CAIRN
chercher : repérer : avancer

Cet article est disponible en ligne à l'adresse :
http://www.cairn.info/article.php?ID_REVUE=REOF&ID_NUMPUBLIE=REOF_099&ID_ARTICLE=REOF_099_0133

Policy mix : plus ou moins neutre

| Presses de Sciences Po | *Revue de l'OFCE*

2006/4 - N° 99
ISSN 1265-9576 | ISBN 2-7246-3053-X | pages 133 à 156

Pour citer cet article :
— Policy mix : plus ou moins neutre, *Revue de l'OFCE* 2006/4, N° 99, p. 133-156.

Distribution électronique Cairn pour les Presses de Sciences Po.
© Presses de Sciences Po. Tous droits réservés pour tous pays.
La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

POLICY MIX: PLUS OU MOINS NEUTRE *

Département analyse et prévision de l'OFCE

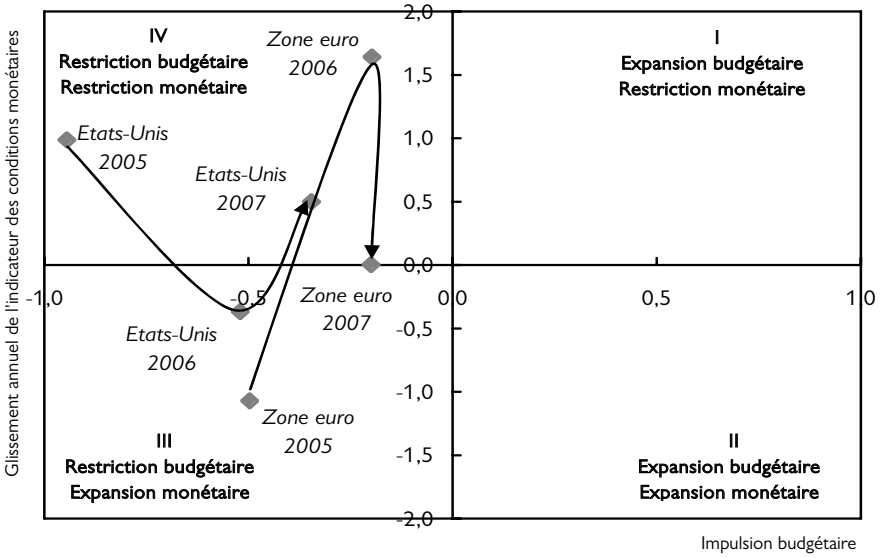
Entre 2005 et 2007, les politiques monétaires suivront sans doute des trajectoires décalées. La Réserve fédérale, qui a durci sa politique monétaire progressivement en 2005 et jusqu'au milieu de l'année 2006, pourrait mettre un terme à ce cycle et inverser son orientation de politique monétaire dans la perspective d'un ralentissement conjoncturel marqué. La Banque centrale européenne (BCE) poursuivrait sans doute encore un temps sa phase de « normalisation » entamée depuis décembre 2005. Malgré des taux directeurs très différents, le Japon et le Royaume-Uni continueraient à privilégier une approche plus prudente.

Les politiques budgétaires resteront restrictives en 2006 et 2007 mais à un degré moindre qu'en 2005. Une exception notable vient toutefois du Japon où l'impulsion serait plus négative.

* Ont contribué à cette partie : Christophe Blot, Catherine Mathieu, Christine Rifflart et Danielle Schweisguth.

Les *policy mix* américain et européen devraient se situer dans une phase plus ou moins restrictive sur la période allant de 2005 à 2007 (graphique 1). Les trajectoires des conditions monétaires seront inversées de chaque côté de l'Atlantique. Restrictives en 2005 aux États-Unis, elles s'assoupliront en 2006 et se durciront de nouveau en 2007. La montée des taux directeurs de la Réserve fédérale était à l'origine des conditions plus tendues en 2005. Inversement, leur détente accompagnée d'une accélération de l'inflation justifie l'assouplissement cette année. En 2007, un ralentissement des tensions inflationnistes plus rapide que la baisse des taux longs devrait peser sur les taux d'intérêt réels. Mais la lente dépréciation du taux de change effectif réel du dollar atténuerait le durcissement des conditions monétaires en 2006 et jusqu'à la mi-2007. Dans la zone euro, le mouvement est inverse : les conditions ont été accommodantes en 2005 grâce à la dépréciation de l'euro, se durcissent sensiblement en 2006, la remontée de 1,25 point de base des taux directeurs de la BCE s'accompagne d'une appréciation de l'euro. La dégradation se poursuivrait dans la première moitié de l'année 2007 avant de s'inverser.

1. Indicateurs de rigueur monétaire et budgétaire 2005-2007



Sources : FMI, Banques centrales nationales, BEA, Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2006.

Aux États-Unis, comme dans la zone euro, l'impulsion budgétaire sera négative pour la troisième année consécutive. Dans la zone euro, les pays connaissant des déficits budgétaires excessifs selon les critères de Maastricht (supérieurs à 3 % du PIB) poursuivront leur effort budgétaire. La rigueur budgétaire s'atténuera cependant à l'échelle de la zone en 2007, mais restera forte en Allemagne et en Italie. L'ampleur de l'ajustement budgétaire cumulé sur la période 2005-2007 sera plus élevée aux États-Unis où les réactions de politique économique sont traditionnellement plus marquées que dans la zone euro.

