

CEPII

L'économie mondiale 2008



La Découverte

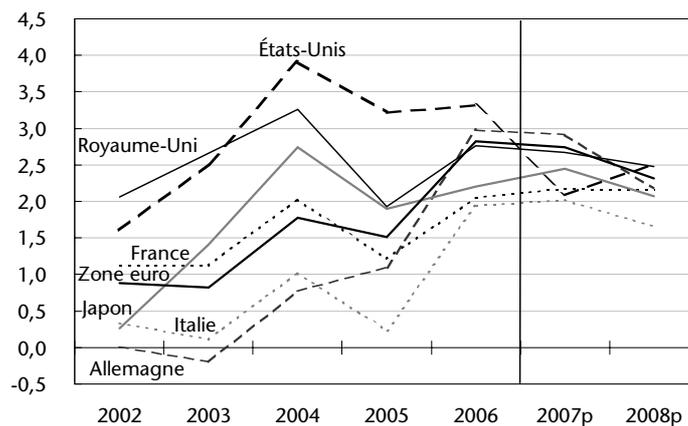
9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

II / États-Unis, Japon, Europe

Martine Carré-Tallon, Audrey Gasteuil, Florence Pisani*

Les rythmes de croissance des grandes économies développées ont amorcé courant 2006 un rapprochement spectaculaire (graphique 1). La croissance japonaise s'est renforcée, une demande vigoureuse a relancé l'activité européenne tandis que l'économie américaine ralentissait. Cela a conforté l'idée selon laquelle la dépendance de l'activité des grandes économies développées à l'égard du cycle américain est désormais moins grande. Mais l'atterrissage reste une manœuvre délicate. S'il menaçait d'être trop brutal aux États-Unis, la réaction des autorités monétaires

Graphique 1. **Convergence des taux de croissance**
(en %)



Source : OCDE, *Perspectives économiques*, n° 81, mai 2007.

* Martine Carré-Tallon (Europe) est directrice adjointe au CEPII ; Audrey Gasteuil (Japon) est économiste au service des Études économiques de la Société Générale ; Florence Pisani (États-Unis) est économiste à Dexia Asset Management.

et le jeu des interdépendances financières pourraient perturber le scénario équilibré qui prévaut à la mi-2007.

États-Unis, une économie plus vulnérable

Au sortir de trois années de croissance solide (entre 2004 et 2006, le PIB a crû de 3,5 % en moyenne annuelle), l'économie américaine apparaît paradoxalement plus vulnérable. Sa remarquable résistance à la série presque continue de chocs depuis 2000 – dégonflement de la bulle boursière, 11-Septembre, guerre en Irak et hausse du prix du pétrole – a en effet été obtenue au prix d'un endettement accru des ménages. Il faut désormais que cet endettement ralentisse... sans bien sûr que la croissance s'arrête. La tâche des autorités monétaires est d'autant plus délicate que le potentiel de croissance de l'économie américaine a baissé et que l'inflation sous-jacente, longtemps contenue, s'est accélérée. L'atterrissage en douceur est donc loin d'être acquis.

Les premiers signes clairs de modération de l'activité sont apparus à l'été 2006. Les effets du resserrement monétaire, continu depuis mi-2004, deviennent alors de plus en plus nets : la baisse des ventes de maisons, entamée à l'hiver 2005, s'accélère, les nouvelles demandes de prêts hypothécaires marquent le pas et les prix immobiliers décèlent rapidement. Le ralentissement des créations d'emplois, joint à l'arrêt de la baisse du taux de chômage, conduit d'ailleurs la banque centrale à décider, le 8 août, de faire une pause... tout en conservant un biais à la hausse des taux. En prenant le temps d'observer la réaction du marché immobilier à la hausse passée des taux comme celle des dépenses de consommation à la nouvelle flambée des prix de l'essence, la Réserve fédérale veut éviter de découvrir, avec retard, que le coup de frein porté à l'économie a été trop puissant. Au fil de l'été, les inquiétudes sur la pérennité de la reprise vont se renforcer. Après une hausse du PIB de seulement 2,6 % en rythme annuel au second trimestre, la croissance continue de ralentir : sous l'effet notamment d'une forte contraction de l'investissement résidentiel (- 20 %), le PIB progresse d'à peine 2 % au troisième trimestre. Peu à peu toutefois, les risques perçus par les marchés et la banque centrale vont différer : alors que l'inflation reste la préoccupation centrale de la Réserve fédérale, le ralentissement de l'activité inquiète les marchés. Entre fin octobre et début décembre 2006, les taux américains à dix ans baissent de

plus de 30 points de base : malgré les propos des autorités monétaires visant à enrayer le mouvement, la courbe des taux s'inverse (les taux longs passent en dessous des taux courts). Or, par le passé, ces inversions ont souvent « annoncé » des récessions.

