



II – Etats-Unis, Europe, Japon

*Cyrille Lacu, Florence Pisani, Philippe Weber**¹

La reprise américaine encore incertaine à la fin du printemps 2003, paraît à l'été 2004 durablement acquise. Pendant près d'un an, la Réserve fédérale a piloté les marchés obligataires pour les mettre au service de la croissance. Sa tâche est désormais d'éviter que les craintes d'un retour de l'inflation conduisent à une remontée trop rapide des taux d'intérêt. Dans la zone euro, la croissance en 2003 a encore déçu. La politique budgétaire n'a pas apporté le soutien qu'on aurait pu souhaiter et l'efficacité de la politique monétaire unique souffre de l'hétérogénéité des situations d'un pays à l'autre. Avec une croissance de près de 3% en 2003, l'économie japonaise semble sortir du processus déflationniste dans lequel elle s'enfonçait depuis dix ans. Déclenchée par le cycle mondial des échanges, cette reprise pourrait dorénavant bénéficier davantage de la confiance retrouvée des ménages.

Etats-Unis : des craintes de déflation à la peur de l'inflation

A la fin du printemps 2003, la reprise américaine était encore incertaine. Le premier semestre avait été dominé par l'attentisme lié à la crise irakienne : les projets d'investissement comme les embauches

¹ Cyrille Lacu (Japon) est doctorant à l'Université Paris-X et collaborateur extérieur au CEPII ; Florence Pisani (Etats-Unis) est économiste à Dexia-Asset Management et Philippe Weber (Europe) est responsable des études économiques à CPR Asset Management.

avaient marqué le pas. La situation pouvait vite devenir dangereuse : le poids des dettes accumulées par les agents privés étant élevé, un ralentissement prononcé de la croissance risquait de pousser l'économie vers la déflation. La politique économique américaine a très vite réagi. Dès l'été, un nouveau plan de stimulation fiscale est mis en œuvre. Mais c'est à la politique monétaire que va revenir le rôle principal.

Tableau I – Principaux indicateurs économiques des Pays avancés

	2002	2003	2004	2005
Croissance du PIB (variation annuelle en %)				
Etats-Unis	2.2	3.1	4.6	3.9
Zone euro	0.9	0.4	1.7	2.3
Royaume-Uni	1.7	2.3	3.5	2.5
Japon	-0.3	2.7	3.4	1.9
Inflation (hausse des prix à la consommation en %)				
Etats-Unis	1.6	2.3	2.3	2.2
Zone euro	2.3	2.1	1.7	1.6
Royaume-Uni	1.3	1.4	1.6	1.8
Japon	-0.9	-0.2	-0.4	-0.1
Balance courante (en % du PIB)				
Etats-Unis	-4.6	-4.9	-4.2	-4.1
Zone euro	1.2	0.6	0.7	0.8
Royaume-Uni	-1.7	-2.4	-2.2	-2.1
Japon	2.8	3.2	3.1	3.2
Chômage (en % de la population active)				
Etats-Unis	5.8	6.0	5.5	5.4
Zone euro	8.4	8.8	9.1	8.9
Royaume-Uni	5.2	5.0	4.9	4.9
Japon	5.4	5.3	4.9	4.9

Source : FMI (2003), World Economic Outlook, avril

Pendant près d'un an, la Réserve fédérale va piloter les marchés obligataires et les mettre au service de la croissance. En évoquant, début mai 2003, le risque d'une « diminution non souhaitée de l'inflation », la Banque centrale pousse à réviser profondément en baisse les anticipations de taux courts. Les taux longs (qui dépendent des taux courts anticipés) chutent alors de plus de quatre-vingt points de base, sans qu'il n'y ait, dans un premier temps au moins, aucun mouvement des taux directeurs. En abaissant ainsi le niveau des taux longs, la Banque centrale permet aux agents de refinancer leurs emprunts, en même temps qu'elle incite ceux qui ne l'ont pas encore

