

## CONJONCTURE INTERNATIONALE AU T4 – 2005 Et ANTICIPATIONS POUR 2006.

Depuis le ralentissement de 2001, l'économie mondiale a progressé par à-coups.

En 2005, la croissance mondiale a pris de l'ampleur au cours des derniers mois. Déjà forte en Amérique du Nord et dans la plupart des pays asiatiques, elle apparaît désormais bien installée au Japon, alors que l'Europe continentale surmonte peu à peu son dernier accès de faiblesse.

L'environnement international s'est caractérisé par cinq faits stylisés:

**Le premier fait stylisé :** Dans l'ensemble, cette croissance mondiale a été exceptionnellement vigoureuse, « suscitant de fortes hausses de prix sur les marchés pétrolier et de matières premières. Ces hausses ont freiné la reprise là où les économies étaient restées à l'écart de l'expansion mondiale, comme en Europe continentale ».

**Le second fait stylisé :** La reprise qui se dessine en Europe a bénéficié du bas niveau des taux d'intérêt à long terme, de la dépréciation de l'euro et du dynamisme des marchés d'exportation, malgré une croissance de la demande intérieure toujours inférieure à la normale.

**Le troisième fait stylisé :** L'offre de pétrole potentielle est encore loin d'être saturée, notamment au sein de l'OPEP, et pourrait donc répondre à la progression de la demande dans les années à venir. Il serait en outre possible d'améliorer l'efficacité des infrastructures existantes sans oublier qu'aux prix actuels un certain nombre de sources alternatives d'énergie commencent sans doute à être rentables.

**Le quatrième fait stylisé :** Dans leur grande majorité, les économies industrielles avancées ont su faire face avec succès au choc pétrolier, comme en témoigne leur capacité à maintenir la stabilité des prix sans compromettre l'activité. Le renchérissement du pétrole n'a pas embayé sur des hausses de salaires, et les anticipations d'inflation de long terme semblent bien ancrées. De ce fait, bien que l'inflation observée ait augmenté, la contagion aux prix hors énergie est restée minime.

**Le cinquième fait stylisé :** L'absence « d'effets de second tour » transparaîtrait clairement « dans le comportement de l'inflation sous-jacente – hors produits alimentaires et énergétiques. Aux États-Unis, en dépit de la hausse récente du prix de l'essence, l'inflation sous-jacente est restée stable autour de 2% dans un contexte de conjoncture soutenue ». Et à contrario, « l'inflation sous-jacente aurait « décéléré au cours des quatre dernières années dans la zone euro pour atteindre un bas niveau, sur fond de faiblesse persistante de l'activité ».

### ÉVOLUTIONS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

- Dans l'ensemble, la croissance de l'économie mondiale se poursuit à un rythme relativement soutenu.
- Les augmentations des prix de l'énergie contribuent à renforcer la hausse des prix à la consommation, mais les tensions inflationnistes sous-jacentes demeurent maîtrisées.
- Même si le niveau élevé des cours du pétrole est porteur de risques à la baisse pour la croissance mondiale, les perspectives demeurent relativement favorables pour l'environnement extérieur de la zone euro.

La croissance de l'économie mondiale se poursuit à un rythme relativement soutenu. Les données publiées récemment par l'OCDE et par EUROSTAT, montrent que « l'incidence des ouragans sur l'économie des États-Unis semble avoir été plutôt limitée, le dynamisme sous-jacent de l'économie demeurant assez vigoureux ». La reprise de l'économie nipponne semble gagner de l'ampleur, tandis que la croissance de l'économie chinoise se poursuit quasiment au même rythme ».

Reflétant dans une large mesure le niveau élevé des cours du pétrole et des produits raffinés, « la hausse des prix à la consommation s'est récemment accentuée dans plusieurs pays, tout particulièrement aux Etats-Unis ». Toutefois, « la hausse des prix à la consommation hors énergie et produits alimentaires est restée relativement contenue jusqu'à présent ». Dans l'ensemble, « les prix à la consommation ont augmenté en moyenne de 2,8 % en rythme annuel dans les pays de l'OCDE en août, même si, hors produits alimentaires et énergie, la hausse s'est établie à 1,8 % ».

Aux États-Unis, où la demande globale est vigoureuse, la consolidation budgétaire et la réforme fiscale sont toutes deux nécessaires afin de restaurer l'équilibre épargne/investissement parallèlement au resserrement en cours de la politique monétaire.

Au Japon, pressions croissantes sur les dépenses publiques et vieillissement appellent un resserrement plus rapide de la politique budgétaire, tandis que la politique monétaire devrait rester très accommodante tant que l'excès d'offre n'est pas clairement résorbé et que la déflation n'est pas définitivement éradiquée.

Dans la zone euro, où l'inflation sous-jacente a nettement baissé et la conjoncture reste molle, « le resserrement monétaire ne devrait s'engager qu'une fois la reprise suffisamment autonome et résiliente, ce qui pourrait nécessiter encore quelques trimestres ».

Au-delà du court terme, le bénéfice d'une croissance mondiale soutenue ne saurait être tenu pour acquis. Il faut s'efforcer de faire fructifier ce « bien public global » par de nouvelles avancées en matière d'ouverture commerciale et de réformes structurelles. A cet égard, le succès du cycle de Doha et de nouveaux progrès dans les réformes agricoles contribueraient grandement à asseoir la soutenabilité de la croissance mondiale.

*Selon l'OCDE*, le maintien de la stabilité des prix, l'effet d'entraînement des économies asiatiques et américaines, ainsi que la forte demande de biens et services émanant des pays producteurs de pétrole plaident en faveur d'une poursuite de l'expansion mondiale, se propageant enfin à des économies européennes convalescentes. Tel est bien le scénario central présenté dans ces *Perspectives économiques*.

Si l'année 2004 a été une année de reprise, « la croissance mondiale a pris de l'ampleur au cours des derniers mois 2005 ». Déjà forte en Amérique du Nord et dans la plupart des pays asiatiques, « la croissance apparaît désormais bien installée au Japon, alors que l'Europe continentale surmonte peu à peu son dernier accès de faiblesse ».

La reprise qui se dessine en Europe aurait « bénéficié du bas niveau des taux d'intérêt à long terme, de la dépréciation de l'euro et du dynamisme des marchés d'exportation, malgré une croissance de la demande intérieure toujours inférieure à la normale ».

Dans l'ensemble, cette croissance mondiale aura été « exceptionnellement vigoureuse, suscitant de fortes hausses de prix sur les marchés pétroliers et de matières premières ».

Cependant, ces hausses auraient « freiné la reprise là où les économies étaient restées à l'écart de l'expansion mondiale, comme en Europe continentale ».

Ailleurs, elles auraient « contribué à modérer une conjoncture d'ores et déjà très allante ». Les experts de l'OCDE estiment que « dans un environnement tout à la fois dynamique et turbulent, la performance d'une économie repose pour une large part sur sa capacité à être résiliente. L'économie américaine en a fourni une illustration éclatante, traversant sans encombre ouragans et ruptures d'approvisionnement énergétique ».

Dans le contexte actuel, « il est rassurant de constater que, dans leur grande majorité, les économies de l'OCDE ont su faire face avec succès au choc pétrolier, comme en témoigne leur capacité à maintenir la stabilité des prix sans compromettre l'activité » jugent les analystes. Ils rejoignent les conclusions des analystes de la BCE pour qui, le renchérissement du pétrole n'a pas embrayé sur des hausses de salaires, et les anticipations d'inflation de long terme semblent bien ancrées. En fait, bien que l'inflation observée ait augmenté, la contagion aux prix hors énergie est restée minime.

L'absence « d'effets de second tour » transparaît clairement dans le comportement de l'inflation sous-jacente – hors produits alimentaires et énergétiques.

Les analyses de l'OCDE montrent qu'aux États-Unis, « en dépit de la hausse récente du prix de l'essence, l'inflation sous-jacente est restée stable autour de 2% dans un contexte de conjoncture soutenue ». Et qu'à *contrario*, « l'inflation sous-jacente a décéléré au cours des quatre dernières années dans la zone euro pour atteindre un bas niveau, sur fond de faiblesse persistante de l'activité (...). De ce fait, l'inflation observée n'a que modérément dépassé l'objectif de long terme de la BCE ». Au Japon, où les enjeux sont très différents, l'inflation sous-jacente pourrait devenir positive à mesure que la reprise s'étend à la demande des ménages.

À l'horizon 2007, et sous l'hypothèse (que font les experts de l'OCDE), que « les prix du pétrole ne repartent pas à la hausse, les pressions inflationnistes devraient progressivement s'atténuer. En effet, le retour à une conjoncture très soutenue aux États-Unis ne devrait s'accompagner que d'une légère augmentation de l'inflation sous-jacente. Elle resterait modeste en Europe, dans un contexte de faiblesse persistante de la demande ».

En tout état de cause, « le maintien de la stabilité des prix, l'effet d'entraînement des économies asiatiques et américaines, ainsi que la forte demande de biens et services émanant des pays producteurs de pétrole plaident en faveur d'une poursuite de l'expansion mondiale, se propageant enfin à des économies européennes convalescentes ».

Dans le même registre, les analyses de la BCE recourent celles de l'OCDE : « Les risques associés aux prix énergétiques sont d'un abord plus complexe ». Les prix du pétrole pourraient certes rester orientés à la hausse dans le moyen terme, mais « il est possible que leur appréciation ait été excessive à court terme ». En outre, le plein impact des hausses de prix du pétrole sur l'activité et l'inflation « pourrait ne se matérialiser que lentement ». Il n'est pas exclu ainsi que les salaires finissent par accélérer, au terme d'une longue période de pertes de pouvoir d'achat. De même, « les conséquences négatives pour l'investissement de la hausse du niveau et de la volatilité des prix du pétrole pourraient n'apparaître que progressivement ».

Enfin, il convient de souligner que « l'amplification des déséquilibres budgétaires et de comptes courants constitue un enjeu majeur de politique économique impliquant un certain nombre de réorientations ».