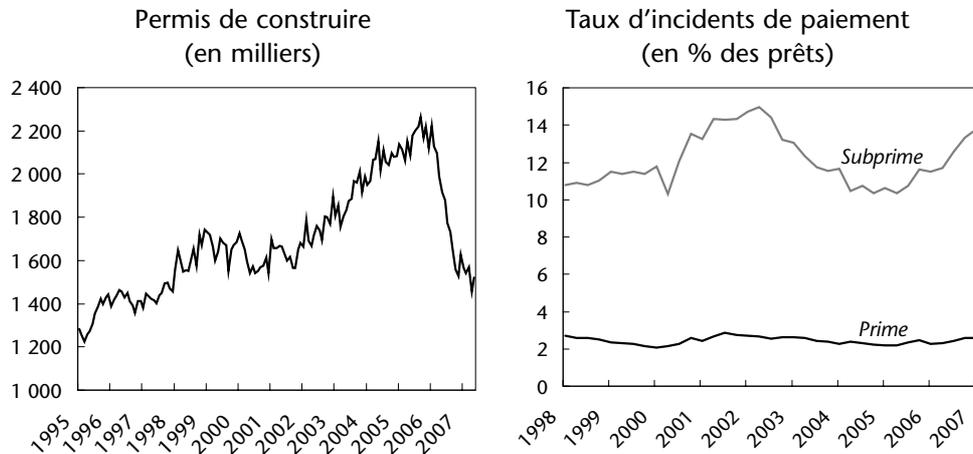
L'inquiétude est accentuée par l'accélération de la correction engagée sur le marché immobilier. Depuis l'après-guerre, les retournements de l'investissement résidentiel ont tous, à l'exception de celui intervenu en 1966, été suivis d'une récession. Et, cette fois, le retournement promet d'être important. Depuis 2000, le bas niveau des taux d'intérêt a en effet incité les ménages à avancer une partie des dépenses de leur cycle de vie, achetant aujourd'hui des maisons dont ils n'auraient, sinon, fait l'acquisition que plus tard. En même temps, la part des « spéculateurs » – ceux qui achètent pour revendre – dans le total des emprunts hypothécaires est fortement montée (elle est passée de 4 % en 2000 à 12 % en 2006) et a contribué à éloigner plus encore les prix de leurs déterminants traditionnels. Leur décélération brutale – entre octobre 2005 et 2006, le taux de croissance annuel des prix médians des maisons existantes est passé de + 15 % à... – 4 % – fait craindre que le ralentissement de l'activité, jusqu'ici cantonné au seul secteur immobilier, ne s'étende au reste de l'économie. Depuis plusieurs années, l'extraction de richesse immobilière – permise, notamment, par l'envolée des prix – n'apporte-t-elle pas une contribution décisive à la consommation ? Loin de fléchir toutefois, la consommation va, pendant encore plusieurs mois, continuer de soutenir la croissance : elle augmente de 4,2 % en rythme annuel au quatrième trimestre 2006. Ce dynamisme n'est pas miraculeux. D'abord, l'évolution parallèle, depuis la fin des années 1990, des placements des ménages et de la mobilisation de richesse immobilière laisse penser qu'une part importante de la richesse ainsi extraite n'a pas été dépensée. Ensuite, les revenus des ménages progressent toujours rapidement. Enfin, la nette détente du prix de l'essence observée depuis le mois d'août leur a redonné du pouvoir d'achat. Mais, au fil des mois, un autre développement, plus inattendu, va affecter la conjoncture : alors que les profits des entreprises augmentent toujours rapidement, l'investissement en équipement marque le pas (il se contracte de 5 % en rythme annuel au quatrième trimestre 2006)... en même temps que les entreprises ajustent à la baisse le niveau trop élevé de leurs stocks. La Banque centrale n'en maintient pas moins son biais à la hausse des taux. Constatant que le taux de chômage continue

de se réduire alors que l'activité a nettement ralenti, elle en conclut que le taux de croissance potentielle de l'économie américaine a toutes chances d'être sensiblement inférieur à 3 %. Que la croissance décélère est donc, de son point de vue, souhaitable.

Début 2007, les convictions sur la pérennité de la reprise américaine vont, une nouvelle fois, être ébranlées. D'abord, par la publication, fin février, de statistiques signalant une poursuite de la baisse de l'investissement des entreprises, puis par les propos d'Alan Greenspan mettant en garde contre les risques d'une récession. Dans les jours qui suivent, la multiplication des défauts sur les prêts aux ménages les plus fragiles (*subprime loans*) et les difficultés rencontrées par les institutions spécialisées dans la distribution de ces crédits vont encore renforcer les craintes (graphique 2). Mi-mars, l'un des quatre plus grands distributeurs de prêts *subprime* – *New Century* – annonce qu'il ne pourra honorer ses engagements. Comment en est-on arrivé là ? La hausse des prix immobiliers a amené un nombre croissant de ménages à prendre plus de risques. Faute de pouvoir acheter leur maison avec un emprunt classique à taux fixe, impliquant une charge trop élevée par rapport à leur revenu, ils se sont endettés sous des formes « innovantes » avec des versements mensuels initialement plus légers, mais destinés à s'alourdir ensuite : emprunts à taux variables, emprunts initialement non amortissables, voire à amortissement négatif... Quant au comportement des prêteurs, il a été moins prudent encore : plus de la moitié des prêts *subprime* accordés en 2006 l'ont été en fonction de revenus seulement déclarés – mais non prouvés – par les emprunteurs et leur montant a parfois dépassé 100 % de la valeur des logements achetés. Début 2007, les taux d'incidents de paiement sur les prêts *subprime* accordés dans la première moitié de l'année 2006 étaient proches de ceux observés en 2001... lorsque l'économie américaine était en récession et que le taux de chômage montait !

Quoique spectaculaire, l'onde de choc provoquée par ces turbulences financières va rester limitée. En dépit de leur progression rapide, les prêts *subprime* représentent, début 2007, moins de 13 % du stock total de dette hypothécaire et les incidents de paiement restent cantonnés aux prêts les plus récents... ceux accordés en 2005-2006 avec des normes de crédit particulièrement lâches. De plus, la solidité des banques américaines et la répartition des risques sur un grand nombre d'acteurs – *via* la titrisation des prêts accordés – rendent peu probable l'apparition d'une crise de grande ampleur. Le marché boursier ne s'y trompe d'ailleurs pas :

Graphique 2. États-Unis – Permis de construire et taux d'incidents de paiement sur les prêts hypothécaires



Source : Datastream.

après une chute brutale entre fin février et mi-mars, l'indice SP500 va, en quelques semaines, regagner le terrain perdu.