fait, à s'endetter. Dès le milieu de l'été 2003, les effets de la politique menée apparaissent : la croissance retrouve un rythme soutenu. Aidée par les allègements fiscaux et les refinancements hypothécaires, la consommation accélère nettement et l'investissement productif redémarre. Sur le troisième trimestre, le PIB progresse de plus de 8% en rythme annuel. Pendant plusieurs mois, la préoccupation de la Réserve fédérale va être d'éviter que les taux longs ne remontent en réponse à l'accélération de la croissance. La vigueur de la dépense des ménages dépend en effet, pour une bonne part, du maintien de conditions d'emprunt favorables. Les communiqués publiés à l'issue des Comités de politique monétaire vont donc chercher à « ancrer » les anticipations des marchés à un niveau bas. En annonçant début août le maintien d'une politique monétaire accommodante pendant une « période considérable » et en rappelant que le risque de déflation, bien que faible, reste supérieur à celui d'une accélération de la hausse des prix, la Réserve fédérale réussit à déconnecter, au moins partiellement, le niveau des taux longs de celui de la croissance.

Début décembre toutefois, un premier tournant s'amorce. Il est désormais clair que la croissance a redémarré. Depuis l'été, l'investissement en équipement a progressé de près de 15% en rythme annuel et la consommation de plus de 5%. De plus, les exportations accélèrent progressivement, favorisées par le dynamisme de la demande mondiale et par la dépréciation de quelque 10% du dollar contre toutes devises. La Fed va alors, pas à pas, infléchir son message. Mi-décembre, elle en modifie une première fois le contenu : l'accent mis sur le risque de déflation disparaît du communiqué publié à l'issue du Comité de politique monétaire. Il lui faut toutefois aller plus loin pour que les anticipations de taux courts puissent à nouveau fluctuer normalement avec l'activité. A la surprise générale, le changement intervient à la fin du mois de janvier 2004 : le Comité cesse de promettre des taux bas pour « une période considérable » ; il se contente de signaler qu'il fera preuve de « patience ». Le moment est habilement choisi. Loin de soulever un vent de panique, l'annonce est suivie d'une... baisse des taux longs ! Le changement intervient en effet au moment précis où un doute plane à nouveau sur le caractère durable de la reprise. Depuis plusieurs mois, les créations d'emplois sont étonnamment faibles : les premières estimations indiquent qu'elles ont à peine atteint 112 000 en janvier, après avoir stagné en décembre. Or, en l'absence d'emplois, la consommation risque de s'essouffler, une fois passés les effets des allègements fiscaux concentrés sur le début de l'année 2004. Les marchés comprennent que la Banque

centrale ne prendra pas le risque de monter ses taux avant d'être convaincue de la solidité de la reprise.

Un second épisode s'ouvre alors : pendant plus de trois mois, l'attention va se centrer sur le marché du travail. Jamais jusqu'ici, les créations d'emplois n'avaient été aussi faibles au regard de la croissance. Neuf trimestres après le creux de la récession de 1990, plus d'un million et demi d'emplois avaient été créés dans le secteur privé. Il s'agissait pourtant, déjà là, d'une « reprise sans emplois ». Au sortir des récessions de 1974 et 1981, la croissance avait en effet permis, à ce stade de la reprise, la création de plus de cinq million d'emplois. Très vite les délocalisations vont être tenues pour responsables. La baisse spectaculaire de l'emploi dans le secteur manufacturier – celui-ci a perdu près de trois million de travailleurs en trois ans – frappe. Elle tient pourtant moins à une accélération des délocalisations qu'au choc spécifique subi en 2001 par le secteur industriel : la contraction marquée de l'investissement en équipement comme des exportations, dont le contenu en produits manufacturés est élevé, a fortement réduit la demande qui lui est adressée. Les raisons structurelles de l'atonie de l'emploi sont à chercher ailleurs. Celle-ci s'explique, pour une part, par les transformations profondes de l'industrie du commerce de détail. Depuis 2001, près de 400 000 emplois y ont été détruits alors même que la progression des ventes au détail a été plus vigoureuse que dans les cycles passés. Longtemps faibles, les gains de productivité de ce secteur traditionnellement très créateur d'emplois se sont accélérés sous l'effet d'une restructuration profonde (ventes par Internet, réorganisation des surfaces de ventes...) : ils sont passés de moins de 1% en moyenne annuelle dans les années quatre-vingt à plus de 3.5% dans les années quatre-vingt-dix. Or, le poids de ce secteur dans l'emploi privé (14%) est désormais supérieur à celui du secteur manufacturier. Un second élément, plus conjoncturel celui-là, explique aussi la surprenante faiblesse des créations d'emplois à ce point du cycle : depuis deux ans, l'économie est sans cesse confrontée à de nouvelles vagues d'incertitude (11 septembre 2001, scandales financiers, guerre en Irak) et les chefs d'entreprises hésitent tout simplement à embaucher.