La BCE rejoint les analyses du FMI, pour considérer qu'il « est préoccupant que les déséquilibres de comptes courants semblent en passe de s'accroître au cours des deux prochaines années, le déficit courant américain excédant 7% du PIB en 2007 tandis que la Chine et le Japon accumuleraient de très larges excédents ». Ces déséquilibres reflèteraient, dans une large mesure « des politiques macroéconomiques inadéquates, notamment d'importants déficits budgétaires et des incitations fiscales défavorables à l'épargne aux États-Unis ». Les politiques de change « mercantilistes » visant à « maximiser les parts de marché dans plusieurs économies émergentes d'Asie » contribuent à accroître ces déséquilibres. Cette configuration contribuerait à accroître « la probabilité d'un réajustement désordonné des balances courantes que pourrait susciter une perte d'appétit pour les actifs libellés en dollars ».

En tout état de cause, l'inflation mondiale observée, « n'a que modérément dépassé l'objectif de long terme de la BCE ». Au Japon, où les enjeux sont très différents, « l'inflation sous-jacente pourrait devenir positive à mesure que la reprise s'étend à la demande des ménages ».

En Europe, l'inflation « resterait modeste, dans un contexte de faiblesse persistante de la demande ». Cependant, les analystes sont unanimes pour considérer que « les risques associés à cette prévision sont néanmoins substantiels, qu'il s'agisse d'une nouvelle hausse de prix du pétrole, d'une amplification des déséquilibres de comptes courants entraînant un réalignement brutal des taux de change, ou encore d'une remontée des taux d'intérêt à long terme et d'un retournement des prix des actifs ».

Ces risques sont particulièrement difficiles à apprécier, notent les experts de l'OCDE, « parce qu'ils concernent des variables financières telles que les prix d'actifs, au comportement souvent erratique à court terme ». Si elles venaient à se matérialiser, « les conséquences de telles perturbations sur la croissance et l'inflation dépendraient sans doute largement du degré de résilience des économies ».

En tout état de cause, les conséquences en seraient notamment :

- Une remontée des taux d'intérêt à long terme et chute des prix des actifs, y compris dans l'immobilier, aux États-Unis ;
- Une appréciation marquée des taux de change et risques déflationnistes substantiels dans les zones où l'inflation sous-jacente est déjà faible et parfois en baisse (Japon, zone euro);
- Un affaissement de la croissance économique mondiale. Face à des déséquilibres extérieurs croissants, un réajustement des politiques devient de plus en plus nécessaire pour conserver à la croissance son caractère soutenable.

Les prix du pétrole pourraient certes, rester orientés à la hausse à moyen terme, avec un impact sur l'activité et l'inflation qui ne pourrait se matérialiser que lentement. A terme, « il n'est pas exclu ainsi que les salaires finissent par accélérer, au terme d'une longue période de pertes de pouvoir d'achat » avec des conséquences négatives sur l'investissement et l'emploi.

A un autre niveau, l'amplification des déséquilibres budgétaires et de comptes courants constitue un enjeu majeur de politique économique impliquant un certain nombre de réorientations, aussi bien dans les industrialisés avancés que dans les économies émergentes.

Aux États-Unis, où la demande globale est vigoureuse, « la consolidation budgétaire et la réforme fiscale sont toutes deux nécessaires afin de restaurer l'équilibre épargne/investissement parallèlement au resserrement en cours de la politique monétaire ».

Au Japon, « les pressions croissantes sur les dépenses publiques et le vieillissement appellent un resserrement plus rapide de la politique budgétaire, tandis que la politique monétaire devrait rester très accommodante tant que l'excès d'offre n'est pas clairement résorbé et que la déflation n'est pas définitivement éradiquée » soulignent les experts de l'OCDE.

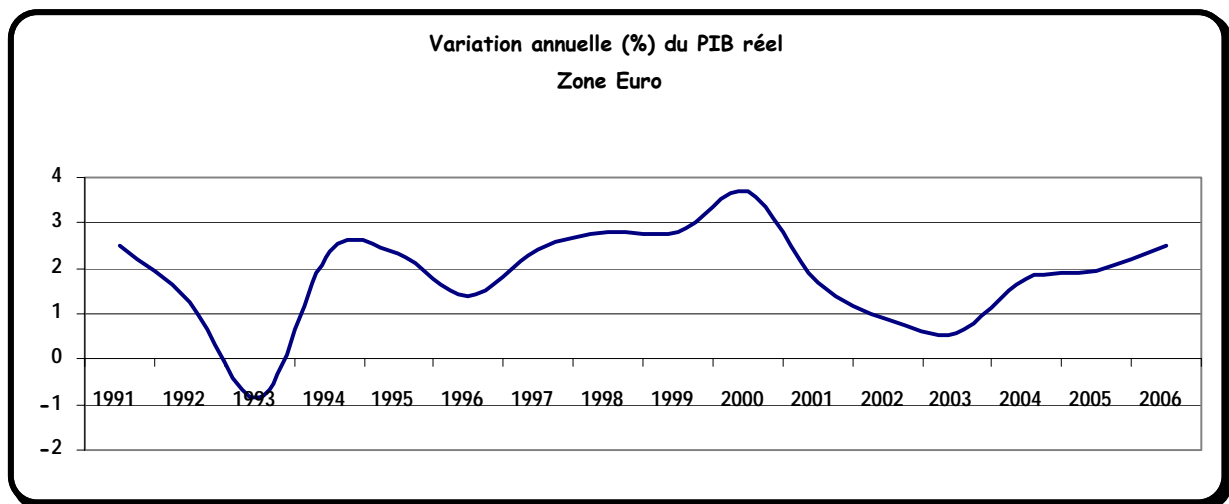
Dans la zone euro, où l'inflation sous-jacente a nettement baissé et la conjoncture reste molle, « le resserrement monétaire ne devrait s'engager qu'une fois la reprise suffisamment autonome et résiliente, ce qui pourrait nécessiter encore quelques trimestres », notent les analystes l'OCDE. Pour la BCE, « les gouvernements de la zone euro devraient profiter d'une demande extérieure vigoureuse et des conditions monétaires accommodantes pour avancer dans la mise en œuvre des réformes structurelles et entamer une restructuration en profondeur des finances publiques, à un rythme compatible avec la poursuite de la reprise ».

En tout état de cause, BCE et OCDE sont unanimes pour considérer que pour redresser les finances publiques tout en préservant l'activité dans les pays industriels avancés, « il convient de donner la priorité aux baisses de dépenses par rapport aux hausses de recettes, afin que la réduction des déficits soit à la fois durable et favorable à la croissance ».

Au-delà du court terme, tous les analystes sont unanimes pour retenir que « le bénéfice d'une croissance mondiale soutenue ne saurait être tenu pour acquis. Il faut s'efforcer de faire fructifier ce « bien public global » par de nouvelles avancées en matière d'ouverture commerciale et de réformes structurelles ». A cet égard, le succès du cycle de Doha et de nouveaux progrès dans les réformes agricoles contribueraient grandement à asseoir la soutenabilité de la croissance mondiale.

**ANALYSE PAR ZONE, PAR PRINCIPAUX PAYS ET PAR MARCHES****1. PAYS AVANCES****UNION EUROPEENNE.****• ZONE EURO**

Bien que la croissance économique ait été freinée par la hausse prononcée des cours du pétrole ces derniers trimestres, il apparaît que l'économie de la zone euro a affiché une très grande résistance à ce choc, grâce, également, à un comportement responsable en matière de négociations salariales.

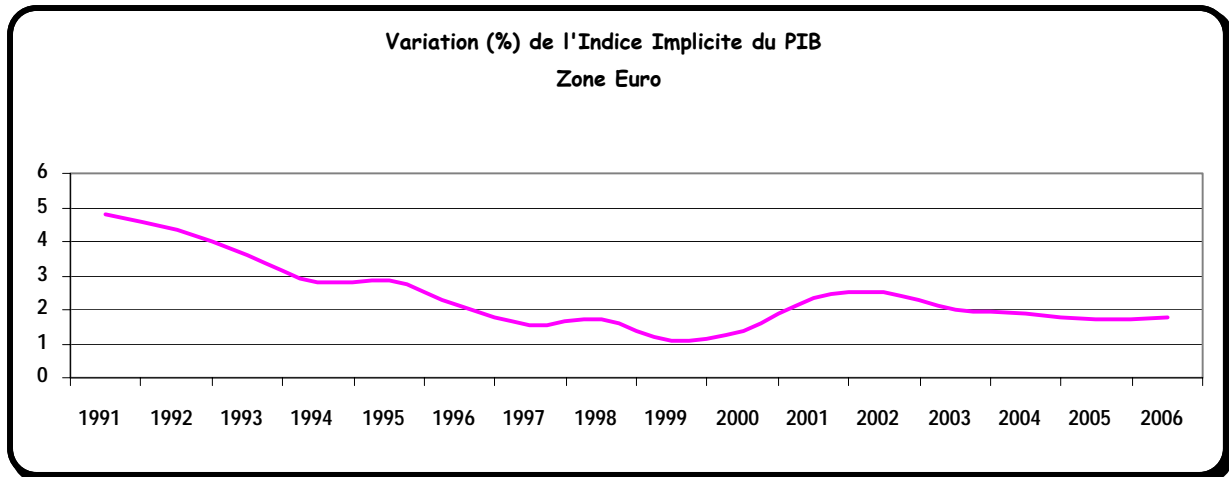


L'activité semble se raffermir après avoir marqué une pause au début de 2005. Pour la OCDE, « La reprise se poursuivra probablement à un rythme modéré au cours des deux années à venir, et que l'investissement des entreprises devrait progresser par suite de l'amélioration de la demande extérieure et intérieure et la consommation des ménages augmenter sous l'effet de la hausse des revenus disponibles ».