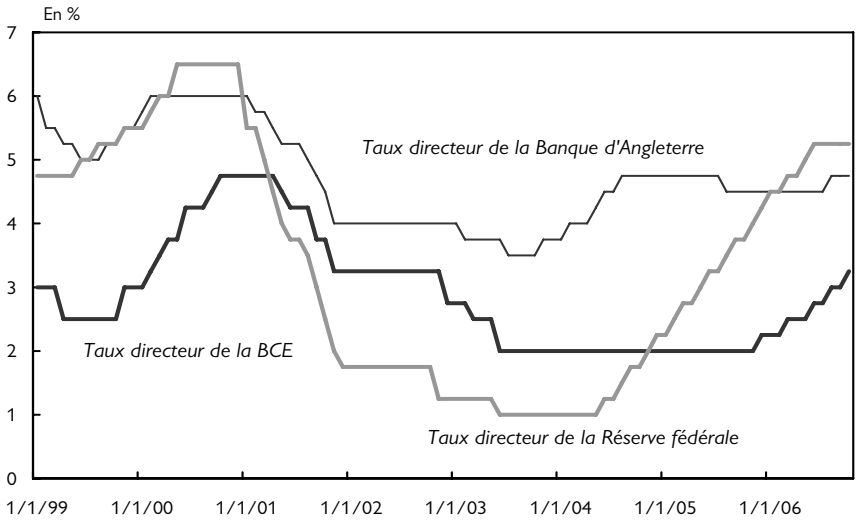
Politiques monétaires : chacun sa route

Les politiques monétaires se sont durcies, mais à des rythmes différents, dans les grands pays industriels au cours de l'année 2006 (graphique 2). La Réserve fédérale a adopté une position plus attentiste à partir du mois d'août en maintenant son objectif des taux des fonds fédéraux à 5,25 %. C'était la première fois depuis juin 2004 qu'elle renonçait à augmenter ses taux. De son côté, la BCE a continué sa politique de « normalisation » progressive de sa politique monétaire. Après quatre hausses de 0,25 point en mars, juin, août et octobre, le principal taux directeur s'établit à 3,25 %. Soucieuse de son objectif de stabilité des prix, la BCE a même accéléré son rythme de resserrement de la politique monétaire en relevant ses taux une fois tous les deux mois contre une fois tous les trois mois en début d'année. La Banque d'Angleterre a également décidé d'une hausse des taux d'un quart de point en août 2006. Cette remontée intervient après un an de *statu quo* et porte le taux directeur à 4,75 %. Souvent annoncée mais jusqu'ici ajournée, la politique de taux zéro menée par la Banque centrale du Japon a pris fin en juillet. Le principal taux directeur a été remonté d'un quart de point. Si la déflation n'est toujours pas terminée, sa fin est proche.

Le contexte international incite à une certaine prudence. Si on peut constater une accélération de l'inflation au cours des derniers mois, on ne peut non plus exclure une inversion de la tendance si la baisse du prix du pétrole devait se confirmer ou simplement si le prix se stabilisait autour de 65 dollars comme nous le privilégions dans notre scénario. En effet, le pic atteint par le pétrole dans le courant de l'été explique en partie cette hausse de l'inflation. En dépit d'une baisse à 1,8 % en septembre résultant d'un effet de base — la baisse du prix du pétrole en septembre 2006 coïncidant avec une remontée un an auparavant — le taux d'inflation de la zone euro retrouverait rapidement et selon toute vraisemblance un niveau proche des 2,3 % atteint en août 2006. Aux États-Unis, les pressions se sont également

intensifiées amenant l'inflation à 4 % en moyenne sur la première moitié de l'année 2006 après 3,4 % en 2005. Au Royaume-Uni, l'indice des prix à la consommation progresse de 2,5 % en glissement annuel en août contre 2 % quatre mois plus tôt. Outre les incertitudes sur l'évolution du prix du pétrole, on ne mesure pas encore exactement quelle sera l'ampleur du ralentissement américain et quel sera son impact sur le taux d'inflation aux États-Unis. Notre scénario prévoit un ralentissement plutôt marqué aux États-Unis et une consolidation de la croissance au Japon. En Europe, la zone euro ne parviendrait pas à enclencher une vraie dynamique de croissance mais parviendrait néanmoins à assurer une croissance proche ou légèrement supérieure à son potentiel. L'économie britannique croîtrait à un rythme proche de son rythme tendanciel (2,7 %) jusqu'à la fin 2006 et ralentirait en 2007, sous l'effet du ralentissement de la croissance chez ses principaux partenaires commerciaux. Au final, chacun serait cependant fidèle à ses habitudes. La Réserve fédérale ne resterait pas insensible au ralentissement de l'activité et pourrait donc rapidement assouplir sa politique monétaire, escomptant en même temps un ralentissement de l'inflation. La BCE maintiendrait le cap en poursuivant sa politique de remontée des taux espérant ainsi ramener le plus rapidement possible son taux d'inflation à sa cible de 2 %. De même les taux d'intérêt resteraient stables au Royaume-Uni, proches de ceux suggérés par une règle de Taylor. La Banque du Japon ne procéderait pas à une nouvelle hausse de taux avant d'avoir la certitude que la parenthèse déflationniste est définitivement refermée. Nous n'anticipons donc pas de mouvement haussier avant le premier trimestre 2007.

2. Taux directeurs



Sources : Banques centrales nationales.

États-Unis : prudence

Le resserrement monétaire américain initié en juin 2004 touche à sa fin. Les réunions du *Federal Open Market Committee* (FOMC) des 8 août et 20 septembre derniers se sont soldées par le maintien du taux objectif des *Fed Funds* à 5,25 %. Certes, la décision n'a pas été prise à l'unanimité (J.M. Lacker, l'un des présidents des banques de réserves a voté à chaque fois pour un resserrement de 0,25 point supplémentaire) mais un large consensus a été trouvé sur le fait que le ralentissement en cours de l'économie américaine devrait suffire à calmer les pressions inflationnistes. En juin, date du dernier resserrement monétaire, la décision avait été justifiée par l'incertitude quant à l'ampleur du ralentissement engagé, la hausse des prix du pétrole et le niveau élevé des taux d'utilisation des capacités dans l'industrie. Depuis, les indicateurs indiquent clairement que, même si les tensions inflationnistes sont plus marquées que ce qu'affichait l'ancienne version des comptes nationaux, le retournement conjoncturel est également plus avancé, notamment dans le secteur de l'immobilier (voir dans ce dossier « Immobilier : fissures et craquements »). Par ailleurs, la baisse des prix du pétrole amorcée en août met un terme au risque de voir les hausses passées des prix du pétrole se transmettre aux salaires.

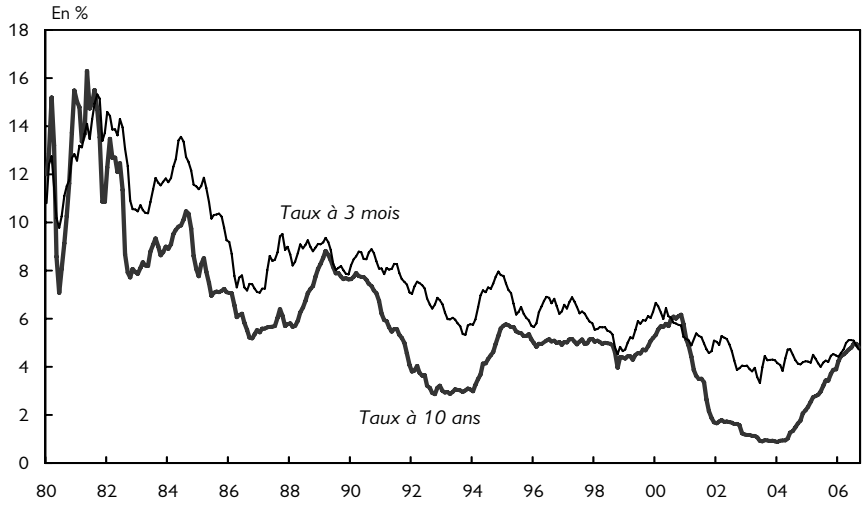
Dès lors, et compte tenu des effets non encore épuisés des hausses de taux passées, les autorités monétaires jugent leur politique suffisamment restrictive pour que le ralentissement économique en cours vienne à bout des tensions inflationnistes en 2007 (la Réserve fédérale mise sur un ralentissement plus marqué au second semestre et un raffermissement de la croissance en 2007, avec un ralentissement des prix). Ceci n'empêche pas de laisser la porte ouverte à une éventuelle hausse des taux si la Réserve Fédérale jugeait alarmiste les prochains indicateurs. C'est ce qu'a laissé entendre le gouverneur lors de la dernière réunion de septembre.

