

États-Unis, Union européenne, Japon

Vladimir Borgy*



p. 16-27

Le dynamisme retrouvé de l'économie américaine en 2003 s'est confirmé en 2004. Les différentes composantes de la demande intérieure ont contribué à cette performance (+ 4,4 %). La consommation des ménages a été soutenue par la progression des revenus salariaux qui sont venus prendre le relais de l'impulsion fournie les années précédentes par le *policy-mix* expansionniste. Avec 1,7 % de croissance, la zone euro a progressé en 2004 à un rythme proche de celui attendu dans les prévisions publiées l'été dernier. Néanmoins, la croissance a déçu en fin d'année, et les prévisions pour 2005 ont été revues à la baisse. L'hétérogénéité des situations macroéconomiques, qui caractérise la zone depuis plusieurs années, rend particulièrement délicat le pilotage de la politique monétaire dans un contexte où les marges de manœuvre budgétaires sont très limitées. La reprise de l'économie japonaise amorcée en 2003 s'est poursuivie en 2004. Après avoir été tirée par les exportations, elle repose désormais sur l'affermissement progressif de la demande intérieure dans un contexte où les pressions déflationnistes semblent disparaître progressivement.

États-Unis, croissance soutenue

Après son redémarrage au cours de l'année 2003, l'économie américaine a progressé à un rythme très soutenu en 2004 (4,4 %). Au cours des prochains trimestres, l'activité devrait ralentir, de sorte que la croissance en 2005 devrait être plus proche de 3,5 %.

Le dynamisme de l'économie américaine repose toujours en grande partie sur le comportement de dépenses des ménages. La consommation privée a progressé de 3,8 % en 2004 après 3,3 % en 2003. Néanmoins, le soutien de ces dépenses a, en partie, changé de nature : entre 2001 et 2003, elles avaient été stimulées par un *policy-mix* particulièrement expansionniste dans un contexte de dégradation du marché de l'emploi. Prenant acte du ralentissement de l'activité dès 2000, la Réserve fédérale avait fait preuve d'une grande réactivité et avait baissé massivement ses taux directeurs. La politique budgétaire avait quant à elle soutenu l'activité par la progression des dépenses fédérales (notamment de défense), mais surtout par les plans de baisses d'impôts

* Vladimir Borgy est économiste au CEPII.

successifs mis en œuvre par l'administration Bush dès l'été 2001. Au total, les ménages avaient bénéficié de ces fortes impulsions monétaire et budgétaire permettant à leur consommation de progresser, malgré les évolutions défavorables sur le front de l'emploi et la diminution de leur richesse nette provoquée par le repli brutal des indices boursiers.

Tableau I. **Principaux indicateurs économiques des pays avancés**

	2003	2004	2005	2006
<i>Croissance du PIB (variation annuelle en %)</i>				
États-Unis	3,0	4,4	3,6	3,6
Zone euro	0,5	2,0	1,6	2,3
Royaume-Uni	2,2	3,1	2,6	2,6
Japon	1,4	2,6	0,8	1,9
<i>Inflation (hausse des prix à la consommation en %)</i>				
États-Unis	2,3	2,7	2,7	2,4
Zone euro	2,1	2,2	1,9	1,7
Royaume-Uni	1,4	1,3	1,7	2,0
Japon	- 0,2	0,0	- 0,2	0,0
<i>Balance courante (en % du PIB)</i>				
États-Unis	- 4,8	- 5,7	- 5,8	- 5,7
Zone euro	0,3	0,4	0,5	0,5
Royaume-Uni	- 1,7	- 2,2	- 2,3	- 2,4
Japon	3,2	3,7	3,3	3,5
<i>Chômage (en % de la population active)</i>				
États-Unis	6,0	5,5	5,3	5,2
Zone euro	8,7	8,8	8,7	8,4
Royaume-Uni	5,0	4,8	4,7	4,7
Japon	5,3	4,7	4,5	4,4

Source : FMI (2005), World Economic Outlook, avril.