À la fin du printemps 2007, la difficulté pour l'économie américaine tient, en réalité, moins à l'accumulation de pertes dans un compartiment du marché du crédit qu'à la nécessité de rester au plein-emploi... alors même que l'endettement des ménages ralentit. La manœuvre est d'autant plus délicate qu'elle intervient au moment où l'investissement des entreprises semble être tombé en panne et où la remontée du prix de l'essence engagée depuis le mois de février vient freiner la consommation. Prenant la mesure du danger, la Réserve fédérale a d'ailleurs infléchi, mi-mars, son biais à la hausse des taux : elle évoque désormais, dans son communiqué, au côté du risque d'un dérapage de l'inflation, celui d'un ralentissement plus marqué de l'activité. Le changement est habile car il permet au marché obligataire de jouer pleinement son rôle de stabilisateur automatique : si la croissance faiblit, les taux à long terme baisseront et viendront soutenir l'activité ; si l'inflation dérape, ils monteront et l'activité sera freinée. Le mécanisme a néanmoins toutes chances d'être moins puissant que par le passé. La remarquable résistance de l'économie américaine à la série de chocs déflationnistes, presque continue, depuis la fin des années 1990 a, en effet, pour prix un endettement accru des ménages... et un creusement du déficit courant (- 6,5 % du PIB en 2006). Or la crise des prêts *subprime* signale que la capacité d'endettement des ménages est, pour quelques années au moins, saturée. Leur demande devrait donc maintenant moins

contribuer au soutien de la croissance. Baisse du dollar aidant, l'extérieur devrait toutefois prendre en partie le relais et la croissance américaine, après une décélération marquée en 2007, retrouver progressivement son rythme potentiel, situé aujourd'hui un peu au-dessus de 2,5 %.

Ce scénario d'atterrissage en douceur pourrait toutefois être plus mouvementé si, demain, un nouveau choc déflationniste survenait. La Réserve fédérale n'hésiterait alors bien sûr pas à baisser ses taux, mais, compte tenu du niveau déjà élevé de l'endettement des ménages, leur dépense ne serait, cette fois, que très faiblement stimulée. La politique monétaire n'en serait pas pour autant privée de tout effet. Si le canal du crédit ne fonctionne pas, il y a fort à parier que celui du taux de change – un affaiblissement du dollar – viendra à son secours. Depuis quelques années en effet, globalisation financière aidant, les taux d'intérêt ont des effets puissants sur le cours des monnaies : en baissant ses taux, la Fed, à l'instar de ce qui se passe aujourd'hui au Japon, pousserait le dollar à la baisse et soutiendrait, par ce biais, la conjoncture américaine. Ce faisant, elle reporterait aussi une partie de la charge de l'ajustement sur le reste du monde... et en particulier sur l'Europe !

Japon, entre croissance et séquelles de la « décennie perdue »

Exceptionnellement longue, la période de croissance solide que connaît l'économie japonaise depuis 2003 se poursuit. Satisfaisante en 2006 (2,2 %), la croissance devrait se prolonger à un rythme équivalent en 2007 et 2008. Néanmoins, le Japon reste marqué par les séquelles de la « décennie perdue » : une dette publique extraordinairement élevée qui continue de s'alourdir, une sortie laborieuse de la déflation et, de ce fait, des taux d'intérêt les plus bas au monde tirant fortement à la baisse le yen depuis 2006.

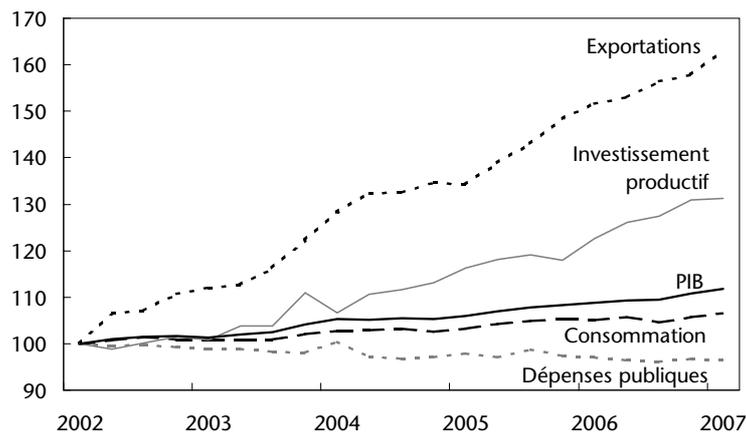
L'expansion se poursuit à un rythme soutenu

À l'origine de la reprise engagée il y a près de cinq ans, les exportations progressent toujours rapidement (graphique 3). Elles bénéficient du dynamisme de la croissance mondiale et de la faiblesse du yen. Le Japon tire également profit d'une bonne

spécialisation internationale : les entreprises japonaises sont *leaders* dans le secteur automobile – avec des parts de marché croissantes aux États-Unis –, et dans celui des machines électriques – grâce, notamment, à des ventes très dynamiques en Asie. Fait remarquable pour un pays développé, le Japon dégage toujours un excédent commercial significatif avec l'ensemble, étroitement lié, formé par la Chine et Hong Kong. Une des forces du Japon réside, de fait, dans sa forte complémentarité avec la Chine. Ainsi, le Japon, spécialisé dans les produits à forte intensité en capital et en R&D, exporte des composants électroniques en Chine et importe, en retour, des ordinateurs et des produits audiovisuels assemblés dans ce pays ; il vend des automobiles et des pièces détachées et achète des produits textiles – 82 % des importations japonaises de textile-habillement proviennent de Chine.

Graphique 3. Japon – Composantes du PIB

(base 100 = 1^{er} trimestre 2002)



Source : Datastream.

La demande interne est également soutenue. L'investissement productif a redémarré dès 2003. Tous ses déterminants restent bien orientés : la demande à l'exportation est vigoureuse ; les taux d'intérêt demeurent très bas ; la situation bilancielle des entreprises est assainie et celles-ci dégagent des profits record, ce qui leur permet d'autofinancer, dans une large mesure, leurs dépenses en capital. La consommation des ménages s'est révélée plus hésitante, en 2006 notamment. En 2007 et 2008, les composantes internes de la demande devraient cependant se rééquilibrer : la consommation accélérerait tandis que l'investissement productif perdrait quelque peu de son dynamisme après le rattrapage de ces dernières années.