Dès l'été, les marchés avaient déjà largement anticipé la fin de la remontée des taux directeurs. Les taux à trois mois ont même commencé à baisser légèrement en août, passant de 5,3 % en juillet à 5,2 % en septembre. Simultanément, les taux longs qui après avoir stagné à 4,2 % pendant deux ans avaient augmenté jusqu'à 5,1 % en mai, ont eux aussi amorcé un revirement cet été. Ils se situent en septembre à 4,7 % (graphique 3).

La Réserve fédérale assouplira probablement sa politique monétaire au début de l'année 2007. Mais la vigilance restera de mise et le soutien à l'activité resterait ténu. En effet, l'arbitrage monétaire actuel ne se fait pas seulement entre baisse de l'inflation et soutien à la croissance, mais intègre un troisième pôle, celui de l'immobilier sur lequel les ménages sont très impliqués. Or au premier semestre, si le retournement sur le marché de l'immobilier engagé depuis le début de l'année, est violent,

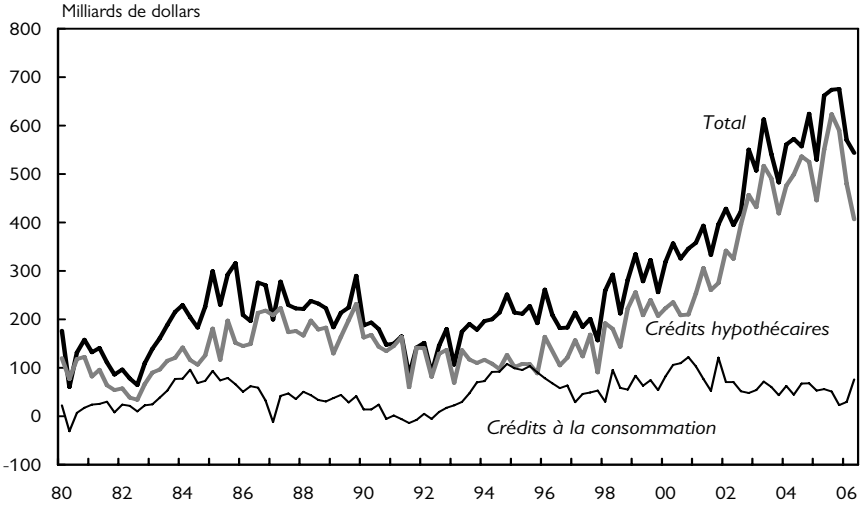
ses effets sur le reste de l'économie sont contrecarrés par une consommation des ménages qui reste encore dynamique et soutenue par un accès au crédit facile (graphique 4). Baisser les taux trop tôt et trop vite alors que les taux longs réels, aujourd'hui à 1 % sont bas, reviendrait à prendre le risque de contrer les mécanismes de réduction des déséquilibres en cours (graphique 5).

3. Taux d'intérêt nominaux aux États-Unis



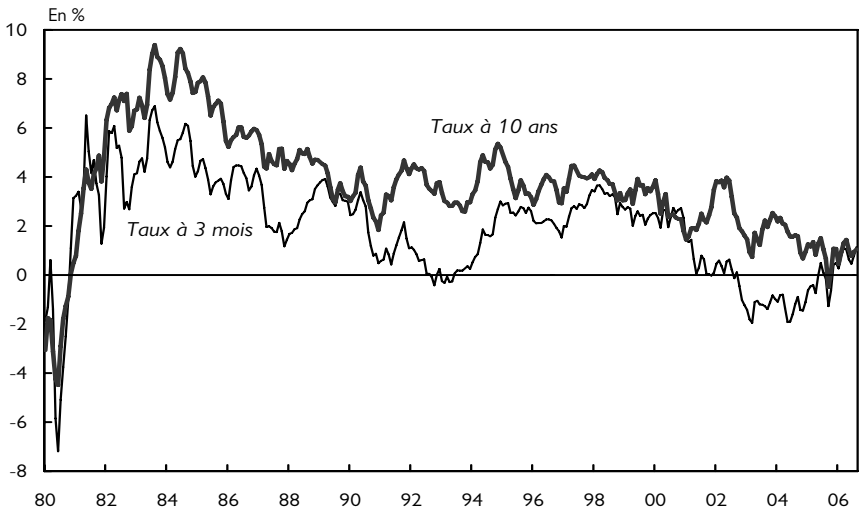
Source : Réserve fédérale.

4. Nouveaux crédits accordés aux ménages américains



Source : *Flow of funds.*

5. Taux d'intérêt réels aux États-Unis



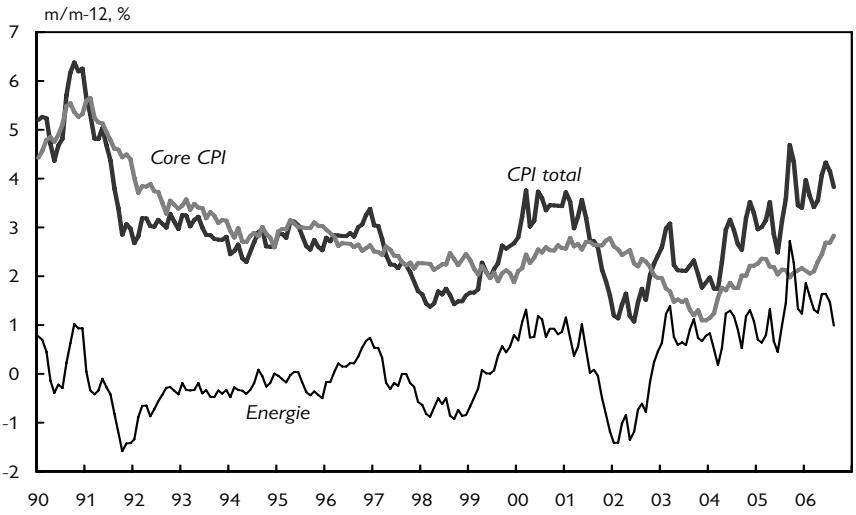
Source : Réserve fédérale.

Sur le front de l'inflation, l'heure est plutôt à la dégradation des fondamentaux. Depuis un an, l'inflation s'est accélérée autour de 4 %. La hausse des prix du pétrole explique en partie cette accélération. Mais l'inflation sous-jacente a pris le relais depuis le printemps dernier. Elle s'est accélérée de 2,1 % en mars à 2,8 % en août. Les tensions sur l'appareil productif continuent d'augmenter dans l'industrie. Elles restent néanmoins en deçà des précédents pics. Mais surtout, le marché du travail donne des signes de surchauffe. Dans le secteur privé non agricole, les coûts salariaux unitaires nominaux, qui progressaient de 2 % l'an en 2005, se sont accélérés depuis le début de l'année à 5,2 % au printemps. Cette accélération tient en grande partie à la hausse des coûts du travail (7,7 % au deuxième trimestre sur un an, après une moyenne à 4,4 % en 2005), due à la composante salaire et la composante avantages. Les salaires horaires qui progressaient à un rythme inférieur à 2 % voilà deux ans, augmentent de près de 4 % l'an actuellement, tirés par le secteur des services. La productivité reste sur un rythme de 2,5 % l'an.

