

CEPII

L'économie mondiale 2007



La Découverte

9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

II / États-Unis, Japon, Union européenne

Florence Astier, Vladimir Borgy, Alexis Garatti,
Laure Maillard, Emma Ménascé*

États-Unis, vers un ralentissement

Après une croissance exceptionnelle en 2004 (4,2 %), l'économie américaine a progressé en 2005 à un rythme proche de son potentiel qu'elle devrait maintenir en 2006 (3,5 %). La forte contribution de la consommation privée à la croissance du PIB (+ 2,5 points) caractérise toujours la dynamique de croissance mais les autres composantes de la demande intérieure (investissement, dépenses publiques) sont également bien orientées. Les déséquilibres macroéconomiques de la croissance américaine observés depuis plusieurs années persistent. Le déficit du compte courant s'est creusé en 2005, reflétant un besoin de financement toujours plus important des ménages américains et laissant attendre des ajustements futurs.

Le *policy-mix* qui avait soutenu la demande entre 2001 et 2003 a pris depuis 2004 une orientation plus neutre. La Réserve fédérale a poursuivi la remontée graduelle de son taux directeur amorcée en juin 2004. La politique budgétaire, neutre en 2004, est devenue restrictive en 2005 comme l'atteste l'évolution du solde budgétaire structurel : celui-ci est passé de

* Florence Astier (Japon) est économiste au service des Études économiques de la Société Générale ; Vladimir Borgy (États-Unis) est économiste au CEPIL ; Alexis Garatti (Royaume-Uni), Laure Maillard (zone euro) et Emma Ménascé (nouveaux États membres de l'UE) sont économistes à IXIS-CIB.

– 4,4 % à – 3,9 % entre 2004 et 2005 (données du FMI). Dans ce contexte, le dynamisme de la consommation des ménages (+ 3,5 % en 2005 après + 3,9 % l'année précédente) a reposé sur la progression des revenus salariaux – due à l'amélioration de la situation de l'emploi – et sur l'endettement.

L'économie américaine a créé près de 2 millions d'emplois nets en 2004 puis en 2005, tournant définitivement la page de l'épisode de *jobless recovery* qui avait caractérisé la sortie de récession. On se souvient qu'après avoir détruit 1,7 million d'emplois en 2001 puis 535 000 en 2002, l'économie américaine avait en effet créé seulement 100 000 emplois en 2003 alors que la reprise était avérée (le PIB progressant alors de 2,7 %). Depuis le milieu de l'année 2003, le taux de chômage a diminué de manière quasiment continue pour atteindre 4,6 % en mai 2006, soit un niveau légèrement inférieur à celui usuellement estimé pour le NAIRU américain.

La consommation des ménages a bénéficié début 2005 de la progression soutenue des prix de l'immobilier et du bas niveau des taux d'intérêt hypothécaires. Les prix de l'immobilier se sont inscrits en nette accélération au cours des dernières années : ils ont progressé de 13,3 % en 2005 après 10,8 % en 2004 et 6,9 % en 2003. Dans ce contexte, les ménages américains ont pu, sur la base de la valorisation de leur bien immobilier servant de collatéral, continuer d'emprunter sur le marché hypothécaire. Ces emprunts ne sont pas entièrement destinés à l'achat de logements, ils servent aussi à financer des dépenses courantes. Le *Mortgage Equity Withdrawal* (MEW), qui mesure l'écart entre la variation de l'endettement hypothécaire et l'investissement résidentiel des ménages, est devenu positif depuis 2001 ; en 2005, il s'est établi à 4 % du revenu disponible des ménages (contre 3 % l'année précédente) d'après les données de la Fed. Ce levier qui a constitué un puissant soutien à la consommation des ménages depuis la sortie de récession est conditionné par l'évolution des prix de l'immobilier et des taux hypothécaires. À cet égard, la remontée des taux longs et les premiers signes d'un tassement des prix de l'immobilier intervenus depuis le second semestre 2005 laissent attendre un soutien moindre du marché immobilier à la consommation des ménages dans les prochains trimestres.

Le recours à l'endettement a été d'autant plus important pour soutenir la consommation que l'inflation a sensiblement érodé le pouvoir d'achat des ménages. Le revenu disponible nominal

des ménages a progressé de 4,2 % en 2005 ; mais leur revenu réel n'a progressé que de 1,4 %, du fait de l'accélération de l'inflation. La hausse des prix de l'énergie constitue la principale cause de cette perte de pouvoir d'achat. La composante énergie de l'indice des prix à la consommation a progressé de 16 % en 2005 après une hausse de 11 % l'année précédente. Au total, les prix à la consommation ont progressé de 3,4 % en 2005 contre 2,7 % l'année précédente, mais l'indice sous-jacent (hors produits frais et énergie) n'a enregistré qu'une légère accélération par rapport à l'année précédente (2 % en 2004, 2,2 % en 2005). Cette dynamique des prix a motivé la poursuite du resserrement monétaire de la Fed sous la direction de Ben Bernanke depuis début 2006, dans un contexte où le PIB se rapprochait de son niveau potentiel. L'écart entre PIB effectif et PIB potentiel (*output gap*) qui s'établissait à - 1,5 % du PIB potentiel en 2003 n'est plus que de - 0,6 % en 2005 selon les estimations du FMI.

