrocarbures au regard de la taille de leur économie: l'Asie assure 10,2 % de la production mondiale de brut mais absorbe 28,8 % de la consommation mondiale. L'efficacité énergétique y est très faible: pour une unité de PIB, Singapour consomme 3,7 fois la moyenne mondiale, la Thaïlande 2,7 fois, l'Indonésie 2,6 fois, la Chine 2 fois et l'Inde 1,9 fois pour ne citer que les plus dépendantes.

Jusqu'à présent, l'inflation a été contenue dans la plupart des pays grâce à une intensification de la concurrence et à des politiques de subvention des prix de l'énergie. La concurrence entre pays asiatiques est telle que l'accélération des coûts de production n'a pas pu être intégralement répercutée sur les consommateurs et pèse sur les marges des entreprises. Quant au contrôle des

prix pratiqué dans de nombreux pays, s'il protège le consommateur en allégeant sa facture énergétique, il fait supporter le coût soit aux finances publiques (Indonésie, Thaïlande, Malaisie, Taiwan) soit aux conglomérats d'État de production et de distribution pétrolière (Chine). Le niveau élevé des prix du brut rend la poursuite de ces politiques difficilement soutenable: les déficits budgétaires se creusent et les consommateurs sont victimes de pénuries d'essence à la pompe (Chine, Indonésie). En outre, le maintien de prix du pétrole artificiellement bas n'encourage pas l'amélioration de l'efficacité énergétique.

Dans un contexte de prix du pétrole qui restent élevés, ces politiques de subventions s'apparentent à une bombe à retardement. Leur arrêt brutal provoquerait une accélération de l'inflation, entraînant une baisse du pouvoir d'achat des ménages<sup>1</sup>. Or les marges de manœuvre de la politique budgétaire pour compenser une réduction de la demande intérieure sont très réduites. En outre, un déficit budgétaire élevé et une balance commerciale qui se dégrade sont de nature à inquiéter les marchés internationaux de capitaux. La roupie indonésienne a été attaquée fin août, perdant près de 10 % de sa valeur en quelques jours. Sachant que la dépréciation de la monnaie renchérit le coût des importations de pétrole et accentue les pressions inflationnistes, la réaction naturelle des banques centrales est d'augmenter les taux d'intérêt, afin de rassurer les marchés. Mais ce resserrement de la politique monétaire dégrade les perspectives d'investissement des entreprises, déjà mises à mal par la contraction de leurs marges.

Globalement, la Banque de développement asiatique estime en moyenne à 1 point de PIB l'impact d'une augmentation des prix du pétrole à 70 dollars le baril jusqu'en 2006, par rapport à un scénario de base où celui-ci se maintiendrait à 53 dollars. L'impact varie de 0,2 point à Taiwan ou 0,5 en Corée à 1,8 point en Thaïlande. En Chine, il serait d'1 point de PIB.

## 2. Zone Asie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
Importations	11,9	15,9	8,7	14,7
Exportations	15,2	18,3	12,5	14,3
Demande adressée	8,2	12,1	7,3	9,5

Sources : FMI, prévision OFCE octobre 2005.

## La Chine : moteur de la zone

L'économie chinoise n'a pas ralenti au premier semestre 2005, conservant une croissance de 9,5 % en glissement annuel. Le rythme de progression de l'investissement s'est légèrement infléchi suite aux mesures prises par le gouvernement en 2004 pour enrayer la surchauffe. Par contre, la consommation privée a accéléré grâce à une hausse du revenu des ménages, et en particulier des ménages ruraux qui ont bénéficié d'une augmentation de la production

1. L'Indonésie, où l'inflation atteint déjà 8 %, a annoncé le 1<sup>er</sup> octobre une hausse radicale du prix des carburants (87,5 % pour le super, 104 % pour le diesel et 186 % pour le pétrole domestique). Le gouvernement a promis de l'accompagner d'une aide aux plus défavorisés, mais les montants versés ne compenseront pas l'augmentation du coût de la vie.

## ■ Danielle Schweisguth

céréalière et de l'abolition de la taxe agricole. Le commerce extérieur s'est montré particulièrement dynamique, la balance commerciale enregistrant un excédent record de près de 6 % du PIB au premier semestre 2005. Les exportations ont crû très rapidement (+ 32 % en glissement annuel sur les sept premiers mois), profitant de l'abolition des quotas sur le textile (encadré), tandis que les importations ont nettement ralenti leur progression (+ 14 % sur la même période) pour différentes raisons : une bonne récolte agricole, un infléchissement de l'investissement, une amélioration de la compétitivité dans certains secteurs industriels domestiques (automobile par exemple) et une limitation des importations de pétrole, la Chine ayant choisi de puiser dans ses réserves. Le dynamisme de la croissance au premier semestre a permis de créer 6 millions d'emplois, soit les deux tiers de l'objectif du gouvernement pour l'année 2005. L'inflation, qui avait atteint 5,3 % en juillet 2004, a ralenti à 2,3 % au premier semestre 2005, grâce à la modération des prix agricoles.

L'économie chinoise ralentirait doucement au deuxième semestre 2005 pour atteindre une croissance de 9,1 % en moyenne annuelle en 2005 et 8,5 % en 2006. L'économie serait soutenue par la progression des revenus et le dynamisme de la consommation, alors que la décélération de l'investissement et des exportations viendrait modérer les rythmes de croissance records atteints ces dernières années. L'excédent commercial se résorberait partiellement, la hausse des exportations étant limitée par un ralentissement de la demande extérieure adressée à la Chine, et les importations tirées par les besoins en énergie de la Chine et par l'ouverture à la concurrence étrangère de plusieurs secteurs de l'économie dans le cadre des accords de l'OMC.

## Réévaluation du yuan

Le 21 juillet 2005, la Chine a réformé son système de change, abandonnant l'ancrage fixe au dollar en vigueur depuis 1998. Le yuan a été réévalué de 2,1 % à cette occasion. Dans la foulée, la ringgit malaise a également été déconnectée du dollar et seul le dollar de Hong Kong conserve son ancrage. Le yuan évolue désormais en flottement contrôlé face à un panier de monnaies composé du dollar, de l'euro, du yen et du won coréen. Mais les évolutions du yuan vis-à-vis du dollar sont contraintes par des marges de fluctuations très étroites (0,3 % par jour), alors qu'elles sont de 3 % vis-à-vis des autres monnaies du panier. Cette réforme a été accueillie favorablement par la communauté internationale, qui a félicité la Chine pour ce premier pas dans le sens d'une flexibilisation de son régime de change.

Étant donnée la faible ampleur de la réévaluation, la prévision d'un fort excédent courant en 2005 et 2006 n'est pas remise en cause. Cependant, la Chine s'imposant désormais comme la troisième puissance exportatrice mondiale — derrière les États-Unis et l'Allemagne, et devant le Japon — la situation actuelle où la Chine profite d'un taux de change sous-évalué pour gagner massivement des parts de marché n'est pas soutenable à moyen terme. On peut s'attendre à une pression croissante pour que la Chine laisse le yuan flotter plus librement ou procède à un nouvel ajustement de la parité.



### L'affaire des quotas textiles

L'accord de l'OMC sur les textiles et vêtements — qui a remplacé en 1995 l'arrangement multifibres — limitait les importations de textiles dans les pays dont les branches de production nationale risquaient d'en pâtir gravement (États-Unis, Canada et Union européenne). La Chine, en tant que premier exportateur mondial de textile, était l'un des principaux pays touché par ces restrictions. L'accord prévoyait un démantèlement progressif des contingents d'importations, afin de permettre aux industries textiles des pays développés de s'adapter à la forte concurrence émanant des pays à bas salaires. La suppression totale des contingents a eu lieu le 1<sup>er</sup> janvier 2005.

La fin des quotas s'est traduite par un afflux massif de tissus et vêtements chinois sur les marchés européens et américains depuis le début de l'année. Selon le US Census Bureau, la hausse des importations américaines de textiles chinois s'élevait à 55 % en juillet 2005, par rapport à la même période de 2004. À titre de comparaison, l'augmentation annuelle de ces importations fut de 22 % en moyenne annuelle en 2004. Face aux risques d'importantes pertes d'emplois dans l'industrie textile, le Département du commerce américain et la Commission européenne ont lancé en avril 2005 des investigations concernant diverses catégories de textile chinois, dans le but de mettre en évidence une « distorsion de marché » autorisant l'adoption de mesures de sauvegarde. Ils ont parallèlement exhorté la Chine à restreindre volontairement ses exportations, sous la menace de sanctions commerciales. La Chine et la Commission européenne sont finalement parvenus à un accord le 10 juin 2005, limitant entre 8 % et 12,5 % par an pendant trois ans (2005 à 2007) la progression des importations en provenance de Chine pour dix catégories de produits textiles. Fin août, des dizaines de millions de vêtements chinois s'entassaient dans les ports européens sans pouvoir être écoulés, six catégories de textile sur dix contingentes ayant déjà atteint leurs plafonds pour l'année 2005. Des containers entiers étaient réclamés à grands cris par les importateurs et distributeurs qui les avaient commandés, et parfois même déjà payés.

Le 5 septembre 2005, le commissaire européen au commerce et le ministre chinois du commerce sont parvenus à un accord pour libérer les 87 millions de pièces bloquées dans les ports européens. Cet accord prévoit que tous les produits ayant obtenu une licence d'importation avant le 12 juillet (date de mise en application de l'accord du 10 juin) pourront entrer librement sur le territoire européen. S'agissant des produits bloqués, une moitié des produits libérés viendra grossir les exportations de 2005 sans contrepartie, tandis que l'autre moitié sera libérée en contrepartie d'un transfert de la catégorie 2 (tissus de coton) vers les autres catégories, ainsi que d'une diminution des quotas 2006. Globalement, la concession émane essentiellement de l'Union européenne, puisque l'on observe une forte progression des quotas pour 2005 (plus 40 millions pour les pull-overs, plus 20 millions pour les pantalons à titre d'exemples) et une faible diminution des restrictions prévues pour 2006 (190 au lieu de 200 millions pour les pull-overs, 339 contre 348 millions de pantalons).

L'incidence de ces accords sur la progression du commerce extérieur chinois sera relativement limitée, d'autant que le textile ne représente qu'environ 3 % des exportations chinoises en valeur.

■ Christine Riffart

## Amérique latine : en haut du cycle

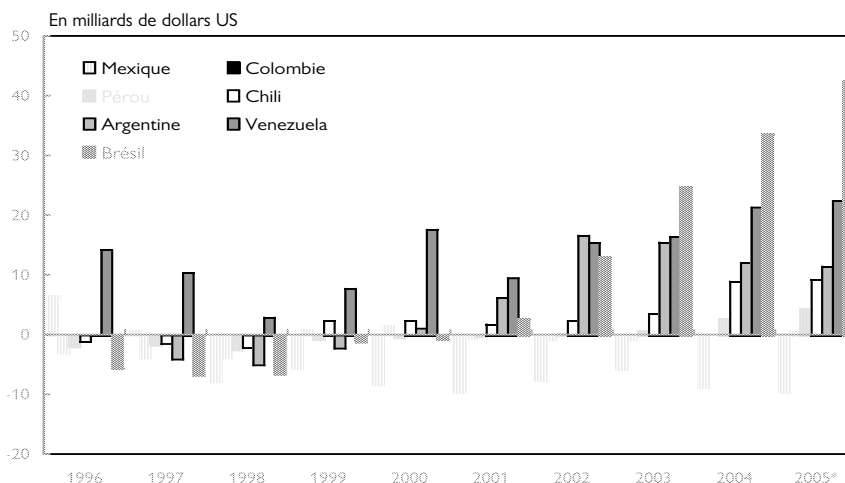
L'Amérique latine continue d'avoir le vent en poupe en 2005. Après les performances exceptionnelles de l'année dernière (6,2 % de croissance en moyenne) marquées notamment par la sortie de crise de plusieurs pays (Argentine, Venezuela, Uruguay), l'activité a progressé à un rythme encore soutenu au premier semestre, proche de 4,5 % l'an. Cette tendance se maintiendrait en 2006, à moins que le risque politique associé aux élections ne soit plus fort que prévu.

### L'année 2005 dopée par les matières premières

L'année 2005 poursuit la tendance initiée l'année dernière, malgré le ralentissement observé dans les pays qui arrivent dans le haut de leur cycle de croissance. Globalement, la croissance reste supérieure aux rythmes les plus élevés des dix dernières années. C'est le cas en Argentine, au Chili, et au Venezuela. Au Brésil et en Colombie, elle est revenue sur des rythmes moyens tandis qu'au Mexique, le retournement est plus marqué.