En tout état de cause :

- Les derniers indicateurs font état d'un renforcement de l'activité économique, dans le sens d'une reprise progressive de l'activité à compter du second semestre 2005.
- Sur le plan extérieur, le maintien d'une demande mondiale orientée à la hausse devrait soutenir les exportations de la zone euro.
- Sur le plan intérieur, l'investissement devrait continuer de bénéficier des conditions de financement toujours favorables et de la forte progression des résultats des entreprises.
- La consommation devrait se redresser graduellement, dans le sillage de l'évolution prévue du revenu réel disponible.
- S'agissant de l'évolution des prix, les récentes hausses, principalement des prix de l'énergie, ont amené l'inflation globale à des niveaux nettement supérieurs à 2 %. Il est probable que la hausse des prix demeure à un niveau élevé à court terme.
- Les marchés s'attendent néanmoins à ce que les cours du pétrole se maintiennent à des niveaux élevés, essentiellement sous l'effet d'une demande mondiale vigoureuse et, dans une certaine mesure, de fragilités au niveau de l'offre.
- Les hausses de salaires sont restées contenues au cours des derniers trimestres et, compte tenu de l'atonie des marchés du travail, cette situation ne devrait pas évoluer pour l'instant.

- Les tensions sur les prix provenant du secteur manufacturier demeurent faibles étant donné la forte concurrence internationale. Globalement, alors que les taux d'inflation devraient rester supérieurs à 2 % à court terme, il n'existe toujours aucun signe indiquant clairement un renforcement des tensions inflationnistes d'origine interne dans la zone euro.



Au niveau monétaire, l'analyse fait également ressortir « des risques à la hausse, accrus pesant sur la stabilité des prix à moyen et long terme » :

- La liquidité dans la zone euro est très abondante.
- La progression de l'agrégat M3 s'explique par l'évolution de ses composantes les plus liquides, ce qui confirme le rôle de plus en plus prépondérant du bas niveau des taux d'intérêt.
- La croissance des crédits, notamment des prêts au logement, demeure très soutenue. Dans ce contexte, l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel dans plusieurs pays doit être suivie attentivement.

Cependant, « la reprise ne permettra sans doute pas de résorber totalement le sous-emploi des capacités d'ici à la fin de 2007 ». L'inflation globale devrait « tomber sous la barre des 2 % l'an prochain, une fois dissipé l'impact de la hausse des prix du pétrole », estiment les experts de l'OCDE dans leurs *Perspectives Economiques n°78*, « Puisque la reprise devrait être modérée et qu'on ne sait pas très bien si la hausse des prix du pétrole aura des répercussions indirectes sur les hausses de salaires, une politique monétaire prudente s'impose pendant un certain temps ».

Enfin, notent les analystes de l'OCDE, « afin d'assurer la viabilité des finances publiques, il va falloir mettre en œuvre des mesures d'assainissement budgétaire dès que cela sera possible sans risquer de compromettre la reprise. De nouvelles réformes structurelles sont nécessaires pour améliorer la performance économique de la zone euro à moyen terme et sa résistance aux chocs ».

Le renchérissement de l'énergie, en particulier, entraîne des révisions à la hausse des perspectives d'évolution des prix à court terme, dont certains devraient s'avérer temporaires, alors que d'autres pourraient revêtir un caractère plus durable.

Les tensions inflationnistes à moyen terme d'origine interne demeurent toujours contenues dans la zone euro, mais il convient de prendre en considération d'importants risques à la hausse.

Dans de nombreux autres pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, les perspectives économiques semblent plutôt favorables : « La hausse de la production devrait, selon les prévisions, demeurer relativement forte au troisième trimestre dans la plupart de ces pays ». Cependant, « l'inflation mesurée par l'IPCH (Indice

des Prix à la Consommation Harmonisé) a continué de progresser dans l'ensemble en septembre, essentiellement en raison du renchérissement des prix de l'énergie ».

En outre, l'analyse monétaire de la BCE, fait apparaître « des risques accrus pesant sur la stabilité des prix à moyen et long terme ». C'est la raison pour laquelle, insistent les experts, il convient :

- de rester très vigilant face aux risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, particulièrement au vu de l'abondance de la liquidité et de la croissance soutenue de la monnaie et du crédit dans la zone euro.
- de tenir l'activité économique par des taux d'intérêt, tant nominaux que réels, qui se situent toujours à des niveaux très bas dans la zone euro et par une orientation accommodante de la politique monétaire.

Dans l'ensemble, les experts sont unanimes pour considérer que « le recoupement des informations en provenance des deux piliers confirme la nécessité de rester extrêmement vigilant afin de maintenir les anticipations d'inflation à un niveau compatible avec la stabilité des prix ». Et de conclure que « Ce n'est qu'en assurant solidement l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long terme à un tel niveau, que la politique monétaire peut continuer d'apporter une contribution importante au redressement de la croissance économique ».

Enfin, au niveau des réformes structurelles, l'OCDE souligne une nouvelle fois « le besoin urgent de renforcer la flexibilité des marchés du travail et des produits, afin de rendre l'économie européenne plus dynamique et plus compétitive et de promouvoir les processus d'ajustement au sein de la zone euro ».

Pour être en mesure de saisir les opportunités résultant de la mondialisation et des rapides évolutions technologiques, il faut favoriser et accélérer les changements structurels afin « d'accroître le potentiel de croissance et les créations d'emploi ».

Cette démarche faciliterait également le nécessaire ajustement au renchérissement du pétrole en renforçant l'efficacité énergétique et les économies d'énergie, tout en évitant les mesures à l'origine de distorsions qui entravent le processus d'ajustement ».

### **ALLEMAGNE**

Compte tenu de la forte progression des exportations, « l'activité devrait se renforcer ». La faiblesse de la consommation et de l'investissement dans la construction pèse encore sur l'activité, mais « l'investissement productif s'est raffermi ». La reprise devenant plus générale, « le PIB devrait progresser légèrement d'un 1¼ aussi bien en 2006 qu'en 2007, soit légèrement plus que la croissance potentielle ». Selon l'OCDE, « le déficit des administrations publiques atteindrait au total 3.9% du PIB en 2005 et resterait élevé en 2006, puis tomberait à 2.6% en 2007, essentiellement grâce au relèvement de la taxe à la valeur ajoutée ».

Pour améliorer durablement la performance économique, « le nouveau gouvernement va devoir aller plus loin dans la réforme du marché du travail et des marchés de produits, à l'intérieur d'un cadre cohérent » notent les observateurs. A ce titre, « L'assainissement des finances publiques doit être lié à des réformes plus fondamentales sur le plan des dépenses, ce qui exige notamment de définir plus précisément les responsabilités des différents niveaux d'administration, de réduire de façon plus résolue les subventions et les dépenses fiscales et de poursuivre la réforme du système de sécurité sociale ».

### **AUTRICHE**

La croissance du PIB devrait se ralentir à 1.8 % en 2005, car « l'impact de la hausse des prix du pétrole et du ralentissement de la demande sur les grands marchés à l'exportation fera plus que compenser l'effet positif des baisses d'impôts financées par voie de déficit » estiment les analystes de l'OCDE. La croissance s'accélérait ensuite lentement, pour atteindre 2¼ pour cent en 2007, « le chômage restera élevé par rapport au passé ». L'incidence des prix du pétrole sur l'inflation s'estompera en 2007.

Le déficit des administrations publiques ne devrait accuser qu'un léger recul d'ici 2007. Cela étant, « de nouvelles réductions substantielles des dépenses publiques seront nécessaires pour engendrer une baisse sensible de la dette publique relativement élevée en proportion du PIB et pour ouvrir la voie à de futures augmentations des dépenses liées au vieillissement ».

### **BELGIQUE**

Pour l'OCDE, l'évolution des prix du pétrole et des marchés à l'exportation a pesé sur l'activité en Belgique, mais « la situation s'améliorant de ce côté, la croissance devrait s'accélérer progressivement et atteindre 2.3% en 2007 ».

Cependant, « la progression de l'emploi ne sera vraisemblablement pas suffisante pour faire baisser le taux de chômage nettement au-dessous de son taux actuel de 8.4% ».

L'inflation globale devrait presque revenir en 2007 « au taux d'inflation tendancielle de 1.6% ». Il faudrait « mettre en œuvre de nouvelles mesures d'assainissement budgétaire privilégiant la limitation des dépenses pour conforter les progrès accomplis dans le rétablissement de finances publiques viables ».

Les réformes qui ont pour but de réduire la dépendance à l'égard des prestations sociales et d'accroître les taux d'emploi, en particulier pour les travailleurs âgés et pour les jeunes, « sont vitales car elles diminuent d'autant l'assainissement nécessaire pour assurer la viabilité des finances publiques ».

### **ESPAGNE**

En 2006 et en 2007, « la croissance devrait rester vigoureuse, proche du taux potentiel (un peu plus de 3%), grâce au dynamisme de la demande intérieure et à un certain redressement des exportations consécutif à la reprise en Europe », estiment les services de l'OCDE.

L'inflation globale devrait se modérer quelque peu après sa récente accélération, et « l'inflation tendancielle restera sans doute globalement stable, mais l'écart avec la moyenne de la zone euro est susceptible de persister et d'éroder davantage la compétitivité ».

D'où « un resserrement de l'orientation budgétaire qui serait souhaitable pour atténuer les pressions de la demande intérieure et se préparer aux conséquences budgétaires du vieillissement ». Pour enrayer la dégradation de la compétitivité, l'OCDE préconise un assouplissement du système d'indexation automatique des salaires. Enfin, « la priorité donnée par les autorités à un redéploiement des dépenses publiques pour stimuler les gains de productivité est tout à fait opportune ».

### **FRANCE**

La reprise qui paraît s'être engagée au deuxième trimestre de cette année devrait se poursuivre en 2006. A l'appui de la reprise, « la demande intérieure est appelée à progresser légèrement et les exportations à se redresser ».

Cependant, « l'amélioration assez faible de l'emploi ne rendra possible qu'une faible recul du chômage ».

Cette reprise serait réalisée dans une relative stabilité des prix, dans la mesure où « l'inflation se ralentira probablement quelque peu, car les effets secondaires des prix de l'énergie se révèlent peu marqués ».