L'investissement des entreprises a également constitué un soutien important à la croissance de l'économie américaine. L'investissement en équipement et logiciels a progressé de 12 % en 2004 et 11 % en 2005, contribuant pour près de 0,8 point à la croissance du PIB pour chacune de ces deux années. Fait notable, l'investissement en construction des entreprises a progressé de 2 % en 2004 puis en 2005 après trois années de repli marqué en lien avec les surcapacités existantes.

Après trois années de dépréciation entre 2002 et 2004, l'évolution du taux de change réel a été moins favorable au commerce extérieur des États-Unis en 2005. Les échanges extérieurs ont à nouveau pesé négativement sur la croissance de l'économie, moins cependant qu'en 2004 (- 0,3 point de PIB en 2005 contre - 0,7 l'année précédente) du fait du ralentissement de la demande interne. Les importations de biens et services ont progressé de 6,3 % en 2005 après 10,7 % l'année précédente. Les exportations ont, pour leur part, nettement moins ralenti : 6,9 % en 2005 après 8,4 % en 2004. Au total, avec des importations d'un montant 1,5 fois supérieur à celui des exportations, la dégradation de la balance commerciale des biens et services s'est poursuivie en 2005, le déficit s'établissant à 727 milliards de dollars (contre 625 milliards en 2004), soit 5,8 % du PIB.

Parallèlement, le déficit courant s'est creusé passant de 5,6 % à 6,3 % du PIB entre 2004 et 2005. Du point de vue de l'équilibre épargne investissement, le besoin de financement est toujours le fait des ménages et des Administrations publiques. Le besoin de

financement des ménages s'est accentué en 2005 sous l'effet de la baisse de leur taux d'épargne et du dynamisme de l'investissement résidentiel. Comme on l'a vu, la consommation des ménages a progressé en 2005 à un rythme plus soutenu que leur revenu, induisant une baisse marquée de leur taux d'épargne : celui-ci est devenu négatif en 2005, s'établissant à -0,5 % du revenu disponible après 1,8 % en 2004 d'après les données du BEA. Quant à l'investissement résidentiel, il a progressé de 7,1 % en 2005 (après une augmentation de 10,3 % l'année précédente), dans un contexte de taux hypothécaires toujours attractifs. Malgré un début d'amélioration depuis 2004, les Administrations publiques sont toujours dans une situation de besoin de financement marquée. Après une quasi-stabilisation entre 2003 et 2004 à 550 milliards de dollars, le déficit des administrations publiques a diminué en 2005, s'établissant à 478 milliards de dollars (soit 3,8 % du PIB). Cette amélioration provient d'une hausse soutenue (et inattendue) des recettes fiscales courantes (11 % de progression nominale en 2005) dans un contexte où les dépenses courantes progressent à un rythme moins élevé (7,1 % de hausse nominale en 2005). En particulier, les dépenses publiques de défense enregistrent un ralentissement notable, progressant de 2,6 % en 2005 après 7 % en 2004 et 8,8 % en 2003. Résultat de la dégradation marquée de la situation budgétaire au cours des dernières années, la dette publique américaine a fortement augmenté : elle est passée de 57 % du PIB en 2000 à 63 % en 2005.

Japan is back

En 2006 et 2007, le Japon signera ses 4^e et 5^e années de retour à une forte croissance économique : après s'être établie à 2,6 % en 2005, elle dépassera sans doute 3 % en 2006 avant de revenir autour de 2,5 % en 2007. Cette croissance est tirée par trois moteurs qui se renforcent les uns les autres : la consommation des ménages, l'investissement, et les exportations. À l'origine de ces bonnes performances se trouve, à partir de 2002, un vif rebond des débouchés extérieurs du Japon en Asie, en Chine en particulier, et aux États-Unis. Comme l'économie japonaise s'est profondément assainie et a su tirer pleinement parti de la mondialisation, elle a pu parfaitement bénéficier de cette impulsion.

La « normalisation » de l'économie touche à sa fin

L'assainissement a touché au premier chef un secteur bancaire particulièrement sinistré. À compter de l'automne 2002, le gouvernement a imposé aux grandes banques des mesures drastiques d'apurement de leurs bilans : la *Financial Revitalisation Law*. Les objectifs fixés ont été atteints : pour les grandes banques, les créances douteuses ont été ramenées de 28 trillions de yens en mars 2001, à 6 trillions en septembre 2005 (pour fixer les idées, le PIB en valeur au Japon avoisine les 515 trillions de yens). Elles ont renoué avec des bénéfices nets dès mars 2005 (0,7 trillion de yens) avant le niveau record de mars 2006, à 3,1 trillions de yens. L'amélioration de la situation bilancielle des banques a largement assoupli l'offre de financement. Désormais, les grandes banques doivent concentrer leurs efforts sur la restauration de leur rentabilité dans un contexte de concurrence aiguë. Le dernier élément de préoccupation réside dans la situation bilancielle des banques régionales : ces dernières, non concernées par la *Financial Revitalisation Law*, ont moins nettoyé leurs bilans.