L'environnement international a continué d'être un soutien très fort à la croissance. Les exportations ont bénéficié du dynamisme de la demande étrangère notamment d'Asie dont la part dans les exportations de la région (hors Mexique, Equateur et Venezuela davantage orientés vers les Etats-Unis) a presque doublé en quatre ans et atteint environ 12 % (15 % pour le Brésil). Ce surcroît de demande porte en grande partie sur les matières premières, dont la région est exportatrice nette. Profitant d'un effet volume et d'un effet prix (suite à l'évolution des prix du pétrole) favorables, les pays (à l'exception du Mexique) enregistrent des excédents commerciaux encore très élevés en 2005 (graphique). Par ailleurs, les taux d'intérêt sur le marché des euro-obligations restent très bas, traduisant des spreads historiquement faibles. Cette situation, combinée à la

#### Balance commerciale\*



\* Calculée sur les sept premiers mois de l'année 2005.

Source : GlobalInsight.

## AMÉRIQUE LATINE : EN HAUT DU CYCLE ■

révision du risque pays par les agences de notation, a permis le retour des autorités argentines sur le marché de la dette en juillet dernier.

Cet afflux de devises en 2004 et au premier semestre 2005 tend à apprécier les monnaies locales par rapport au dollar, et ce, alors que le dollar lui-même s'apprécie vis-à-vis des autres grandes devises. Pour freiner le mouvement et lutter contre l'érosion de leur compétitivité, les banques centrales interviennent massivement sur le marché des changes ou renforcent les mesures de contrôle sur les entrées de capitaux (Argentine).

La consolidation des dynamiques de demande intérieure s'est poursuivie, avec notamment un boom de l'investissement productif (Brésil, Argentine, Chili) et une consommation privée bien orientée. Aux resserrements monétaires mis en place dans quelques pays, se sont combinées des politiques budgétaires restrictives (sauf au Venezuela). Soutenus par des recettes fiscales abondantes, les excédents primaires dépassent largement les objectifs 2005.

### Ralentissement en 2006 : cycle conjoncturel ou cycle électoral ?

En 2006, la région devrait connaître une croissance soutenue bien qu'en léger ralentissement par rapport à 2005. Les exportations continueront d'être portées par les Etats-Unis et la Chine et devraient rester avec un fort contenu en matières premières. Néanmoins, l'appréciation des taux de change effectifs réels s'accompagnerait de légères pertes de parts de marché, notamment sur les produits manufacturés. Simultanément, la consommation privée et l'investissement pâtiraient de politiques économiques relativement restrictives dans les pays les plus inflationnistes. En Argentine, au Chili, en Colombie, le resserrement monétaire devrait se poursuivre en 2006. A l'inverse, au Brésil, en réponse à l'amélioration des anticipations d'inflation, la Banque centrale a commencé à assouplir sa politique monétaire le 15 septembre dernier. Au Mexique, les autorités ont décidé de ne plus ancrer leur politique monétaire à celle des Etats-Unis afin d'alléger la pression sur une économie plutôt déprimée.

Néanmoins, derrière ce ralentissement cyclique traditionnel, la tenue des élections dans les grands pays de la région fin 2005 et 2006 (Brésil, Argentine, Mexique) pourrait alimenter l'incertitude sur les marchés financiers et constituer un facteur d'instabilité préjudiciable à la croissance. Pour le moment, les scandales politiques affectant les hauts dirigeants brésiliens depuis plusieurs mois n'ont pas affecté les marchés financiers, rassurés par la poursuite de la gestion macroéconomique. Mais la récurrence des crises en période électorale pourrait une nouvelle fois être vérifiée.

#### Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
PIB	1,7	6,2	3,9	3,4
Argentine	8,8	9,0	7,6	4,4
Brésil	0,5	4,9	3,5	3,3
Mexique	1,4	4,4	2,2	2,9
Importations	0,8	14,3	8,6	5,8
Exportations	-0,4	14,5	4,9	7,1
Demande adressée	0,5	14,1	5,0	7,0

Sources : FMI, calculs et prévisions OFCE, octobre 2005.

■ Guillaume Chevillon

## Europe centrale et orientale: entre deux eaux

La forte croissance en moyenne annuelle en 2004 des pays d'Europe centrale et orientale cache un ralentissement — à l'œuvre dès le second semestre — qui s'est poursuivi au début 2005 et pèse sur la croissance cette année. Les premiers bénéficiaires de l'entrée dans l'Union européenne permettront aux nouveaux pays membres de tirer leur épingle du jeu en 2006, avec une croissance en hausse, creusant ainsi l'écart conjoncturel vis-à-vis de leurs voisins moins bien lotis, dont la croissance se réduit pour la deuxième année consécutive, tandis que les perspectives d'élargissement s'éloignent avec l'échec récent du projet de Constitution européenne.

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

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2003	2004	2005	2006
Nouveaux pays de l'UE	25	3,5	4,5	3,7	4,5
<i>Pologne</i>	11	3,8	5,4	3,0	4,4
<i>République Tchèque</i>	5	3,2	4,4	4,2	4,4
<i>Hongrie</i>	4	2,9	4,2	3,6	3,9
Pays candidats <sup>1</sup>	8	4,9	6,7	4,7	4,5
Russie	39	7,3	7,2	5,7	5,4
Autres CEI <sup>2</sup>	15	8,5	10,4	6,7	6,5
Total	100	6,2	6,9	5,2	5,2

1. Roumanie, Bulgarie, Croatie.

2. Communauté des États Indépendants.

Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2005.

### Nouveaux pays membres

Les réformes entreprises dans le cadre du programme de convergence vers l'Union européenne portent leurs fruits. La discipline budgétaire, la forte productivité du travail et l'appréciation des taux de change effectifs contiennent les pressions inflationnistes mais pèsent sur la demande intérieure. Dans un contexte de demande européenne en berne qui ne favorise pas le commerce extérieur, ces éléments affaiblissent la croissance en 2005. La reprise progressive des importations de la zone euro, alliée au maintien des prix et des coûts dans les nouveaux pays membres (NPM) dynamiseront les exportations de ces derniers en 2006 et contribueront à l'accélération de la croissance.

La progression des entrées de capitaux longs, *via* notamment les flux d'investissements directs, contribue à la santé des devises des NPM vis-à-vis du dollar et de l'euro. La stabilité du prix du baril et le rebond des exportations dans un contexte de stabilité des changes aideront à la réduction du déficit de la balance commerciale en 2006.

Malgré leur anticipation d'une entrée prochaine dans l'Union économique et monétaire — avant 2010 pour la plupart d'entre eux — les NPM ne maintiennent pas leur contrôle des déficits publics à l'horizon de la prévision. Pour cause d'instabilité politique chronique, de mécontentements dus au fort chômage persistant et aux inégalités croissantes, et des besoins de la transition, les dépenses publiques ne seront pas plus restrictives. Les gouvernements projettent même des réductions fiscales.

## Pays hors Union européenne

Malgré la mise en garde de la Commission européenne au sujet du manque de réformes politico-judiciaires en Roumanie et Bulgarie, ces pays, qui demeurent dans une situation macro-économique incertaine, devraient poursuivre leurs réformes structurelles afin de ne pas obérer leurs chances de rejoindre un jour l'UE. Leurs difficultés présentes ne permettent toutefois pas d'envisager un rebond de l'économie en 2006.

Les autres économies de l'ancienne sphère soviétique souffrent d'instabilité politique et monétaire. Les mesures nécessaires à un contrôle de l'inflation qui doivent être engagées n'augurent pas d'une accélération de la croissance à l'horizon de la prévision.

En Russie, le ralentissement anticipé de la demande chinoise de pétrole d'ici 2006 pèse sur les revenus d'exportations énergétiques et la demande interne ne prend pas le relais. Après 7,2 % en rythme annuel en 2004, la croissance se réduit vers 5,5 % en 2005 et 2006. Malgré les engagements — encore peu crédibles — des autorités à restreindre leur interventionnisme politique dans le secteur privé, les perspectives de flux entrants d'investissements directs demeurent décevantes à moyen terme.

### 2. Prévisions de commerce extérieur en Europe centrale et orientale

Marchandises, variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
<b>Ex-CEI</b>				
Importations	20,5	11,5	8,9	14,8
Exportations	10,3	10,8	13,4	15,1
Demande adressée	13,6	12,5	8,4	11,9
<b>NPM</b>				
Importations	16,5	18,5	13,1	14,2
Exportations	14,0	14,4	4,4	11,4
Demande adressée	9,5	11,1	7,4	9,3

Sources : FMI, prévision OFCE octobre 2005.

■ Catherine Mathieu

## Royaume-Uni: freinage contrôlé?

Les nuages se sont lentement mais sûrement accumulés dans le ciel conjoncturel britannique au cours des derniers mois. La croissance a fortement ralenti à partir du deuxième trimestre 2004, le PIB n'affichant plus qu'une hausse de 1,5 % en glissement sur un an au deuxième trimestre 2005, contre 3,7 % un an plus tôt, ce qui rapproche la croissance britannique de celle de la zone euro (1,1 %) en l'éloignant de celle des États-Unis (3,6 %). La hausse des taux d'intérêt a freiné l'activité, alors qu'aucun soutien à la croissance n'est venu de l'environnement extérieur. La Banque d'Angleterre a amorcé une baisse de son taux directeur en août, pour le porter à 4,5 % et sera probablement amenée à le baisser encore d'ici la fin de l'année pour soutenir la croissance. L'inflation reste modérée, mais la conduite de la politique monétaire est rendue compliquée par les perspectives d'un prix du pétrole durablement élevé.

### Ralentissement confirmé de la demande intérieure

La révision annuelle des comptes nationaux de juin 2005 a singulièrement modifié le profil de la croissance de ces dernières années, ce qui conduit à relativiser quelque peu le ralentissement en cours. Ainsi, la croissance apparaît désormais avoir été plus forte en 2003 (2,5 % au lieu de 2,2 %), tandis que le ralentissement amorcé au deuxième trimestre 2004 est amplifié. Les comptes trimestriels parus le 28 septembre ont renforcé ce mouvement, retranchant 0,1 point de PIB par trimestre du deuxième trimestre 2004 au premier trimestre 2005.

La hausse passée des taux d'intérêt a bien mordu sur l'activité. La Banque d'Angleterre avait en effet enclenché un mouvement de hausse de ses taux directeurs en novembre 2003, portant ceux-ci de 3,5 points en octobre 2003 à 4,75 points en août 2004 pour les y maintenir pendant un an. A partir de l'été 2004, la demande intérieure, et en premier lieu la consommation des ménages, ont commencé à ralentir, plus nettement selon les comptes nationaux actuels que dans les versions précédentes. La hausse de la consommation est ainsi passée de 3,8 % en glissement sur un an au deuxième trimestre 2004 à 1,5 % un an plus tard. Parallèlement, la progression annuelle des ventes de détail en volume a décéléré, passant de 7 % à 1,5 %. Le ralentissement s'est poursuivi pendant l'été (+ 0,8 % seulement en août sur un an), ce qui suggère une croissance modérée de la consommation au troisième trimestre. La dégradation des opinions exprimée dans les enquêtes sur le commerce de détail et de gros réalisées par la CBI confirme cette perspective.

Du côté de l'offre, l'industrie manufacturière, qui était enfin parvenue à renouer avec une croissance positive en 2003-2004, se retrouve au bord de la récession, affichant une baisse de 0,3 % sur un an en août. L'indice de la production industrielle est en baisse plus sensible (-1,8 %) du fait de la poursuite de la baisse d'extraction de gaz et de pétrole en mer du Nord (près de 15 % sur un an). Les opinions des industriels n'ont cessé de se dégrader depuis l'été 2004, surtout en ce qui concerne les carnets de commandes, mais les perspectives de production à trois mois ont commencé à se redresser en juillet dernier et l'indice PMI des directeurs d'achat publié début octobre suggère une légère reprise de la production en septembre.

La production de services a elle aussi ralenti, passant de rythmes de 4,2 % en glissement sur un an à la mi-2004, à 2,2 % un an plus tard. Le ralentissement a été particulièrement prononcé dans les secteurs du commerce, tandis que l'activité des services financiers accélérât.

Début octobre, les informations conjoncturelles suggèrent une croissance du PIB modérée au troisième trimestre, voisine de 0,4 %, suivie d'une légère accélération au quatrième trimestre\*.

La modération de la consommation des ménages est bienvenue dans la mesure où elle s'accompagne d'une remontée du taux d'épargne (près d'1 point depuis le deuxième trimestre 2004), qui reste cependant historiquement bas, à 5 %. Le taux d'endettement des ménages s'est stabilisé à un niveau particulièrement élevé, de l'ordre de 150 % du revenu disponible. Ce n'est pas outre mesure inquiétant dans la mesure où la richesse nette des ménages est, elle aussi, élevée (de l'ordre de 700 % du revenu annuel), soutenue par la progression des cours boursiers (+ 20 % pour le FTSE sur un an en septembre), tandis que les prix de l'immobilier sont demeurés pratiquement stables, à de hauts niveaux, depuis août 2004. L'hypothèse d'une correction en douceur de la bulle immobilière formée depuis le milieu des années 1990, semble se réaliser. Les dépenses d'investissement logement ont aussi nettement fléchi. Une lente correction des déséquilibres des comptes des ménages est à l'œuvre.