Il se peut que l'objectif de réduction du déficit budgétaire n'ait pas été atteint en grande partie à cause de la faiblesse de la croissance : « le déficit des administrations publiques restera vraisemblablement supérieur à 3% du PIB ». Néanmoins « de vigoureux efforts restent indispensables pour obtenir une importante réduction ces prochaines années ».

Au niveau de la politique fiscale, « les mesures de simplification de certaines composantes du système vont dans la bonne direction ; toutefois, « les nouveaux allègements en faveur de certaines activités, qui créent un élément de complication, neutralisent cet effet positif ».

Enfin, « les désordres sociaux mettent en évidence le besoin de mesures qui amélioreraient les perspectives des exclus ». Des réformes fondamentales du marché du travail, notamment « un assouplissement des réglementations, qui limitent les possibilités d'emploi des personnes faiblement qualifiées, devraient jouer un rôle essentiel ».

### **GRÈCE**

L'activité économique a ralenti en 2005, principalement sous « l'effet d'une forte contraction des investissements après les Jeux Olympiques, mais son rythme est resté supérieur à la moyenne pour la zone euro ». La croissance de la production « va faiblir durant 2006 pour rebondir à 3½ pour cent en 2007 avec le raffermissement de la demande intérieure ».

L'inflation devrait redescendre aux alentours « de 3¼ pour cent au cours des deux prochaines années, mais un écart important subsistera par rapport au taux moyen de la zone euro ».

Le déficit de la balance courante resterait élevé.

Un assainissement budgétaire durable « exige un meilleur contrôle des dépenses primaires et des réformes décisives dans des secteurs clés des dépenses sociales et de l'administration publique ».

De même, il est capital « de réduire la fraude et l'évasion fiscales. Les mesures prévues pour améliorer le fonctionnement des administrations publiques sont tout à fait opportunes ».

Enfin, « de nouveaux progrès sur le front de la réforme structurelle créeraient un climat plus sain pour la croissance à long terme ».

### **ITALIE**

Selon l'OCDE, « la récession s'est achevée au printemps 2005 ».

La demande intérieure a été « stimulée par l'expansion de l'emploi, le recul de l'inflation, l'orientation expansionniste de la politique budgétaire et les conditions monétaires favorables ».

Les exportations ont bénéficié de « la dépréciation de l'euro et de la reprise dans le reste de la zone euro, mais les importations enregistrent aussi une forte progression ».

A terme, « les effets du renchérissement du pétrole limiteront la vigueur de la reprise en 2006, mais à mesure qu'ils s'estomperont, la consommation des ménages devrait contribuer à une accélération du PIB en 2007 » estiment les analystes de l'OCDE.

Pour que la reprise soit durable, « il va falloir inverser les évolutions très défavorables de la compétitivité internationale et de la dette publique ». En particulier, « la croissance des salaires réels doit être mieux alignée sur celle de la productivité, tandis que les dépenses publiques doivent être suffisamment freinées pour permettre une réduction du coin fiscal et un redressement du solde primaire ».

Enfin, « il faudrait ouvrir les secteurs des services à la concurrence afin d'en améliorer la productivité ».

### **PAYS-BAS**

L'économie néerlandaise a traversé une longue période de croissance inférieure à son niveau tendanciel au cours des cinq dernières années.

Grâce à l'amélioration de sa compétitivité coûts, au renforcement de l'expansion de ses marchés d'exportation et à l'assainissement des bilans de ses entreprises, « un mouvement de reprise s'est amorcé et devrait se généraliser en 2006-2007 ».

La hausse des prix à la consommation s'est accélérée en raison du renchérissement de l'énergie, mais « l'inflation sous-jacente va probablement rester modérée ».

Compte tenu de l'expansion anticipée, « le gouvernement devrait laisser les stabilisateurs budgétaires automatiques jouer pleinement en phase de haute conjoncture ».

A un autre niveau, « des mesures destinées à assouplir davantage les dispositions strictes de la législation sur la protection de l'emploi (LPE) relatives aux contrats réguliers accroîtraient la résilience de l'économie ». Par contre « des réformes visant à allonger le temps de travail tout au long de la vie contribueraient à renforcer l'offre de main-d'œuvre » estime l'OCDE.

### **PORTUGAL**

L'économie portugaise a commencé de se redresser au premier semestre de 2005, sous l'impulsion « des exportations et de la consommation privée ».

La croissance du PIB réel devrait « s'accélérer en 2006 et 2007 mais elle restera probablement à la traîne par rapport à la croissance moyenne de la zone euro, l'économie se situant encore bien au-dessous de son potentiel ».

L'assainissement budgétaire reste le principal enjeu pour les pouvoirs publics. Après « un dérapage majeur en 2005 sous l'effet d'importantes dépenses sociales et de l'annulation de toutes les mesures exceptionnelles, le déficit devrait se contracter quelque peu sur la période considérée » suite à une hausse des taux d'imposition, des gels des dépenses et des réformes plus approfondies du côté des dépenses.

#### **• Zone non euro : ROYAUME-UNI**

La croissance s'est fortement ralentie, en raison principalement d'un « fléchissement de la consommation dû à la stabilisation des prix des logements ».

D'après la première estimation relative aux comptes nationaux, « le PIB en volume a progressé de 0,4 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2005, un taux globalement inchangé par rapport aux deux premiers trimestres de l'année (0,3 % et 0,5 %, respectivement), mais nettement plus faible que celui observé sur l'ensemble de l'année dernière ». La faiblesse de la consommation des ménages et de l'investissement est en grande partie à l'origine de cette évolution et, par conséquent, du ralentissement attendu de la croissance économique pour l'année 2005 dans son ensemble.

Le nombre de chômeurs bénéficiant des allocations a augmenté, « même si le taux de chômage officiel et les rémunérations moyennes demeurent relativement stables ».

Néanmoins, grâce à un « raffermissement des investissements et des exportations, la croissance devrait passer de moins de 2% cette année à 2½ pour cent en 2006 et 2¾ pour cent en 2007 ».

Le déficit des administrations publiques a dépassé 3% du PIB en 2004. Si les évolutions budgétaires se révèlent « décevantes par rapport aux prévisions pour le budget 2005, au-delà de ce que peut expliquer une croissance plus faible que celle attendue, le gouvernement devra prendre de nouvelles mesures pour réduire le déficit de façon décisive ».

L'inflation ayant été plus forte que prévu et compte tenu de la perspective d'un retour progressif au rythme de croissance tendanciel au début de l'année prochaine, « il ne semble pas nécessaire, pour l'instant, de réduire encore les taux d'intérêt. Pour renforcer la croissance potentielle, il faut en priorité étendre à l'échelle nationale la réforme du système d'invalidité, tout en s'attachant à plus long terme à améliorer les qualifications des travailleurs » estiment les experts de l'OCDE.

La hausse annuelle de l'IPCH s'est encore accentuée fin 2005, atteignant 2,5 %, essentiellement « sous l'effet de l'envolée des prix de l'énergie ». Le taux de progression annuel des prix de l'immobilier résidentiel

(d'après l'indice Halifax des prix des logements), qui s'était inscrit en recul jusqu'en juillet, « est reparti à la hausse depuis. Des signes de ralentissement apparaissent sur le marché du travail ».

## ☛ AUTRES PAYS AVANCES

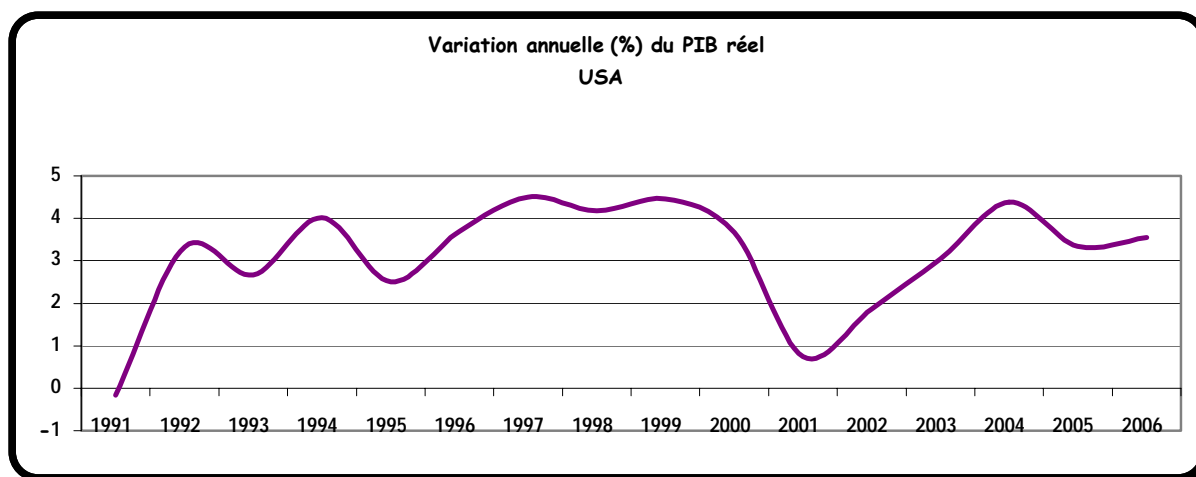
### Etats-Unis

La croissance de l'économie américaine s'est poursuivie à un rythme relativement régulier depuis le second semestre 2005, « malgré la hausse des prix de l'énergie et les effets perturbateurs des ouragans ». En dépit de la reprise de l'activité globale au troisième trimestre, « les incidences négatives des ouragans sur l'économie des États-Unis apparaissaient clairement dans les dernières publications de données ». Dès le mois de septembre, « la production industrielle s'est inscrite en recul, essentiellement en raison des perturbations affectant la production de pétrole. De même, le repli de l'activité manufacturière a concerné essentiellement les produits pétroliers ».

Néanmoins, globalement, « la production a progressé à un rythme soutenu, à la faveur d'une robuste croissance de la productivité, d'une grande fermeté des prix des logements et des mesures de stimulation budgétaires et monétaires ».

La persistance de plusieurs de ces facteurs, jointe au dynamisme intrinsèque de l'économie, incite à penser que « la reprise se maintiendra sur une trajectoire relativement régulière en dépit des dommages causés par les cyclones et de la forte augmentation des prix du pétrole ».