De manière plus globale, c'est l'ensemble des entreprises qui a su se moderniser. Dès le milieu des années 1990, les entreprises se sont attelées à corriger les excès accumulés durant la période des bulles boursière et immobilière (1985-1990) : excès de dette, de capacités de production et de main-d'œuvre. En conséquence, les profits sont retournés à des niveaux très satisfaisants, ce qui a alimenté un vif rebond de l'investissement en volume : 7,8 % en 2005 et plus de 7 % en 2006. Le retour de la croissance s'est traduit par une amélioration du marché du travail. Avec un taux de chômage qui avoisine les 4 %, le Japon est revenu au plein-emploi, ce qui a nourri la confiance des ménages et encouragé la consommation. Celle-ci progresse à un rythme soutenu pour le Japon : 2 % tant en 2005 qu'en 2006.

Le dynamisme retrouvé de la demande interne a permis au Japon de sortir de la déflation fin 2005. En outre, les prix de l'immobilier ont recommencé à augmenter en 2006 après quinze années de baisse continue, faisant sauter le dernier verrou de la déflation. Les mises en chantier et les prix des terrains traduisent aussi cette tendance favorable.

L'accélération de la croissance et la sortie de la déflation posent la question de la sortie de la politique monétaire singulière qui a caractérisé le Japon depuis le printemps 1999. À compter de 1991, la Banque du Japon (BoJ) a graduellement

abaissé son taux directeur jusqu'à le ramener au niveau zéro en 1999 (politique de taux zéro). De plus, du fait de la persistance de la déflation et afin de créer « artificiellement » de l'inflation, la BoJ a décidé à partir du 19 mars 2001 de mener une politique monétaire dite « quantitative » en injectant massivement des liquidités dans le système bancaire. L'objectif était alors non plus le taux d'intérêt directeur (fixé à zéro) mais le montant du solde créditeur des institutions financières à la BoJ. Cet objectif a été graduellement augmenté à chaque nouvel assouplissement de la politique monétaire, en partant du niveau des réserves obligatoires, soit 5 trillions de yens en mars 2001, pour atteindre au plus haut, début 2004, 30-35 trillions de yens, soit un excès de liquidité compris entre 25 et 30 trillions de yens. Du fait d'une situation bilancielle très dégradée, les institutions financières ont laissé ces liquidités stagner sur leur compte à la BoJ, au lieu de les réinjecter dans l'économie *via* le crédit. Cette politique a éloigné tout risque de crise de liquidité alors même que le système bancaire était particulièrement fragilisé.

Avec le retour de l'inflation depuis la fin 2005, la BoJ a pu abandonner le quantitativisme le 9 mars 2006. L'objectif opérationnel de la BoJ est à nouveau le taux au jour le jour, objectif qui a été maintenu provisoirement à zéro. Dernière étape du processus de normalisation de la politique monétaire : le 14 juillet 2006, la BoJ a entamé son cycle de remontée de son taux directeur en portant ce dernier à 25 points de base.

En outre, la BoJ s'est fixée un objectif d'inflation pour définir la stabilité des prix. Cet objectif, initialement fixé dans une fourchette large (0 % à 2 %), peut être révisé annuellement. Comme le Japon sort de 7 ans de déflation, il est très difficile d'estimer *a priori* un niveau « d'équilibre » pour l'inflation. En tout état de cause, la stratégie amorcée en mars 2006 laisse une importante marge de manœuvre à la BoJ. À ce stade, l'adoption d'un objectif formel d'inflation aurait pu se révéler très coûteuse en termes de crédibilité et déstabilisante pour le marché obligataire. En revanche, à plus long terme, quand la normalisation de la politique monétaire sera plus avancée, la BoJ pourrait adopter un objectif d'inflation explicite comme le font la plupart des banques centrales à l'exception de la Réserve fédérale américaine.

Tous les agents économiques, hormis l'État, sont aujourd'hui dans une situation financière globalement satisfaisante. La dernière phase du processus de normalisation tient désormais dans l'assainissement des finances publiques qui sont très dégradées :

fin 2005, l'endettement public brut dépassait 160 % du PIB. Depuis 2001, le gouvernement de Junichiro Koizumi a nettement réduit les dépenses publiques, les investissements en BTP en particulier, ramenant le déficit public de 7,7 % du PIB en 2002 à 6 % en 2005, ce qui reste toutefois excessif. C'est pourquoi des mesures de consolidation des finances publiques devraient être prises en 2007 d'autant que la sortie de la politique de taux zéro va alourdir significativement la charge de la dette. Le taux de TVA pourrait être porté de 5 à 7 %, ce qui générerait un supplément de recettes fiscales d'environ 1 % du PIB.

Malgré des perspectives encourageantes, deux risques majeurs pèsent sur la croissance japonaise : une dépréciation marquée du dollar, et une nouvelle hausse des prix des produits de base, du pétrole notamment. Bien que jusqu'en 2004, les autorités monétaires japonaises soient parvenues à freiner l'appréciation de leur devise contre dollar par des interventions massives sur le marché des changes, elles pourront au mieux continuer de le faire, mais en aucun cas inverser ce mouvement, d'autant que la hausse des taux d'intérêt nationaux rendra les actifs japonais plus attractifs. Par ailleurs, bien que le Japon bénéficie de la plus faible intensité énergétique et pétrolière au monde, le pays n'en est pas moins très fortement dépendant de l'extérieur (taux d'autosuffisance en énergie primaire de seulement 19 %). Après avoir battu un nouveau record en 2005, à 2,3 % du PIB, la facture pétrolière s'est encore alourdie en 2006. Pour l'instant, les entreprises continuent d'absorber la plus importante partie du choc ; mais, du fait de la montée de leur pouvoir de marché, elles vont de plus en plus le reporter dans leurs prix. Aussi, à terme, si le prix du pétrole et des métaux restait durablement à un niveau aussi élevé qu'aujourd'hui, cela pèserait-il sur la consommation des ménages et amputerait-il la croissance.