Suite à la révision des comptes nationaux de juin, et face à la multiplication des signes de ralentissement retracés par les informations conjoncturelles, la Banque d'Angleterre a abaissé ses taux de 0,25 point en août dernier. Le vote a néanmoins été très partagé, cinq membres du Comité de politique monétaire s'exprimant pour une baisse de 0,25 point, 4 (dont le gouverneur) pour le *statu quo*. Début septembre, tous ont voté pour le maintien des taux, qui sont aussi restés inchangés lors de la réunion du 6 octobre. La conduite de la politique monétaire est rendue délicate par les prix élevés du pétrole et leur transmission possible au reste de l'économie.

L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a atteint 2,4 % sur un an en août, dépassant la cible d'inflation de 2 % de la politique monétaire. L'IPCH affichait une hausse de 1,1 % un an plus tôt, mais cette progression était alors particulièrement faible au regard des autres indicateurs d'inflation. Ainsi, l'augmentation de tensions inflationnistes, à l'exception des prix de l'énergie, n'est guère visible dans l'économie. L'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires (RPIX) était en hausse de 2,2 % en août 2005, contre 2,1 % un an plus tôt. L'indice des prix de détail (RPI) qui sert généralement de référence aux revalorisations des salaires et de prestations n'a pas connu d'accélération non plus. La progression des salaires nominaux reste voisine de 4 % en rythme annuel, en ligne avec celle de la productivité, tandis que le taux de chômage s'est stabilisé autour de 4,7 %. Les prix de l'immobilier sont stables.

Selon une règle de Taylor, la politique monétaire peut être jugée pratiquement neutre dans la période récente. Avec une inflation de 2,3 % pour

\* Notre indicateur avancé (voir Charpin F. et Mathieu C. « Un indicateur de croissance à court terme au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE*, n° 89, avril 2004) suggère une croissance proche de 0,4 % au troisième trimestre et de 0,7 % au quatrième trimestre 2005, sur la base des données disponibles le 6 octobre 2005.

## ■ Catherine Mathieu

une cible de 2 %, un écart de production négatif de 0,75 point selon les estimations du gouvernement britannique, et une constante supposée refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, de 2,5 %, le taux neutre serait de 4,5 %.

### Vers un redémarrage lent de la croissance

Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière reste inférieur à son niveau de long terme et les enquêtes suggèrent une croissance modérée de l'investissement des entreprises, qui permettrait une simple stabilisation du taux d'investissement à l'horizon 2006. L'investissement logement ne progresserait au mieux que modérément, si la correction des prix de l'immobilier se poursuit bien à l'horizon des prochains mois.

La consommation publique apparaît en retrait par rapport aux prévisions du budget présenté en mars 2005, qui tablait sur une hausse de près de 5 % en volume en 2004 et de 3 % en 2005 et 2006. L'investissement public progresse à des rythmes annuels de plus de 10 % en volume, et nous avons supposé que les plans inscrits dans le budget seraient réalisés. Au total, l'impulsion budgétaire serait légèrement négative cette année et l'an prochain, d'environ 0,2 point par an, sous l'hypothèse d'une croissance tendancielle de l'ordre de 2,5 %. Le déficit public resterait proche de 3 % à l'horizon 2006 et le Chancelier de l'échiquier pourrait parvenir à respecter la règle d'or qu'il s'est fixé, d'un solde public équilibré sur le cycle hors dépenses d'investissement.

Sous l'hypothèse d'une hausse du pouvoir d'achat du revenu de 1,8 % cette année et de 2,5 % l'an prochain, la consommation des ménages progresserait modérément, tandis que la reconstitution en cours du taux d'épargne se poursuivrait, amenant celui-ci à 6 % à la fin 2006 (soit une hausse d'1 point), un niveau encore faible...

L'environnement extérieur resterait peu porteur pour les producteurs britanniques, dont les principaux débouchés à l'exportation sont l'Union européenne (UE) (60 % des exportations de marchandises). Or, depuis la mi-2004, le volume des exportations britanniques vers les pays de l'UE stagne, contrastant avec une progression rapide vers le reste du monde (+ 16 %). Les exportateurs restent par ailleurs pénalisés par le niveau élevé de la livre, même si le taux de change effectif réel s'est légèrement déprécié depuis l'été 2004. Cette faible amélioration de la compétitivité-prix permettrait de limiter les pertes de parts de marché à l'horizon des prochains mois. Sous l'hypothèse d'une demande adressée en hausse de 6 % cette année et de 7 % l'an prochain, les exportations de marchandises progresseraient respectivement de 4,6 % et 4,8 %.

Seule la politique monétaire semble pouvoir éviter un ralentissement trop fort de la demande intérieure, ceci d'autant que l'environnement international n'est guère porteur. Nous envisageons une baisse de 0,25 point du taux de base au quatrième trimestre, qui serait annulée à la fin 2006, lorsque la croissance apparaîtra plus solide.

La croissance ne serait que de 1,7 % cette année et de 2,2 % l'an prochain, le maintien du prix du pétrole à un niveau plus élevé qu'anticipé dans la prévision étant le principal risque à la baisse pour la croissance britannique à l'horizon 2006.



## Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003				2004				2005				2006							
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	1,0	0,7	0,3	0,5	0,3	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	2,5	3,2	3,2	3,2	2,5	3,2	3,2	3,2	2,5	3,2	3,2	3,2	2,5	3,2	3,2	3,2
Consommation des ménages <sup>1</sup>	1,3	1,4	0,4	0,6	0,1	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,4	0,5	0,6	0,6	2,6	3,6	3,6	3,6	2,6	3,6	3,6	3,6	2,6	3,6	3,6	3,6	2,6	3,6	3,6	3,6
Consommation publique	0,1	0,0	0,2	0,3	0,5	0,5	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	4,5	2,6	2,6	2,6	4,5	2,6	2,6	2,6	4,5	2,6	2,6	2,6	4,5	2,6	2,6	2,6
FBCF totale <sup>2</sup>	1,1	1,6	0,5	1,0	-0,4	1,5	1,6	0,7	0,7	0,9	0,9	0,8	0,7	0,9	0,9	0,8	-0,1	4,9	4,9	4,9	-0,1	4,9	4,9	4,9	-0,1	4,9	4,9	4,9	-0,1	4,9	4,9	4,9
Dont																																
Productive privée	2,7	-0,3	1,9	0,4	-2,1	4,1	0,4	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7	0,4	0,7	0,7	0,7	-3,2	4,2	4,2	4,2	-3,2	4,2	4,2	4,2	-3,2	4,2	4,2	4,2	-3,2	4,2	4,2	4,2
Logement <sup>3</sup>	4,5	1,6	0,1	1,2	-1,1	-0,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	3,2	9,5	9,5	9,5	3,2	9,5	9,5	9,5	3,2	9,5	9,5	9,5	3,2	9,5	9,5	9,5
Publique <sup>3</sup>	-4,8	14,0	-7,0	4,8	10,9	-10,3	10,0	2,0	2,0	2,5	2,0	1,5	2,0	2,5	2,0	1,5	17,1	10,9	10,9	11,2	17,1	10,9	10,9	11,2	17,1	10,9	10,9	11,2	17,1	10,9	10,9	11,2
Exportations de biens et services	2,2	1,1	1,0	1,1	-0,7	4,4	-2,0	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2	3,9	3,9	3,5	1,2	3,9	3,9	3,5	1,2	3,9	3,9	3,5	1,2	3,9	3,9	3,5
Importations de biens et services	0,5	2,8	1,5	1,8	-0,8	1,9	-0,5	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4	1,8	5,9	5,9	3,5	1,8	5,9	5,9	3,5	1,8	5,9	5,9	3,5	1,8	5,9	5,9	3,5
Variations de stocks, en points de PIB	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2
<i>Contributions</i>																																
Demande intérieure hors stocks	1,0	1,3	0,4	0,6	0,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6	0,7	0,7	2,6	3,7	3,7	2,0	2,6	3,7	3,7	2,0	2,6	3,7	3,7	2,0	2,6	3,7	3,7	2,0
Variations de stocks	-0,5	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2
Commerce extérieur	0,4	-0,5	-0,2	-0,2	0,1	0,6	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,7	-0,7	-0,1	-0,2	-0,7	-0,7	-0,1	-0,2	-0,7	-0,7	-0,1	-0,2	-0,7	-0,7	-0,1
Prix à la consommation <sup>4</sup>	1,3	1,4	1,2	1,4	1,7	2,0	2,5	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	2,1	2,0	2,0	1,9	1,4	1,3	1,3	2,1	1,4	1,3	1,3	2,1	1,4	1,3	1,3	2,1	1,4	1,3	1,3	2,1
Taux de chômage, au sens du BIT	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	4,8	4,8	4,8	5,0	4,8	4,8	4,8	5,0	4,8	4,8	4,8	5,0	4,8	4,8	4,8
Solde courant, en points de PIB	-1,8		-2,2		-1,7		-1,8		-1,8				-1,8				-1,5	-2,0	-2,0	-1,8	-1,5	-2,0	-2,0	-1,8	-1,5	-2,0	-2,0	-1,8	-1,5	-2,0	-2,0	-1,8
Solde public <sup>5</sup> , en points de PIB																																
Impulsion budgétaire																																
PIB zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	1,8	1,8	1,3	0,7	1,8	1,8	1,3	0,7	1,8	1,8	1,3	0,7	1,8	1,8	1,3

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 (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 5. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, 2<sup>nd</sup> quarter 2005, 28 septembre 2005), prévision OFCE octobre 2005.

ROYAUME-UNI : FREINAGE CONTRÔLÉ ? ■

ROYAUME-UNI

■ Sabine Le Bayon et Matthieu Lemoine

## Zone euro: redémarrage sans reprise

### Manque de ressort à l'intérieur comme à l'extérieur

La reprise de la zone euro au second semestre 2003 avait fait long feu, avec un ralentissement dès la fin 2004. Au premier semestre 2005, la croissance a été atone (0,3 % chaque trimestre). L'écart de production de la zone s'est donc encore dégradé pour atteindre -2,3 % du PIB potentiel au deuxième trimestre 2005, tandis qu'aux États-Unis il s'est progressivement refermé depuis deux ans, pour atteindre -0,9 %. Ceci provient d'une conduite très différente des politiques économiques. D'une part, la politique budgétaire a été moins expansionniste dans la zone euro, avec une impulsion de -0,3 point de PIB en 2003-2004, contre 1,5 point aux États-Unis. D'autre part, la politique monétaire a été plus prudente dans la zone euro et ses effets sur les ménages par le canal de l'immobilier ont été limités. La baisse de l'euro enclenchée début 2005 devrait tout de même donner à l'avenir un peu d'oxygène à la zone, *via* son commerce extérieur.

Alors que la situation des entreprises s'est nettement améliorée et en particulier leur rentabilité, en lien avec le redressement des taux de marge dans plusieurs pays et le bas niveau des taux d'intérêt, le taux d'investissement est resté désespérément plat depuis la mi-2002. Certes un léger mieux se dessine en terme d'investissement productif dans les principaux pays (à l'exception de l'Italie où il avait chuté tardivement), mais la consommation privée n'est pas assez dynamique pour qu'un redressement du taux d'investissement s'opère. Quant à la transmission de la politique monétaire par le canal de l'immobilier, elle a certes fonctionné en France, en Italie et surtout en Espagne (où l'investissement logement a soutenu l'activité), mais elle a été inexistante en Allemagne et aux Pays-Bas, qui purgent encore les excès passés, et ont connu une contraction de leur investissement en logement.

Après la bonne surprise de la fin 2004, la consommation des ménages a ralenti au premier semestre 2005. En effet, les incertitudes pesant sur la situation économique ont eu raison de la légère accélération du revenu réel et des crédits à la consommation. Si la croissance de l'emploi s'est un peu redressée (à 0,7 % début 2005 en rythme annuel, après 0,3 % début 2004), celle des salaires réels par tête a en revanche été quasiment nulle. Le pouvoir d'achat de la masse salariale a donc peu augmenté, mais la consommation privée a tout de même bénéficié d'une petite accélération des crédits à la consommation (7 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2005).

Malgré les tensions sur les prix des produits énergétiques, l'inflation est restée sous contrôle dans la zone euro. Elle a même ralenti à 2 % au premier semestre 2005, avant de réaccélérer légèrement à 2,2 % en août 2005, suite à la nette hausse du prix du pétrole durant l'été. Le ralentissement des prix des produits manufacturés et des produits alimentaires a quasiment compensé la hausse du prix des produits pétroliers (qui a pourtant contribué pour 0,8 point à la croissance de l'indice global en août 2005). Le ralentissement de l'inflation sous-jacente (à 1,3 % en août 2005) tient principalement au ralentissement des prix des produits manufacturés, dont la progression est désormais nulle. Ceux-ci sont même en recul en Allemagne, en France et aux Pays-Bas.