Un doute croissant s'installe, au fil des mois, sur la capacité de l'économie à créer des emplois. L'annonce début mars d'à peine 21 000 créations d'emplois provoque une nouvelle chute des taux d'intérêt à long terme. En soulignant la faiblesse des créations d'emplois, le Président de la Banque centrale, A. Greenspan, encourage

même le mouvement : entre début janvier et mi-mars, les taux à dix ans perdent près de 70 points de base, passant de 4.4% à 3.7%.

Penser que la productivité pouvait augmenter, pendant encore plusieurs trimestres, à 5% l'an était néanmoins audacieux. Jamais par le passé, elle n'est en effet restée aussi longtemps sur son rythme de sortie de récession. Or, une simple inflexion de ce rythme assurerait un retour de l'emploi. Un troisième épisode commence début avril avec la publication de plus de... 300 000 créations d'emplois. Les marchés, comme la Réserve fédérale d'ailleurs, sont pris à contrepied : en quelques minutes à peine, les taux longs remontent de plus de 30 points de base. L'annonce, début mai, de 288 000 nouvelles embauches achève de convaincre les plus sceptiques de la réalité de la reprise de l'emploi. En outre, l'investissement productif continue de progresser à un rythme soutenu. En quelques années, l'ajustement des bilans des sociétés non financières a été spectaculaire : alors que celles-ci avaient un besoin de financement de 3.5% du PIB en septembre 2000, elles dégagent, début 2004, une capacité de financement de près d'un point de PIB. Au début de l'été 2004, la croissance paraît donc enfin durablement rétablie. En relevant ses taux de 25 points de base le 30 juin, la Réserve fédérale marque d'ailleurs la fin d'une période un peu exceptionnelle.

La tâche de la politique économique n'en est pas pour autant terminée. Il lui faut désormais faire atterrir en douceur l'économie et la remettre sur le chemin d'une croissance plus équilibrée : les comptes publics sont dégradés, les ménages endettés et le déficit courant élevé. Le problème du rééquilibrage budgétaire ne peut toutefois être vraiment abordé avant plusieurs mois. La proximité de l'élection présidentielle trouble le débat : si les deux candidats prévoient de diviser par deux le déficit public d'ici quatre ans, leurs programmes restent flous ou peu convaincants sur les moyens à mettre en œuvre pour y parvenir. Quant à la Banque centrale, elle doit resserrer sa politique monétaire sans provoquer de krach obligataire. Or, les tensions sur les prix des matières premières et, en particulier, du pétrole, se sont accompagnées d'une nette remontée des prix des produits intermédiaires. Les prix à la consommation ont également accéléré. Certes, avec un glissement annuel à 1.7% en avril, l'inflation sous-jacente reste basse et les pressions salariales sont faibles. Les marchés redoutent néanmoins que la Réserve fédérale n'ait tardé à resserrer sa politique monétaire : en quelques semaines à peine, les craintes de déflation vont céder la place à celle... d'un retour de l'inflation. La réaction est brutale : entre début avril et fin mai, les

taux d'intérêt montent de 100 points de base, pour atteindre 4.8%. Elle n'est pourtant pas insensée. Depuis deux ans, les chocs subis par l'économie ont, à chaque fois, été absorbés au prix d'un endettement accru des ménages. Ralentir leurs dépenses est nécessaire : une hausse des taux d'intérêt freinera la consommation de biens durables et l'investissement résidentiel. L'investissement productif et les exportations prendront le relais. Il faut seulement éviter que le coup de frein ne soit trop brusque. La Réserve fédérale a toutefois du temps car l'économie est loin d'être au plein emploi. Le risque est, bien sûr, que les marchés prennent peur et fassent monter les taux trop vite. En soulignant, dans son communiqué du 30 juin 2004, que son resserrement devrait rester graduel, la Banque centrale a toutefois réussi, pendant un temps au moins, à éviter une remontée trop brutale des taux. Pendant plus d'un an, la Réserve fédérale a su se servir du marché obligataire pour piloter l'économie ; parions qu'elle parviendra, cette fois encore, à en garder le contrôle.