L'emploi, qui a progressé de 0,5 % aux premier et deuxième trimestres 2006, augmenterait moins vite par la suite. Au troisième trimestre, sur la base des données de juillet et août, il devrait progresser de 0,3 % par rapport au précédent. Il ralentirait encore un peu avant de stagner en 2007. Face à une population active qui progresse régulièrement de 0,3 % par trimestre, le taux de chômage augmenterait dès le second semestre 2006 pour finir à 5,6 % fin 2007. La pression sur les salaires devrait contenir la hausse qui reviendrait alors vers 2,7 %

l'an fin 2007. Au final, les coûts salariaux unitaires nominaux s'accélèreraient jusqu'à la fin de l'année 2006 et ralentiraient assez fortement au deuxième semestre 2007. En attendant, après avoir atteint 70 dollars environ au cours des deuxième et troisième trimestres 2006, la baisse des prix du pétrole à 61 dollars au quatrième trimestre puis son maintien à 65 dollars en 2007 devraient freiner l'inflation et redonner environ 1 point de pouvoir d'achat au revenu des ménages. L'inflation qui plafonnerait autour de 4 % jusqu'au printemps 2007, ralentirait pour attendre 2,7 % fin 2007 (graphique 6).

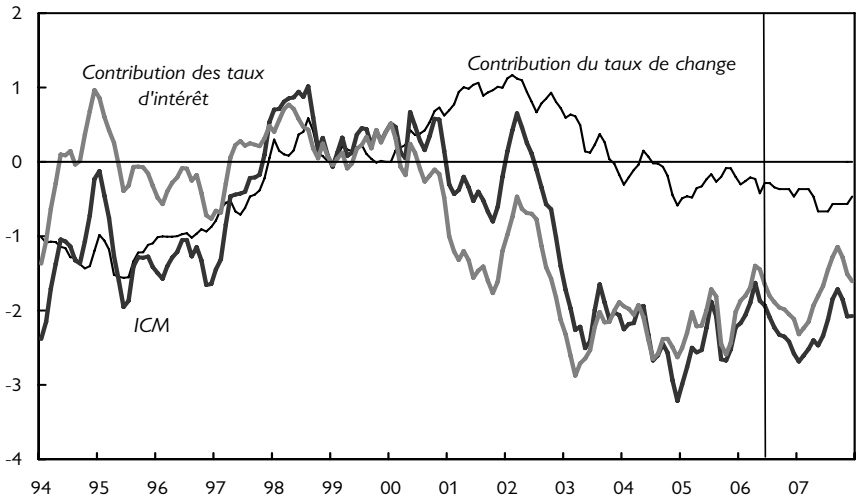
6. Prix à la consommation aux États-Unis



Source : BLS.

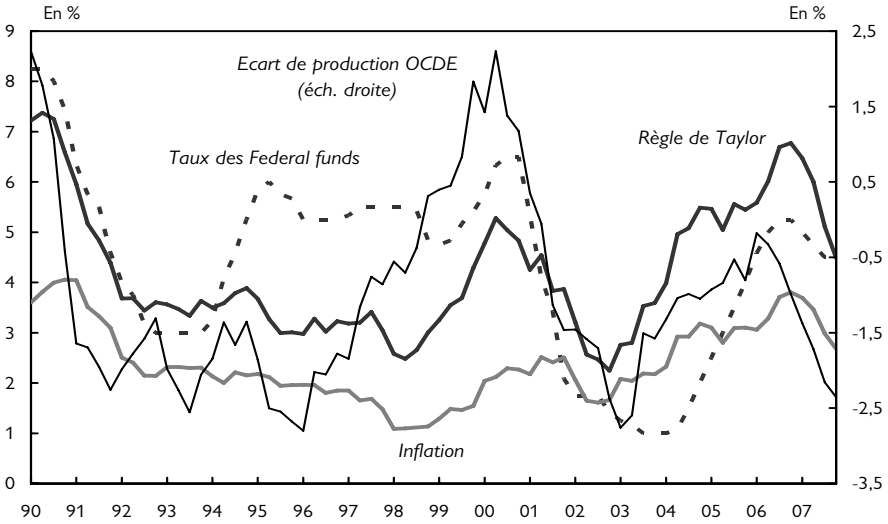
Au total, l'environnement monétaire pourrait donc être moins accommodant que ce qui a été observé ces dernières années. La faible remontée des taux longs en 2005 serait suivie d'une baisse d'un demi-point, à 4,4 % fin 2007, en phase avec le mouvement des taux courts. Cependant, malgré ce cadre peu contraignant, le ralentissement attendu de l'inflation viendrait atténuer la baisse des taux réels. L'indicateur des conditions monétaires (ICM) continuerait en contrepartie à bénéficier du soutien du dollar qui se déprécierait légèrement (graphique 7). Il faut rappeler que les taux courts avaient été exceptionnellement bas lors du cycle monétaire précédent et que la remontée récente n'avait pas permis de retrouver la neutralité monétaire telle qu'elle résulterait d'une règle de Taylor (graphique 8). A l'horizon de notre prévision, la baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale ne serait alors pas aussi rapide que celle du taux de Taylor ce qui permettrait finalement de retrouver la neutralité.

7. Indicateur des conditions monétaires aux États-Unis



L'ICM est calculé comme la somme pondérée de l'écart du taux de change réel effectif à une moyenne de long terme glissante et de l'écart de la combinaison du taux court et du taux long à une valeur d'équilibre estimée par le taux de croissance du PIB potentiel.
Sources : Réserve fédérale, BLS, FMI, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2006.

8. Règle de Taylor aux États-Unis



La règle est calibrée sur la base des coefficients indiqués par Taylor. Le taux d'intérêt réel neutre est fixé à 2 %, les poids assignés à la stabilisation de l'inflation et de l'écart de production sont 0,5 et la cible d'inflation est de 2 %.
Sources : Réserve fédérale, BLS, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2006.

Zone euro : le malade imaginaire

Malgré une baisse liée à un effet de base en septembre, le taux d'inflation de la zone euro retrouvera rapidement un niveau supérieur à la cible souhaitée par la BCE en 2006. Depuis 2000, la progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé reste systématiquement supérieure à 2 %. Cette évolution, au moins sur la période récente, résulte en grande partie de la flambée du prix pétrole. Depuis le début de l'année, l'inflation sous-jacente ne s'accélère pas et oscille entre 1,3 % et 1,6 %. Les salaires et les coûts unitaires de la main d'œuvre ne progressent que respectivement de 2,2 % et 0,9 % au premier trimestre 2006 contre 2,4 % et 1,1 % sur l'année 2005. La BCE a néanmoins continué à indiquer qu'elle privilégiait l'hypothèse d'une accélération de la transmission de la hausse du prix du pétrole même si jusqu'ici aucun élément tangible n'a permis de confirmer son scénario.