Une insertion réussie dans la mondialisation

Alors que les gains apportés par la mondialisation sont contestés dans certains pays, en France notamment, tel n'est pas le cas au Japon qui a su pleinement tirer parti de la mondialisation, notamment de la croissance chinoise. L'intégration commerciale entre le Japon et la Chine a été facilitée par une bonne complémentarité économique, permise par un décalage important de niveaux de développement et la proximité géographique. La Chine est le premier partenaire commercial du Japon. Le Japon

exporte vers la Chine trois types de produits : des biens intermédiaires pour les usines d'assemblage (composants électroniques, fournitures électriques, chimie...), des biens d'équipement (machines, moteurs...), et des produits sidérurgiques. En retour, il importe essentiellement des biens de consommation (électronique, textile...) assemblés ou fabriqués en Chine. Fait remarquable : le Japon continue de dégager un excédent commercial avec la Chine et Hong Kong (+ 6 milliards de dollars en 2005), situation qui contraste avec les déficits abyssaux enregistrés par les États-Unis (- 194 milliards de dollars), et dans une moindre mesure l'Europe (- 76 milliards de dollars).

Outre cette complémentarité bilatérale, les deux pays sont relativement peu en concurrence sur le marché mondial. Les exportations japonaises sont majoritairement concentrées sur les produits de moyenne-haute technologie (automobiles, biens d'équipement, produits chimiques). Et si la Chine, comme le Japon, enregistre une balance commerciale excédentaire en produits de haute technologie, la concurrence entre les deux pays n'est pas aussi directe qu'il y paraît. En effet, comme le Japon bénéficie d'une avance importante dans ce domaine, il se spécialise de plus en plus dans les composants stratégiques à haut contenu technologique, laissant les activités d'assemblage se faire en Chine et en Asie, ce qui gonfle les exportations chinoises de produits de haute technologie.

Le Japon gère aussi remarquablement bien son avance technologique : les entreprises japonaises limitent les transferts technologiques en délocalisant essentiellement l'assemblage des produits amortis techniquement. Certaines entreprises « relocalisent » même sur le territoire japonais une partie de leur production précédemment délocalisée pour freiner certains transferts technologiques stratégiques non désirés, raccourcir le cycle de production afin d'être plus réactives aux évolutions technologiques, et bénéficier pleinement des synergies entre chercheurs, industries et consommateurs. Afin de conserver son avance technologique, le pays investit massivement dans la R & D. Avec des dépenses de R & D supérieures à 3 % du PIB, le Japon se situe dans le peloton de tête des pays de l'OCDE ; même durant la « décennie perdue », ce ratio est resté supérieur à celui des autres grands pays industrialisés. En outre, avec la plus forte densité au monde de chercheurs (12 pour 1 000 emplois), le Japon dispose d'importantes ressources humaines de qualité dans le domaine de la recherche. Ainsi la politique japonaise de R & D – investis-

sements massifs et pragmatiques qui privilégient la recherche et l'innovation dans les secteurs potentiellement porteurs à moyen-long terme –, couplée à une étroite collaboration public-privé, a permis au Japon de bénéficier d'une nette avance technologique. Enfin, afin de réduire les transferts technologiques tout en préservant des coûts de production compétitifs, les industriels japonais ont privilégié une ultra-automatisation des sites de production basés au Japon, ce que traduit la forte densité de robots dans les usines japonaises par rapport aux autres pays industrialisés (on compte 329 robots pour 10 000 employés dans le secteur manufacturier au Japon contre 162 en Allemagne et 78 en France). Cette avance japonaise dans la robotique est très importante : orientée vers les gains de productivité, elle répond notamment à la contraction des ressources en main-d'œuvre née de la situation démographique.

Le Japon fait en effet prématurément face à un vieillissement accéléré de sa population. Cette tendance s'explique par un fort effet ciseau : un taux de fécondité très bas (1,25 enfant par femme alors que le taux de renouvellement des générations est de 2,1) associé à l'espérance de vie la plus longue au monde (85 ans pour les femmes et 78 ans pour les hommes), ce qui élève le taux de dépendance à des niveaux difficilement soutenables. Les conséquences économiques négatives du vieillissement de la population ne vont pas tarder à se faire sentir d'autant que le Japon est au plein-emploi. En 2005, la population totale a commencé à se contracter ; la population en âge de travailler (15-64 ans) se réduit depuis la fin des années 1990. Ces évolutions démographiques défavorables vont à plus long terme, en l'absence d'immigration importante, freiner significativement la croissance potentielle : celle-ci devrait avoisiner 1,5 % au cours des prochaines années, avant de se replier vers 1 % à long terme sous l'hypothèse du maintien de gains de productivité élevés permis notamment par la robotisation croissante.