En 2004, les ménages américains n'ont pas bénéficié de nouveau *stimulus* budgétaire comme en témoigne l'absence de variation du solde public structurel. Ce sont les revenus salariaux qui sont venus prendre le relais de l'impulsion fournie par le *policy-mix* expansionniste. Leur progression provient principalement du dynamisme retrouvé du marché du travail. Après une longue période de « reprise sans emploi », l'économie américaine a en effet renoué avec des rythmes de créations nettes d'emplois soutenus : en 2004, elles se sont établies à 2,2 millions et se sont poursuivies au même rythme au premier semestre 2005 (1,1 million de créations nettes entre janvier et juin). Le taux de chômage a baissé de 0,5 point en 2004, s'établissant à 5,5 %. Dans ces conditions, la masse salariale réelle a progressé de 3,1 % en 2004, après 0,7 % au cours de l'année précédente.

En outre, les ménages américains ont à nouveau tiré parti du bas niveau des taux hypothécaires et de la progression des prix de l'immobilier. Ces derniers ont progressé de 11 % en 2004 après une hausse de 6,9 % l'année précédente. Dans ces conditions, les ménages ont extrait des capitaux du marché hypothécaire (*home equity loans* et *cash out*), en empruntant sur la base de la valorisation de leur bien immobilier servant de collatéral à l'opération (*cf.* chapitre I). Au niveau macroéconomique, il est possible

d'estimer l'ampleur des montants en jeu en mesurant l'écart entre la variation de l'endettement hypothécaire et l'investissement résidentiel des ménages (*Mortgage Equity Withdrawal*, MEW). Un écart positif, comme on peut l'observer depuis 2001, signifie que les ménages utilisent leur endettement hypothécaire à des fins autres que l'achat de logements, soit pour consommer davantage, soit pour restructurer leurs dettes. En 2004, d'après les données de la Fed, le MEW s'établit à 3,8 points de revenu disponible, en progression de 0,8 point par rapport à l'année précédente. Ce soutien à la consommation des ménages américains fonctionne depuis plusieurs années et est conditionné notamment par l'évolution des prix de l'immobilier, les biens immobiliers servant de collatéral à ce type d'opération.

Après une période de politique monétaire exceptionnellement expansionniste, la Réserve fédérale a amorcé une remontée de ses taux directeurs en juin 2004. En l'espace d'un an, elle a remonté ses taux directeurs de 225 points de base, à 3,25 %. Malgré ce resserrement, la Réserve fédérale considère que la politique monétaire reste accommodante. Cette hausse des taux courts s'est faite dans un environnement de quasi-stabilité des taux longs. Ces derniers avaient augmenté au cours du deuxième trimestre 2004, mais les doutes quant à la vigueur de la reprise (du marché de l'emploi, notamment) au début de l'été les avaient à nouveau orientés à la baisse. Depuis, les taux des bons du Trésor à dix ans ont oscillé dans une fourchette restreinte, comprise entre 4,0 % et 4,5 %.

L'inflation a accéléré en 2004, passant de 2,3 % en 2003 à 2,7 %. La hausse des prix de l'énergie n'en est pas la seule responsable. Après avoir décéléré entre début 2002 et fin 2003 et alimenté les craintes d'une déflation, l'inflation sous-jacente a progressé à partir du début de l'année 2004. Ces pressions inflationnistes pourraient se poursuivre du fait notamment de la progression marquée des coûts salariaux unitaires, la hausse des salaires observée au cours des derniers trimestres s'accompagnant d'un ralentissement des gains de productivité. Dans ces conditions, la Fed devrait poursuivre la remontée des taux courts vers un taux d'intérêt plus neutre.

L'investissement des entreprises a également constitué un soutien puissant de la croissance en 2004. Après deux années de repli marqué, l'investissement en équipement a augmenté de 6,4 % en 2003 et de 13,6 % en 2004. L'amélioration de la situation financière des firmes dans un contexte de demande finale soutenue et les conditions de financement assez favorables (les taux d'intérêt longs demeurant à des niveaux très bas) sont à l'origine d'une telle progression.