Europe : atonie prolongée

En 2003 comme en 2002, la croissance de la zone euro a déçu, alors que la plupart des pays développés connaissent une accélération marquée de l'activité. Le PIB n'a en effet progressé que de 0.4% en moyenne pendant l'année, après 0.9% en 2002. C'est là le résultat de l'atonie de l'ensemble des composantes de la croissance.

Le commerce extérieur, qui aurait dû tirer l'activité compte tenu de la vigueur de la demande mondiale, a contribué négativement à la croissance, lui retirant 0.7 point, après un apport de 0.5 point en 2002. Les importations ont continué à croître, mais les exportations ont stagné, notamment en raison de l'appréciation de l'euro (20% en moyenne vis-à-vis du dollar, et plus de 11% en termes effectifs). En raison de ces difficultés à exporter, l'investissement est resté atone, ce qui a surpris : les conditions financières étaient favorables, et le taux d'utilisation des capacités, quoiqu'en baisse, était plus proche de sa moyenne de longue période qu'aux Etats-Unis. Enfin, la consommation a souffert de la faible croissance du revenu disponible et du défaut de confiance des ménages, liés à un marché de l'emploi morose : le taux de chômage, après avoir monté tout au long de l'année 2002, s'est stabilisé à 8.8% pendant l'essentiel de l'année 2003. La moyenne de la zone euro cache, depuis plusieurs trimestres, des contrastes entre pays. Une nouvelle fois, l'Allemagne est à la traîne en 2003, avec une baisse d'activité de 0.1%, bien que ce soient cette fois-ci les Pays-Bas qui, avec un repli de 0.7% sur l'année, ont le

plus mauvais résultat. A l'inverse, la France a connu une croissance modeste, de 0.5%, et surtout l'Espagne bénéficie d'une activité comparativement vigoureuse (+2.4%). C'est la plus ou moins bonne résistance de la demande intérieure finale qui a différencié les deux groupes de pays.

Le profil de la croissance est plus encourageant. Après un premier trimestre de stagnation et un deuxième de léger repli, l'activité a accéléré au second semestre et se stabilise à un niveau un peu plus élevé au début de l'année 2004 : le PIB a progressé de 0.6% sur le seul premier trimestre. De même, les enquêtes auprès des chefs d'entreprises témoignent d'une amélioration sensible dans l'ensemble de la zone, mais aussi en France et en Belgique et, à un degré moindre, en Allemagne ; l'Italie, reste de ce point de vue à la traîne. Au premier trimestre de 2004, c'est la France qui a, de manière inattendue, la croissance la plus forte (0.8%). Pour la zone, l'année 2004 devrait être meilleure, avec une croissance de l'ordre de 1.7% (2% pour la France). Une petite accélération se produirait à partir de la fin de 2004, permettant au PIB de croître de quelque 2% en 2005, et jusqu'à 2.5% si l'euro restait à son cours de début juin 2004, soit 1.20 dollar.

L'autre mauvaise surprise de l'année 2003 a été l'inflation : non qu'elle ait été spécialement forte, puisqu'elle est restée, au total, voisine de l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE), mais, malgré une croissance, on l'a vu, bien terne, un chômage élevé, des capacités inutilisées et une devise en hausse, elle n'a pas baissé autant qu'on pouvait l'espérer. La hausse moyenne des prix à la consommation a en effet été de 2.1%, après 2.3% en 2002. Il est vrai que le pétrole est passé de 26 à 31 dollars en moyenne, mais il est resté pour ainsi dire constant en euro. Hors alimentation, tabac et énergie, la désinflation est un peu plus nette : la moyenne est passée de 2.4% à 1.7%. Ce résultat décevant a eu, au demeurant, des conséquences négatives sur l'activité : diminution du revenu réel, mais aussi effet indirect par la perception qu'en ont eue les ménages. En effet, depuis l'introduction de l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002, on observe une rupture du lien entre inflation mesurée et inflation perçue, telle que les enquêtes la mesurent : les ménages ont constamment l'impression que l'inflation est supérieure à ce qu'elle est. Ce phénomène, à peine atténué en 2003, explique une partie de la faiblesse de la consommation : les estimations économétriques des dépenses des ménages en fonction de leur revenu réel donnent de meilleurs résultats si l'on déflate les revenus nominaux par l'inflation