Union européenne, de meilleures perspectives

Zone euro : une année 2006 plus prometteuse

L'amélioration conjoncturelle de la fin de l'année 2005 n'a pas suffi à relever la croissance de la zone euro qui s'est établie sur l'ensemble de l'année à 1,4 % après 1,8 % en 2004. Parmi les

composantes de la demande, c'est le commerce extérieur qui explique cette décélération. Les exportations ont continué, en première partie d'année, à subir les effets de la hausse de l'euro qui avait atteint son plus haut historique fin 2004 à 1,36 contre le dollar. Cependant, la dépréciation de l'euro qui s'est intensifiée au moment des débats sur la Constitution européenne a permis un redressement des exportations en fin d'année. Outre cet effet change, les exportations de la zone euro souffrent d'un manque de compétitivité, concentré dans certains pays, en France et en Italie notamment.

Du côté de la demande intérieure, il n'y a pas eu d'accélération en 2005. Les décisions d'investissement des entreprises sont restées pénalisées par les incertitudes quant au contexte extérieur et notamment aux prix des matières premières. La consommation des ménages a progressé de seulement 1,4 %. Pourtant, le marché du travail s'est amélioré : le taux de chômage est passé de 8,8 % fin 2004 à 8,3 % fin 2005. Mais les salaires réels ont reculé de 0,2 %, les entreprises cherchant à réduire leurs coûts. Par ailleurs, la politique budgétaire a été plutôt restrictive.

Comme au cours des années précédentes, les asymétries des conjonctures nationales sont restées importantes en 2005 : la croissance s'est stabilisée en Allemagne, alors qu'elle a nettement ralenti en France et en Italie et qu'elle a accéléré en Espagne.

En France, la consommation des ménages est restée très dynamique, soutenue par l'amélioration du pouvoir d'achat. Les salaires réels ont augmenté, tirés à la hausse par l'augmentation du SMIC. L'emploi salarié s'est légèrement redressé, progressant de 0,3 %. Le taux de chômage a baissé à partir du mois de juin : il s'établissait à 9,6 % en décembre 2005, contre 10,1 % un an auparavant. Le taux d'épargne des ménages a fortement baissé, sans doute du fait de l'effet de richesse provoqué par la hausse des prix de l'immobilier résidentiel (+ 15 % pour l'ancien). Mais le commerce extérieur reste le véritable talon d'Achille de l'économie française : les exportations ne cessent de perdre des parts de marché au niveau international, au profit de l'Allemagne et des pays émergents. Les importations sont extrêmement dynamiques et représentaient en 2005 31 % de la demande intérieure contre 28,9 % en 2000. Au total, le commerce extérieur a pénalisé d'environ 1 point la croissance française qui est passée de 2 % en 2004 à 1,2 % en 2005.

En Allemagne, à l'inverse, c'est le commerce extérieur qui constitue le principal moteur de l'économie, mais au prix d'une

demande intérieure toujours atone. Pour gagner des parts de marché à l'exportation, les entreprises allemandes compriment les coûts de manière drastique. Alors que le salaire réel a progressé en moyenne de 1 % en France en 2005, il a reculé de 2 % en Allemagne. Dans ce contexte, la consommation des ménages n'a progressé que de 0,4 % tandis que le PIB progressait de 1,2 %.

L'Italie a cumulé les handicaps en 2005 : elle n'a pu bénéficier ni du soutien de la demande interne ni de celui de la demande externe. L'investissement des entreprises a reculé. Le seul soutien à la croissance est venu de la consommation des ménages, mais sa contribution de 0,4 % de point de PIB compense tout juste celle, négative, du commerce extérieur. Si la perte de compétitivité française semble s'expliquer par des phénomènes microéconomiques (structure des entreprises exportatrices), celle de l'Italie s'explique essentiellement par le coût très élevé du travail. Au total, la croissance italienne a tout juste été positive (0,1 %).

En Espagne, au contraire, la croissance a accéléré à 3,4 % (après 3 % en 2004) : la faiblesse des taux d'intérêt réels a dynamisé le secteur de la construction qui crée énormément d'emplois et soutient la consommation des ménages.

L'année 2005 a été caractérisée par une nouvelle forte hausse du prix du pétrole : en moyenne entre 2004 et 2005, le prix du baril de Brent a progressé de 42 % (en euros comme en dollars). Pourtant, l'inflation de la zone euro n'a progressé que marginalement (2,2 % en moyenne, après 2,1 % en 2004) : avec l'intensification de la concurrence internationale, le pouvoir de fixation des prix des entreprises est de plus en plus faible ; la faiblesse chronique du marché du travail en zone euro limite les risques d'apparition d'une boucle prix-salaires issue des revendications salariales ; les économies européennes sont globalement moins dépendantes du pétrole qu'elles ne l'étaient lors des chocs de la fin des années 1970. Malgré cette absence de tensions inflationnistes que l'on retrouve dans la faiblesse de l'inflation sous-jacente (1,5 % en moyenne en 2005), la Banque centrale européenne (BCE) a entamé un mouvement de resserrement monétaire en décembre 2005. La BCE a un unique objectif, celui de la stabilité des prix à moyen terme définie comme une inflation inférieure mais proche de 2 %. Or, hormis au mois de janvier, l'inflation a toujours été supérieure à 2 %. Le geste de l'institut monétaire européen a été justifié par les signes de reprise persistants depuis le début du second semestre 2005. Globalement, en 2005, les conditions monétaires sont

restées accommodantes dans la zone euro. Mais les asymétries sont toujours fortes puisqu'en Espagne, l'inflation a été en moyenne de 3,4 % contre 1,9 % en Allemagne et en France et 2,2 % en Italie. Ces différences de conditions monétaires ont sans doute participé aux écarts de conjoncture.