Le commerce extérieur a moins pesé sur la croissance que fin 2004, principalement du fait de moindres importations, même si les exportations ont rebondi au deuxième trimestre. Cependant, l'excédent commercial vis-à-vis des pays n'appartenant pas à la zone a continué de se dégrader au premier semestre 2005 (à 18,1 milliards d'euros, après 41,1 milliards sur la même période de 2004), en raison d'un bond de 39 % des importations énergétiques. Si l'on s'intéresse aux soldes commerciaux par pays, l'Allemagne contribue fortement à l'excédent commercial de la zone, grâce à une stratégie de réduction des coûts salariaux agressive et à une orientation assez nette vers des pays à forte croissance. L'Italie, le Portugal et surtout la Grèce, la France et l'Espagne continuent quant à eux de plomber le solde de la zone euro, ces deux dernières ayant vu leurs déficits se détériorer nettement au premier semestre 2005. La France pâtit d'une orientation de ses exportations peu avantageuse, en raison de la faible demande adressée émanant de la zone euro, et en particulier de l'Allemagne. De plus, elle a été moins loin dans son processus d'ajustement des coûts que l'Allemagne. Quant aux entreprises italiennes et espagnoles, elles souffrent d'une forte progression des coûts salariaux unitaires.

## 2006 : pas de reprise sans soutien des politiques économiques

Après la dégradation de la conjoncture au début de l'année 2005, le moral des industriels témoigne d'un rebond amorcé à partir de mai 2005 (graphique) et l'indicateur de confiance dans l'industrie a rejoint son niveau de long terme en septembre 2005. De plus, l'indice PMI manufacturier est également revenu depuis le mois de juillet au-dessus de son niveau de référence, soit 50 % d'opinions positives (51,7 en septembre). Dans les services, l'indice d'activité PMI reste à un niveau élevé (54,7). Enfin, la confiance des consommateurs commence également à progresser, plaidant pour un scénario de redémarrage progressif soutenu par la consommation. Ainsi, l'activité accélérerait à partir du second semestre 2005.

En 2006, une véritable reprise, avec un taux de croissance supérieur au potentiel de la zone (de 1,9 % selon l'OCDE), nécessiterait de mener des politiques économiques plus expansives, ce qui ne sera pas le cas. Pour revenir dans les limites du Pacte de stabilité, un certain nombre de pays (notamment l'Allemagne, la Grèce, la France, les Pays-Bas et le Portugal) devraient en effet mener des politiques budgétaires restrictives. De plus, dans notre scénario, la Banque centrale européenne maintiendrait ses taux inchangés, malgré une croissance encore peu assurée et une inflation sous la barre des 2 %.

La dépréciation de l'euro enclenchée début 2005 mettrait fin à la dégradation de la compétitivité observée depuis 2002 et modérerait les pertes de parts de marché à l'export de la zone euro. De ce fait, la contribution du commerce extérieur à la croissance redeviendrait positive: elle passerait à 0,3 point en 2006, après - 0,2 en 2005. L'évolution des parts de marché à l'export serait très différenciée au sein de la zone euro. Elles se redresseraient en Allemagne, celle-ci continuant de prendre des marchés à ses partenaires. À l'inverse, en Italie, les pertes de parts de marché prononcées se poursuivraient. Entre les deux, la France connaîtrait des pertes de parts de marché modérées.

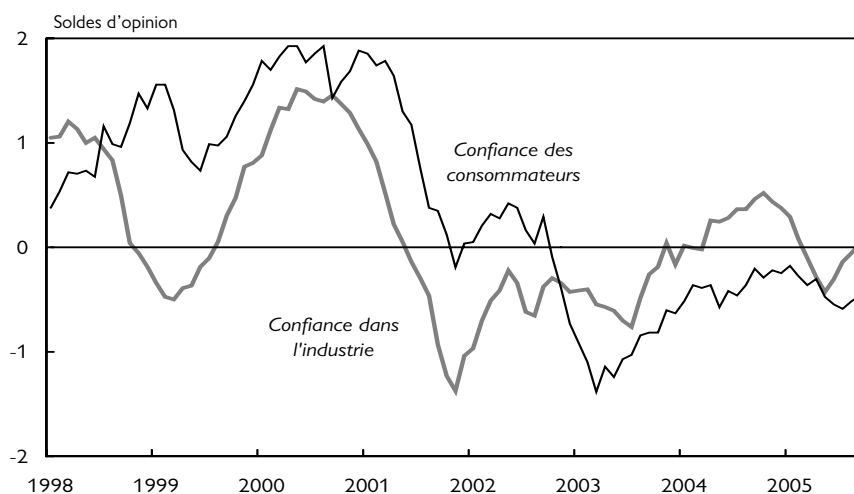
## ■ Sabine Le Bayon et Matthieu Lemoine

La consommation des ménages accélérerait<sup>1</sup>, principalement en raison de la baisse du chômage et marginalement grâce à la décélération de l'inflation. Celle-ci serait permise par l'arrêt de la hausse du prix du pétrole et, l'effet de second tour étant écarté, par l'absence de contagion de la hausse des prix de l'énergie sur les prix des autres produits. Après une remontée en 2005, le taux d'épargne baisserait même légèrement (de 14,4 % à 14,2 % entre 2005 et 2006), en raison de la baisse du taux de chômage (de 8,7 % à 8,4 % entre le 2<sup>e</sup> trimestre 2005 et la fin 2006). Celle-ci serait due à une reprise de l'emploi dont la croissance atteindrait 1 % en rythme annuel. À l'accélération de l'emploi en France et en Allemagne, s'opposerait une décélération en Italie et en Espagne, pays où le taux de chômage avait baissé en 2004 et où le redressement des gains de productivité se ferait pressant.

La meilleure tenue de la consommation privée favoriserait la poursuite de la reprise de l'investissement productif. Cependant, comme les taux d'utilisation des capacités de production restent stables, légèrement au-dessous de leur niveau de long terme, il ne devrait pas se produire de reprise par les investissements de capacités. L'investissement logement resterait dynamique dans les pays où la politique monétaire a déjà mordu, en raison du maintien des taux d'intérêt à un niveau faible.

La zone euro, dans son ensemble, croîtrait de seulement 1,3 % en 2005 et de 1,9 % en 2006. De ce fait, l'écart du PIB à son niveau potentiel resterait stable à - 2,2 % du PIB potentiel en 2006. Malgré une impulsion budgétaire négative (- 0,2), la croissance augmenterait en 2006, en raison d'une accélération de la demande intérieure hors stocks et du rétablissement du commerce extérieur.

### Indicateurs de confiance dans la zone euro



Note : les soldes d'opinion sont centrés-réduits.

Source : Commission européenne.

1. En 2006, les profils des consommations privée et publique et de l'inflation sont perturbés au niveau de la zone euro par la réforme de l'assurance santé aux Pays-Bas. Voir dans ce dossier le tableau « Pays-Bas » pour les détails.

## ZONE EURO : REDÉMARRAGE SANS REPRISE ■

ZONE EURO

## Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003				2004				2005				2006											
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,6	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9
Consommation des ménages	0,8	0,1	0,2	0,8	0,1	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1	1,5	1,3	1,3	1,1	1,5	1,3	1,3	1,1	1,5	1,3	1,3	1,1	1,5	1,3	1,3	1,1	1,5	1,3	1,3	1,1	1,5	1,3	1,3
Consommation publique	0,1	0,4	0,4	-0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	1,6	1,1	1,0	1,6	1,6	1,1	1,0	1,6	1,6	1,1	1,0	1,6	1,6	1,1	1,0	1,6	1,6	1,1	1,0	1,6	1,6	1,1	1,0	1,6
FBCF totale	0,3	0,2	0,4	0,4	0,0	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	1,5	1,5	2,9	0,7	1,5	1,5	2,9	0,7	1,5	1,5	2,9	0,7	1,5	1,5	2,9	0,7	1,5	1,5	2,9	0,7	1,5	1,5	2,9
Exportations de biens et services	1,7	2,4	1,1	0,5	-0,5	1,7	1,3	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,0	5,9	3,4	6,1	1,0	5,9	3,4	6,1	1,0	5,9	3,4	6,1	1,0	5,9	3,4	6,1	1,0	5,9	3,4	6,1	1,0	5,9	3,4	6,1
Importations de biens et services	1,0	2,4	2,2	1,3	-1,1	2,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	3,0	6,1	4,1	5,5	3,0	6,1	4,1	5,5	3,0	6,1	4,1	5,5	3,0	6,1	4,1	5,5	3,0	6,1	4,1	5,5				
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	0,3	0,6	0,7	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,0	0,4	0,7	0,6	0,0	0,4	0,7	0,6	0,0	0,4	0,7	0,6	0,0	0,4	0,7	0,6	0,0	0,4	0,7	0,6				
<i>Contributions</i>																																				
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	1,4	1,2	1,7	1,1	1,4	1,2	1,7	1,1	1,4	1,2	1,7	1,1	1,4	1,2	1,7	1,1	1,4	1,2	1,7				
Variations de stocks	-0,2	0,2	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,3	0,4	0,3	-0,1				
Commerce extérieur	0,3	0,0	-0,4	-0,3	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,7	0,0	-0,2	0,3	-0,7	0,0	-0,2	0,3	-0,7	0,0	-0,2	0,3	-0,7	0,0	-0,2	0,3	-0,7	0,0	-0,2	0,3				
Prix à la consommation (IPCH) <sup>*</sup>	1,7	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,1	2,1	1,8	1,5	1,5	1,5	2,1	2,1	2,0	1,6	2,1	2,1	2,0	1,6	2,1	2,1	2,0	1,6	2,1	2,1	2,0	1,6	2,1	2,1	2,0	1,6				
Taux de chômage, au sens du BIT	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	8,7	8,7	8,5	8,6	8,5	8,4	8,7	8,9	8,7	8,5	8,7	8,9	8,7	8,5	8,7	8,9	8,7	8,5	8,7	8,9	8,7	8,5	8,7	8,9	8,7	8,5				
Solde courant, en points de PIB																																				
Solde public, en points de PIB																																				
Impulsion budgétaire																																				
PIB USA	1,0	0,9	1,0	0,8	0,9	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	0,8	2,7	4,2	3,5	3,2	2,7	4,2	3,5	3,2	2,7	4,2	3,5	3,2	2,7	4,2	3,5	3,2	2,7	4,2	3,5	3,2				

\* 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, prévision OFCE octobre 2005.

■ Paola Monperrus-Veroni

## Allemagne: la solitude de l'offre

La dernière révision des comptes nationaux allemands (passage en base 2000, en indices chaînés et allocation des SIFIM), qui a conduit à une correction à la hausse du taux de croissance du PIB (+ 0,2 % en moyenne sur la période 1991-2004), ne modifie en rien le diagnostic d'une dynamique de croissance inférieure à la moyenne européenne depuis plus de dix ans. Elle confirme l'arrêt de la reprise de l'économie au deuxième trimestre 2004 après un an de croissance (+ 1,1 % en 2004). L'embellie du premier trimestre 2005 (+ 0,7 %) a été de courte durée et la stagnation qui s'est instaurée au deuxième trimestre atteste d'une succession de cycles courts et de la faible résistance aux chocs de l'économie allemande due à l'absence d'une demande autonome.

Si la révision des comptes nous renvoie une contribution moins négative de la demande intérieure à la croissance en 2004, le premier trimestre 2005 est à nouveau marqué par une contribution négative de la demande intérieure, notamment de la FBCF productive privée, qui diminue, et de la consommation privée en fort ralentissement. Ces évolutions ne sont que partiellement confirmées au deuxième trimestre par des échanges qui perdent leur rôle moteur et par une demande intérieure atone, soutenue uniquement par les dépenses publiques. Seuls des stocks en hausse empêchent l'affichage d'un taux de croissance du PIB négatif.

Sur cette faiblesse de toutes les composantes de la demande intérieure repose la fragilité d'un redémarrage (+ 0,9 % en 2005 et + 1,4 % en 2006) tiré principalement par les échanges extérieurs (+ 5,8 % et 7,7 % pour les exportations). La reprise ne sera pas auto-entretenu, car si l'offre se trouve incontestablement améliorée, la transmission à la demande via la FBCF productive (+ 1,5 % en 2005 et + 2,0 % en 2006) et l'emploi ne suffit pas à construire une demande intérieure solide. Le retour de la croissance allemande à un rythme proche du potentiel ne fera que stabiliser l'important écart de production accumulé depuis 2002, sans s'inscrire dans une dynamique durable de resserrement, du fait de sa forte vulnérabilité aux chocs extérieurs.