perçue plutôt que par l'inflation mesurée. Pour l'essentiel, cette divergence provient de ce que le passage à l'euro a perturbé les repères et que les hausses de certains produits ou services symboliques (pain, café, journal, essence, cafés restaurants), où les arrondis à la hausse ont été fréquents, ont plus marqué les consciences que les baisses de produits durables que l'on achète moins souvent (ordinateur, matériel audiovisuel, par exemple). Comme pour l'activité, les hausses de prix ont été différenciées, les pays à relativement forte croissance subissant, en général, une inflation plus élevée : c'est le cas de l'Espagne, avec une inflation moyenne de 3.1%, alors que l'Allemagne n'a vu ses prix augmenter que de 1.1%. La France est pratiquement dans la moyenne, à 2.2%. Les Pays-Bas cumulent les inconvénients, avec une inflation de 3.2% malgré la récession qu'ils traversent. L'inflation va rester, en 2004, dans le haut de la fourchette de ce que peut accepter la BCE, avec une hausse des prix à la consommation qui devrait être de l'ordre de 2%, pour revenir à 1.7% en 2005.

Alors qu'aux Etats-Unis, la politique budgétaire a été extraordinairement expansive, elle n'a pas apporté à l'économie européenne le soutien qu'on aurait pu souhaiter. Il est vrai que le niveau des déficits était resté relativement élevé, en tout cas dans les trois plus grands pays, dans la phase d'activité dynamique. Le ralentissement a aggravé la situation, puisque le déficit de la zone euro est passé de 2.3% du PIB en 2002 à 2.7% en 2003 ; pourtant le solde structurel – c'est-à-dire une fois éliminés les effets de la conjoncture – s'est réduit, de 2.5% à 2.2%. Paradoxalement donc, la politique budgétaire a été dans l'ensemble plutôt restrictive, même s'il faut différencier entre les pays, l'Allemagne ou l'Italie ayant réduit leur déficit structurel tandis que la France le maintenait constant. Dans ce contexte, le débat sur le Pacte de stabilité et de croissance s'est fait plus aigu. La décision, en novembre 2003, du Conseil des Ministres de ne pas appliquer à la France et à l'Allemagne les sanctions prévues a, pour certains analystes, marqué la fin du Pacte. La Commission essaie de faire annuler cette décision par la Cour européenne de Justice, tout en réfléchissant aux modifications qui pourraient être apportées aux dispositions les plus mécaniques du Pacte, par exemple en adoptant la « règle d'or » suivie par le gouvernement britannique (sur la durée d'un cycle économique, le déficit ne doit pas dépasser l'investissement).

Dans ce contexte, la politique monétaire a été, au total, relativement accommodante. La BCE a poursuivi, jusqu'en juin 2003, la baisse des

taux amorcée en 2001. Le taux de refinancement a été ainsi ramené à 2%, et le taux réel est à peu près nul depuis lors, comme aux Etats-Unis : il est difficile de dire que la BCE a été beaucoup plus restrictive que la Réserve fédérale. Il faut enfin noter qu'à l'exception de l'Espagne, de l'Irlande et des Pays-Bas, le financement des économies se fait, pour l'essentiel, par le biais des taux longs, et non des taux courts. Le niveau très bas atteint par les taux longs, et non des taux courts. Le niveau très bas atteint par les taux longs rendait, de ce fait, moins nécessaire un assouplissement. La relative résistance de l'inflation et le dérapage des comptes publics rendaient difficile, au demeurant, une nouvelle baisse, même si pour un pays comme l'Allemagne, qui s'est trouvé en récession avec une inflation faible, elle aurait pu être bienvenue : c'est toute la difficulté d'une politique monétaire unique tant que les économies n'ont pas plus convergé. On peut ainsi juger que la politique monétaire est aujourd'hui certainement trop restrictive non seulement pour l'Allemagne mais aussi pour les Pays-Bas, vraisemblablement trop expansive pour l'Irlande, voire l'Espagne, et sans doute adaptée pour la France. Cette discordance persistera longtemps (il y a aussi des décalages cycliques marqués d'une région à l'autre des Etats-Unis, par exemple), mais devrait aller en s'atténuant : l'intégration commerciale, la politique monétaire et de change unique, la coordination croissante des politiques économiques à quoi devrait amener la logique même de l'Union économique et monétaire y conduisent. Le vrai problème réside sans doute dans les différences de structures financières et de canaux de transmission de la politique monétaire – qui seraient encore plus prononcées si le Royaume-Uni faisait partie de la zone euro.