D'après des estimations provisoires de l'OCDE, la croissance du PIB aurait atteint, « en rythme trimestriel annualisé, 3,8 % au troisième trimestre, après 3,3 % au deuxième trimestre, en partie en raison d'un fléchissement moins marqué de la constitution de stocks et de l'augmentation de la consommation publique et de l'investissement brut du gouvernement fédéral ».

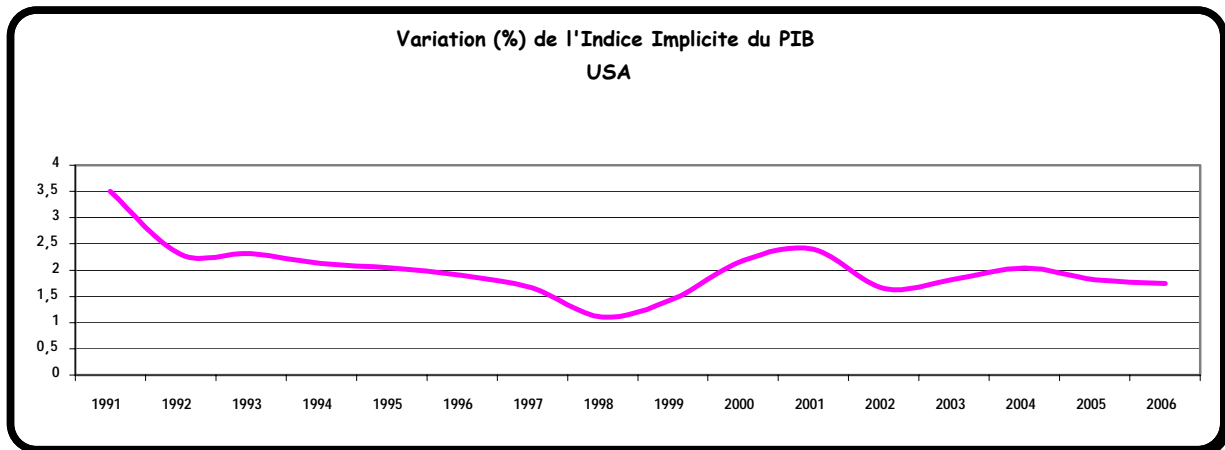


Les dépenses de consommation privée ont progressé à un rythme rapide et la croissance de la FBCF des entreprises est restée élevée, bien qu'inférieure à celle observée au deuxième trimestre. Les exportations nettes ont apporté une contribution légèrement positive à la croissance du PIB, grâce à une progression modérée des exportations et à la stabilité des importations.

Toutefois, la situation de l'emploi est restée relativement saine, les pertes d'emploi importantes enregistrées dans les régions touchées par les ouragans ayant été compensées, dans une large mesure, par les nouveaux emplois créés dans le reste de l'économie. Les indicateurs relatifs à la consommation privée et à la FBCF des entreprises se sont légèrement améliorés.

Toutefois, grâce aux dépenses de reconstruction, les perspectives d'évolution de l'activité économique globale demeurent favorables à court terme, la croissance continuant d'être soutenue par des fondamentaux robustes. Malgré un récent ralentissement, la hausse de la productivité du travail demeure relativement forte. La croissance de la FBCF des entreprises devrait rester dynamique, tandis que la consommation privée devrait probablement revenir progressivement à des niveaux plus soutenables.

La hausse annuelle de l'IPC (Indice des Prix à la Consommation) global a atteint 4,7 % en septembre, sous l'effet de la hausse particulièrement importante des prix de l'énergie. Jusqu'ici, « les hausses des prix de l'énergie ne semblent guère s'être répercutées sur le niveau général des salaires ou des autres prix à la consommation ». Néanmoins, « une légère accélération de l'inflation tendancielle est attendue au cours des prochains trimestres ».



Les tensions sur les prix exercées par les augmentations du coût des matières premières et accentuées par les ouragans pourraient s'avérer temporaires, à condition que les facteurs contribuant aux hausses de prix commencent à s'atténuer. À mesure que disparaissent les derniers signes de sous-emploi des capacités, « la forte stimulation monétaire de ces dernières années n'apparaît plus souhaitable, et elle est progressivement réduite » estiment les experts de l'OCDE.

Au niveau de la politique, lors de sa réunion du 1er novembre, le Comité fédéral de l'*open market* a décidé, pour la douzième fois consécutive, de relever de 25 points de base le taux objectif des fonds fédéraux, le portant à 4,0 %. Le Comité a de nouveau déclaré qu'il ne serait « mis fin à la politique accommodante qu'à un rythme qui sera vraisemblablement modéré ».

Les taux d'intérêt à court terme sont « proches d'un niveau neutre et ils devront même prendre un tour restrictif au cas où les hausses des prix de l'énergie, commenceraient à se répercuter sur l'inflation tendancielle ».

La situation budgétaire des administrations fédérales s'est améliorée grâce à une augmentation imprévue des recettes. Cependant, « une grande partie de ces ressources inattendues est absorbée par les dépenses liées aux cyclones et aux interventions militaires ».

Pour les analystes de l'OCDE, « Il importe donc de faire preuve de discipline sur le plan budgétaire face aux pressions à moyen terme qui s'exercent sur les dépenses et aux risques engendrés par l'important déficit extérieur ».

## CANADA

Malgré la nette appréciation du dollar canadien, « l'économie s'est montrée extrêmement résiliente et elle fonctionne à un niveau proche de la pleine capacité ». L'activité économique « devrait s'accélérer pour

atteindre un rythme avoisinant le potentiel de ces deux prochaines années, le ralentissement prévu de la demande intérieure étant compensé par l'amélioration des perspectives sur les marchés mondiaux ».

Avec la forte hausse des prix de l'énergie, « l'inflation globale dépasse temporairement cette année le haut de la fourchette retenue comme objectif par les responsables de la politique monétaire ».

Compte tenu de l'apparition de tensions inflationnistes, la Banque du Canada a commencé à relever son taux directeur en septembre. Elle « devra poursuivre dans cette voie de façon que les taux d'intérêt se retrouvent à un niveau à peu près neutre ».

Les perspectives macroéconomiques étant favorables, « toute stimulation budgétaire supplémentaire devra être évitée » estiment les analystes de l'OCDE.

En revanche, « il faudrait davantage veiller à préparer l'économie aux pressions à long terme de plus en plus vives que le vieillissement de la population exercera sur les dépenses ».

### **SUISSE**

Malgré un affaiblissement de la demande extérieure en fin 2004 et la hausse du prix du pétrole au second semestre 2005, « l'économie suisse devrait croître de 1¼ pour cent en 2005, un rythme proche de son potentiel ». A ce titre, « l'activité devrait s'accélérer en 2006 à mesure que la reprise européenne se renforce et entraîne une amélioration sur le front de l'emploi, sans générer de pressions inflationnistes ».

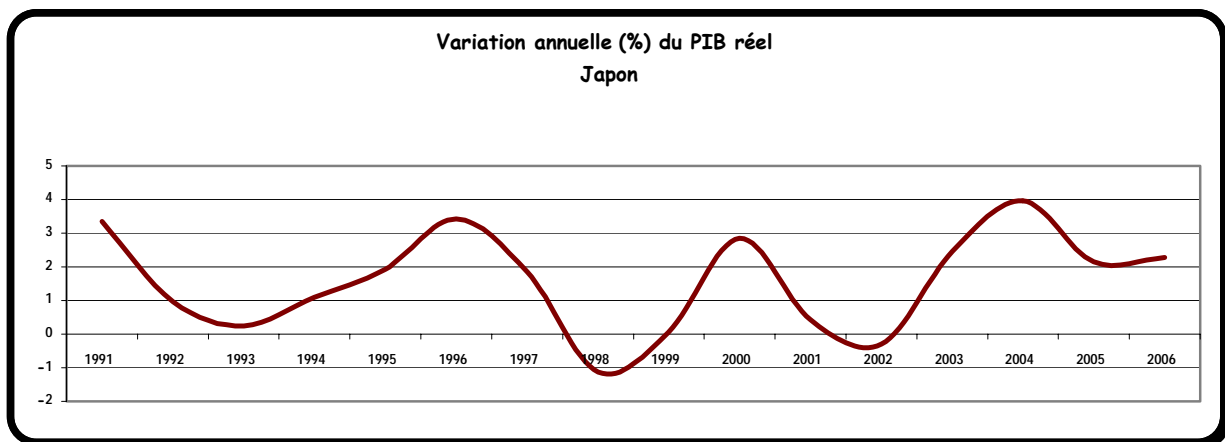
En l'absence de tensions sur les prix, « le maintien des conditions monétaires accommodantes à court terme est approprié tant que la reprise n'est pas fermement établie ».

Au niveau de la politique budgétaire, « le contrôle des dépenses publiques doit en revanche être encore renforcé, en particulier dans le domaine social, pour garantir un assainissement budgétaire durable ».

Enfin, « le récent programme de réformes visant à renforcer la concurrence doit être poursuivi pour stimuler la croissance de la productivité ».

### **JAPON**

Après avoir marqué une pause au second semestre 2004, l'activité économique a renoué avec une croissance vigoureuse au premier semestre 2005, malgré un certain nombre de circonstances défavorables. L'expansion est tirée par la demande intérieure privée, elle-même soutenue par les bénéfices élevés des entreprises et par un retournement de la tendance à la baisse sur le front de l'emploi et des salaires. Un certain nombre d'indicateurs laissent à penser que la phase d'ajustement dans laquelle est entrée l'économie après l'éclatement de la bulle spéculative est enfin terminée, ce qui devrait permettre à la production d'augmenter à un rythme de 2% environ en 2006-2007.



De fait, l'activité économique se renforce depuis début 2005. le PIB en volume aurait progressé, « en rythme annuel, entre 5,8 % et 3,3 % », essentiellement sous l'effet de « la forte croissance de la demande intérieure privée ». Les derniers indicateurs relatifs à l'activité économique (par exemple, la production industrielle) laissent penser que « la croissance pourrait légèrement se ralentir au troisième trimestre, après les taux très élevés observés au premier semestre ».