En effet, les ménages finiront par bénéficier de tensions croissantes sur le marché du travail. Le taux de chômage baisse depuis la mi-2002 : il est revenu de 5,5 % en août 2002 à 3,8 % en mai 2007, niveau le plus bas de ces neuf dernières années. Alors que les créations nettes d'emplois s'accroissent (+ 0,4 % en 2006), l'offre de travail est étale. Différents éléments jouent : *i*) un taux de fécondité faible (1,3 enfant par femme), inférieur au taux de remplacement des générations (2,1) depuis le début des années 1970 ; *ii*) les premiers départs à la retraite des *baby-boomers* ; *iii*) un taux d'activité féminin encore relativement bas ; *iv*) et des flux migratoires toujours négligeables, reflet d'une législation restrictive. Le facteur démographique deviendra à l'avenir de plus en plus lourd : la baisse de la population en âge de travailler (- 0,8 % par an entre 2005 et 2030 selon l'ONU) constituera un frein majeur à la croissance japonaise à moyen-long terme.

Jusqu'à la fin 2006, les hausses de salaires sont restées faibles par suite : du remplacement des *baby boomers* partis en retraite par des jeunes moins bien rémunérés (rémunérations à l'ancienneté) ; de réembauches, avec des salaires moindres, de *seniors* complétant leur retraite ; et de la multiplication d'embauches de travailleurs au statut précaire. Mais, si, comme attendu, la croissance se poursuit, les tensions accrues sur le marché du travail et la progression des profits dopperont progressivement les salaires et les *bonus* (représentant une part importante de la rémunération totale, 40 % en 2006).

Des faiblesses persistantes

La réduction du déficit public, revenu de 8 % du PIB à 4,3 % (hors mesures exceptionnelles) entre 2003 et 2006, a été plus rapide qu'anticipé grâce, notamment, à la hausse marquée des recettes d'impôt sur les sociétés. Cette réduction est également imputable à la maîtrise des dépenses, en particulier la contraction des investissements publics en BTP. La poursuite de l'assainissement des finances publiques se révèle toutefois indispensable alors que le vieillissement de la population va s'accroître, pesant sur les dépenses de retraite et de santé, et que la sortie de la politique de taux zéro alourdit la charge de la dette. Suite aux efforts de relance budgétaire dans un contexte d'activité ralentie après l'éclatement de la bulle financière, le Japon est devenu le pays de l'OCDE le plus endetté : la dette brute de l'État, qui continue

d'augmenter, s'élevait à 162 % du PIB fin mars 2007, selon le ministère des Finances. Le gouvernement de Shinzo Abe, qui a succédé à celui de Junichiro Koizumi en septembre 2006, vise une réduction des deux tiers du déficit budgétaire primaire (déficit hors paiement des intérêts de la dette) pour l'année fiscale 2007 (de 11,2 à 4,4 trillions de yens, soit une baisse de 1,3 % du PIB, le PIB japonais étant légèrement supérieur à 500 trillions de yens). Cette réduction serait possible grâce à une hausse à nouveau contenue des dépenses hors charges d'intérêts, *via* notamment une compression continue de l'investissement public, et à une forte augmentation des recettes bénéficiant de la bonne tenue de la conjoncture. Les négociations pouvant conduire à une réforme d'envergure de la fiscalité, notamment à une hausse de la taxe sur la consommation, ne reprendront qu'après les élections à la Chambre Haute de la Diète fin juillet 2007.

Autre héritage des années de crise, les pressions déflationnistes se sont révélées plus tenaces qu'on ne le pensait. Le 14 juillet 2006, en se fondant sur des indices dénotant la sortie de déflation, le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque du Japon abandonnait sa politique de taux zéro en procédant à un premier relèvement de 25 points de base de son taux directeur. Toutefois, suite à la réforme de l'indice des prix à la consommation en août 2006 (avec le changement d'année de base, la composition et les pondérations du panier de biens et services pris en compte ont été modifiées), le taux d'inflation a été révisé à la baisse. Ceci a significativement altéré la perception que l'on avait alors de la sortie de la déflation. Aussi, dans un contexte de croissance décevante au troisième trimestre 2006 et de très faible inflation, le CPM a attendu février 2007 avant de durcir de nouveau sa politique et porter le taux d'intérêt au jour le jour à 0,50 %.

Au total, l'année 2006 a tout de même été marquée par l'amorce d'une sortie timide de sept années de déflation. Le taux d'inflation est revenu en territoire positif (+ 0,2 % en moyenne annuelle contre - 0,3 % en 2005). De même, l'indice sous-jacent – soit l'indice hors produits alimentaires frais – a crû de 0,1 % après avoir diminué de 0,1 % en 2005. Autre signe d'amélioration, les prix des terrains dans les grandes villes sont repartis à la hausse en 2006 après quinze années de repli : les prix des terrains commerciaux ont progressé de 20 % entre mars 2006 et mars 2007 et les prix des terrains résidentiels de 8 %. La poursuite de la phase d'expansion conjuguée à des tensions accrues

sur le marché du travail devrait se traduire par la confirmation de la sortie de déflation et, en conséquence, le prolongement de la « normalisation monétaire » ; celle-ci sera toutefois sans doute très graduelle, le troisième tour de vis monétaire étant attendu au second semestre 2007, après les élections sénatoriales.