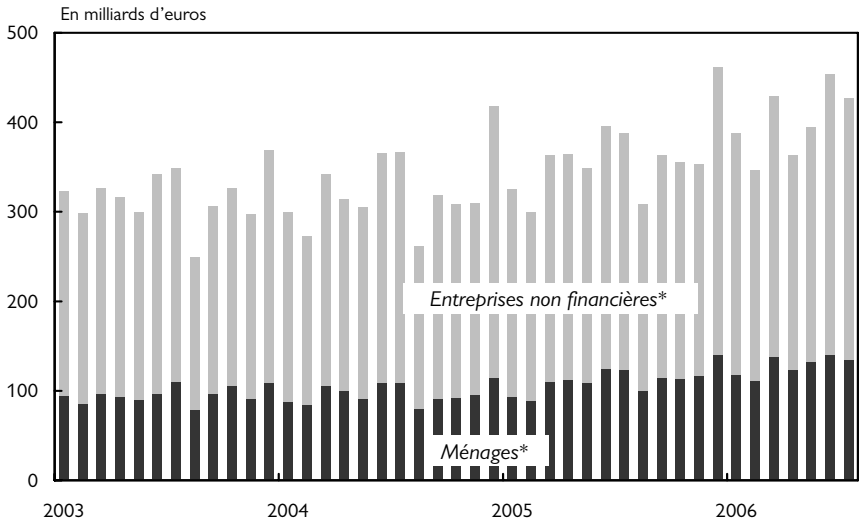
Un autre argument retenu par la BCE est lié à la hausse de la TVA allemande qui va intervenir en janvier 2007. De fait, l'inflation de la zone euro remonterait mécaniquement dès janvier 2007 mais l'effet ne serait que transitoire. Par ailleurs, la BCE s'appuie également sur le retour de la croissance en 2006 et sur de meilleures prévisions pour 2007. Notre scénario indique que le PIB progresserait de 2,5 % et de 2,2 % en 2006 et 2007. Dans ces conditions, la BCE se satisfait sans doute du retour de la croissance et considère qu'elle peut ainsi sans état d'âme se concentrer sur son objectif d'inflation.

Finalement, la BCE a réactivé l'argument monétariste en s'inquiétant régulièrement de la croissance soutenue de l'agrégat monétaire de référence. Il faut reconnaître que le maintien de conditions financières avantageuses depuis la fin de l'année 2003 a favorisé l'accélération du crédit tant aux ménages qu'aux entreprises. En effet, alors que l'encours des crédits accordés aux sociétés non financières progressait à un rythme inférieur à 3 % entre 2002 et 2003, celui-ci s'est nettement accéléré. Il atteignait 8,3 % en 2005 et s'inscrit sur une tendance supérieure à 10 % sur la première moitié de l'année 2006. En lien avec le boom du marché immobilier, la croissance des crédits aux ménages (9,4 % en 2005 et sur la première moitié de l'année 2006) a été particulièrement alimentée par les crédits aux logements dont le taux de croissance reste supérieur à 10 % depuis 2004. On aurait tort de croire que cette augmentation de la masse monétaire se traduirait par une progression plus rapide de l'indice des prix à la consommation puisque ces crédits reflètent déjà une hausse des prix et des transactions sur le marché immobilier. Dans la mesure où les crédits à la consommation n'augmentent pas aussi rapidement, les pressions inflationnistes resteront modérées.

Malgré les hausses de taux opérées par la BCE, l'activité bancaire reste soutenue à en juger par le volume des nouveaux crédits accordés aux ménages et aux entreprises non financières (graphiques 9 et 10). Que l'on considère les sociétés non financières ou les ménages, l'augmentation des nouveaux crédits entre 2003 et 2006 est nette. Et, pour les premiers, il est évident que la croissance des crédits immobiliers a fortement contribué au mouvement. Leur part dans le total des crédits hors découverts accordés aux ménages a effectivement progressivement augmenté passant de 65 % en janvier 2003 à 75 % en juillet 2006 après avoir dépassé 78 % en décembre 2005.

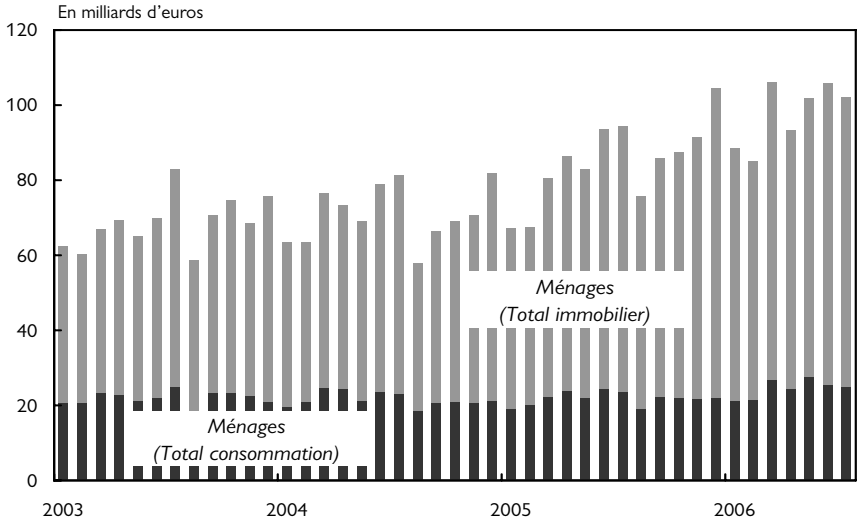
De fait, le resserrement de la politique monétaire n'a sans doute pas encore totalement porté ses fruits, les établissements n'ayant pas intégralement répercuté les mouvements de taux. Il y notamment des différences selon la maturité des crédits accordés. Entre novembre 2005 et juillet 2006, la hausse des taux variables ou fixés pour une durée inférieure à un an a globalement suivi les 75 points de base de hausse des taux directeurs. Pour les taux fixés pour des durées supérieures à cinq ans, la transmission a été plus faible allant de 35 à 60 points. Les deux nouveaux relèvements des taux directeurs décidés par la BCE en août et en octobre entraîneront de nouvelles hausses des taux débiteurs qui parviendraient alors à infléchir ou freiner la dynamique observée sur les marchés du crédit et de l'immobilier au cours des dernières années.

9. Nouveaux crédits accordés aux ménages et aux SNF de la zone euro



* Total sauf découvert
Source : BCE.

10. Nouveaux crédits à la consommation et immobiliers dans la zone euro



Source : BCE.