Le changement de président de la BCE, en novembre 2003, apportera plus un changement de tonalité qu'une réorientation de la politique, M. Trichet ayant un style de communication assez différent de celui, parfois truculent, de M. Duisenberg. L'accent a été mis, au tournant de l'année, sur la faiblesse de la confiance des ménages, sans suggérer pour autant qu'une baisse des taux pourrait y remédier. C'est plus une perception erronée de l'inflation et la lenteur des « réformes de structure » qui en seraient, selon la BCE, la cause. C'est aussi en janvier 2004 seulement que la BCE a manifesté un peu d'inquiétude face au renchérissement de l'euro (+20% en un an contre le dollar), qui « a un impact négatif sur la compétitivité », sans pour autant infléchir sa politique. D'une manière générale, il est vrai, la Banque centrale s'inquiète d'une baisse de l'euro (signe de défiance et porteuse d'inflation importée) mais se satisfait d'une appréciation

mesurée. Si l'on s'accorde à estimer qu'une appréciation du change de 10% retire environ un point à la croissance de l'année suivante, la BCE reste réticente à reconnaître une équivalence entre mouvements de change et de taux – peut-être faut-il voir là l'héritage du monétarisme de la Bundesbank. Il est vrai que, à moyen terme en tout cas, les effets du change sont à peu près neutres tant sur l'activité que sur l'inflation. Signalons que, au mois de mai 2003, la BCE a infléchi la formulation de sa stratégie de politique monétaire. La définition de la stabilité des prix, précédemment une inflation entre 0 et 2%, est désormais une inflation « inférieure à 2% mais proche de 2% », ce qui représente un petit assouplissement. De plus, les « deux piliers » (un premier consistant en l'évolution des agrégats monétaires, un second rassemblant tous les autres indicateurs économiques pertinents) ont été rassemblés en une appréciation globale résultant de l'analyse économique et de l'analyse monétaire. En tout cas, la confirmation de la croissance, fût-ce à cause du pétrole, à partir de la mi-2004 semblent devoir exclure tout nouvel assouplissement dans ce cycle économique : le prochain mouvement devrait être à la hausse, au tournant de l'année 2005.

En comparaison de ce tableau relativement morose, le Royaume-Uni présente une situation enviable. Avec une croissance de 2.3%, l'activité a été raisonnablement soutenue, aidée par un retour au déficit public. Ce sont les services qui assurent la croissance, l'industrie se repliant encore ; la consommation, plus que l'investissement, est le moteur de l'économie. Les ménages bénéficient d'un marché de l'emploi qui a continué à s'améliorer, le taux de chômage étant revenu à 4.8% en décembre 2003, au plus bas depuis trente ans, même s'il est vrai que des emplois publics et des emplois à temps partiels non souhaités ont contribué à ce résultat. L'inflation est restée contenue. Le principal risque provient de l'emballement du marché du logement : les prix de l'immobilier connaissent une hausse difficilement soutenable, parallèlement à l'endettement des ménages. La Banque d'Angleterre a donc entrepris, à partir de novembre 2003, un resserrement qui devra se poursuivre tout au long de 2004. Notons que, dans un souci de lisibilité et de comparabilité avec la zone euro, le chancelier de l'Echiquier a reformulé l'objectif d'inflation de la Banque centrale, qui doit désormais viser une hausse de l'indice des prix harmonisé au sens d'Eurostat de 2% (au lieu d'une hausse de 2.5% pour l'indice national hors paiement d'intérêts hypothécaires). En moyenne les deux objectifs sont identiques, mais la mission de la Banque d'Angleterre reste un peu plus souple que celle de la BCE.

Japon : une vigueur encourageante

Après un recul du PIB de 0.3% en 2002, on s'attendait en 2003 à une reprise modérée de l'économie japonaise, tirée par la croissance de ses principaux partenaires mais encore affaiblie par les pressions déflationnistes. Avec une hausse du PIB de 2.7%, la vigueur de l'activité a surpris. Ce redressement s'accompagne d'une réduction sensible du rythme de la baisse des prix à la consommation, de -0.9% en 2002 à -0.2%. Le taux d'intérêt réel supporté par le secteur privé passant en dessous de la croissance réelle, la situation financière de l'économie japonaise s'est affermie sur l'année écoulée.