Les échanges extérieurs ont à nouveau pesé négativement sur la croissance de l'économie américaine. Bénéficiant de la reprise du commerce mondial, les exportations de biens et services ont nettement accéléré en 2004, progressant de 8,6 % après 1,9 % en 2003. Dans le même temps les importations ont également progressé à un rythme soutenu (+ 9,9 % en 2004 après + 4,4 % l'année précédente). Au total, la dégradation de la balance commerciale dépasse les 100 milliards de dollars en 2004 et le déficit commercial s'établit à 606 milliards de dollars. Le déficit courant est passé de 4,6 à 5,4 points de PIB.

La poursuite de la dépréciation du taux de change réel n'a pas permis d'infléchir cette tendance. Le commerce extérieur américain est en effet caractérisé par des élasticités-prix faibles et des élasticités-demande élevées. Ainsi, la dépréciation constitue une condition certainement nécessaire à l'ajustement du solde commercial, mais elle est loin d'être suffisante. De fait, la baisse du taux de change effectif réel (- 13% entre début 2002 et mi-2005) n'a conduit qu'à une progression limitée des exportations américaines, dans un contexte où le différentiel de croissance est resté marqué entre les États-Unis et ses principaux partenaires commerciaux.

Du point de vue de l'équilibre épargne-investissement, les ménages et les administrations publiques sont à l'origine du besoin de financement américain. En effet, le taux d'investissement des entreprises demeure à un niveau relativement faible en comparaison de leur épargne. Le revenu des ménages a progressé en 2004 à un rythme aussi soutenu que leur consommation, laissant quasiment inchangé leur taux d'épargne (1,5 % de leur revenu disponible). À la faveur du faible niveau des taux d'intérêt longs, l'investissement résidentiel a pour sa part continué sa progression soutenue, maintenant les ménages américains dans une situation d'emprunteurs nets. Les administrations publiques sont toujours dans une situation de besoin de financement. Néanmoins, l'amélioration de la situation budgétaire de l'État fédéral a plutôt surpris au regard des prévisions publiées en début d'année par le *Congressional Budget Office* (CBO). Cette amélioration des finances publiques américaines est à mettre au compte du dynamisme de l'activité qui a conduit à une forte progression des recettes fiscales. Elle ne peut en aucun cas dispenser l'État fédéral d'un effort public structurel important à moyen terme.

Le budget 2006 prévoit un maintien du déficit en deçà de 400 milliards de dollars en 2005 et 2006. L'objectif de réduction par deux du déficit budgétaire d'ici cinq ans pourrait être atteint, d'après le CBO, en dépit de l'adoption d'un nouveau plan fiscal au printemps dernier. Les effets de ce dernier sont estimés à un peu plus de 100 milliards de dollars d'ici 2010. Néanmoins ce plan a pour particularité de proroger un certain nombre de mesures au-delà de 2010 (date où elles étaient censées expirer). En conséquence, le véritable impact budgétaire de ce plan apparaîtrait en différé à partir de 2010, ce qui a été vivement contesté par les Démocrates au moment du vote de la résolution budgétaire par le Congrès en avril 2005.

Union européenne, faiblesse de la zone euro

La reprise amorcée dans la zone euro courant 2003, confirmée au premier semestre 2004, a perdu ensuite de sa vigueur, établissant la croissance annuelle à 1,8 % après 0,6 % en 2003.

La contribution du commerce extérieur qui avait été positive en début d'année a pesé sur la croissance au cours du second semestre : sur l'ensemble de l'année, elle est restée très faible (+ 0,1 %), après avoir été fortement négative en 2003 (- 0,7 %). Cette faiblesse est à rapprocher de l'appréciation très sensible du taux de change effectif réel depuis 2002 qui a certainement pénalisé les exportations européennes qui ont progressé à un rythme nettement inférieur à la demande mondiale adressée à la zone.

Après une évolution atone en 2003, l'emploi a progressé à un rythme plus soutenu en 2004 dans l'ensemble de la zone, induisant une stabilisation du taux de chômage à 8,9 % après une progression de 0,5 point en 2003. Dans ce contexte, la consommation des ménages a progressé en 2004 de 1,2 %, rythme quasiment identique à celui de l'année précédente.