Toutefois, « les perspectives conjoncturelles demeurent favorables à court terme », comme le confirment les résultats de l'indicateur avancé du *Cabinet Of. ce* et de *l'Economy Watchers' Survey* (enquête élaborée à partir des réponses apportées par les employés du secteur des services de détail).

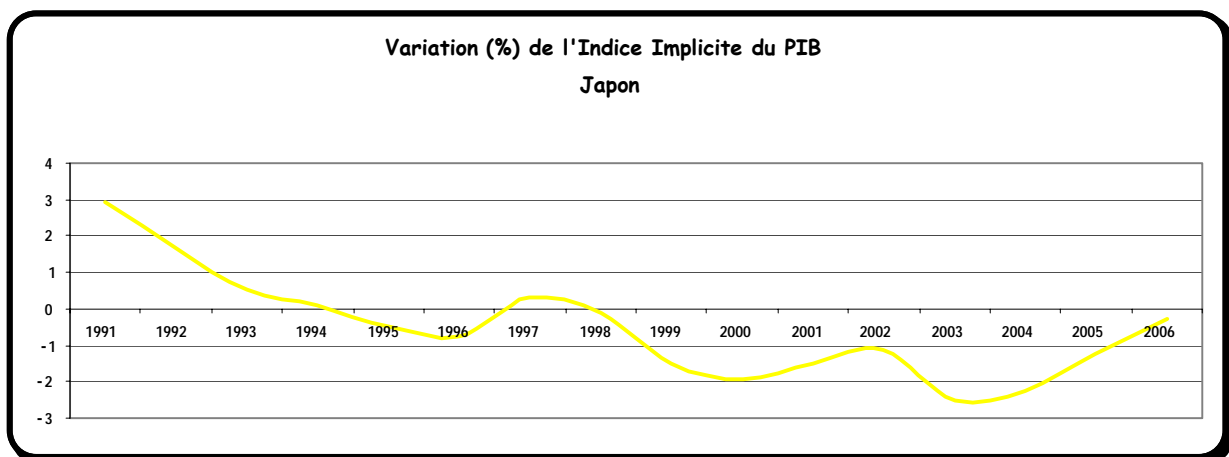
Les perspectives économiques à moyen terme sont positives, « reflétant en partie les progrès des réformes structurelles, en particulier en ce qui concerne le marché du travail et le secteur bancaire ».

S'agissant de l'évolution des prix, ces derniers ont continué de progresser, « reflétant les cours élevés des matières premières ».

Les données issues de l'enquête *Tankan* de la Banque du Japon réalisée auprès des entreprises montrent qu'une majorité « d'entreprises manufacturières ont déclaré une situation défavorable, associant à la fois des prix des consommations intermédiaires en hausse et des prix à la production en baisse au cours des derniers trimestres ».

Les évolutions divergentes des prix des consommations intermédiaires et des prix à la production « pourraient finir par entamer la rentabilité des entreprises, notamment dans le secteur manufacturier ».

Lors de sa réunion de politique monétaire du 18 novembre, « la Banque du Japon (BJ) a décidé de maintenir inchangé, à 30 000 et 35 000 milliards de yens, son objectif de solde des comptes courants ouverts sur ses livres ». Parallèlement, elle a une nouvelle fois indiqué, dans le communiqué de presse correspondant, que, « lorsque la demande de liquidité est exceptionnellement faible en raison de facteurs techniques, le solde peut être autorisé à passer en dessous de la limite inférieure de l'objectif ».



En tout état de cause, « la BJ devrait poursuivre sa politique d'assouplissement quantitatif jusqu'à ce que l'inflation atteigne un niveau suffisant pour que le risque d'une résurgence de la déflation soit négligeable ».

Les observateurs estiment que « le gouvernement devrait accélérer le rythme de l'assainissement budgétaire, compte tenu de la croissance plus rapide que prévue enregistrée par le PIB ».

Enfin, « un vaste programme de réformes structurelles est nécessaire pour renforcer la croissance potentielle, dans un contexte de vieillissement démographique rapide ». Si l'adoption des projets de lois de privatisation de la Poste japonaise constitue une avancée bienvenue, « la concrétisation des avantages économiques de cette réforme passe par l'application effective et rapide de ces dispositions législatives ».

## 2. PAYS EMERGENTS OU EN TRANSITION

Au cours des dernières années, tant l'amélioration de nombre d'économies émergentes (croissance, finances publiques, inflation, et pour certains pays les programmes d'allègement de la dette) que des conditions monétaires internationales plus favorables ont permis de desserrer les contraintes de financement extérieur des pays en développement.

Ainsi « **le ratio de la dette** sur le revenu national est passé de 44% en 1999 à 37% » selon la Banque Mondiale. Les paiements d'intérêts sur cette dette, « supérieurs à 2% du revenu national à la fin des années 1990, sont désormais inférieurs à 1,5%, un ratio jamais atteint depuis 15 ans ».

Cependant, « cette amélioration de **la situation financière extérieure** dépend fortement des **taux d'intérêts internationaux** ». La Banque estime « *qu'une hausse de 200 points de base des taux américains de long terme (quatre augmentations trimestrielles de 50 points de base en 2005 puis stabilité) provoquerait, par rapport à la situation de référence, une baisse du PIB de 0,5 point : 0,4 point pour les pays développés, 0,6 point pour les pays en développement* ».

L'impact serait sensible sur la croissance de certains pays émergents mais surtout sur le poids du service de la dette : « le ratio du service de la dette sur les exportations augmenterait de 9,1% au Brésil, de 6,3% en Argentine, de 5,4% au Chili ». Ce renchérissement du service de la dette serait de 3,1% en Turquie, de 2,3% en Indonésie et aux Philippines, de 1,9% en Hongrie et de 1,8% en Pologne.

### **Au niveau des échanges :**

Selon les estimations de la Banque Mondiale, « une libéralisation complète du commerce de marchandises (les échanges de services ne sont pas pris en compte faute de données assez détaillées) conduirait d'ici 2015 à un gain global de 263 Md USD de revenu, soit 0,8% du PIB mondial ». Elles rejoignent les estimations de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) sur la question.

Libéralisation complète signifie notamment la fin des distorsions concernant l'agriculture et fin des quotas textiles. Cette estimation se fonde sur « la situation (barrières tarifaires et non tarifaires, accords préférentiels) de 2001 ». Prenant en compte la libéralisation intervenue entre 1997 (année de base pour l'estimation précédente) et 2001, « elle conduit à un gain final inférieur d'un tiers à ceux des estimations de l'année passée ».

Depuis une quinzaine d'années, les accords préférentiels bilatéraux ou régionaux se sont multipliés : depuis 1990, ils sont passés de 50 à 230. On peut s'interroger sur l'impact pour les économies des pays en développement de tels accords, notamment Nord-Sud.

Le modèle utilisé par la Banque Mondiale, certes favorable par construction à la libéralisation complète sans discrimination entre pays montre que « la multiplication d'accords bilatéraux ne produirait que des gains modérés par rapport à la situation actuelle et inférieurs à ceux obtenus dans un cadre multilatéral ».

En effet, dans le cas d'accords bilatéraux, les pays en développement ouvrent leurs marchés, généralement hautement protégés, aux produits des pays développés et réciproquement : cependant les pays riches gardent, contrairement au cas d'une libéralisation multilatérale, leurs soutiens intérieurs pour l'agriculture notamment. De plus l'accord bilatéral conclu avec un pays leur donne un accès préférentiel sur ce marché, par rapport à des concurrents potentiels, notamment les grands pays émergents.

Par rapport à cette conclusion globale, l'intérêt de la modélisation de la Banque est surtout de chiffrer l'impact des différents scénarios. Pour les pays riches, « une libéralisation multilatérale et la multiplication d'accords de type NORD-SUD sont pratiquement équivalentes alors que la libéralisation complète provoque un gain relatif de 1,4 point de PIB pour l'ensemble des pays en développement, et de 1,9 pour les pays pauvres ». Les analystes de la BM notent cependant « qu'un scénario d'accords bilatéraux est favorable pour

quelques pays émergents : la Chine et le Brésil perdraient certes par rapport à un scénario d'une libéralisation complète mais gagneraient par rapport à la situation actuelle ».

- **Dans les Pays d'Asie Hors Japon,**

La croissance économique se poursuivrait à un rythme soutenu. Les analystes de la Banque Centrale Européenne estiment qu'en Chine et en Corée du Sud, « la progression du PIB en volume au troisième trimestre a dépassé les anticipations du marché ». Dans la plupart des grandes économies de la région, « la croissance des exportations s'est encore accentuée, notamment en raison de l'accroissement des exportations de produits liés aux technologies de l'information ». Parallèlement, « la demande intérieure a continué de se renforcer, évolution qui, associée au niveau élevé des cours du pétrole, a entraîné une hausse plus forte de l'IPC dans plusieurs grandes économies de la région ». Par conséquent, plusieurs banques centrales ont récemment commencé à relever leurs taux d'intérêt.

Selon les Perspectives Economiques de l'OCDE, dans les pays d'Asie hors Japon, « les perspectives économiques restent assez favorables, soutenues par la hausse continue de la demande intérieure et le nouveau renforcement de la progression des exportations ». La forte « croissance de l'économie chinoise devrait soutenir le commerce régional ». Cependant que « le niveau élevé des cours du pétrole demeure un risque majeur pour la région ».

#### **CHINE.**

La Chine continue d'enregistrer une croissance économique rapide, « la progression annuelle du PIB atteignant 9,4 % au troisième trimestre 2005, après 9,5 % au premier semestre, sous l'effet tant de la vigueur de la demande intérieure que de la hausse des exportations ».

Selon la BCE, « La FBCF et la production industrielle dans les villes sont demeurées très soutenues, enregistrant des progressions en rythmes annuels situés entre 29,4 % et 16,5 % ».

La croissance des importations s'est fortement accentuée, alors que celle des exportations s'est ralentie, d'où une légère diminution de l'excédent commercial.