Encore irrégulière au cours du premier semestre 2003, la croissance du PIB décolle véritablement au dernier trimestre pour atteindre une performance annualisée de 4%. Depuis, cette reprise inespérée se confirme de mois en mois et si, au second trimestre 2004, des signes d'essoufflement apparaissent, c'est relativement à une excellente performance sur le premier trimestre (5% en rythme annualisé). L'économie japonaise, qui fluctuait jusqu'à mi-2002 à l'intérieur de cycles des stocks chaque fois plus courts et plus bas, enregistre à présent sa reprise la plus longue depuis l'éclatement de la bulle immobilière et boursière (1990). Cette rupture de cycle laisse penser que le gouvernement vient enfin à bout de la déflation.

Comme d'habitude, c'est le cycle mondial des échanges qui a déclenché cette reprise. Le dynamisme des marchés extérieurs a permis de gonfler les profits des producteurs japonais et de dynamiser l'investissement industriel. L'accélération durable des exportations (+10% en 2003 après +8% en 2002) a permis d'accroître l'excédent courant de 2.8% à 3.2% du PIB, malgré la reprise économique. La spécialisation croissante des grandes entreprises industrielles exportatrices dans les secteurs à haut contenu technologique ainsi que les bénéfices en terme de souplesse et d'innovation qu'elles tirent de la déréglementation des services leur assurent une bonne compétitivité. Elles profitent aussi largement de leur intégration croissante en Asie qui leur permet d'accéder à des coûts salariaux très faibles pour l'ensemble des industries de main-d'œuvre. Le mouvement de délocalisation des phases aval de la production qui, à mesure que la crise s'allongeait, s'était étendu vers l'amont, semble s'inverser. Le rythme d'accumulation du capital productif dans le secteur privé atteint 9% en 2003 et s'accélère début 2004. Pour la première fois en dix ans, cette amélioration n'est plus seulement le fait

des grandes entreprises exportatrices, mais aussi des PME du secteur manufacturier. On assiste en effet à une meilleure transmission de la croissance des grandes entreprises aux PME, via la chaîne de sous-traitance. Les enquêtes auprès des petits industriels traduisent un regain d'optimisme qui n'avait jamais été observé depuis le début de la crise. Celui-ci encourage une reconstitution précoce des stocks qui, en 2003, a permis de soutenir la reprise. Last but not least, la consommation finale des ménages manifeste, début 2004, une remarquable vigueur, surprenante si l'on considère l'évolution des salaires et de l'emploi.

Depuis la fin 2002, la part des salaires dans le PIB est passée de 63% à 58%, soit une baisse d'ampleur comparable à celle observée lors de la dépression de 1997-1999... mais cette fois-ci en phase de reprise ! Dans le secteur industriel, les efforts de productivité ont déprimé l'emploi et comprimé la masse salariale. Ils sont permis des baisses des prix industriels, qui ont augmenté le pouvoir d'achat et la demande, notamment celle adressée au secteur des services. Mais les importants sureffectifs et la faible rentabilité moyenne du capital de ce secteur ont limité les embauches dans des emplois par ailleurs plus précaires et, surtout, moins bien rémunérés que ceux de l'industrie manufacturière. La stabilité du taux de chômage à 5.3% dissimule ainsi une dégradation structurelle du marché du travail. Dans ces conditions, la vigueur de la dépense finale tient surtout au regain d'optimisme. L'avancée des réformes dissipe l'incertitude sur l'avenir. Ainsi, le taux d'épargne, qui jusqu'à présent évoluait de concert avec le revenu disponible des ménages, a continué de baisser en fin d'année alors que la situation de ces derniers s'améliorait. Cette évolution – qui doit être prise avec précaution, tant les données sur la consommation sont sujettes à révision – pourrait indiquer un changement radical d'orientation des anticipations des ménages.