Conséquence de cette lente sortie de déflation, les écarts de taux d'intérêt entre le Japon et les pays bien plus avancés dans le cycle de resserrement monétaire (États-Unis, UEM, Royaume-Uni, sans parler de pays comme l'Australie ou la Nouvelle-Zélande) se sont fortement creusés en 2006-2007. Ces *spreads* de taux d'intérêt ont déclenché d'importantes opérations de portage (le *yen carry trade*) : les investisseurs empruntent en yen à des taux d'intérêt très bas puis placent ces fonds en actifs à haut rendement en monnaies étrangères. Dans le même esprit, les investisseurs japonais, qu'il s'agisse d'investisseurs institutionnels ou de particuliers, placent une partie croissante de leurs avoirs en actifs étrangers, notamment en obligations.

Aussi observe-t-on une situation quelque peu paradoxale : alors que le Japon est, avec les pays exportateurs de pétrole et la Chine, l'un des principaux pourvoyeurs de capitaux du reste du monde, sa monnaie s'est sensiblement affaiblie en 2006 et au premier semestre 2007 pour s'établir, en juin 2007, à 123 yens pour un dollar et à 165 yens pour un euro, au plus bas depuis la création de la monnaie européenne (graphique 4). Le taux de change effectif réel du yen (taux calculé en pondérant les taux de change bilatéraux corrigés des écarts d'inflation par les poids relatifs des pays étrangers dans le commerce extérieur japonais) a retrouvé son niveau le plus bas depuis 1985. Le solde des transactions courantes, structurellement excédentaire, atteint en effet des niveaux record (19,8 trillions de yens en 2006, soit 3,9 % du PIB). Si l'excédent commercial a légèrement fléchi en 2005-2006, par suite du renchérissement du pétrole, du gaz et des matières premières dont le Japon est très fortement dépendant, l'excédent dégagé sur les revenus tirés des placements japonais à l'étranger (intérêts, dividendes), nets de ceux versés sur les placements des non-résidents au Japon, s'est fortement accru (à 2,7 % du PIB, il a dépassé en 2006 l'excédent commercial). Le Japon, dont la position extérieure nette est largement créditrice (+ 42 % du PIB fin 2006), devient ainsi de plus en plus un « pays rentier », position logique d'un pays où le vieillissement de la population est le plus avancé au monde.

Graphique 4. Le yen face à l'euro et au dollar
(nombre de yens pour un euro et pour un dollar, moyenne mobile 5 jours)



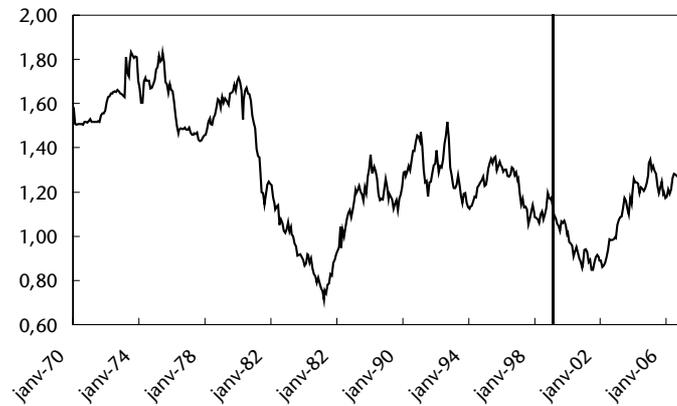
Source : Datastream.

Les opérations de portage, intéressantes en termes d'écart de taux de rendement, font courir aux investisseurs un risque de change important qui se matérialisera le jour où le yen s'appréciera. Dans ce contexte, un déboucement brutal des positions de *yen carry trade* ne peut être exclu, un choc qui fermerait alors un des canaux alimentant la liquidité des marchés mondiaux, affectant en priorité les marchés d'actifs risqués à haut rendement. Un tel mouvement s'est déjà esquissé en mars 2007 ; mais, surtout, on se souvient du précédent qui a conduit à l'appréciation brutale du yen en octobre 1998 (hausse du yen contre dollar de 13 % entre le 5 et le 9 octobre). Néanmoins, cette menace est atténuée par la tendance récente des Japonais à accroître la diversification internationale de leurs actifs financiers, encore limitée. En particulier, les actifs financiers détenus par les ménages sont placés de façon disproportionnée sous forme de dépôts (50 % du total), très faiblement rémunérés. Cette diversification des portefeuilles, qui se traduit par des sorties de capitaux hors du Japon, contribue en effet durablement à l'affaiblissement du yen.

Europe, la reprise de la croissance

En zone euro, l'année 2006 et le premier semestre 2007 ont été marqués par l'appréciation de la monnaie face au dollar, l'euro passant d'environ 1,20 dollar en janvier 2006 à 1,35 à la

Graphique 5. Le taux de change euro/dollar sur longue période
(nombre de dollars pour un euro, euro synthétique avant 1999)



Source : Datastream.

mi-2007. Ce niveau n'est pas exceptionnel : au début des années 1990, l'euro « synthétique » (moyenne des monnaies composant aujourd'hui l'euro) oscillait autour de 1,30 dollar. Mais, si ce n'est durant l'année 2005, l'euro n'a cessé de s'apprécier depuis 2002 (graphique 5), gagnant 54 % face au dollar entre mars 2002 et avril 2007 et de nombreux signes laissent penser que le mouvement va se poursuivre. Cette appréciation, qui réduit la facture pétrolière, pèse sur la compétitivité des biens produits dans les pays de la zone euro face à ceux produits aux États-Unis ou dans des pays dont la monnaie est maintenue stable par rapport au dollar. Cependant, les pays de la zone euro ne sont pas uniquement en concurrence avec des pays de la zone dollar et, si l'euro s'est apprécié face au dollar, au yen et au franc suisse, il s'est déprécié par rapport aux autres monnaies. Ainsi les évolutions monétaires sont différemment ressenties selon les secteurs d'activité : très préjudiciables pour l'aéronautique qui libelle ses produits en dollars, elles peuvent être neutres pour une entreprise qui effectue une grande partie de ses échanges au sein même de la zone euro. Rappelons que l'intrazone représente, selon les pays, entre 30 % (Irlande) et 65 % (Portugal) des échanges des membres de la zone euro. Ainsi, s'ils partagent tous la même monnaie, ces pays ont connu, en fonction de la structure géographique de leurs échanges et de leur inflation comparée à celle de leurs partenaires, des évolutions différenciées de leurs taux de change *effectifs réels* (TCER). L'appréciation a été de seulement 9 % en Allemagne et en France entre mars 2002 et juin 2007, de 10 % en Italie et au Portugal, 16 % en Espagne et jusqu'à 26 % en Irlande, selon la BRI.