## Ménages: le chaînon manquant

La lente amélioration de l'emploi salarié, amorcée début 2004 après deux ans et demi de recul, a subi un coup de frein au premier trimestre 2005 et s'est accompagnée d'un ralentissement du taux de croissance de la population active. La reprise au deuxième trimestre est uniquement le fait des créations d'emplois subventionnés, à faible salaire et faible productivité, principalement dans les services. En revanche, les destructions d'emplois salariés soumis à cotisation se poursuivent. La meilleure performance de l'emploi total s'explique par la forte reprise de l'emploi indépendant tiré par les mesures d'aide à la création d'entreprise unipersonnelle de la loi Hartz II (Ich-AG et Überbrückungsgeld). L'anticipation du durcissement des conditions d'octroi des deux dispositifs depuis janvier 2005 serait à l'origine de la forte vague de créations d'entreprises individuelles au dernier trimestre 2004 et au début 2005.

Dans ce contexte morose pour l'emploi, la croissance de la masse salariale n'est due qu'aux hausses de salaire. Cependant, la plus forte hausse des salaires négociés par rapport à l'année 2004 (+ 1,8 % au premier semestre 2005 contre

1,4 % en 2004) ne s'est traduite que marginalement sur le salaire horaire effectif, du fait des plus nombreuses sorties des accords de branche, des créations d'emplois à bas salaire subventionnés ainsi que de la hausse sans compensation de la durée du travail. En dépit de l'évolution plus favorable de la masse salariale, le revenu disponible des ménages a stagné. Le coup de pouce fiscal dû à l'entrée en vigueur de la dernière étape de la réforme fiscale en janvier 2005 (0,4 point de RDB) a été plus que compensé par la hausse des cotisations sociales obligatoires (0,25 point de l'assurance dépendance pour les salariés sans enfants,) et des contributions facultatives (aux fonds d'entreprise, grâce au relèvement du plafond d'exonération fiscale de 2 470 à 4 300 euros, ainsi qu'aux retraites Riester). Au premier semestre 2005 le taux d'épargne se stabilisait au niveau de 10 %, atteint à la fin 2004, après sa hausse ininterrompue depuis 2001. La faible reprise de la consommation des ménages qui avait caractérisé la fin de l'année 2004 a donc été rapidement interrompue. L'investissement immobilier est resté atone et la faible demande de crédit par les ménages (hypothécaires et à la consommation) a induit une baisse supplémentaire du taux d'endettement des ménages. Les ménages ont porté leur épargne financière vers la liquidité, les produits non risqués, mais aussi l'épargne-retraite, augmentant ainsi leur épargne de précaution face à la précarisation de l'emploi et à la baisse des prestations résultant des réformes des retraites et de l'assurance maladie.

### Entreprises: profitabilité, pour quoi faire ?

Pourtant, ce n'est pas la profitabilité qui limite l'emploi. Le taux de marge des branches marchandes en Allemagne enregistre depuis 2001 la plus forte hausse parmi les grands pays de la zone euro. Un rythme d'évolution négatif des coûts salariaux unitaires depuis 2004 permet à la fois de prolonger ce partage de la valeur ajoutée favorable aux entreprises et de réduire la croissance des prix de la valeur ajoutée à un rythme proche de zéro. La progression de la productivité demeure en effet plus dynamique que celle des rémunérations par tête, du fait de la paralysie de l'emploi et du maintien de la modération salariale. Le taux de marge progresse davantage dans l'industrie du fait de l'accélération récente du déflateur de la valeur ajoutée, mais surtout du rythme fortement négatif de l'évolution des coûts salariaux unitaires, tirés vers le bas par les destructions d'emplois favorisant des gains de productivité très élevés.

L'absence de reprise marquée de l'investissement productif privé, malgré cette hausse des profits et l'effet d'entraînement des exportations, s'explique autant par le manque de perspectives de reprise du marché intérieur que par une hausse de l'épargne. Le taux d'autofinancement des sociétés non financières allemandes atteint 120 % à la fin 2004. Cependant, la baisse continue du crédit bancaire aux entreprises depuis la fin 2002, qui a conduit à un recul de 4 points du taux d'endettement, montre des signes de ralentissement au premier semestre 2005. Aussi, la contrainte posée par la difficulté de financement du risque, qui se manifeste par un taux sur les nouveaux crédits plus élevé en Allemagne qu'auprès des grands pays de la zone euro, se dissipe peu à peu.

Des capacités accumulées plus importantes que dans les autres grands pays de la zone peuvent être à l'origine de la stabilisation du taux d'investissement productif privé au premier semestre après sa reprise fin 2004. Il n'en reste pas moins que celui-ci a perdu 3 points depuis 2001. Le chiffre d'affaires intérieur en biens d'équipement, indicateur avancé fiable de la FBCF, est en progression rapide en juin et juillet et le taux d'utilisation des capacités remonte. Les plans

## ■ Paola Monperrus-Veroni

d'investissement pour l'année 2005 révélés par l'enquête semestrielle auprès des entreprises manufacturières sont révisés à la hausse et destinés principalement à l'extension des capacités.

Les perspectives de débouchés s'améliorent et l'indicateur IFO dans l'industrie et le commerce du mois de septembre récupère toute la baisse cumulée au premier semestre et revient au niveau atteint fin 2004. Auprès des entreprises manufacturières, les opinions sur la situation présente sont plus optimistes que les perspectives à six mois, mais les opportunités d'exportations sont jugées plus positives que dans le passé récent. Les nouvelles commandes en provenance de l'étranger marquent aussi une accélération en juillet.

### 2006 : à l'intérieur rien de nouveau

En 2006, la croissance serait principalement tirée par un environnement international plus porteur. L'accélération de la demande adressée à l'Allemagne, couplée à la dépréciation de l'euro, permettrait quelques gains de part de marché. La politique de réduction des marges des exportateurs allemands, qui leur a permis un certain maintien des parts de marché, s'inscrit dans une logique de long terme qui a précédé l'appréciation de l'euro. Elle ne serait pas remise en cause par l'amélioration de la contrainte monétaire extérieure, ni par la hausse du prix du pétrole qui n'a pas été répercutée sur les prix à la production hors énergie. Sa soutenabilité à l'horizon de la prévision est garantie par la baisse des coûts salariaux unitaires et des prix des produits importés. Si la contribution des échanges n'est que marginalement améliorée, c'est que la reprise des exportations est fondée sur des marchandises dont le contenu en valeur ajoutée allemande s'amenuise. Cette reprise active donc une hausse du taux de pénétration des importations résultant plus de l'activité passée de délocalisation de la production que d'une impulsion de la demande intérieure. Cette dernière est alimentée uniquement par la reconstitution des capacités de production, autorisée par la fin du processus de désendettement des entreprises et soutenue par une politique d'offre accrue. La poursuite des dispositifs de la loi Hartz IV (à l'exception du report à 2008 de l'abaissement de la durée d'indemnisation du chômage) et le basculement au 1<sup>er</sup> juillet 2005 de 0,45 point des cotisations à l'assurance maladie de l'employeur au salarié créent un environnement toujours plus favorable aux entreprises. Cette dernière mesure, comportant un coût de 0,3 point de RDB pour les ménages participe d'une forte décélération du revenu disponible brut en 2005, qui n'est que partiellement récupérée en 2006. À cela s'ajoutent l'introduction d'un facteur démographique dans le calcul des retraites, contribuant à la baisse des pensions, et le gel des salaires dans le secteur public. L'accélération des créations d'emplois, surtout des mini-jobs, ferait appel à une réserve de main-d'œuvre inactive (retraités et étudiants, femmes au foyer, non inscrits au chômage), laissant inchangé le taux de chômage (9,3 %) à l'horizon de la prévision. L'accroissement de la masse salariale, s'appuyant en 2006 sur une évolution du salaire négocié égale à celle de 2005 (+ 1,8 %) permettrait donc, à taux d'épargne inchangé (9,6 % et 9,7 % en 2005 et 2006), une faible reprise de la consommation des ménages (de - 0,1 % en 2005 à + 0,3 % en 2006).

Si la politique de l'offre commence à mordre en Allemagne du côté de l'emploi, elle ne remet pas en cause l'orientation du partage de la valeur ajoutée et ne permet toujours pas de répondre à un problème de chômage keynesien, caractérisé par une demande intérieure progressant à un rythme bien inférieur à celui de la population active et de la productivité.



## Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003				2004				2005				2006							
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,8	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,2	1,1	1,1	0,9	1,1	0,9	1,4	1,4	-0,2	1,1	1,1	0,9	1,1	0,9	1,4	1,4
Consommation des ménages	0,5	-0,2	0,0	0,8	-0,5	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,3	0,3	0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,3	0,3
Consommation publique	-1,0	-0,5	0,4	-1,9	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-1,6	-0,3	-0,3	0,1	-1,6	-0,3	-0,3	0,1	-1,6	-0,3	-0,3	0,1	-1,6	-0,3	-0,3
FBCF totale	-2,0	-0,3	1,0	-0,5	-1,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	-0,9	-1,6	-1,0	0,9	-0,9	-1,6	-1,0	0,9	-0,9	-1,6	-1,0	0,9	-0,9	-1,6	-1,0	0,9
Dont																																
Productive privée	-1,9	0,7	3,1	0,2	-0,3	-0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,7	0,8	-0,1	-0,1	1,5	2,0	-0,1	-0,1	1,5	2,0	-0,1	-0,1	1,5	2,0	-0,1	-0,1	1,5	2,0
Logement	-1,5	-1,4	-2,1	-0,2	-2,6	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,9	-3,0	-4,8	-0,9	-0,9	-3,0	-4,8	-0,9	-0,9	-3,0	-4,8	-0,9	-0,9	-3,0	-4,8	-0,9
Publique	-4,2	-2,6	-1,3	-6,1	-3,5	8,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-6,4	-6,6	-3,8	-1,0	-6,4	-6,6	-3,8	-1,0	-6,4	-6,6	-3,8	-1,0	-6,4	-6,6	-3,8	-1,0
Exportations de biens et services	3,3	3,2	-0,5	0,5	2,5	1,2	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,3	8,3	5,8	7,7	2,3	8,3	5,8	7,7	2,3	8,3	5,8	7,7	2,3	8,3	5,8	7,7
Importations de biens et services	1,6	2,0	2,4	0,5	-0,6	2,3	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	5,0	6,1	4,1	5,2	5,0	6,1	4,1	5,2	5,0	6,1	4,1	5,2	5,0	6,1	4,1	5,2
Variations de stocks, en points de PIB	-0,2	-0,4	0,3	0,2	0,1	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,6	0,0	0,3	0,1	-0,6	0,0	0,3	0,1	-0,6	0,0	0,3	0,1	-0,6	0,0	0,3	0,1
<i>Contributions</i>																																
Demande intérieure hors stocks	-0,3	-0,3	0,3	0,0	-0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	-0,5	-0,3	0,3	-0,1	-0,5	-0,3	0,3	-0,1	-0,5	-0,3	0,3	-0,1	-0,5	-0,3	0,3
Variations de stocks	0,0	-0,2	0,7	-0,1	0,0	0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,6	0,5	0,3	-0,2	0,6	0,5	0,3	-0,2	0,6	0,5	0,3	-0,2	0,6	0,5	0,3	-0,2
Commerce extérieur	0,7	0,6	-1,1	0,0	1,2	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,8	1,0	0,9	1,3	-0,8	1,0	0,9	1,3	-0,8	1,0	0,9	1,3	-0,8	1,0	0,9	1,3
Prix à la consommation (IPCH)*	1,0	1,9	1,9	1,9	1,7	1,7	1,9	2,0	2,0	1,8	1,6	1,6	2,0	1,8	1,6	1,6	1,0	1,7	1,8	1,7	1,0	1,7	1,8	1,7	1,0	1,7	1,8	1,7	1,0	1,7	1,8	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	9,1	9,2	9,3	9,3	9,4	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	8,8	9,2	9,3	9,3	8,8	9,2	9,3	9,3	8,8	9,2	9,3	9,3	8,8	9,2	9,3	9,3
Solde courant, en points de PIB	4,2		5,7		6,2		5,3		6,2		6,5		6,2		6,5		2,4	4,9	5,8	6,4	2,4	4,9	5,8	6,4	2,4	4,9	5,8	6,4	2,4	4,9	5,8	6,4
Solde public, en points de PIB																																
Impulsion budgétaire																																
PIB zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.  
Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2005.

■ Paola Monperrus-Veroni

## Italie : cosmétique de la crise

Le résultat positif de l'économie italienne au deuxième trimestre 2005 (+ 0,7 % sur le trimestre précédent) fait suite à deux trimestres de récession et à un taux de croissance du PIB en 2004 (1 %) nettement en deçà de celui enregistré dans la zone euro (1,8 %). Depuis 2001, le PIB italien croît en moyenne de 0,8 % par an contre 1,3 % dans la zone euro, alternant des chutes courtes et d'ampleur limitée et des reprises brèves et de faible intensité. Le différentiel d'activité avec la zone euro est dû à une contribution du solde extérieur à la croissance du PIB négative (contribution cumulée de - 1,2 point depuis 2001, contre 0,7 dans la zone euro), qui confirme l'existence d'un problème de compétitivité bien plus profond que le simple résultat des chocs transitoires (renchérissement de l'euro) subis par l'ensemble des pays membres. Au contraire, le rythme d'évolution de la demande intérieure italienne est proche de celui de la zone euro. Cependant, il est bâti sur des bases très fragiles. La consommation des ménages est tirée principalement par la composante des biens durables, qui progresse depuis 2003 au même rythme que lors de la phase de croissance de 1999-2000 (quand le PIB évoluait à des rythmes annuels proches de 3 % en glissement); l'investissement est alimenté depuis 2001 uniquement par la composante construction. Or, la vivacité de l'immobilier comme celle de la consommation en biens durables repose plus sur l'endettement que sur la progression du revenu disponible réel des ménages.