L'avancement des réformes engagées tous azimut par le Premier ministre Koizumi – réforme bancaire, de la Sécurité sociale, de l'Etat explique le retour de la confiance. La politique de soutien à l'activité a connu une réorientation radicale. Malgré la reprise, le déficit public se creuse, passant de 7.3% du PIB en 2002 à 8.2% en 2003, alors que le solde des comptes de Sécurité sociale demeure stable et que les dépenses d'investissement, notamment en travaux publics, continuent de se contracter (-10.5% sur l'année). La politique contra-cyclique s'est réorientée du côté de l'offre : politique fiscale dynamique (notamment en faveur de l'investissement résidentiel et en valeurs mobilières) et surtout mise en œuvre de programmes ciblés d'aide à la

restructuration des entreprises en difficulté. Ces fonds sont octroyés soit directement par les institutions financières publiques, soit dans le cadre de la politique de restructuration bancaire, via les établissements de crédit et les organismes publics créés pour accélérer le traitement des prêts non performants.

L'assainissement bancaire a progressé. La remontée de la Bourse et la poursuite du rationnement du crédit ont permis aux grandes banques de relever leur ratio de fonds propres à 11.1% en moyenne (sensiblement au-dessus du plancher de 8% recommandé par le Comité de Bâle), de faire baisser le ratio moyen des prêts non performants de 7.23% de l'encours total des crédits à 5.18% et de provisionner les pertes de façon plus conforme aux exigences de l'autorité de supervision. Il faut cependant noter le contraste entre, d'un côté, les groupes bancaires Tokyo-Mitsubishi, Mizuho et Sumitomo-Mitsui, bien avancés dans l'assainissement et qui ont dégagé des bénéfices nets en 2003, et de l'autre, le groupe UFJ et bien sûr Résona, nettement plus fragiles et qui ont affiché de lourdes pertes. Jusqu'à présent, l'autorité de supervision (FSA) s'est surtout concentrée sur ces grandes banques, mais demeure le reste du système bancaire, banques régionales et secteur mutualiste. Le nombre élevé des établissements rend la supervision et le traitement des pertes plus complexes ; il conduit naturellement à l'élaboration de règles plus systématiques et sévères pour éviter l'aléa moral et pour contraindre les banques à relever la qualité de leur offre de crédit, mais au risque de nourrir un conservatisme excessif du côté des banques. Dans cet esprit, un nouveau plan de traitement type des défaillances bancaires a été approuvé au premier semestre 2004.

Au niveau macroéconomique, l'assainissement des banques se traduit par un rationnement persistant de l'offre de crédit. Tant qu'il ne sera pas achevé, la Banque du Japon devra poursuivre sa politique monétaire quantitative et de taux d'intérêt zéro. Des spéculations sur la fin de cette politique sont apparues au 1^{er} semestre 2004, lorsque l'accélération de la croissance s'est accompagnée d'une remontée rapide des taux longs (de 1.2% fin 2003 à 1.7% à la fin du printemps 2004). Elles apparaissent, pour le moins, prématurées : la variation de l'indice des prix à la consommation, proche de la barre des 0%, indique seulement une atténuation des pressions déflationnistes. Si l'on tient compte du biais systématique qui tend à surestimer cet indice et de l'impact de la hausse du prix du pétrole, le Japon est toujours en déflation.

Pour qu'une dynamique de reprise autonome s'enclenche, il faudrait que les agents privés veuillent et puissent s'endetter. Or, les secteurs les plus fragiles (construction, immobilier, distribution et transports) sont loin d'avoir achevé leur restructuration et continuent de se désendetter. Du côté de l'offre de crédit, le redressement de la rentabilité des banques suppose un réapprentissage de la sélection des risques, qui est un processus lent dont les PME sont les principales victimes : il ne faut pas s'attendre à un assouplissement du rationnement du crédit avant au moins deux ans.

Les prévisions officielles de croissance pour 2004, autour de 3%, supposent la persistance d'une forte dynamique des exportations, de l'investissement et de la consommation sur la lancée du début 2004. Avec une consommation fragilisée par la dégradation structurelle du marché du travail et un crédit toujours rationné, le maintien d'un soutien budgétaire à l'activité sera nécessaire pour atteindre ce rythme de croissance. Alors que la dette publique atteint 166% du PIB et que les pressions au relèvement de la TVA se font plus vives, cet effort budgétaire et la poursuite des réformes placeront M. Koizumi sur le fil du rasoir. A côté de la douloureuse mais impressionnante politique de réforme de l'Etat, le dossier brûlant de la réforme du système de retraite risque de coûter cher au gouvernement.

Bibliographie

- Brender A. et Pisani F. (2004), La nouvelle économie américaine, *Economica*.
BRI (2004), 74^{ème} rapport annuel, www.bri.org.