D'autres évaluations du TCER cherchent à donner une indication plus fine des évolutions de la compétitivité dans le domaine des biens échangeables. Le FMI notamment fournit un indicateur de TCER qui retient non plus l'évolution relative de l'inflation moyenne (prix à la consommation), mais celle des coûts unitaires du travail dans la seule industrie manufacturière. On constate alors une plus grande différenciation parmi les pays de la zone euro, notamment entre grands pays. Ainsi, en dépit de l'appréciation de l'euro, la compression des coûts salariaux a permis à l'Allemagne d'améliorer sa compétitivité-coût de 4 % sur la période 2002-2006. Ailleurs, on assiste à une détérioration : 8 % en Espagne, 13 % en France, 16 % en Italie. Ces écarts de compétitivité-coût peuvent être reliés aux différences de performances extérieures, même s'ils n'en sont pas le seul facteur explicatif. Ils éclairent aussi les différences dans la composition de la croissance qui s'observent au sein de la zone, et notamment entre la France et l'Allemagne.

Croissance et emploi

Après une année 2005 médiocre, la croissance de la zone euro a atteint 2,7 % en 2006, rythme le plus élevé depuis 2000. Depuis le quatrième trimestre 2006, elle surpasse la croissance américaine. Au sein de la zone euro, la dispersion des rythmes de croissance se réduit grâce notamment au net redressement des pays les plus à la traîne depuis 2002 : l'Italie (1,9 % en 2006) et l'Allemagne (3 %).

Cette reprise de la croissance a été tirée par la demande intérieure, qui a constamment surpris à la hausse au cours de l'année 2006. Le taux de croissance de la formation brute de capital fixe a été particulièrement vigoureux (plus de 5 %). La consommation des ménages a progressé à un peu moins de 2 %. En Allemagne, la reprise de l'investissement, intervenue après quatre années de recul puis un faible redémarrage en 2005, a été particulièrement forte (6,4 %). La consommation des ménages allemands est restée beaucoup plus terne (moins de 1 % de croissance). Au total en 2006, la demande intérieure a moins progressé en Allemagne que dans l'ensemble de la zone euro ; ce sont les exportations nettes qui ont, à nouveau, apporté une contribution très substantielle à la croissance (1,2 point). De ce point de vue, si les résultats allemands tirent la moyenne de la zone euro vers le haut, l'Allemagne ne joue pas encore un rôle

de locomotive de l'économie européenne. En France, au contraire, alors que la croissance du PIB a été plus décevante (2,1 %), l'ensemble de la demande intérieure a été dynamique, particulièrement la consommation des ménages dont la croissance au rythme de 2,6 % s'est située 0,7 point au-dessus de la moyenne de la zone euro.

À partir de la fin 2006, le crédit aux ménages et les plus-values immobilières qui avaient fortement soutenu la consommation et l'investissement résidentiel, ont amorcé une décélération en zone euro. Néanmoins ces signes de fléchissement ne remettent pas en cause les prévisions favorables pour l'ensemble de l'année 2007 (croissance du PIB de 2,7 %). Certes, en Allemagne, le relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée en janvier 2007 a ralenti la consommation des ménages, mais l'investissement est resté très dynamique. Progressivement, en Allemagne comme dans l'ensemble de la zone euro, l'activité, toujours soutenue par une forte demande d'investissements, devrait l'être aussi par la consommation grâce aux créations d'emplois et aux hausses attendues des salaires.

Corollaire en effet de cette reprise d'activité, le taux de chômage de la zone euro a diminué d'un point de pourcentage en un an, pour s'établir à 7 % en mai 2007 (Eurostat), niveau qui reste encore supérieur à la moyenne des pays de l'OCDE (5,6 % en moyenne sur 2007 selon l'OCDE). Le taux de chômage français (8,7 %) est nettement au-dessus de la moyenne de la zone euro au sein de laquelle les Pays-Bas (3,2 %) font figure de bon élève. Hors de la zone euro, le Danemark est aussi exemplaire (3,3 %). Au Royaume-Uni, le taux de chômage descendu jusqu'à 4,5 % en 2004 est remonté à 5,4 % (mars 2007) en dépit d'une croissance soutenue de l'activité (2,8 % en 2006) et d'un nombre élevé de créations d'emplois. La participation plus élevée des travailleurs âgés et l'immigration de travailleurs venus notamment des nouveaux membres de l'Union européenne ont accru le nombre des actifs.

La situation de l'emploi a ainsi continué à s'améliorer en Europe. Sur la période 1994-2006, les données de l'OCDE indiquent que l'emploi a progressé de 17 % dans l'UE-15, soit un rythme très proche de celui des États-Unis (18 %). Cette amélioration n'a pas suffi à apaiser les inquiétudes en Europe de l'Ouest, et plus particulièrement en France, au sujet des délocalisations. Si plusieurs études récentes indiquent que les délocalisations vers les pays à bas salaires ne représentent que 3 % des investissements