La réforme du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) a été adoptée en mars 2005 par les États membres. Les références initiales, déficit inférieur à 3 % du PIB et dette ne dépassant pas 60 % du PIB, ont été maintenues. En revanche, dans son volet préventif, le PSC apprécie désormais davantage les efforts structurels des pays membres, tout en tenant compte de leur croissance potentielle. Le volet répressif a été allégé, les pays en procédure de déficit excessif disposent de plus d'un an pour revenir aux normes européennes. Un an après la réforme du PSC, le bilan des finances publiques pour 2005 est jugé « plutôt positif » par la Commission européenne. En 2005, la politique budgétaire de la zone euro a été plus restrictive puisque malgré une croissance inférieure au potentiel, le déficit public s'est réduit, passant de 2,8 % à 2,4 % du PIB. Là encore, les situations nationales sont extrêmement contrastées : l'Espagne a maintenu un comportement vertueux, la forte croissance de l'activité lui a permis de passer d'un déficit de 0,1 % du PIB à un excédent de 1,1 % ! En Allemagne, le déficit s'approche doucement des critères de Maastricht en s'inscrivant à 3,3 % après 3,7 % en 2004. En France, le comportement budgétaire n'a été vertueux qu'en apparence : la réduction du déficit de 3,7 % à 2,9 % s'explique pour 0,5 point par le versement d'une soulte exceptionnelle provenant des retraites d'EDF. C'est en Italie que la situation diverge le plus des critères européens : le déficit budgétaire y a atteint 4,1 % après 3,4 % en 2004. Forts de l'assouplissement du PSC, l'Allemagne et l'Italie ont bénéficié d'un délai de deux ans pour ramener leur déficit en conformité avec les critères de Maastricht. En revanche, une procédure pour déficit excessif a été lancée à l'encontre de l'Italie et du Portugal étant donné la trajectoire récente de leurs finances publiques. L'absence totale de coordination budgétaire en zone euro n'est que le révélateur de la faiblesse des institutions européennes en l'absence d'un pouvoir politique suffisamment puissant. À ce titre, le rejet de la Constitution européenne lors des référendums en France puis aux Pays-Bas a certainement été l'événement marquant de l'année 2005. Les tensions autour du débat sur le budget européen en fin d'année ont confirmé l'essoufflement de la construction européenne.

L'année 2006 s'annonce plus prometteuse pour l'activité économique de la zone euro : les belles performances enregistrées au premier semestre laissent espérer un taux de croissance du PIB de 2 %, rythme jamais atteint depuis 2001. Malheureusement, cette reprise soutenue à la fois par des effets temporaires et par le commerce extérieur risque de s'essouffler, comme le laissent craindre les indicateurs de confiance diffusés à l'été 2006.

Les hétérogénéités observées au cours des années précédentes pourraient se réduire en 2006. Dans l'ensemble de la zone euro, le marché de l'emploi poursuit son amélioration : le taux de chômage a atteint en mai 7,9 % de la population active, niveau jamais égalé depuis fin 2001. Cette bonne performance est due à l'amélioration conjoncturelle, mais aussi aux politiques publiques de soutien à l'emploi notamment en Allemagne (Hartz) et en France (plan Borloo et CNE). Au premier trimestre, les composantes de la demande ont été plus équilibrées dans tous les pays : la croissance du PIB s'est appuyée à la fois sur la demande externe et la demande interne (consommation et investissement). Au deuxième trimestre, la croissance de la zone devrait s'avérer tout aussi honorable (soutenue en Allemagne par un effet « coupe du Monde »). Les résultats du commerce extérieur s'annoncent moins mauvais : en début d'année, la baisse passée de l'euro, la reprise de l'économie allemande et la vigueur de l'économie mondiale ont soutenu la dynamique des exportations.

Mais beaucoup d'incertitudes demeurent pour 2007 : la nouvelle appréciation de la devise européenne en cours d'année 2006 ainsi que le ralentissement de l'économie mondiale ne laissent pas espérer un soutien durable du commerce extérieur. Par ailleurs, la hausse de 3 points de TVA en Allemagne devrait peser sur une consommation des ménages encore très fragile. D'ailleurs, les enquêtes de conjoncture en Allemagne ont commencé à se retourner à l'été 2006. Enfin, la hausse des taux d'intérêt directeurs de la Banque centrale européenne tout au long de l'année 2006 devrait peser sur la croissance des pays ayant bénéficié d'une forte hausse du crédit. C'est le cas en France, où la consommation des ménages pourrait ralentir mais aussi en Espagne, où le modèle de croissance reposant sur la construction devrait révéler ses fragilités au moment de la hausse des taux directeurs.

Sur le plan des institutions européennes, l'année 2006 sera vraisemblablement celle du néant. Après l'échec sur la Constitution européenne, aucune alternative n'a été proposée.

Les pays membres de la zone euro semblent toujours privilégier leurs politiques intérieures de manière non coopérative. En Allemagne, la politique de réduction des coûts salariaux va certainement perdurer puisque la hausse annoncée de la TVA devrait permettre de financer la baisse des charges sociales. La France a de son côté initié le concept de « patriotisme économique » au sein même de l'Union européenne.