Cette évolution globale de la zone masque des situations conjoncturelles très différentes. En particulier, les facteurs à l'origine de la reprise ne sont pas les mêmes selon les pays. Comme le remarquent Espinoza et Fournier (2005), la composition de la croissance au cours de la phase de reprise apparaît particulièrement hétérogène.

Ainsi, la croissance en France en 2004 résulte du dynamisme de la demande intérieure hors stocks, principalement de la consommation des ménages. La contribution du commerce extérieur a pesé négativement sur la croissance pour la deuxième année consécutive et le commerce extérieur affiche un solde négatif en 2004. L'Italie se trouve dans une situation intermédiaire où la croissance en 2004 a été le fait d'une contribution positive de la demande intérieure (+ 1,1 %) et des échanges extérieurs (+ 0,2 %) alors que la variation des stocks pesait sur l'activité à hauteur de - 0,3 %. Néanmoins, il convient de noter que les échanges extérieurs avaient fortement pesé sur la croissance en 2003 (- 0,9%) et les exportations italiennes s'avèrent très mal orientées fin 2004 et début 2005. La spécialisation sectorielle défavorable du commerce extérieur italien explique pour partie cette mauvaise orientation qui a contribué à faire plonger l'Italie en situation de récession au tournant de l'année, le PIB ayant reculé deux trimestres consécutifs à partir du quatrième trimestre 2004. Les indicateurs conjoncturels laissent néanmoins attendre un rebond technique au deuxième trimestre 2005. À l'opposé, la croissance en Allemagne en 2004 a été le fait principalement de l'extérieur dans un contexte où la demande intérieure demeure atone. La consommation privée s'est repliée de 0,4 % en 2004 après s'être stabilisée l'année précédente. Cette évolution trouve son origine notamment dans la perte de pouvoir d'achat des ménages allemands. Ceux-ci ont en effet vu leur revenu disponible réel diminuer de - 0,3 % en 2004. L'investissement en équipement s'inscrit pour sa part en hausse en 2004 (+ 0,9 %) après trois années de repli marqué. Ce dynamisme est à rapprocher des performances à l'exportation des entreprises allemandes qui jouent un rôle moteur dans le rebond de l'activité.

Cette hétérogénéité des situations macroéconomiques, qui caractérise la zone euro depuis plusieurs années, rend particulièrement délicat le pilotage de sa politique monétaire. La BCE n'a pas modifié son orientation et a maintenu inchangé ses taux directeurs à 2 % depuis mi-2003. L'inflation dans l'ensemble de la zone a progressé de 2,1 % en 2004, un rythme identique à l'année précédente. Le glissement de l'indice harmonisé des prix à la consommation a accéléré au printemps 2004, en lien avec le renchérissement du prix du pétrole sans dépasser toutefois 2,5 %. Il convient de noter que l'impact de la hausse des prix du pétrole sur l'évolution des prix dans la zone euro est limité par l'appréciation de la monnaie européenne. Le glissement annuel de l'inflation sous-jacente est demeuré en dessous de 2 % tout au long de l'année 2004 avant de diminuer début 2005. Les taux longs européens sont globalement restés orientés à la baisse, de telle sorte que la politique monétaire est demeurée assez accommodante. Néanmoins, du fait des écarts d'inflation observés à l'intérieur de la

zone, les taux réels ont atteint dans certains pays des niveaux particulièrement bas, introduisant de fait une certaine hétérogénéité dans les conditions de financement entre les pays. Ainsi, en Espagne, l'inflation a progressé de 3,1 % en 2004, soit un rythme nettement plus soutenu que dans la zone dans son ensemble. En Allemagne, à l'inverse, les prix ont progressé de 1,8 % en 2004. Dès lors, les taux d'intérêt réels à dix ans se sont établis à 2,3 % en Allemagne contre 1 % en Espagne.