Au niveau de l'évolution des prix, « les tensions inflationnistes ont continué de s'atténuer, l'augmentation annuelle de l'IPC revenant à 0,9 % en rythme annuel ».

L'incidence relativement modérée du niveau élevé des cours du pétrole sur l'inflation en Chine « résulte du faible poids de l'énergie dans le panier de l'IPC et des contrôles administratifs exercés sur le prix de l'essence ».

C'est la forte contribution du secteur extérieur qui dope la croissance l'expansion économique chinoise qui est restée rapide demeure supérieure à 9% et devrait probablement être tirée par la en 2005. Au cours de la période récente, « la croissance de la production pourrait être tirée par la demande intérieure, compte tenu de l'assouplissement des politiques budgétaire et monétaire, dont l'orientation s'est faite plus neutre, tandis que le taux de change effectif s'appréciait légèrement » préjugent les analystes de la BCE.

Au niveau de l'équilibre extérieur, « après avoir sensiblement augmenté en 2005, l'excédent des paiements courants n'est guère susceptible de diminuer en pourcentage du PIB », et « il pourrait continuer à s'accroître en termes nominaux ».

Au niveau des prix, selon les prévisions, (l'inflation (mesurée par l'indice implicite des prix du PIB) devrait tomber sous la barre des 4%).

Cependant, « des tensions croissantes vont probablement se manifester dans le cadre des interactions entre la politique de change et la politique monétaire des autorités, étant donné l'ampleur persistante de l'excédent des paiements courants et des entrées de capitaux ». En effet, « une poursuite de l'appréciation du taux de change contribuerait à régler ces problèmes, ainsi qu'à prévenir une résurgence de l'inflation ; (...) elle favoriserait

également l'évolution de la politique économique vers l'utilisation d'instruments de marché » en réduisant la nécessité de recourir à des mesures administratives d'encadrement du crédit, et en renforçant du même coup les progrès accomplis en matière de réforme du secteur bancaire au cours de l'année écoulée.

- **AMÉRIQUE LATINE**

Les données les plus récentes publiées par la BM pour l'Amérique latine, montrent que la croissance économique se poursuit à un rythme soutenu. Dans les trois principales économies de la région (Argentine, Brésil et Mexique), la croissance de la production en volume reste généralisée, tirée par les exportations et soutenue par la demande intérieure.

#### **BRÉSIL**

La croissance de la production se serait accélérée depuis le deuxième trimestre 2005 et elle devrait se renforcer encore.

La consommation privée serait restée robuste et l'investissement serait en hausse.

La balance commerciale et celle des paiements courants, demeurent « solidement excédentaires, malgré la demande croissante d'importations liée à l'appréciation du *real* ».

Au niveau de la stabilité des prix, « les anticipations inflationnistes doivent rester ancrées par une gestion macroéconomique prudente ».

Une désinflation rapide « a ouvert la voie à l'assouplissement actuel de la politique monétaire, et l'objectif d'inflation fixé pour la fin de l'année est maintenant à la portée des autorités ».

Enfin, « les résultats budgétaires demeurent robustes, grâce à la fermeté des recettes, et une nouvelle baisse du ratio d'endettement public serait souhaitable en 2005-2007 ».

#### **MEXIQUE.**

Après un ralentissement au premier semestre de 2005 sous l'effet d'un affaiblissement de la demande extérieure, « la croissance devrait s'accélérer, grâce au renforcement des marchés à l'exportation et à une augmentation des investissements publics, alimentée par des recettes pétrolières en expansion ».

Au niveau des prix, « les taux de l'inflation globale et tendancielle sont revenus vers l'objectif de la Banque Centrale et devraient continuer d'enregistrer un reflux progressif ».

Au niveau du marché du travail, « l'emploi progresse à un rythme relativement soutenu ».

La Banque Centrale a assoupli son orientation au second semestre 2005.

Au niveau de la politique budgétaire, « l'objectif de déficit de 0.2% du PIB en 2005 sera aisément atteint, grâce à des recettes pétrolières plus importantes que prévu ». Le projet de budget pour 2006 ne vise qu'une « consolidation modérée, car il est fondé sur l'hypothèse d'une baisse des recettes pétrolières ».

Sur le plan fiscal, « une réforme fiscale propre à accroître les recettes est nécessaire pour faire face aux besoins en matière de dépenses, tout en réduisant la vulnérabilité des finances publiques face à l'instabilité des cours du pétrole », préconisent les experts de l'OCDE.

- **EUROPE DE L'EST ET DU SUD:**

#### **RUSSIE**

Les chocs des termes de l'échange favorable à l'économie russe, le taux de croissance du PIB aurait ralenti en 2005 et « il devrait décélérer très progressivement » à moyen terme.

Cette tendance reflète « essentiellement une dégradation du climat des affaires, sous l'effet de diverses mesures prises par les autorités, à un moment où les contraintes de capacité commençaient déjà à avoir un impact sur les performances économiques ».

Dans ces conditions, « il convient de ne pas céder aux pressions grandissantes en faveur d'un nouvel assouplissement budgétaire ». De fait, « La réduction de la taxe sur la valeur ajoutée actuellement envisagée par les autorités serait particulièrement inopportune », car elle viendrait « stimuler une consommation des ménages déjà en plein essor, attisant d'autant l'inflation et risquant de miner la compétitivité ».

Enfin, une relance des réformes structurelles, soutenue par le maintien de la discipline budgétaire, pourrait en revanche « redonner confiance aux investisseurs et contribuer à accroître la croissance potentielle ».

## **TURQUIE**

A la faveur d'une « nouvelle amélioration de la confiance intérieure et internationale consécutive à l'ouverture des négociations d'adhésion avec l'Union Européenne, la croissance du PIB devrait rester soutenue, aux alentours de 6% en 2006 et en 2007 ».

Selon l'OCDE, « le cadre de politique macroéconomique rigoureux doit être maintenu ».

Cependant, les entrées croissantes de capitaux exercent une pression à la hausse sur la monnaie, ce qui souligne « la nécessité d'accélérer les réformes requises pour renforcer la flexibilité et la compétitivité de l'économie ».

## **3. LES MARCHES**

### **• MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES**

#### ***Pétrole :***

Dés le quatrième trimestre, les cours du pétrole ont marqué un repli par rapport aux pics historiques qu'ils avaient atteints en septembre, « en raison d'une augmentation plus importante que prévu des stocks de pétrole aux États-Unis et de données provisoires indiquant une diminution (bien que sans doute temporaire) de la demande de pétrole, en raison des ouragans qui se sont abattus sur les États-Unis ». De fait, le cours du *Brent* est ressorti à 58,1 dollars en novembre, (- 14 % au point haut atteint en septembre), mais (+ 46 %) à celui observé en début d'année 2005.

Selon les observateurs des marchés à terme, « les cours du pétrole devraient demeurer aux alentours des niveaux actuels dans les prochaines années ».

#### ***Les matières premières hors énergie :***

En repli, les cours des matières premières hors énergie sont demeurés globalement stables au cours des six derniers mois 2005, la hausse des prix des matières premières industrielles ayant été compensée par la baisse des prix des produits alimentaires. Néanmoins, exprimés en dollars, « les prix des matières premières hors énergie dépassaient de quelque 13 %, en octobre, leur niveau atteint un an auparavant ».

### **• LES MARCHÉS OBLIGATAIRES**

*Globalement, les taux d'intérêt à long terme ont progressé sur les principaux marchés obligataires au cours des trois derniers mois. En septembre, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro ont d'abord atteint leur niveau le plus bas depuis un siècle, avant de rebondir rapidement en octobre et en novembre. Les rendements obligataires réels dans la zone euro et aux États-Unis ont sensiblement augmenté au cours de la période sous revue, plus particulièrement sur les échéances les plus courtes.*

*En revanche, les points morts d'inflation à long terme ont atteint fin novembre des niveaux similaires à ceux enregistrés fin août dans les deux zones économiques. La volatilité des marchés obligataires dérivée des prix des options est restée relativement faible.*

**Aux États-Unis**, la courbe des rendements a enregistré, durant les trois derniers mois, un glissement parallèle marqué vers le haut et a donc, globalement, conservé son profil en termes de pente et de convexité.

Les rendements des obligations à échéances plus courtes ont été soutenus par la décision du Système fédéral de réserve de relever le taux cible des fonds fédéraux de 25 points de base lors des réunions du 20 septembre et du 1er novembre, respectivement. La publication de données macroéconomiques ayant rassuré les investisseurs quant à la vigueur de la croissance dans un contexte d'accentuation des tensions inflationnistes, les rendements obligataires à long terme américains se sont accrus au cours de la période sous revue. Les révisions à la hausse, par les opérateurs de marché, des perspectives d'activité économique aux États-Unis se reflètent également dans la progression des rendements des obligations indexées à long terme, qui a probablement aussi été encouragée par le recul des cours du pétrole, après les sommets atteints en 2005. En outre, une augmentation de la prime de risque exigée sur les obligations réelles et nominales à long terme, à partir d'un niveau faible, a sans doute contribué à la hausse des rendements. En même temps, les anticipations d'inflation à plus long terme, comme le montrent les points morts d'inflation correspondants, se sont établies en novembre à des niveaux semblables à ceux enregistrés fin août, en dépit d'une poussée de l'inflation globale au cours de la période sous revue.

**Sur les marchés de la zone euro**, les mouvements des rendements obligataires à long terme ont globalement reflété ceux observés sur le marché américain pendant les trois derniers mois. En septembre, les rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro ont cependant d'abord continué à se replier, pour atteindre les niveaux les plus bas depuis un siècle. Depuis fin septembre, ils ont augmenté progressivement, à la faveur de données macroéconomiques globalement positives. La courbe des taux d'intérêt au jour le jour implicites anticipés s'est nettement déplacée vers le haut sur les échéances à court et moyen termes durant la période sous revue, alors que les rendements sur le segment à long terme de la courbe sont restés pratiquement inchangés. Les hausses des taux à court terme ont traduit l'émergence d'anticipations d'un relèvement des taux directeurs de la BCE plus rapide que prévu initialement par les opérateurs de marché.