Royaume-Uni : 2006, année de retour à l'équilibre

L'économie britannique devrait atteindre en 2006 son taux de croissance d'équilibre qui, ajusté des chocs récents sur les prix de l'énergie, s'élève désormais à 2,4 %. Après une année 2005 morose (croissance de 1,7 % contre une moyenne de 3 % au cours des dix précédentes années), caractérisée par un atterrissage en douceur du marché immobilier, le Royaume-Uni va bénéficier de la bonne santé des économies européenne et américaine (70 % de ses exportations), d'une légère reprise de l'investissement, et d'une vigueur retrouvée de la consommation des ménages.

Du point de vue des entreprises, la profitabilité se maintient à un bon niveau : le taux de profit net du secteur non financier (ratio profits/capital, ajusté des amortissements) se situe légèrement au-dessus de 13 % depuis 2003. Néanmoins, la progression de l'investissement n'a cessé de ralentir jusqu'à un minimum de + 1,3 % en glissement annuel (GA) au dernier trimestre 2005. La nécessité de financer les déficits des fonds de pension (50 milliards de livres pour les 100 plus grosses entreprises britanniques), les incertitudes sur la demande interne et externe peuvent expliquer cette atonie peut-être exagérée par les difficultés rencontrées dans la comptabilisation des investissements liées aux nouvelles technologies. Mais il semble que les perspectives des industriels se soient améliorées à partir de la fin 2005. Les chiffres de l'investissement du premier trimestre 2006 ont d'ores et déjà été révisés à la hausse. Les indices PMI (*purchasing manager index*) du secteur manufacturier et des services, indicateurs avancés de l'activité au Royaume-Uni, n'ont pas cessé de progresser depuis la mi-2005. Après une situation de récession qui s'est étendue tout au long de l'année 2005, l'industrie enregistre un taux de croissance trimestriel moyen de 0,5 % depuis le début de l'année 2006. Confiants dans la bonne santé de l'économie au niveau mondial, les entrepreneurs ont accéléré leurs investissements au premier trimestre 2006 (+ 2,8 % en GA).

Les performances à l'exportation s'améliorent en 2006. Le Royaume-Uni bénéficie à l'heure actuelle de sa stratégie de spécialisation dans les produits à contenu technologique élevé (plus de 20 % des exportations, l'un des taux les plus élevés au monde). Il ne faut cependant pas s'attendre à des miracles. Les industriels continuent de perdre des parts de marché dans les secteurs traditionnels où la concurrence des pays émergents est particulièrement forte. Le déficit de la balance commerciale ne cesse de se creuser depuis le début des années 1990, il atteint à l'heure actuelle plus de 4 % du PIB. La contribution du commerce extérieur à la croissance a été négative en 2005, elle pourrait être tout juste neutre en 2006. La compétitivité du Royaume-Uni se dégrade. Cela s'explique par des performances inférieures à la moyenne des pays de l'OCDE en termes de productivité, par une insuffisance de l'investissement dans la recherche-développement, par un retard conséquent dans le niveau d'éducation et de formation des employés.

Sur le plan intérieur, la consommation des ménages (65 % du PIB) a très largement ralenti en 2005 (+ 1,7 % contre + 3,6 % en 2004), de concert avec le marché immobilier. Les liens qui existent entre marché immobilier et consommation (dépenses d'équipement et crédits indexés sur les plus-values immobilières utilisés pour la consommation) laissent penser que le rétablissement actuel des prix du logement (à la mi-2006, ils progressent de 5 % en GA) va favoriser la reprise de la consommation en 2006. Les orientations budgétaires de l'année fiscale 2006-2007 qui accordent un certain nombre d'avantages fiscaux jouent dans le même sens. Néanmoins, le chômage augmente depuis la mi-2005 (il atteint actuellement 5,3 %) ; de plus, l'État s'est engagé à réduire la progression des salaires du secteur public et à baisser les effectifs du NHS (*National Health Service*), ce qui ne devrait pas permettre à la consommation de rebondir très fortement. Elle ne devrait croître que de 2,1 % en 2006 après 1,7 % en 2005.

Sur le plan budgétaire, malgré un dépassement au cours des deux dernières années de la cible de 3 % du PIB fixée par les critères de Maastricht, une réduction des dépenses de l'État n'est prévue qu'à partir de l'année fiscale 2007-2008. Les avertissements de la Commission européenne quant à une possible procédure de déficit excessif sont sans effet sur les autorités britanniques du fait de la clause d'*opting out* qui précise que le Royaume-Uni n'est qu'« invité » à respecter les critères. Les marges de manœuvre sur le plan budgétaire sont néanmoins

limitées. L'État ne va respecter que de justesse la règle d'or : ne pas emprunter sur le cycle pour financer les dépenses courantes.

Les autorités monétaires ont bien géré l'atterrissage en douceur du marché immobilier à travers une réduction du taux de base de 4,75 % à 4,50 % en août 2005 qui a su redonner confiance aux investisseurs. Depuis cette date, le taux de base n'a pas été modifié. L'inflation est stable autour de la cible de 2 % depuis plus d'un an. Les accélérations des indices de prix au mois d'avril et mai 2006 n'ont pas inquiété outre mesure la Banque centrale anglaise, l'inflation sous-jacente étant restée à des niveaux très bas (1,1 %). La forte concurrence des produits étrangers et une forte immigration s'orientant vers les emplois les moins qualifiés ont permis de limiter les effets de transmission au niveau des prix et des salaires des dernières accélérations du coût de l'énergie.

Nouveaux États membres de l'UE : changement de décor ?