S'agissant de la politique budgétaire, les marges de manœuvre s'avèrent très limitées dans plusieurs pays, en lien avec les critères du pacte de stabilité et de croissance. La situation budgétaire de l'ensemble de la zone s'est peu modifiée en 2004 par rapport à 2003. Le déficit budgétaire représente 2,8 points de PIB, soit une dégradation de 0,1 point par rapport à l'année précédente. Le solde structurel s'est amélioré de 0,4 point de PIB en 2004, résultat notamment des politiques budgétaires restrictives mises en œuvre par l'Allemagne et la France pour réduire leur déficit qui dépasse, depuis 2002, la limite des 3 % du PIB imposée par le pacte de stabilité. Les efforts structurels mis en œuvre en France, couplés avec le regain de la croissance, devraient permettre à ce pays de se rapprocher du seuil des 3 %. L'Allemagne, qui se trouve dans une situation plus difficile, du fait notamment de la reprise moins marquée de son activité, devrait se rapprocher moins rapidement du seuil fixé par le pacte de stabilité.

Dans ce contexte, les pays membres de l'Union européenne se sont accordés sur une réforme du pacte de stabilité en mars 2005. Les valeurs de référence de 3 % et 60 % du PIB pour les ratios du déficit et de la dette demeurent les valeurs de référence du pacte, mais un certain nombre de modifications sont apportées au « volet correctif ». Désormais, lorsqu'un pays a un déficit dépassant le seuil des 3 % de PIB, la Commission et le Conseil des ministres devront accorder plus d'importance aux « facteurs pertinents » (efforts en matière de recherche et développement...) pour décider de lancer ou non une procédure de déficit excessif. Toute croissance négative ou durablement sous le potentiel est désormais suffisante pour bloquer le lancement d'une procédure pour déficit excessif. Auparavant, le pays devait subir un recul de 2 % de sa croissance pour pouvoir suspendre la procédure. Comme le remarquent Bénassy-Quéré et Penot (2004), depuis l'entrée en vigueur du pacte, la situation conjoncturelle dans la zone euro n'a jamais été dégradée au point de pouvoir invoquer cette circonstance exceptionnelle. De plus, les délais pour corriger un déficit excessif sont allongés à deux ans (contre un an auparavant). Concernant le « volet préventif », plusieurs changements ont également été apportés. En particulier, les objectifs budgétaires à moyen terme seront différenciés pour prendre en considération la diversité des situations économiques et budgétaires ainsi que leur durabilité. De plus, les États membres qui ont mis en œuvre des réformes structurelles, dont l'impact positif sur la viabilité à long terme des finances publiques est vérifiable, seront autorisés à s'écarter temporairement de l'objectif budgétaire à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement qui y mène. Pour certains, cette réforme fait perdre au pacte toute sa substance, du fait notamment de la place grandissante accordée au jeu de négociations politiques entre gouvernements lors de la prise en compte de critères subjectifs difficilement quantifiables de manière indiscutable (durée de la croissance inférieure au potentiel, effets de court terme des efforts structurels). Pour autant, on peut également considérer que cette réforme ne fait qu'entériner la pratique des dernières années : en particulier, les critères plus stricts qui

prévalaient avant la réforme n'ont pas empêché la France et l'Allemagne d'échapper à la procédure pour déficit excessif.

Avec 3,1 % de croissance en 2004, le Royaume-Uni est à nouveau caractérisé par une activité nettement plus soutenue que celle de la zone euro. L'accélération de l'activité en 2004 est le fait principalement du dynamisme de la demande intérieure, les variations de stocks et les échanges extérieurs pesant au contraire sur l'activité. L'investissement en équipement des entreprises rebondit (+ 5,5 % en 2004, après un repli de - 1,2 % l'année précédente). La contribution négative des échanges extérieurs est à mettre au compte d'une nette progression des importations de biens et services, dépassant celle des exportations pourtant en accélération par rapport à 2003 (+ 3 % après 0,9 %).