À l'horizon de la prévision le redémarrage de la demande extérieure et de l'investissement productif ne suffirait pas à compenser la persistance des problèmes d'offre, ainsi que la timidité de la consommation des ménages. La reprise de l'économie italienne se ferait donc à un rythme inférieur à celui de la zone euro ainsi qu'à son potentiel de croissance. Et cela d'autant plus que l'ampleur de la baisse du PIB enregistrée fin 2004 et au premier trimestre 2005 conditionne le résultat de l'année en cours, laissant un acquis de croissance nul au deuxième trimestre 2005.

### Récession dans l'industrie: l'enracinement

La contribution de l'industrie italienne à la croissance de l'activité a été encore négative au début 2005 comme c'est le cas depuis 2000, contrairement à la France et à l'Allemagne. À plusieurs reprises nous avons évoqué le problème de la spécialisation en produits traditionnels et à fort contenu en main-d'œuvre de l'industrie italienne, qui expose ses exportations à la concurrence des pays en développement, producteurs à faibles coûts. Nous avons aussi recherché dans la plus forte progression des marges des exportateurs italiens, peu conciliable avec des gains de parts de marché, le résultat d'une remontée en gamme et en qualité de la production. Cependant, cette modification de la structure productive semble à ce jour insuffisante à faire progresser la valeur ajoutée industrielle (- 0,8 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2005), qui est aussi déconnectée de l'évolution du PIB que la production industrielle (- 2,4 % en glissement annuel en juillet). Certes, cette longue phase récessive de l'industrie résulte d'un processus de restructuration, qui a engendré l'éviction des entreprises moins compétitives et l'amélioration de la profitabilité de celles restantes. La forte dégradation du taux de marge des entreprises industrielles intervenue fin 2004, s'est bien arrêtée en début

d'année 2005, malgré la décélération du prix de la valeur ajoutée industrielle. Les coûts salariaux unitaires ont en effet retrouvé un rythme de progression annuel proche de 2 % après la flambée du quatrième trimestre 2004. Cela est le fait d'une progression plus modérée des rémunérations par tête, mais aussi de l'arrêt de la dégradation de la productivité, qui a pourtant eu lieu aux dépens de l'emploi. Malgré la faiblesse conjoncturelle et le maintien d'un taux d'auto-financement élevé, au premier semestre 2005, la demande de crédit des entreprises a enregistré une accélération, signalant l'anticipation d'une reprise imminente de la demande. Au cours de l'été les indicateurs conjoncturels signalent une amélioration du cycle. La hausse des opinions des entrepreneurs sur les commandes s'ajoute au rebond des nouvelles commandes, tant étrangères que nationales. L'opinion sur les commandes internes des producteurs de biens d'équipement confirme le rebond de leur chiffre d'affaires à la fin de l'été. En revanche, la situation dans le secteur des biens de consommation est moins réjouissante: le chiffre d'affaires intérieur a stagné au cours de l'été et les perspectives de demande et de production se sont dégradées. Par ailleurs, la vitalité de la composante la plus dynamique de la consommation, celle en biens durables, ne profite pas aux producteurs italiens. Elle est de plus en plus satisfaite par des produits importés, les producteurs italiens ayant manqué le redéploiement de leur structure productive dans ce secteur. Les signaux d'une inversion du cycle doivent donc s'interpréter à la lumière des problèmes structurels encore non résolus de l'industrie italienne et se lire comme ceux d'une reprise, qui ne mettra pas fin à la phase de contraction de l'activité dans l'industrie à l'horizon de la prévision.

## Partage emplois-salaires: révélations des régularisations

Le premier semestre 2005 a été caractérisé de nouveau par des créations d'emplois assez dynamiques et par une élasticité à l'activité assez élevée. L'emploi total est soutenu par les créations d'emplois dans le bâtiment, à un taux de croissance proche de 2 %, et dans les services, alors que les destructions d'emplois dans l'industrie se sont accélérées (- 1,4 % en glissement au deuxième trimestre 2005). La croissance de la population active continue d'être entièrement alimentée par les régularisations de travailleurs immigrés (application de la loi Bossi-Fini) sans lesquelles la population active aurait montré ses premiers signes de flexion. Cette arrivée massive de population active limite le recul du taux de chômage. Cependant, ce phénomène des régularisations est appelé à s'estomper fin 2005 et dévoilera alors une baisse plus structurelle des nouveaux entrants sur le marché du travail. Aussi, la précarité des postes associés à cet emploi fraîchement régularisé, notamment dans le bâtiment et dans les services, induirait, à l'horizon 2006, une hausse du nombre de chômeurs contribuant à l'arrêt de la baisse continue du taux de chômage depuis 1998.

Si l'emploi salarié a été tiré principalement par les contrats à durée indéterminé (CDI) et si les contrats à plein temps ont contribué autant que ceux à temps partiel aux créations d'emplois salariés, il n'en reste pas moins vrai que la totalité des formes plus flexibles d'emploi (CDD et temps partiel) ont contribué pour les deux tiers à la progression de l'emploi au premier semestre 2005. Ce résultat n'est pas sans conséquence sur les salaires: depuis le troisième trimestre 2004 le salaire effectif progresse moins que le salaire négocié, signalant que ce déplacement de la composition de l'emploi vers des travailleurs à faible

## ■ Paola Monperrus-Veroni

saire (immigrés à faible qualification, femmes et jeunes embauchés avec des contrats flexibles) a ouvert, vers le bas, la fourchette salariale.

### Consommation: optimisme non durable

Le rebond de la masse salariale au premier semestre 2005, à laquelle s'est ajoutée une hausse de la richesse financière des ménages, a bien provoqué une reprise de la consommation privée après le trou d'air enregistré à la mi-2004. Cette évolution correspond néanmoins à un glissement annuel de 1 %, en ligne avec la croissance peu glorieuse des dépenses des ménages depuis 2003. Les ménages italiens ont en effet progressivement baissé leur propension à consommer et maintenu une croissance solide de l'épargne financière, malgré la progression de leur endettement. Certes, l'endettement soutient la consommation en biens durables, mais il est constitué principalement de crédits hypothécaires. Or, la faiblesse des taux d'intérêt ainsi que le niveau relativement faible de l'endettement des ménages italiens limitent le poids des charges de la dette sur le revenu disponible. À tout cela s'ajoute une hausse de la propension à épargner alimentée par un motif de précaution, entretenu par la dégradation du solde public et par l'anticipation de mesures de régulation budgétaire. Le pouvoir d'achat des ménages a pu néanmoins profiter de la concomitance de la hausse des prix de l'énergie avec le dégonflement de la bulle inflationniste sur les produits alimentaires et la pression à la baisse des prix des segments textile-habillement et électroménager exercée par les pays nouvellement industrialisés. Le différentiel d'inflation avec la zone euro a pu se fermer au mois d'août (+ 2 % de progression de l'IPC en glissement annuel).

L'épuisement progressif de la phase d'ajustement aux réformes du marché du travail et les quotas plus stricts prévus pour les nouveaux immigrés, permettront, par le ralentissement de l'emploi, un rebond de la productivité du travail. L'émergence, hors du champ de la négociation contractuelle de branche, d'un segment à bas salaires, ainsi qu'une réduction égale à 0,1 point de PIB des cotisations patronales en 2006, s'y associeraient contribuant aussi à une moindre accélération des coûts salariaux unitaires. Ces évolutions prônent pour un partage de la valeur ajoutée peu favorable aux salariés et pour une progression du revenu disponible des ménages alimentée principalement par la valorisation de leur richesse financière. Si la baisse des prix alimentaires touche à sa fin et si des augmentations de la taxe sur le tabac et des tarifs liés à l'énergie sont attendus, la pression à la baisse des prix des produits industriels est un phénomène plus structurel, contribuant au maintien d'une inflation très modérée encore en 2006. Néanmoins, le maintien d'une épargne de précaution élevée pèserait sur l'évolution d'une consommation des ménages (+ 1,1 % en 2005 et + 1,3 % en 2006) sans franche accélération par rapport aux rythmes connus depuis trois ans. Le PIB continuerait de croître (+ 0,1 % en 2005 et + 1,2 % en 2006) tiré par les services et le bâtiment, et soutenu par la disponibilité de crédit et par la prolongation des déductions fiscales à la rénovation de l'habitat. La reprise de la FBCF productive (+ 2,7 % en 2006 contre - 2,8 % en 2005) répondrait à une demande adressée de l'extérieur plus dynamique. L'amélioration de la compétitivité, par la décélération des coûts salariaux unitaires et par l'affaiblissement de l'euro, limiterait quelque peu la perte de parts de marché.

## Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003	2004	2005	2006
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,5	0,3	0,4	-0,4	-0,5	0,7	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	1,0	0,1	1,2
Consommation des ménages	1,1	-0,5	0,0	0,5	0,1	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,4	1,0	1,1	1,3
Consommation publique	-0,3	0,2	0,2	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	2,3	0,7	0,9	0,7
FBCF totale <sup>1</sup>	3,4	0,5	-1,5	-1,3	-0,8	1,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	-1,8	1,9	-0,8	3,1
Dont																
Productive	4,3	0,3	-3,5	-1,9	-0,3	0,3	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	0,9	-4,4	1,1	-2,8	2,7
Bâtiment	2,2	0,7	1,1	-0,6	-1,4	3,1	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	1,7	3,0	1,7	3,6
Exportations de biens et services	-1,5	3,7	4,5	-4,5	-4,7	5,5	0,9	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9	-1,9	3,2	-0,4	4,8
Importations de biens et services	-0,3	1,9	1,1	0,1	-2,9	4,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,3	2,5	2,4	4,8
Variations de stocks, en points de PIB	0,3	0,2	-0,1	0,9	0,9	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,7	0,3	0,6	0,3
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	1,3	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,9	1,1	0,6	1,6
Variations de stocks	-0,4	0,0	-0,3	0,9	0,1	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	-0,3	0,3	-0,3
Commerce extérieur	-0,3	0,5	1,0	-1,4	-0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,2	-0,8	0,0
Prix à la consommation (IPCH) <sup>2</sup>	2,3	2,3	2,2	2,2	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	1,7	1,7	1,8	2,8	2,3	2,1	1,8
Taux de chômage, au sens du BIT	8,2	8,0	7,9	8,0	7,9	8,3	8,3	8,3	8,0	8,3	8,2	8,1	8,4	8,0	8,2	8,1
Solde courant, en points de PIB																
Solde public, en points de PIB																
Impulsion budgétaire																
PIB zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	1,8	1,3	1,9

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, prévision OFCE octobre 2005.

■ Sabine Le Bayon

## Espagne: dernières cartouches

Depuis le creux relatif de 2002 (avec une croissance de 2,7 %), la croissance du PIB espagnol a progressivement accéléré. L'écart avec la zone euro, qui s'était réduit avec la reprise de celle-ci à partir de la mi-2003, s'est à nouveau creusé depuis la mi-2004. Il a aussi été amplifié avec le passage des comptes nationaux en base 2000 et l'intégration de nouvelles informations, la croissance espagnole ayant été relevée de 0,5 point par an en moyenne depuis 1999, soit plus que la moyenne des révisions pour les pays de la zone. Au final, en 2004, seules la Finlande, la Grèce et l'Irlande ont crû plus vite que l'Espagne. Cependant, cette croissance rapide, basée sur une demande intérieure dynamique, n'est pas sans danger: l'endettement des ménages, déjà élevé, continue de croître à un rythme important, l'inflation est nettement supérieure à celle de la zone euro et la compétitivité se dégrade. Tant que les taux d'intérêt resteront bas, l'Espagne devrait continuer de caracoler dans le peloton de tête des pays de la zone euro, comme le prévoit notre scénario pour la fin 2005 et 2006. Mais le retour de bâton pourrait être sévère quand la Banque centrale européenne resserrera sa politique monétaire.