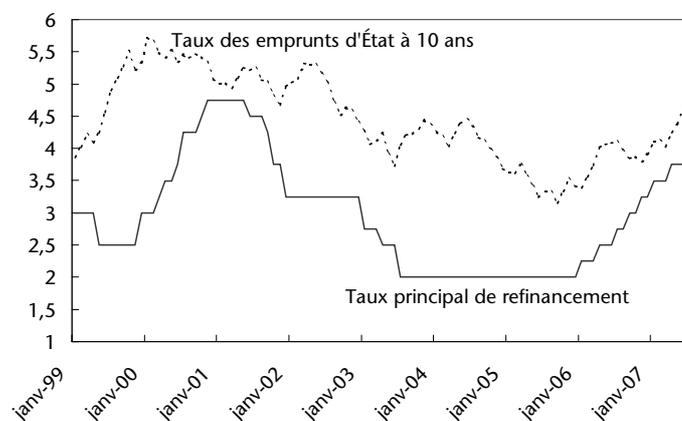
des firmes françaises à l'étranger, et que de tels investissements semblent avoir des effets positifs à long terme sur la production de ces firmes, les coûts sociaux des suppressions d'emplois supportés à court terme sont élevés. La décision prise début 2007 par le constructeur aéronautique européen, Airbus, de délocaliser une large partie de sa sous-traitance hors de l'Union européenne a été ainsi fortement critiquée en France. Face à ces tensions, l'Union européenne a créé en décembre 2006 le Fonds européen d'ajustement à la mondialisation. Ce fonds vise à fournir une assistance complémentaire aux salariés qui perdent leur emploi en raison « des modifications majeures de la structure du commerce mondial ».

Politique économique

La croissance vigoureuse du PIB et de l'emploi en zone euro, couplée à une expansion monétaire toujours très rapide, a incité la Banque centrale européenne à poursuivre sa stratégie de remontée des taux directeurs vers un niveau jugé plus « neutre », c'est-à-dire plus proche de la croissance potentielle en valeur, évaluée à environ 4-4,5 %. Longtemps atones, les taux longs ont, eux aussi, amorcé leur remontée à partir de la fin 2006 (graphique 6).

Dans un contexte de reprise de l'activité et alors que les économistes ne prévoient pas de résurgence de l'inflation dans la zone, cette stratégie de la BCE a fait débat. Les points de vue diffèrent en particulier sur l'accélération de la productivité dans la zone. Dans le long terme, une croissance potentielle plus vigou-

Graphique 6. Zone euro – Taux courts et taux longs
(en %)



Source : Banque centrale européenne.

reuse justifie un taux d'intérêt plus élevé (car le taux « neutre » augmente). Mais, à court terme, elle signifie que la hausse de la demande est absorbée par l'offre sans hausse de prix : n'ayant pas à craindre de tensions inflationnistes, la banque centrale pourrait s'abstenir de relever le taux d'intérêt. Toutefois, un certain nombre d'analystes font observer qu'il est encore trop tôt pour savoir si la productivité a accéléré de manière durable. De fait, les taux d'utilisation des capacités de production ont fortement augmenté en 2006 et en 2007. La faible inflation proviendrait alors de la mondialisation, des réformes du marché du travail (notamment en Allemagne) qui ont réduit le pouvoir de négociation des travailleurs face aux employeurs, de la force de l'euro (qui rend les importations moins chères) et, enfin, de la confiance des agents privés dans la capacité de la BCE de maintenir durablement l'inflation proche de son objectif de 2 %. Cette dernière interprétation justifie en fait une attitude prudente de la BCE qui ne saurait décevoir ces sages anticipations.

Même si le lien entre croissance monétaire et inflation semble s'être très nettement émoussé depuis quelques années, la BCE a continué à se référer à ce fameux « premier pilier » pour justifier les hausses de taux. Il faut sans doute y voir moins une crainte du retour de l'inflation que l'angoisse de constater que les intermédiaires financiers prennent des risques inconsidérés face à une liquidité dont l'abondance ne faiblit pas. Car, ne l'oublions pas, l'Eurosystème demeure le prêteur en dernier ressort du système bancaire européen et la BCE aurait beaucoup à perdre à une crise financière majeure en zone euro.

Conformément au Pacte de stabilité et de croissance, les pays de la zone euro à l'exception de l'Italie, ont profité de la bonne conjoncture pour réduire leurs déficits. En 2006, seuls l'Italie et le Portugal affichent des déficits supérieurs à 3 % du PIB. Pour la Commission européenne, Berlin redevient un modèle à suivre, avec un déficit qui pourrait être ramené à 0,6 % du PIB dès 2007. Ce résultat ne s'explique pas seulement par le jeu des stabilisateurs automatiques (une forte croissance augmentant mécaniquement les rentrées fiscales). L'investissement public a diminué de façon drastique, avec une baisse de 7,3 % en 2004, et de 3,8 % en 2005. De 2003 à 2006, la part de l'ensemble des dépenses publiques dans le PIB allemand a baissé de 3 points, traduisant la volonté des gouvernements de réduire la pression fiscale pour redresser la croissance potentielle. En janvier 2007, la hausse de la TVA allemande introduit une pause dans ce mou-

vement vers le moins d'État, mais une accélération dans la réduction du déficit. Notons à cet égard que l'évolution similaire des soldes budgétaires allemand et français observée depuis 1999 (à l'exception de l'année 2000) dissimule des évolutions divergentes en matière de recettes et de dépenses publiques.