Néanmoins, l'examen du profil trimestriel de la croissance du PIB fait apparaître un ralentissement de l'activité depuis le milieu de l'année 2004 jusqu'au début de l'année 2005. Ce ralentissement provient du moindre dynamisme de la demande intérieure hors stocks depuis la mi-2004. En particulier, la consommation des ménages manifeste un net ralentissement entre début 2004 et début 2005, en lien avec un *policy mix* plus restrictif. Le resserrement monétaire de la Banque d'Angleterre, opéré à partir de novembre 2003, couplé avec la hausse de l'endettement des ménages ces dernières années, provoque une hausse du service de la dette de près de 2 points de revenu entre 2002 et 2004. Les ménages britanniques étant endettés principalement à taux variable, tout resserrement monétaire se répercute directement sur leur service de la dette. Cependant, la remontée progressive des taux courts par la Banque d'Angleterre n'a pas induit de rupture dans le rythme de la croissance. La politique budgétaire, qui s'était révélée résolument expansionniste en 2003 (sous l'effet d'une impulsion structurelle de près d'un point de PIB) est devenue plus restrictive en 2004, le solde structurel diminuant de 0,3 point de PIB. L'évolution des prix de l'immobilier au cours des derniers trimestres explique en partie le moindre dynamisme de la consommation privée dans un contexte de bonne tenue du marché du travail (le taux de chômage est passé de 5 % en 2003 à 4,7 % en 2004). Le glissement annuel des prix de l'immobilier (mesurés par l'indice HALIFAX) est en effet passé de 20 % mi-2004 à moins de 5 % début 2005. Dans ces conditions, les ménages anglais ont été limités dans le recours possible à l'extraction de capitaux du marché hypothécaire mesuré par le *Mortgage Equity Withdrawal* (MEW). Ces extractions, fonction de la valorisation du bien immobilier servant de collatéral à ce type d'opérations, représentaient 7 points de revenu disponible en moyenne en 2003-2004. Elles ont diminué et ne représentent que 3 points de revenu disponible au premier trimestre 2005 au moment où le glissement des prix s'inscrit en nette décélération.

Japon, amélioration du marché du travail

En 2004, la reprise de l'économie japonaise, amorcée en 2003, s'est confirmée. Le PIB a progressé de 2,6 % (après 1,5 % en 2003) sous l'effet d'une accélération marquée de la demande intérieure dans un environnement international porteur : la contribution des échanges extérieurs explique la moitié de la performance de 2004. Néanmoins, l'examen des variations trimestrielles du PIB fait apparaître une quasi-stagnation de

l'activité à partir du deuxième trimestre 2004 en lien notamment avec l'atonie de la demande intérieure.

L'investissement en équipement a progressé à un rythme proche de 6 % en moyenne en 2003 et 2004. Sa reprise constitue un signal particulièrement positif. En effet, le « déficit » de demande associé à la période de déflation de l'économie japonaise depuis 1998 était principalement le fait des entreprises japonaises, les dépenses de consommation n'ayant pas cessé de progresser. Cette meilleure orientation des dépenses d'investissement en équipement résulte de l'assainissement des comptes des entreprises japonaises et du rebond des exportations. Celles-ci ont accéléré au cours des trois dernières années pour atteindre une progression de près de 14 % en 2004, rythme deux fois supérieur à celui observé en 2002. Ce dynamisme des exportations est aussi le reflet d'une plus grande synchronisation du cycle économique avec celui des pays asiatiques. Au cours des dernières années, la part des exportations japonaises en direction de l'Asie émergente, et particulièrement de la Chine, a sensiblement augmenté.