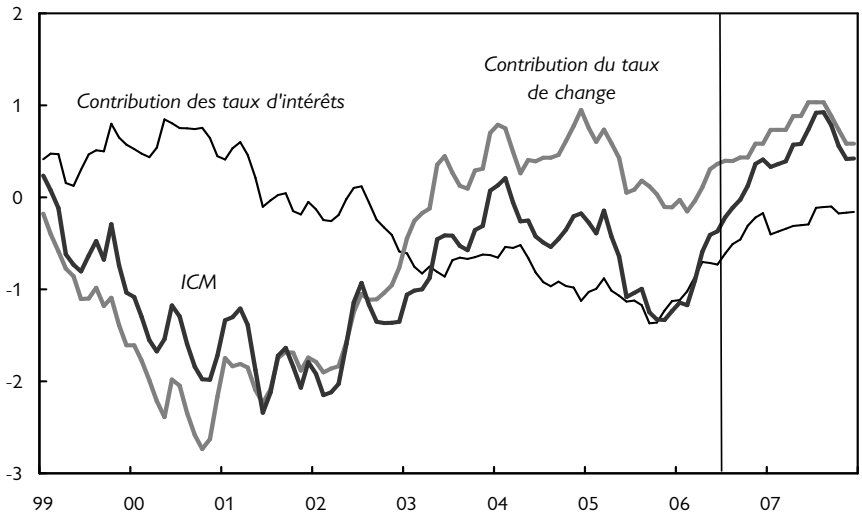
L'évolution de l'ICM de la zone euro sur 2005 et 2006 traduit le retournement de la politique monétaire mais également l'évolution du taux de change effectif réel (graphique 11). Suivant de près la tendance imprimée par les fluctuations vis-à-vis du dollar, l'euro s'est d'abord déprécié entre décembre 2004 et février 2006, puis s'est apprécié de nouveau. La contribution des taux d'intérêt a également été favorable sur une grande partie de l'année 2005 avant de se durcir en liaison avec l'augmentation des taux courts et dans une moindre mesure des taux longs. En dépit de cette phase assez nette de durcissement, la BCE ne modifie toujours pas sa perception générale d'une politique monétaire accommodante et se dit en conséquence prête à poursuivre sur la voie de la « normalisation » dès lors que subsisteront des « *risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme* ». De fait, la comparaison du taux de refinancement de la BCE avec un taux issu d'une règle de Taylor semble lui donner raison (graphique 12) même si l'écart entre les deux taux ne cesse de s'atténuer depuis la première décision de hausse des taux.

En 2007, malgré la baisse du prix du pétrole, l'inflation demeurerait supérieure à sa cible. La hausse de la TVA allemande conduirait mécaniquement à une hausse de l'inflation et la poursuite de la réduction du taux de chômage contribuerait également à une légère augmentation de l'inflation sous-jacente. De son côté, le taux de croissance de la zone euro se maintiendrait au dessus de son potentiel malgré le ralentissement américain et le durcissement passé de la politique monétaire européenne.

Il n'en faudra donc sans doute pas plus à la BCE pour confirmer les orientations stratégiques prises depuis décembre 2005 surtout si le ralentissement de l'immobilier et du crédit tarde à se manifester.

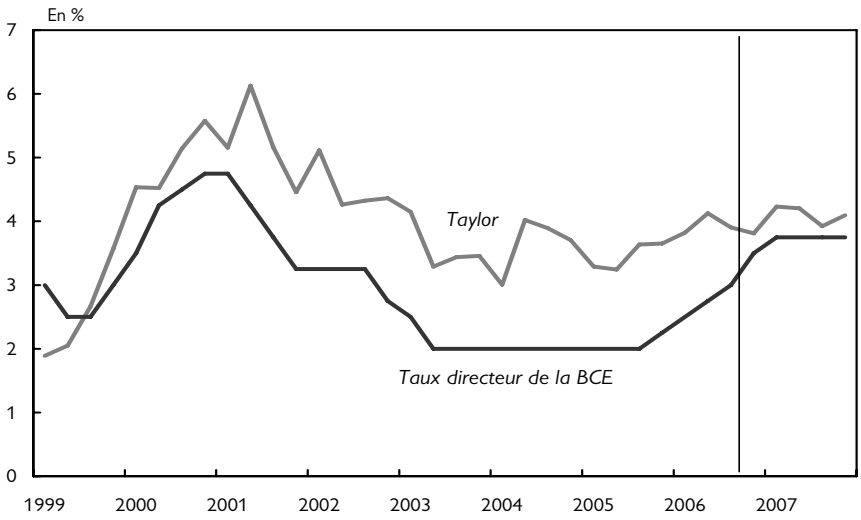
En conséquence, d'ici la fin de l'année 2006 et en 2007, les conditions monétaires continueraient globalement à se durcir en raison de l'appréciation de l'euro et de la poursuite du resserrement de la politique monétaire qui se transmettrait de façon progressive aux taux de long terme. Néanmoins l'accélération de l'inflation dans la zone euro atténuerait l'effet de la hausse des taux au cours de l'année 2007. L'ICM suivrait alors le profil de la courbe du taux de change avec un pic qui serait atteint durant l'été. L'impulsion serait alors plus favorable en deuxième partie d'année. Finalement, la « normalisation » toucherait sans doute à sa fin puisque le principal taux de refinancement de la BCE ne serait plus qu'à 25 points de base du taux qui serait issu d'une règle de Taylor standard.

11. Indicateur des conditions monétaires de la zone euro



L'ICM est calculé comme la somme pondérée de l'écart du taux de change réel effectif à une moyenne de long terme glissante et de l'écart de la combinaison du taux court et du taux long à une valeur d'équilibre estimée par le taux de croissance du PIB potentiel.
Sources : FMI, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2006.

12. Règle de Taylor dans la zone euro



La règle est calibrée sur la base des coefficients indiqués par Taylor pour les États-Unis. Le taux d'intérêt réel neutre est fixé à 2 %, les poids assignés à la stabilisation de l'inflation et de l'écart de production sont 0,5 et la cible d'inflation est de 2 %.
Sources : BCE, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2006.

Royaume-Uni : la Banque d'Angleterre veille

L'accélération de la croissance (2,6 % en glissement pour le PIB au deuxième trimestre 2006, au lieu de 1,6 % seulement un an plus tôt) et une inflation supérieure au centre de la cible de la politique monétaire, ont conduit la Banque d'Angleterre à relever son taux directeur de 0,25 point en août dernier pour le fixer à 4,75 %. Cette hausse a un caractère essentiellement préventif et a pris de surprise les marchés qui s'attendaient à un *statu quo*.

Dans la période récente, la politique monétaire peut être jugée pratiquement conforme à la règle de Taylor. Avec une inflation de 2,5 % pour une cible de 2 %, un écart de production négatif de 0,8 point selon les estimations de l'OCDE et une constante reflétant le taux d'intérêt réel d'équilibre, de 2,5 %, le taux serait de 4,6 % selon la règle.