### Les ménages tirent la croissance

Au premier semestre 2005, la demande intérieure est restée le moteur de la croissance, même si l'investissement productif et la consommation privée ont légèrement fléchi. Après des rythmes très élevés en 2004 (1,4 % en moyenne en variation trimestrielle), la consommation des ménages a retrouvé une croissance plus raisonnable au premier semestre 2005 (0,8 % en moyenne). Cette bonne tenue de la consommation s'explique par un recours accru au crédit dans des conditions financières favorables et surtout par un revenu réel dynamique. Alors que le salaire réel par tête est en recul depuis la mi-2004, les créations d'emplois élevées permettent au pouvoir d'achat de la masse salariale de progresser à un rythme annuel proche de 3 %. Depuis la mi-2003, la croissance de l'emploi n'a cessé d'accélérer, pour atteindre 3,1 % au premier semestre 2005 selon la comptabilité nationale (5,4 % selon l'enquête de population active). Les services marchands expliquent 42 % de ces créations d'emplois et le bâtiment 35 %. En revanche, l'emploi industriel reste atone. Du fait de la bonne tenue de l'emploi, et malgré une population active en forte croissance (+ 3,6 % en rythme annuel au premier semestre 2005), le taux de chômage a poursuivi sa baisse, pour se situer à 9,6 % au deuxième trimestre 2005 d'après Eurostat (contre 8,8 % dans la zone euro). La décélération de la croissance de la consommation au premier semestre 2005 est toutefois cohérente avec la baisse de l'indice de confiance des consommateurs entre janvier et juin 2005, du fait des anticipations de hausse des prix. L'inflation n'est en effet jamais repassée sous les 3 % depuis la mi-2004 et le différentiel avec la zone euro atteint 1,2 point en moyenne sur les huit premiers mois de 2005. Comme dans les autres pays de la zone euro, l'inflation est tirée vers le haut par la hausse du prix du pétrole qui y contribue pour 0,7 point (contre 0,2 sur la même période de 2004). Mais surtout, la croissance du prix des services se maintient à un rythme proche de 4 %. En revanche, les prix alimentaires et des produits manufacturés sont orientés à la baisse.

L'investissement en logement est resté très dynamique au premier semestre 2005 (2 % en moyenne en variation trimestrielle). Entre le début 1998 et la

mi-2005, le taux d'investissement logement a ainsi augmenté de 2,4 points pour atteindre 7,4 %, soit l'un des niveaux les plus élevés de la zone euro. La faiblesse des taux d'intérêt hypothécaires réels, quasi-nuls depuis la mi-2004, a permis aux ménages de rester solvables malgré l'envolée des prix. La demande de crédits hypothécaires a encore accéléré au premier trimestre 2005 à 21,5 % en glissement annuel. En revanche, la nette reprise de l'investissement productif durant la deuxième moitié de l'année 2004 s'est tassée au premier semestre 2005, en lien avec la dégradation des soldes d'opinion sur les carnets de commandes. Cet attentisme des entreprises en matière d'investissement les a conduites à utiliser plus intensivement le capital en place, comme en témoigne le niveau élevé du taux d'utilisation des capacités de production.

## Un déficit commercial record

Du fait de coûts salariaux unitaires élevés et de l'appréciation de l'euro, et malgré les efforts de marges à l'exportation, les exportateurs espagnols ont perdu des parts de marché en 2004 pour la première fois depuis le début des années 1990. Alors que les exportations ont peu progressé, les importations ont connu une croissance élevée, en raison du dynamisme de la demande intérieure et des pertes de compétitivité sur le marché intérieur. Le déficit commercial s'est donc nettement détérioré en 2004, passant de 5,1 % du PIB en 2003 à 6,3 % en 2004 (et même 7,1 % au second semestre 2004) et la contribution du commerce extérieur à la croissance a été très négative (- 2,2 points, après - 0,9 en 2003). Au premier semestre 2005, le commerce extérieur a moins pesé sur la croissance, mais le déficit commercial est resté élevé, à 7 % du PIB. Ce ratio est désormais supérieur en Espagne à celui des États-Unis et se rapproche des ratios portugais et grecs (respectivement 10,8 % et 15,4 % du PIB en 2004). La hausse du prix du pétrole joue évidemment un rôle dans ce résultat, puisque les importations de produits énergétiques (pétrole et gaz principalement) ont bondi de 36,2 % sur les six premiers mois de 2005 par rapport à 2004. Le déficit des produits énergétiques explique ainsi 31 % du déficit du premier semestre 2005. Mais il n'est pas seul en cause : tous les soldes par produits sont désormais déficitaires, à l'exception du solde des produits alimentaires. Cette détérioration du déficit commercial, associée à un moindre excédent lié au tourisme, a conduit à une dégradation du déficit courant (7,5 % du PIB au premier semestre 2005, après 5,3 % en 2004).

## 2006 : maintien des déséquilibres

Parmi les grands pays de la zone euro, l'Espagne fait figure d'exception à plus d'un titre. D'une part, la consommation privée est dynamique, alors qu'elle est atone dans la zone euro (respectivement + 4,4 % et + 1,5 % en 2004). D'autre part, l'état des finances publiques est très satisfaisant. Si dans la zone euro le déficit a atteint 2,7 % du PIB en 2004, il a été quasiment nul en Espagne (0,1 % du PIB). De plus, la dette publique ne représente plus que 47 % du PIB (contre 61 % en 2000). Cependant, le modèle espagnol, basé sur l'endettement des ménages, est difficilement soutenable à moyen terme. L'endettement de ceux-ci est désormais élevé (117 % de leur revenu en 2004) et trouvera nécessairement une limite. Certes, les charges d'intérêt sont faibles (3,8 % du revenu des ménages en 2004), mais elles devraient augmenter rapidement si le flux de

## ■ Sabine Le Bayon

nouveaux crédits reste élevé alors que les taux d'intérêt ne baissent plus, et ce même si l'allongement de la durée des prêts se poursuit. Par ailleurs, les problèmes posés par la compétitivité ne semblent pas en voie de résolution. Dans un contexte de très faibles gains de productivité, les entreprises laissent filer leurs prix pour augmenter leurs marges. Ceci conduit à une érosion du salaire réel des ménages, mais le dynamisme de l'emploi et des crédits est encore suffisant pour soutenir la consommation. Cependant, les produits espagnols, en majorité à faible valeur ajoutée, sont de moins en moins compétitifs à l'extérieur. Avec la concurrence accrue des pays de l'Est et des pays asiatiques, l'avantage de compétitivité dont bénéficiait l'Espagne après son entrée avec un change sous-évalué dans la zone euro n'est désormais plus suffisant. Dans ce contexte, la capacité de financement de l'économie espagnole vis-à-vis de l'extérieur n'a pas cessé de se dégrader depuis 1997, passant de 1 % du PIB à - 4,2 % en 2004. Face à la nette hausse de la part de l'investissement dans le PIB (qui est passée de 22 % en 1997 à 26,5 % en 2004), émanant tant des entreprises que des ménages, le taux d'épargne de l'ensemble des agents est resté quasiment stable depuis 1997 (autour de 22 % du PIB), la hausse du taux d'épargne des administrations publiques ayant juste compensé la baisse de celui des entreprises et des ménages.

Ce modèle de croissance déséquilibrée devrait néanmoins se poursuivre à l'horizon de notre prévision pour plusieurs raisons. L'impact sur l'économie des pertes de compétitivité à l'exportation serait atténué par la fin de l'appréciation de l'euro (avec pour conséquence une contribution du commerce extérieur à la croissance un peu moins négative) et les déséquilibres en matière d'endettement des ménages et de prix immobiliers devraient encore s'accroître. En effet, le maintien des taux d'intérêt dans la zone euro à leur niveau actuel repousserait l'éclatement de la bulle immobilière et le désendettement des ménages à un horizon plus lointain que l'année 2006. Toutefois, au second semestre 2005 comme en 2006, la consommation privée croîtrait moins vite qu'en 2004, à des rythmes trimestriels de 0,7 %. Le revenu des ménages pâtirait d'un léger ralentissement du rythme de créations d'emplois. Les pertes de productivité dans le secteur du bâtiment, comme leur ralentissement marqué observé dans l'industrie (même s'ils restent légèrement positifs), conduiraient à de moindres créations d'emplois dans ces secteurs, seulement en partie compensées par un emploi toujours dynamique dans les services marchands.

L'investissement en bâtiment resterait bien orienté fin 2005 et en 2006. Le nombre de permis de construire accordés sur les cinq premiers mois de 2005 est élevé (300 000, soit 6 % de plus que sur la même période de 2004) et les conditions de financement resteraient favorables à l'immobilier. La croissance de l'investissement productif accélérerait en rythme trimestriel au cours du second semestre 2005 et en 2006. Plusieurs raisons incitent à l'optimisme. D'abord, la demande intérieure resterait élevée et les débouchés extérieurs prendraient peu à peu le relais. Ensuite, du fait du haut niveau du taux d'utilisation des capacités de production, cette demande nécessitera des investissements élevés si les entreprises veulent y répondre. Enfin, la bonne situation opérationnelle et financière des entreprises leur permettra d'investir sans problème. En particulier, leur taux de marge est élevé et le bas niveau des taux d'intérêt favoriserait la poursuite d'un endettement à faible coût. Au final, la croissance espagnole atteindrait 3,3 % en 2005, avant de ralentir légèrement en 2006 (2,9 %), à un rythme proche de son potentiel.



## 2. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003				2004				2005				2006											
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,8	0,8	0,6	1,0	0,9	0,9	0,7	0,7	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	2,9	3,1	3,1	3,3	2,9	3,1	3,3	2,9	2,9	3,1	3,1	3,3	2,9	3,1	3,3	2,9
Consommation des ménages	1,6	0,9	1,4	1,6	0,9	0,7	0,7	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	2,6	4,4	4,4	4,1	2,6	4,4	4,1	2,9	2,6	4,4	4,1	2,9	2,6	4,4	4,1	2,9
Consommation publique	3,0	2,4	0,9	0,0	2,1	1,6	1,1	1,1	2,1	1,6	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	4,8	6,0	6,0	5,2	4,8	6,0	5,2	4,7	4,8	6,0	5,2	4,7	4,8	6,0	5,2	4,7
FBCF totale <sup>1</sup>	0,1	0,9	1,7	3,3	0,9	1,4	1,1	1,3	0,9	1,4	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	5,6	4,9	4,9	6,5	5,6	4,9	6,5	5,7	5,6	4,9	6,5	5,7	5,6	4,9	6,5	5,7
Dont																																				
Productive	-0,9	-0,4	4,4	3,7	0,0	0,5	0,7	1,0	0,0	0,5	0,7	1,0	1,3	1,4	1,5	1,5	1,3	1,4	1,5	1,5	4,8	4,2	4,2	5,9	4,8	4,2	5,9	4,9	4,8	4,2	5,9	4,9				
Bâtiment	0,9	2,0	-0,5	2,8	1,6	2,2	1,5	1,5	1,6	2,2	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	6,2	5,5	5,5	7,0	6,2	5,5	7,0	6,3	6,2	5,5	7,0	6,3				
Exportations de biens et services	2,3	-0,6	1,4	-0,8	-1,9	3,2	0,7	1,1	-1,9	3,2	0,7	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,1	1,2	1,3	1,3	3,6	3,3	3,3	1,1	3,6	3,3	1,1	5,1	3,6	3,3	1,1	5,1				
Importations de biens et services	2,3	2,4	3,5	1,6	-2,0	4,8	1,1	1,6	-2,0	4,8	1,1	1,6	1,8	2,0	2,1	2,1	1,8	2,0	2,1	2,1	6,0	9,3	6,1	8,0	6,0	9,3	6,1	8,0	6,0	9,3	6,1	8,0				
Variations de stocks, en points de PIB	0,4	0,9	0,9	0,8	0,4	0,9	0,8	0,8	0,4	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,8	0,8	0,7	0,5	0,8	0,7	0,8	0,5	0,8	0,7	0,8				
<i>Contributions</i>																																				
Demande intérieure hors stocks	1,5	1,2	1,5	1,9	1,2	1,1	0,9	1,0	1,2	1,1	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	3,8	5,0	5,0	5,2	3,8	5,0	5,2	4,3	3,8	5,0	5,2	4,3				
Variations de stocks	-0,5	0,6	0,0	-0,1	-0,5	0,6	-0,1	0,0	-0,5	0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,1				
Commerce extérieur	-0,1	-1,0	-0,8	-0,8	0,2	-0,8	-0,2	-0,3	0,2	-0,8	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,9	-2,2	-2,2	-1,9	-0,9	-2,2	-1,9	-1,5	-0,9	-2,2	-1,9	-1,5				
Prix à la consommation (IPCH) <sup>2</sup>	2,2	3,2	3,3	3,5	3,3	3,2	3,4	3,2	3,3	3,2	3,4	3,2	3,2	3,1	3,0	2,8	3,2	3,1	3,0	2,8	3,1	3,1	3,1	3,3	3,1	3,1	3,3	3,0	3,1	3,1	3,3	3,0				
Taux de chômage, au sens du BIT	11,2	11,1	10,7	10,4	10,0	9,6	9,6	9,5	10,0	9,6	9,6	9,5	9,5	9,4	9,4	9,3	9,5	9,4	9,4	9,3	11,3	10,8	10,8	9,7	11,3	10,8	9,7	9,4	11,3	10,8	9,7	9,4				
Solde courant, en points de PIB																					-3,6	-5,3	-7,8	-7,6	-3,6	-5,3	-7,8	-7,6	-3,6	-5,3	-7,8	-7,6				
Solde public, en points de PIB																					0,0	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,1	0,6	0,3				
Impulsion budgétaire																					0,1	-0,1	0,3	0,4	0,1	-0,1	0,3	0,4	0,1	-0,1	0,3	0,4				
PIB zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	1,8	1,8	1,3	0,7	1,8	1,3	1,9	0,7	1,8	1,3	1,9				

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, prévisions OFCE octobre 2005.