Élargissement

Ajoutant 30 millions d'habitants aux 456 millions d'habitants de l'Union européenne à 25, le nouvel élargissement intervenu en janvier 2007, apporte à l'Union européenne une population égale à celles de l'Autriche, de la Grèce et du Portugal réunies. L'ajout en termes de revenu est, lui, marginal puisque la Bulgarie et la Roumanie représentent ensemble seulement 1 % du PIB de l'UE-25 (le revenu par habitant des deux entrants est de 36 % de la moyenne des 25). Pour la Bulgarie et la Roumanie, il s'agit d'un choc concurrentiel majeur qui va entraîner des gains de productivité et des restructurations importantes, accompagnées par les fonds structurels. L'intégration signifie aussi, et surtout, la reprise de l'Acquis communautaire, autrement dit la transposition de tout l'édifice juridique et réglementaire communautaire. Là résident d'ailleurs probablement les bénéfices les plus tangibles pour l'Union : ne plus avoir à ses portes de petits pays sources d'externalités négatives mais, au contraire, des économies modernes respectant les droits de propriété et ayant adopté la même gouvernance économique. Les deux nouveaux entrants peuvent, eux, espérer accélérer le processus de rattrapage qui s'est amorcé à partir de 2003. Leur niveau de revenu par tête (en parité de pouvoir d'achat) les situe aujourd'hui au niveau où étaient les trois pays baltes à la fin des années 1990. Depuis, l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie sont, parmi les dix entrants de 2004, ceux dont la croissance s'est le plus accélérée (en 2005 et 2006, la croissance en Estonie et en Lettonie a dépassé 10 %) ; ils sont désormais à 65 % de la moyenne de l'UE-25 pour le premier, à 55 % pour les deux autres. Le taux de chômage – particulièrement élevé en Bulgarie au début des années 2000 (presque 20 % en 2001) – a déjà décru : en mai 2007, il était à 7,2 % en Bulgarie, 7,3 % en Roumanie, soit bien en deçà des niveaux que connaissent encore la Pologne et la Slovaquie (10,5 % et 10,8 % à la même date) en dépit du recul sensible des deux dernières années.

Le 1^{er} janvier 2007, la zone euro a accueilli un nouveau pays, la Slovénie, seul des dix nouveaux États membres à avoir satisfait l'ensemble des critères de Maastricht en 2005 (au 1^{er} janvier 2008, la zone euro s'étendra à Chypre et Malte). Que peut attendre la Slovénie de son entrée dans la zone euro ? D'abord, une réduction des coûts de transaction dans ses échanges avec les autres pays (elle exporte 55 % de sa production, les deux tiers allant vers la zone euro). Ensuite, la Slovénie va bénéficier durablement de taux d'intérêt identiques à ceux de la zone euro puisque les investisseurs n'auront plus à craindre de dépréciation de la monnaie. Cet avantage est appréciable dans un pays qui a besoin d'investissements pour conforter son processus de rattrapage du niveau de vie moyen de l'Union européenne (il est actuellement à 84 % de la moyenne des 25).

Économie du savoir

La volonté communautaire de faire de l'Europe l'économie du savoir la plus dynamique et la plus compétitive au monde se traduit globalement par des efforts encore insuffisants et très inégaux d'un pays à l'autre. Selon l'OCDE, la zone euro dépensait 5,4 % de son PIB pour l'éducation en 2003 (alors que les États-Unis en dépensaient 7,3 %), la lanterne rouge était la Grèce avec 4,2 %, la France étant dans le peloton de tête, devancée par la Suède et ses 6,7 %. Au-delà du niveau des dépenses, la répartition de celles-ci diffère beaucoup d'un pays à l'autre. C'est au niveau du secondaire que les écarts se creusent le plus, avec 1 779 euros par élève dépensés en Slovaquie, contre 12 650 euros au Luxembourg. On observe aussi un écart important entre les dépenses consacrées à l'enseignement supérieur aux États-Unis (plus de 17 778 euros par étudiant) et en Europe (7 724 euros).

Enfin, les disparités en matière de formation ne se situent pas uniquement au moment de la formation initiale mais s'observent aussi tout au long de la carrière des Européens. Ainsi, selon une récente étude de l'OCDE, environ 40 % des travailleurs ont suivi une formation au cours de l'année écoulée au Danemark, en Suède, en Finlande et en Suisse contre moins de 10 % pour les pays du Sud de l'Europe.

L'augmentation des dépenses d'éducation et de formation se heurte à un problème de cohérence entre, d'une part, la stratégie de Lisbonne et, de l'autre, le Pacte de stabilité et de croissance, le tout sur fond de concurrence fiscale : comment augmenter les

dépenses d'éducation tout en réduisant les déficits et la pression fiscale ?

Néanmoins, ces difficultés ne doivent pas occulter les récents efforts en matière d'harmonisation des systèmes de formation européens. Le traité de Bologne, ratifié par les 25 membres de l'Union européenne et 20 pays non membres, a notamment induit une grande harmonisation du supérieur avec la mise en place du schéma « licence-master-doctorat », une telle harmonisation étant favorable à la mobilité des étudiants et, partant, à la future mobilité des travailleurs. En 1987-1988, seulement un peu plus de 3 000 étudiants européens étudiaient dans un autre pays d'Europe que leur pays d'origine sur la base d'un projet Erasmus ; en 2004, ils étaient près de 136 000.

Le rapport annuel de la Commission européenne pour 2006 titrait « Passons à la vitesse supérieure ». Après le redressement de 2006, les perspectives de croissance pour 2007 et 2008 sont bonnes. Cette conjoncture devrait favoriser les réformes nécessaires pour faire de l'Europe une terre d'excellence en termes de recherche, d'innovation et de productivité. Les services aux entreprises, la santé et la finance sont en particulier des activités qui ont combiné ces dernières années créations d'emplois et gains de productivité. Là est sans doute l'une des clés de la croissance en Europe pour les années à venir.

Bibliographie

Europe

- BÉNASSY-QUÉRÉ A. et CARTON B. [2007], « Zone euro : les politiques macroéconomiques sous contrainte », *La Lettre du CEPII*, n° 266, avril.
- CASTELLANI D., DISDIER A.-C. et NAVARETTI G. B. [2006], « How does investing in cheap labour countries affect performance at home ? France and Italy », *CEPR Discussion Paper*, n° 5765, juillet.
- FONTAGNÉ L. et LORENZI J.-H. [2005], *Désindustrialisation, délocalisation*, Conseil d'analyse économique, n° 55, février.
- OCDE [2006], *Regards sur l'éducation*.
- THISSEN L. et EDERVEEN S. [2006], « Higher education : time for coordination on a European level ? », *CPB Discussion Paper*, n° 68, juillet.