L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a atteint 2,5 % sur un an en août. Elle reste dans la « fourchette » de 1 % autour de la cible d'inflation de 2 %. L'un des principaux risques inflationnistes pris en compte dans la hausse des taux directeurs du mois d'août a progressivement disparu en septembre : le prix du pétrole a quitté le niveau de 75 dollars pour retrouver un niveau de 60 dollars. Par ailleurs, aucune tension inflationniste n'est visible sur le marché du travail : la progression des salaires nominaux reste voisine

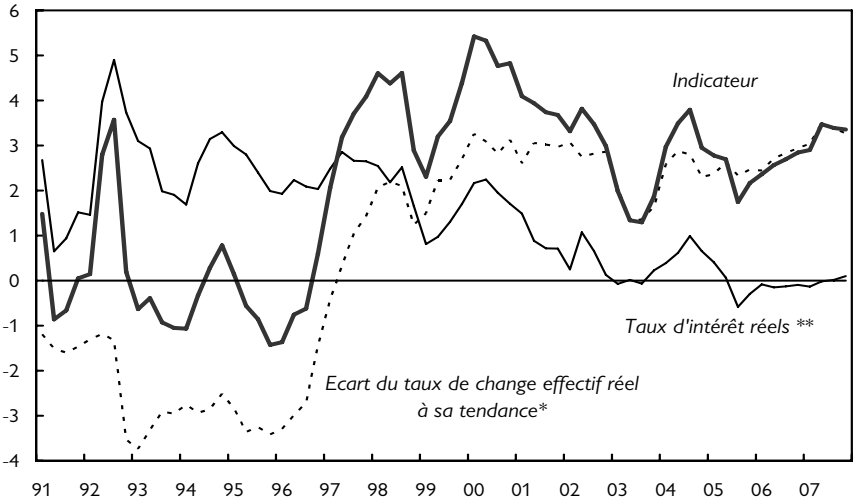
de 4 % en rythme annuel, soit 1,5 % pour les salaires réels, en ligne avec celle de la productivité, tandis que le taux de chômage remonte. Le taux de chômage au sens du BIT s'est établi à 5,5 % au début de l'été, soit une hausse de 0,8 point en un an. Cette hausse résulte d'une augmentation rapide de la population active, alimentée en partie par l'arrivée de main-d'œuvre originaire des nouveaux pays membres de l'UE. Les pressions s'exercent donc plutôt à la baisse sur l'évolution des salaires.

Sous nos hypothèses de ralentissement de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux britanniques (zone euro, États-Unis) à l'horizon 2007 et de prix du pétrole voisin de 65 dollars le baril pour le Brent de la mer du Nord, la croissance britannique décélérerait vers des rythmes de 2 % l'an, l'inflation s'approchant elle aussi de 2 %. Ceci conduirait la Banque d'Angleterre à maintenir son taux directeur inchangé à l'horizon de la fin 2007, soit à des niveaux toujours proches de ceux d'une règle de Taylor.

Le principal risque compromettant la poursuite d'une croissance sans à coups au Royaume-Uni viendra peut-être du marché de l'immobilier. Les prix de l'immobilier, après s'être stabilisés à des niveaux historiquement élevés à l'été 2005, ont en effet recommencé à croître. Ainsi, l'indice Halifax affichait une hausse de 8 % sur un an en août dernier. L'endettement des ménages, après s'être stabilisé quelques trimestres à un niveau historiquement élevé de 150 % du revenu disponible, a recommencé à croître au deuxième trimestre (153 % du revenu). À court terme la hausse de l'endettement des ménages n'est pas inquiétante : d'une part, les taux d'intérêt devraient rester bas, inférieurs à 5 % pour les taux longs comme pour les taux courts. D'autre part, la richesse nette des ménages continue de progresser et représente désormais plus de 700 % du revenu annuel, niveau là encore historiquement élevé. La richesse reste soutenue à la fois par la progression des cours boursiers (+ 17 % pour le FTSE *All Share* sur un an au deuxième trimestre) et par celle des prix de l'immobilier. Le scénario « idéal » serait celui de la stabilisation des prix qui permettrait un lent désendettement des ménages sans chute brutale de la croissance. C'est le scénario qui nous semble aujourd'hui encore le plus probable.

L'appréciation du taux de change effectif réel de la livre sterling amorcée au début 2006 se poursuivrait jusqu'à la mi-2007 sous l'effet de la baisse du dollar américain. Le durcissement des conditions monétaires extérieures serait accompagné d'une quasi-stabilité des conditions monétaires internes : les taux d'intérêt réels resteraient pratiquement stables et proches de la croissance britannique (graphique 13).

13. Indicateur des conditions monétaires au Royaume-Uni



* Pondéré par son poids dans l'indicateur (0,2).
** Moyenne (taux long/taux court) — glissement annuel des prix à la consommation — croissance lissée du PIB.
Sources : OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2006.

Japon : fin de la politique monétaire de taux zéro

Après l'arrêt de la politique monétaire hétérodoxe en mars 2006, un nouveau pas a été franchi le 14 juillet par la Banque du Japon (BoJ) qui a décidé de relever de 0 à 0,25 point son taux directeur. Elle met ainsi un terme à une politique de taux d'intérêt nuls en vigueur depuis février 1999, à l'exception d'une interruption entre juillet 2000 et mai 2001. Outre la bonne orientation de la croissance et la sortie de la déflation au regard de l'indice des prix à la consommation, cette décision a été motivée par le rythme soutenu de progression de l'investissement. La BoJ a souhaité prévenir tout risque de surchauffe qui pourrait découler de taux d'intérêt réels négatifs, en particulier sur le marché immobilier.

Cependant, un IPC révisé [1] publié en août donne une vision plus mitigée de la situation sur le front de l'inflation (voir dans ce dossier le graphique dans la fiche « Japon : le soleil se lève sur l'archipel »). Alors que le glissement annuel de l'indice général était positif depuis janvier 2006 et atteignait 1 % en juin, l'indice révisé ne connaît une évolution positive que depuis mai et n'affiche que 0,3 % en juillet, dernier point

1. La révision de l'indice cumule un changement de base (base 100 en 2005 au lieu de 2000) et une modification du panier de biens de référence (48 produits ont été exclus et 34 ajoutés, dont les écrans LCD, les lecteurs de DVDs et les consommations téléphoniques sur les portables).

connu. En outre, l'indice « *core core* » (hors alimentation et énergie) s'inscrit toujours en territoire négatif. Dans ce contexte, la perspective d'un nouveau resserrement monétaire à l'horizon décembre 2006 s'éloigne. Nous prévoyons que la BoJ remontera son taux directeur de 0,25 point au premier trimestre 2007.