## AUTRES PAYS

## France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2004				2005				2006				2003	2004	2005	2006
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,6	0,7	0,1	0,7	0,4	0,1	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,9	2,0	1,7	2,2
Consommation des ménages	0,8	0,6	-0,2	1,2	0,8	-0,3	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	1,6	2,3	2,2	2,5
Consommation publique	0,7	0,8	0,1	0,6	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,1	2,7	1,6	1,7
FBCF totale	-0,5	1,0	-0,2	1,2	1,5	-0,4	0,9	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0	2,7	2,1	2,9	3,3
Dont																
Productive privée <sup>1</sup>	-0,9	0,8	-0,6	1,7	1,9	-1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	1,0	1,1	0,8	1,4	3,0	3,5
Logement	0,4	1,6	0,5	0,8	0,7	0,7	0,6	0,1	0,7	0,9	0,9	0,8	3,8	3,1	2,8	2,6
Publique	-0,2	0,5	-0,1	0,4	1,2	0,4	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	8,5	3,0	2,6	3,7
Exportations de biens et services	0,0	1,0	0,2	0,8	-0,2	1,0	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	-1,7	2,0	2,5	5,5
Importations de biens et services	0,3	3,4	2,2	1,1	0,7	1,3	1,5	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,3	6,1	5,6	6,3
Variations de stocks, en points de PIB	0,1	0,7	1,5	1,2	1,1	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	0,1	0,9	1,4	1,4
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,7	-0,1	1,0	0,8	-0,2	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	1,9	2,3	2,2	2,5
Variations de stocks <sup>1</sup>	0,1	0,7	0,7	-0,3	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,8	0,5	0,1
Commerce extérieur	-0,1	-0,7	-0,6	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-1,1	-0,9	-0,4
Prix à la consommation (IPCH) <sup>2</sup>	2,0	2,6	2,4	2,3	1,9	1,8	2,1	1,9	2,1	1,6	1,6	1,7	2,2	2,3	1,9	1,8
Taux de chômage, au sens du BIT	10,0	10,0	10,0	10,0	10,1	10,2	9,9	9,8	9,6	9,5	9,3	9,2	9,8	10,0	10,0	9,4
Solde courant, en points de PIB													7,0	-6,8	-2,8	-1,8
Solde public, en points de PIB													-4,2	-3,6	-3,2	-3,2
Impulsion budgétaire													0,5	-0,4	-0,2	-0,2
PIB zone euro	0,6	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	1,8	1,3	1,9

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, prévisions OFCE octobre 2005.

## Pays-Bas : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
PIB	-0,1	1,7	0,7	1,9
Consommation des ménages	-0,7	0,0	-0,8	-2,8
Consommation publique	2,4	0,0	-0,2	7,6
FBCF totale	-3,5	2,9	0,9	2,5
Exportations de biens et services	2,0	8,5	3,7	5,7
Importations de biens et services	2,0	7,8	2,1	5,1
Variations de stocks, en points de PIB	0,1	0,2	-0,1	0,0
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	-0,5	0,6	-0,2	0,9
Variations de stocks	0,2	0,2	-0,3	0,1
Commerce extérieur	0,1	1,0	1,3	0,9
Prix à la consommation (IPCH)	2,2	1,4	1,4	-2,8
Taux de chômage, au sens du BIT	3,7	4,6	4,8	4,7
Solde courant, en points de PIB	2,3	3,3	5,0	4,6
Solde public, en points de PIB	-3,2	-2,1	-2,3	-1,7
Impulsion budgétaire	0,4	-0,7	-0,7	-0,4
PIB zone euro	0,7	1,8	1,3	1,9

Note : dans le cadre de la loi d'assurance santé qui prendra effet en janvier 2006, les systèmes d'assurance santé public et privé seront regroupés en un seul système. Selon les estimations du CPB (Centraal Planbureau), ceci va conduire à un transfert de 8,5 milliards d'euros des dépenses de santé, précédemment incluses dans la consommation privée, vers la consommation publique. Ceci correspond à une baisse de 3,7 % de la consommation des ménages et à une hausse de 7 % de la consommation publique. Par ailleurs, cette réforme de l'assurance santé aura aussi pour conséquence une baisse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) de 4 points de pourcentage. En effet, cet indice incluant les assurances privées, le transfert des polices d'assurance privée vers le nouveau système implique la baisse de 100 % du prix d'une dépense qui représentait 4 % de l'indice. Sans cette réforme, la croissance de l'IPCH aurait atteint 1,2 %, celle de la consommation privée 0,9 % et celle de la consommation publique 0,6 %.

Sources : Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS), Eurostat, prévision OFCE octobre 2005.

## AUTRES PAYS

### Belgique : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
PIB	1,3	2,7	1,3	2,0
Consommation des ménages	2,2	2,1	1,4	1,6
Consommation publique	2,7	2,6	2,1	1,6
FBCF totale	-0,6	1,0	6,3	3,9
Exportations de biens et services	1,7	5,4	0,4	4,1
Importations de biens et services	2,1	5,9	1,7	4,4
Variations de stocks, en points de PIB	-0,4	0,5	0,4	0,5
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	1,6	1,9	2,4	2,0
Variations de stocks	-0,1	0,9	-0,1	0,1
Commerce extérieur	-0,2	-0,1	-1,0	-0,1
Prix à la consommation (IPCH)	1,5	1,9	2,6	2,4
Taux de chômage, au sens du BIT	7,8	8,0	8,0	7,8
Solde courant, en points de PIB	4,1	3,3	2,5	3,0
Solde public, en points de PIB	0,1	0,0	-0,6	-0,8
Impulsion budgétaire	1,8	0,0	0,3	0,2
PIB zone euro	0,7	1,8	1,3	1,9

Sources : Belgostat, Eurostat, prévisions OFCE octobre 2005.

### Autriche : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
PIB	0,8	2,1	1,8	2,0
Consommation des ménages	0,6	1,4	1,1	1,6
Consommation publique	0,6	1,0	0,3	0,7
FBCF totale	4,3	4,0	1,6	2,8
Exportations de biens et services	1,7	8,8	2,7	6,8
Importations de biens et services	4,1	6,8	6,4	6,4
Variations de stocks, en points de PIB	1,2	0,2	2,5	2,5
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	1,4	1,8	1,0	1,6
Variations de stocks	0,4	-1,0	2,3	0,0
Commerce extérieur	-1,0	1,3	-1,6	0,4
Prix à la consommation (IPCH)	1,3	2,0	2,1	2,0
Taux de chômage, au sens du BIT	4,3	4,5	4,4	4,2
Solde courant, en points de PIB	-0,5	0,3	0,3	-0,2
Solde public, en points de PIB	0,0	0,0	-2,4	-2,0
Impulsion budgétaire	0,3	-0,1	1,2	-0,2
PIB zone euro	0,7	1,8	1,3	1,9

Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2005.

**Finlande : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
PIB	2,4	3,5	1,6	4,1
Consommation des ménages	4,4	2,8	2,8	2,7
Consommation publique	1,4	1,8	1,5	2,1
FBCF totale	-1,6	4,7	0,4	4,9
Exportations de biens et services	1,5	5,5	3,5	6,5
Importations de biens et services	2,4	6,1	5,2	4,0
Variations de stocks, en points de PIB	-0,7	-0,3	-0,3	-0,5
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	2,2	2,6	1,8	2,6
Variations de stocks	0,4	0,4	0,0	-0,3
Commerce extérieur	-0,1	0,5	-0,2	1,8
Prix à la consommation (IPCH)	1,3	0,1	1,0	1,6
Taux de chômage, au sens du BIT	9,0	9,0	8,5	8,2
Solde courant, en points de PIB				
Solde public, en points de PIB	2,5	2,1	0,6	1,9
Impulsion budgétaire	2,1	1,1	0,6	-0,5
PIB zone euro	0,7	1,8	1,3	1,9

Sources : Statistics Finland, Eurostat, prévisions OFCE octobre 2005.

**Grèce : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
PIB	4,7	4,2	2,8	2,6
Consommation des ménages	4,0	3,3	2,9	2,7
Consommation publique	-2,3	6,5	0,8	0,5
FBCF totale	15,1	4,8	3,4	3,5
Exportations de biens et services	1,0	10,1	5,3	6,2
Importations de biens et services	4,8	8,2	4,4	4,9
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	0,1	0,1	0,1
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	6,2	4,5	3,0	2,9
Variations de stocks	-0,2	0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	-1,3	-0,5	-0,3	-0,2
Prix à la consommation (IPCH)	3,4	3,0	3,5	3,1
Taux de chômage, au sens du BIT	9,7	10,5	10,3	10,2
Solde courant, en points de PIB	-6,5	-5,3	-5,1	-4,8
Solde public, en points de PIB	-5,7	-6,6	-4,5	-3,9
Impulsion budgétaire	1,6	1,1	-1,6	-0,7
PIB zone euro	0,7	1,8	1,3	1,9

Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2005.

## AUTRES PAYS

### Portugal : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
PIB	-1,2	1,2	1,0	1,6
Consommation des ménages	-0,4	2,5	2,9	2,3
Consommation publique	0,3	2,4	1,0	1,1
FBCF totale	-10,1	0,6	-1,2	2,1
Exportations de biens et services	4,5	4,6	1,5	4,5
Importations de biens et services	-0,7	6,7	2,0	4,5
Variations de stocks, en points de PIB	1,7	2,0	1,5	1,3
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	-2,8	2,2	1,8	2,2
Variations de stocks	-0,2	0,3	-0,4	-0,2
Commerce extérieur	1,8	-1,3	-0,4	-0,5
Prix à la consommation (IPCH)	3,3	2,5	1,8	1,8
Taux de chômage, au sens du BIT	6,2	6,7	7,4	7,6
Solde courant, en points de PIB	-5,6	-7,5	-10,3	-10,3
Solde public, en points de PIB	-2,9	-3,0	-6,2	-4,8
Impulsion budgétaire	-0,2	-0,1	0,8	-1,5
PIB zone euro	0,7	1,8	1,3	1,9

Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2005.

### Irlande : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
PIB	4,4	4,5	4,7	4,5
Consommation des ménages	3,4	3,8	3,5	4,0
Consommation publique	3,5	2,4	2,5	2,5
FBCF totale	5,6	8,0	4,0	4,0
Exportations de biens et services	0,8	6,7	5,5	5,5
Importations de biens et services	-1,4	7,6	5,0	5,0
Variations de stocks, en points de PIB	-1,6	-1,3	-0,9	-0,9
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	3,2	3,7	2,8	3,0
Variations de stocks	-0,9	0,2	0,4	-0,1
Commerce extérieur	2,1	0,6	1,5	1,6
Prix à la consommation (IPCH)	3,5	2,2	2,3	2,5
Taux de chômage, au sens du BIT	4,6	4,3	4,2	4,2
Solde courant, en points de PIB	0	-0,9	-1,5	-1,7
Solde public, en points de PIB	0,2	1,4	-0,6	-0,8
Impulsion budgétaire	-1,9	-0,7	1,1	0,1
PIB zone euro	0,7	1,8	1,3	1,9

Sources : CSO, Eurostat, prévisions OFCE octobre 2005.

**Luxembourg : résumé des prévisions**

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003	2004	2005	2006
PIB	2,9	4,5	4,1	4,2
Consommation des ménages	1,6	1,5	1,2	2,7
Consommation publique	5,0	6,0	3,7	2,0
FBCF totale	-6,3	3,5	1,3	3,6
Exportations de biens et services	1,8	8,2	7,7	8,4
Importations de biens et services	1,6	6,8	6,7	8,2
Variations de stocks, en points de PIB	1,4	0,3	0,8	0,8
<i>Contributions</i>				
Demande intérieure hors stocks	0,2	2,4	1,5	2,2
Variations de stocks	2,1	-1,1	0,0	0
Commerce extérieur	0,6	3,2	2,6	2,0
Prix à la consommation (IPCH)	1,9	2,1	2,6	2,8
Taux de chômage, au sens du BIT	3,7	4,2	4,6	5,0
Solde courant, en points de PIB	18,7	21,6	21,5	22,2
Solde public, en points de PIB	0,2	-0,6	-3,0	-2,8
Impulsion budgétaire	1,5	1,0	2,3	0,1
PIB zone euro	0,7	1,8	1,3	1,9

Sources : STATEC, Eurostat, prévisions OFCE octobre 2005.