#### • LES MARCHÉS BOURSIERS

*Les indices boursiers des principaux marchés ont poursuivi leur progression durant les trois derniers mois, malgré la hausse des taux d'intérêt à long terme. Les cours des actions ont continué d'être soutenus par une croissance robuste des bénéficiaires des entreprises. L'indice boursier large japonais a clairement enregistré une progression supérieure aux indices larges de la zone euro et des États-Unis au cours de la période sous revue.*

Les cours des actions ont continué de progresser sur les principaux marchés boursiers au cours des trois derniers mois 2005, sous l'effet, pour l'essentiel, de la forte rentabilité des entreprises et d'un regain d'optimisme quant aux perspectives économiques.

Le degré d'incertitude régnant sur les marchés mondiaux, mesuré par la volatilité implicite tirée des options sur actions, a clôturé la période sous revue à un niveau proche de celui observé fin août 2005, même s'il a connu d'importantes fluctuations ces derniers mois. La volatilité implicite de ces marchés est restée à des niveaux relativement faibles dans une perspective historique, ce qui indique des incertitudes comparativement réduites des investisseurs concernant les évolutions à court terme des cours sur les principaux marchés boursiers.

**Aux États-Unis**, les cours boursiers ont poursuivi leur mouvement de hausse au cours des trois derniers mois, en dépit d'un raffermissement des taux d'intérêt à long terme. Entre fin août et fin novembre, les cours de bourse, mesurés par l'indice Standard and Poor's 500, ont augmenté de 2 %.

Deux facteurs essentiels expliquent ces évolutions. En premier lieu, les cours du pétrole ont fléchi après avoir atteint des sommets en 2005, atténuant ainsi les inquiétudes du marché quant à une incidence économique négative du niveau élevé des prix pétroliers et, fort probablement, accroissant la propension des investisseurs

à se tourner vers des actifs plus risqués. En second lieu, les analystes des marchés boursiers ont globalement révisé à la hausse leurs bénéfices estimés pour les douze prochains mois.

*Sur le marché boursier japonais*, l'indice Nikkei 225 a sensiblement progressé durant la période sous revue, à hauteur de 20 % entre fin août et fin novembre, encouragé par l'amélioration des perspectives de l'économie japonaise. Comme le donnent à penser les réponses des gestionnaires de fonds internationaux d'actions aux enquêtes, les investisseurs ont, semble-t-il, perçu les perspectives de bénéfices des entreprises japonaises plus favorablement que pour les autres économies importantes.

*Sur les marchés boursiers de la zone euro*, les cours ont suivi la tendance haussière générale des prix des actions durant les trois derniers mois, affichant des résultats légèrement supérieurs aux indices larges américains mais inférieurs aux indices larges japonais. Entre fin août et fin novembre, l'indice Dow Jones EuroStoxx a gagné 5 %.

#### • LES TAUX DE CHANGE

Après s'être légèrement déprécié en septembre 2005, le taux de change effectif de l'euro est resté globalement inchangé.

Le marché des changes a été principalement marqué par une période de repli généralisé du yen contre les principales devises, en dépit des signaux positifs des perspectives économiques au Japon.

#### *EURO/DOLLAR*

Après avoir atteint un plus haut point début septembre 2005, l'euro s'est replié pour se stabiliser.

Pour les observateurs de marché, « l'augmentation du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et les autres grandes régions économiques semble avoir continué d'évoluer en faveur du dollar ».

L'autre élément proviendrait de « la publication de données soulignant la solidité de la demande étrangère pour les actifs américains, attestée par l'augmentation en août des investissements de portefeuille aux États-Unis pour le quatrième trimestre 2005 ».

Cependant, ces causes ont été globalement contrebalancées par « l'amélioration du climat des affaires dans la zone euro, ce qui semble avoir profité à l'euro ».

Résultat des courses, « l'euro s'échangeait à niveau pratiquement inchangé par rapport à celui de fin septembre (-0,4 %) et inférieur de 3,6 % à son cours moyen de 2004 ».

#### *EURO/YEN*

Au quatrième trimestre 2005, le marché des changes a été principalement marqué par une période de repli généralisé du yen contre les principales devises, malgré les signaux positifs concernant les perspectives économiques au Japon.

Les causes pouvant expliquer la récente faiblesse du yen sont, notamment, « liées à l'incidence du prix élevé du pétrole sur l'excédent des comptes courants et à l'élargissement du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Japon ».

#### *AUTRES DEVISES/L'EURO*

Au niveau des monnaies des autres pays membres de l'UE, l'euro se serait légèrement déprécié contre la livre sterling en octobre, « s'appréciant dans un premier temps, avant de se replier au-dessous de ses gains initiaux ».

L'euro se serait déprécié de 0,9 % contre le franc suisse depuis fin septembre. En revanche, il s'est apprécié à la fois contre le dollar canadien (2,3 %) et le dollar australien (0,6 %).

Enfin, le **taux de change effectif nominal de l'euro**, mesuré par rapport aux devises de vingt-trois partenaires commerciaux parmi les plus importants de l'UE, s'établissait pratiquement à son niveau de fin septembre et 2,3 % au-dessous de son cours moyen de 2004. La relative stabilité de l'euro serait sous tendue d'une part, par la faiblesse généralisée du yen et, d'autre part, par la légère dépréciation de l'euro contre le dollar et la livre sterling.

**BALANCE DES PAIEMENTS :** *Les données de balance des paiements confirment que:*

- *« les exportations de la zone euro suivent toujours une tendance haussière » Les importations en valeur progressent à un rythme encore plus soutenu, principalement en raison de l'augmentation des cours du pétrole.*
- *L'excédent cumulé sur douze mois du compte de transactions courantes de la zone euro serait revenu à 5,2 milliards d'euros en août 2005, contre 47,3 milliards il y a un an.*
- *dans le compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 73,0 milliards d'euros au titre des investissements directs et de portefeuille sur la période de douze mois s'achevant en août 2005, contre des sorties nettes de 29,4 milliards sur les douze mois précédents.*

---

#### **4. LES PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION :**

En ce qui concerne l'avenir, les dernières données disponibles demeurent largement conformes avec l'évaluation selon laquelle l'activité économique devrait se renforcer au premier semestre 2006, comme indiqué dans les projections des services de la BCE et les prévisions récentes d'organismes internationaux et du secteur privé. Au-delà du court terme, les conditions d'une accélération de la croissance demeurent réunies :

- Les conditions de financement très favorables et la progression soutenue des bénéfices des entreprises des pays avancés, devraient être propices à la croissance de l'investissement.
- La consommation dans les pays industriels devrait se renforcer progressivement, en phase avec la hausse modérée attendue du revenu réel disponible.
- Des facteurs fondamentaux plus favorables pourraient influencer sur les évolutions économiques.
- Toutefois, « des risques à la baisse, liés principalement aux cours du pétrole, aux préoccupations relatives aux déséquilibres mondiaux et au faible niveau de la confiance des consommateurs, continuent de peser sur ces perspectives d'évolution de l'activité économique ».
- Les perspectives d'évolution de l'environnement extérieur et de la demande mondiale demeurent relativement favorables.
- En dépit « d'un affaiblissement temporaire de l'économie américaine à court terme, lié aux ouragans, la dynamique de fond de l'économie mondiale semble être relativement forte, soutenue par des conditions favorables en matière de financement et de bénéfices des entreprises ».
- Bien qu'ils aient diminué par rapport à leurs points hauts de septembre, les prix du pétrole et des produits pétroliers restent élevés. Par conséquent, les cours du pétrole demeurent « le risque majeur pesant sur les perspectives globalement assez positives concernant l'économie mondiale ».

***La faiblesse de la reprise actuelle :***

Plusieurs facteurs pourraient contribuer à expliquer la faiblesse du récent redressement par rapport aux reprises observées dans le passé dans la zone euro.

- Tout d'abord, contrairement aux phases antérieures de reprise, le mouvement actuel a été marqué par une conjonction de chocs défavorables, tels que le récent renchérissement du pétrole et l'appréciation significative de l'euro. Ce dernier facteur, en particulier, peut expliquer la faiblesse relative de la croissance des exportations observée pendant la deuxième année de la reprise.
- Ensuite, certains éléments indiquent que l'évolution de la croissance du PIB potentiel a été plus faible, ces dernières années que dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix.

À cet égard,

- « l'incertitude relative au calendrier et à la mise en œuvre des réformes structurelles dans certains pays de la zone euro peut aussi avoir contribué au maintien à un bas niveau de la confiance des consommateurs ».
- il convient de prendre en compte que « le ralentissement précédant la reprise actuelle a été relativement peu significatif ».

Par conséquent,

- dans la mesure où la vigueur du redressement dépend généralement de l'ampleur de la phase de repli qui l'a précédée, « il n'est pas totalement surprenant que la reprise actuelle soit, dans une certaine mesure, moins dynamique que les reprises précédentes ».
- La ventilation de l'investissement par catégories de produits montre que « la hausse de l'investissement est due, dans une large mesure, à la forte croissance enregistrée au titre de la FBCF ».

Au niveau des différents pays de la zone euro, les écarts observés entre leurs performances relatives peuvent s'expliquer par un certain nombre de facteurs :

- Les effets différés des variations antérieures de la compétitivité prix et hors prix dans certains pays permettent, dans une large mesure, d'expliquer les différences entre les résultats à l'exportation.
- Le fait que les réformes structurelles entreprises dans le passé aient présenté des degrés variables, ainsi que l'incertitude relative aux réformes futures, peuvent expliquer une partie des divergences s'agissant de l'évolution de la demande intérieure.
- Enfin, les différences entre les performances des pays peuvent refléter, en partie, des processus de rattrapage vers une progression du PIB par tête dans certains cas.

---

## ANNEXES

### Les Sources : Publications

- de la Banque Mondiale ;
- de la Banque Centrale Européenne (Bulletins Mensuels);
- d'Eurostat ;
- de l'OCDE (Perspectives Economiques de l'OCDE):