Après l'année exceptionnelle que fut celle de leur entrée dans l'Union européenne, la croissance des dix nouveaux États membres (NEM) est restée dynamique en 2005 (4,6 % en moyenne après 5,3 %), portée aussi bien par les exportations que par la demande intérieure. Seule la Pologne, poids lourd de la zone, a enregistré un ralentissement marqué (de 5,3 % à 3,4 %). L'activité a progressé de 6 % en République tchèque et en Slovaquie où les investissements étrangers réalisés dans l'automobile et le matériel de transport renforcent les exportations. L'effet de rattrapage joue à plein pour les trois pays baltes, les plus pauvres de l'UE élargie (avec la Pologne). Ils sont toujours les plus dynamiques des nouveaux membres, avec des rythmes de croissance de 7,5 % à 10 % en 2005 ; toutefois, des signes de surchauffe (notamment en Lettonie) menacent leur stabilité financière.

Les soldes budgétaires se sont améliorés : ils sont passés en 2005 sous la barre des 3 % du PIB (critère de Maastricht), hormis en Hongrie. Le déficit hongrois a atteint 6,1 % du PIB, et la dette publique, 59 %. Le dérapage persistant des finances publiques a contribué aux baisses successives de la notation de la dette hongroise par plusieurs agences de *rating*. À l'inverse, la notation de la dette d'autres pays a été relevée (République tchèque, Slovaquie et Lituanie).

Ces évolutions dans l'ensemble positives n'ont pas fait disparaître les principales faiblesses des économies d'Europe centrale.

Le processus de transition économique s'est accompagné de déséquilibres sur le marché du travail, résultats des restructurations et des gains de productivité. Le taux de chômage moyen, en diminution en 2005 (13 % après 14 % en 2004), reste élevé, particulièrement en Pologne et en Slovaquie qui détiennent le triste record du chômage de l'UE 25 (respectivement 16,5 % et 15,5 % en mai 2006). Dans la plupart des pays, la situation de l'emploi connaît de très fortes disparités régionales.

Le niveau élevé du déficit courant constitue un déséquilibre macroéconomique commun à l'ensemble des NEM. Il est toutefois en diminution (4 % du PIB en moyenne pondérée en 2005 après 5,5 % en 2004), notamment en Pologne (1,5 %) et en République tchèque (2 %). Les déficits sont particulièrement élevés par rapport au PIB aux pays baltes (de 7 % à 12,5 %), la Hongrie (7,5 %) et la Slovaquie (8 %). Les déficits courants sont souvent caractéristiques de pays en rattrapage, une activité vigoureuse entraînant une accélération de la demande interne et donc un rythme élevé de progression des importations, souvent plus rapide que celui des exportations. La soutenabilité des déficits dépend de la structure de leur financement. Or, l'économie hongroise repose, plus que ses voisines, sur des flux de capitaux à court terme, davantage sujets à retournement en cas de crise bancaire ou de crise de balance des paiements. Dans les États baltes qui sont des économies de services, les IDE sont traditionnellement faibles. Le niveau élevé des déficits courants conjugué à la vive progression du crédit fait peser un risque croissant sur leur stabilité financière.

L'année 2006 pourrait être une année de rupture pour les nouveaux États membres. Sur le plan politique tout d'abord. Les élections législatives qui se sont déroulées fin 2005 et début 2006 dans les quatre grands pays d'Europe centrale ont sanctionné les gouvernements qui avaient accompagné l'adhésion à l'UE, sauf en Hongrie où le Parti socialiste a été reconduit. En Pologne, en République tchèque et en Slovaquie, l'issue des scrutins a été marquée par la montée en puissance et la représentation dans les Parlements nationaux de partis nationalistes et eurosceptiques, reflet des inquiétudes croissantes sur les inégalités générées par la transition économique. Dans ce contexte, la perspective de l'élargissement monétaire suscite un enthousiasme aussi modéré chez les nouveaux membres de l'Union que chez les anciens. Parallèlement à la panne du projet politique et institutionnel européen, l'interprétation stricte des critères de

Maastricht à laquelle se tiennent la Commission européenne et la BCE contribue à différer l'entrée des NEM dans la zone euro. Le calendrier de l'élargissement monétaire est repoussé, au tournant de la décennie, sauf pour la Slovénie (dont le PIB par tête dépasse désormais celui du Portugal) qui adoptera la monnaie unique à partir du 1^{er} janvier 2007.

Sur le plan économique, un changement substantiel dans l'environnement international des NEM s'est opéré au cours du premier semestre 2006. Les actifs émergents dans leur ensemble ont pâti du mouvement de défiance des investisseurs internationaux qui a suivi la remontée des taux d'intérêt sur les principaux marchés industrialisés. Les marchés actions et des changes des NEM ont enregistré des turbulences dès mars-avril ; elles se sont atténuées à l'été, après un pic en juin. En Hongrie où, ce même mois, était jugé peu crédible le plan d'austérité budgétaire présenté par le gouvernement, le recul de la devise a été sensible. Une nouvelle baisse de la notation de la dette hongroise par Standard and Poor's (de A- à BBB+) est intervenue alors. À l'été toutefois, l'annonce d'un resserrement graduel de la politique monétaire conjugué au vote du plan d'austérité contribuera à limiter les tensions sur la devise hongroise. Néanmoins, la situation fragile des fondamentaux demeure une source de risque.