La consommation des ménages japonais a progressé de + 1,5 % en 2004, son rythme le plus soutenu depuis 1996. Le dynamisme de la consommation privée provient notamment des améliorations observées sur le marché du travail. À cet égard, il convient de noter que l'emploi progresse en 2004, modérément, pour la première fois en six ans. Parallèlement, le taux de chômage diminue, passant de 5,3 % en 2003 à 4,7 % en 2004. Cette amélioration du marché du travail japonais est également corroborée par les données récentes de l'enquête Tankan de juillet 2005. La composante « capacités d'emplois excédentaires » de l'enquête a en effet diminué progressivement au cours des trois dernières années et se situe à l'été 2005 à son plus bas niveau depuis 1997, laissant attendre une poursuite de l'amélioration de la situation du marché du travail. La composition des nouveaux emplois envoie également des signaux encourageants. En effet, la progression de l'emploi à temps plein serait redevenue plus dynamique que celle de l'emploi à temps partiel au cours des derniers mois. Cette amélioration de la situation du marché du travail explique aussi le fort rebond de la confiance des consommateurs japonais. Celle-ci a progressé presque continuellement entre le début de l'année 2003 et le début de 2004. Depuis, l'indice de confiance est resté dans une fourchette assez élevée, proche d'un niveau qu'il n'avait pas atteint depuis 1996. En dépit du regain de croissance de l'économie nipponne, la situation budgétaire apparaît toujours très dégradée. D'après les données publiées par le FMI, le déficit public a diminué de 0,6 point de PIB et s'établit à 7,1 % en 2004 sous l'effet de l'amélioration conjoncturelle. Conséquence de cette situation budgétaire critique, la dette publique a progressé de plus de 10 points de PIB entre 2002 et 2004 et s'établit à 169 points.

Début 2005, l'activité a rebondi en lien avec la consommation privée et l'investissement en équipement. Les indicateurs conjoncturels laissent attendre une croissance trimestrielle plus faible que celle observée au premier trimestre 2005 (+ 1,2 % en rythme trimestriel). Néanmoins, les conditions économiques semblent assez différentes de celles qui prévalaient en 2004. En particulier, la reprise de l'économie japonaise semble moins tributaire de la croissance chez ses principaux partenaires commerciaux du fait de l'affermissement progressif de sa demande intérieure.

Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation est redevenu positif de manière transitoire fin 2004, sous l'effet de la progression du prix du pétrole, le glissement de l'indice sous-jacent étant resté négatif tout au long de la période. Dans ce contexte, la Banque du Japon a poursuivi la politique monétaire très accommodante mise en œuvre depuis plusieurs années, en maintenant ses taux courts à 0 %. Malgré cette politique monétaire quantitative, l'économie japonaise n'est pas sortie de la déflation. Cependant, les pressions déflationnistes semblent disparaître progressivement et plusieurs éléments permettent d'envisager une sortie de déflation dans un futur assez proche. En premier lieu, la poursuite de la reprise de la demande intérieure devrait conduire à terme à une résorption complète de l'*output gap*. D'après les estimations du FMI, cet écart se serait réduit de 1,7 point de PIB en 2004 sous l'effet de la forte croissance économique et s'établirait à - 0,8 % de PIB. En second lieu, la reprise du marché du travail devrait induire une poursuite de la remontée des coûts salariaux unitaires (CSU) du fait de l'augmentation des salaires. L'évolution annuelle des CSU, qui est caractérisée par une tendance baissière depuis le début des années 1990 et une diminution depuis 1998, semble avoir atteint un point bas au début de l'année 2004. Le rebond observé depuis, s'il se confirmait, devrait conduire à terme à une hausse des prix de production, préalable à la sortie de déflation de l'économie japonaise.

En 2004, les grandes banques japonaises ont poursuivi leurs efforts d'assainissement de leur bilan, comme l'attestent les résultats de l'étude publiée par la Financial Services Agency au printemps 2005 concernant les onze principales banques du pays. En particulier, la baisse du ratio des créances douteuses rapportées au total des crédits amorcée en 2002 s'est prolongée de telle sorte que le ratio se situait fin mars 2005 à 2,9 %, bien au-dessous de l'objectif fixé par la Financial Services Agency (4,2 %).

Bibliographie

BÉNASSY-QUÉRÉ A. et PENOT A. [2004], « Circonstances exceptionnelles », *La Lettre du CEPII*, n° 239, novembre.

BRI [2005], *75^e rapport annuel*, www.bis.org.

ESPINOZA A. et FOURNIER J.-M. [2005], « Les particularités de la reprise de 2003 en zone euro », *Diagnostics prévisions et analyses économiques*, n° 61, février.

FMI [2005], *World Economic Outlook*, avril.