Dans un contexte où la fin de la déflation n'a pas encore été officiellement annoncée par le gouvernement japonais et sachant qu'un retour de la déflation n'est pas exclu, les taux longs restent sur une position attentiste. Proches de 2 % au début de l'été, les taux sur les obligations d'État à 10 ans sont redescendus à 1,7 % début octobre. Les investisseurs se tournent de plus en plus vers l'euro qui offre une rémunération plus attractive, poussant à la hausse son taux de change. Le dollar est récemment un peu moins prisé étant donné les signes de ralentissement de l'économie américaine et l'attentisme de la politique monétaire de Ben Bernanke.

Politiques budgétaires : la rigueur s'estompe

L'année 2005 était caractérisée par un climat global très restrictif en terme de politique budgétaire dans les grands pays de l'OCDE (tableau 1). Les États-Unis cherchaient à réduire le déficit accumulé depuis l'explosion de la bulle Internet en 2001, le Japon profitait d'un regain de croissance pour s'orienter sur la voie d'un redressement budgétaire qui vise l'équilibre du solde primaire en 2011 et les grands pays de la zone euro, contraints par le Pacte de stabilité, fournissaient un effort important pour tenter de faire passer leur déficit sous la barre des 3 % du PIB.

La tendance à la rigueur budgétaire s'atténuerait en 2006 et 2007. Dans la zone euro, les bonnes nouvelles de 2006 sur le plan de la croissance seraient principalement affectées à la réduction des déficits et marginalement à l'assouplissement des politiques budgétaires. L'amélioration de la conjoncture s'accompagnerait d'un effort budgétaire moins important qu'en 2005 mais l'impulsion resterait néanmoins légèrement négative. En 2007, elle serait stable à – 0,2 point de PIB, portant l'amélioration cumulée du solde public depuis 2004 à 1 point de PIB (de – 2,8 % à – 1,8 % du PIB).

Aux États-Unis, le gouvernement s'était fixé en 2004 l'objectif de diviser par deux le déficit, alors estimé à 4,5 % du PIB, à l'horizon 2009. En 2005 et 2006, des efforts budgétaires conséquents — l'impulsion cumulée s'élève à 1,4 point de PIB — ont permis de réduire le déficit à un rythme qui permettrait d'atteindre le but fixé dès 2008. En 2005, c'est principalement l'augmentation de 14,5 % des recettes fiscales qui

est à l'origine de la réduction du déficit. Selon les dernières estimations, le déficit se contracterait de nouveau en 2006, grâce aux recettes record de la taxe professionnelle, le partage de la valeur ajoutée en faveur des profits ayant atteint un record historique. Mais le ralentissement de la conjoncture américaine en 2007 dû au retournement du marché immobilier inverserait la tendance. Le solde se dégraderait, l'effort budgétaire qui passerait essentiellement par la maîtrise des dépenses ne permettant pas de compenser le manque à gagner conjoncturel.

Au Japon, la politique budgétaire, quoique toujours restrictive, se serait un peu assouplie en 2006, année électorale. Le dynamisme de l'économie permettrait cependant de réduire de 0,5 point de PIB le déficit budgétaire, la variation de la composante conjoncturelle faisant plus que compenser la hausse des charges d'intérêt. En 2007, la baisse des dépenses publiques s'accentuerait sous l'impulsion de Shinzo Abe. Elle se traduirait par une impulsion négative de 0,9 point de PIB qui serait intégralement répercutée à la réduction du déficit, l'économie croissant à son potentiel.

1. Positions budgétaires aux États-Unis, en Europe et au Japon

Croissance du PIB *En %*	2004	2005	2006	2007	Moyenne 2004-2007
Zone euro	1,7	1,5	2,6	2,2	2,0
États-Unis	3,9	3,2	3,2	1,9	3,1
Royaume-Uni	3,3	1,9	2,7	2,5	2,6
Japon	2,3	2,7	2,8	2,5	2,6
Solde public *En % du PIB*					
Zone euro	– 2,8	– 2,3	– 2,1	– 1,8	– 2,3
États-Unis	– 4,6	– 3,7	– 3,2	– 3,5	– 3,7
Royaume-Uni	– 3,2	– 3,3	– 3,2	– 3,1	– 3,2
Japon	– 6,3	– 5,2	– 4,7	– 3,8	– 5,0
Impulsion budgétaire * *En points de PIB*					
Zone euro	– 0,3	– 0,5	– 0,2	– 0,2	– 0,3
États-Unis	0,2	– 0,9	– 0,5	– 0,3	– 0,4
Royaume-Uni	0,3	– 0,3	– 0,4	– 0,2	– 0,2
Japon	– 1,4	– 0,7	– 0,3	– 0,9	– 0,8

* Opposée de la variation du solde structurel primaire. Un chiffre positif indique une politique budgétaire expansionniste.
Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2006.

Au Royaume-Uni, le déficit budgétaire est légèrement supérieur à 3 % depuis 2003 et la Commission a ouvert une procédure pour déficit excessif en janvier 2006. Privilégiant toujours sa politique d'investissements publics, le Royaume-Uni ne devrait pas voir son déficit passer sous la barre des 3 % à l'horizon 2007. N'étant pas membre de la zone euro, le Royaume-Uni n'est cependant pas susceptible d'être soumis à sanctions s'il ne se conforme pas aux règles du Pacte de stabilité (en l'occurrence en ne décidant pas une amélioration d'au moins 0,5 point de PIB de son solde structurel). L'impulsion budgétaire de – 0,4 point de PIB en 2006 ne permettrait de réduire le déficit que de 0,1 point à 3,2 % du PIB, les recettes fiscales étant plombées par la mauvaise conjoncture en 2005. La politique budgétaire serait un peu moins restrictive en 2007. Le chancelier de l'Échiquier parviendrait à respecter la règle d'or qu'il s'est fixé d'un solde public équilibré sur le cycle hors dépenses d'investissement.

2. Contribution à la variation du solde public en 2006

En % du PIB

	États-Unis	Zone euro
Solde des APU 2006	– 3,2	– 2,1
Solde des APU 2005	– 3,7	– 2,3
Variation 2005-2006	0,5	0,2
Mesures exceptionnelles*	0,0	– 0,3
Impact de la conjoncture	**0,0**	**0,3**
Charges d'intérêts	0,0	0,0
Mesures discrétionnaires	**0,5**	**0,2**

Note : un impact négatif de la conjoncture prend le signe (–) car il détériore la composante cyclique du solde ; une hausse de la charge d'intérêts prend le signe (–) car elle dégrade le solde public ; une politique discrétionnaire expansionniste prend le signe (–) car elle détériore le solde structurel primaire.
* Il s'agit de mesures de nature temporaire, ayant pour effet une hausse de recettes, le plus souvent, ou une baisse de dépenses, plus rarement, et conduisant à une amélioration non structurelle du solde public (soultes, titrisations…).
Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2006.

Zone euro : vers une réduction des disparités

Les chiffres pour 2005 confirment la réduction du déficit public dans la **zone euro** à 2,3 % du PIB contre 2,8 % en 2004 (tableau 2). Le solde se contracterait à nouveau en 2006 de 0,2 point de PIB. Mais cette amélioration du déficit est bien moindre que ce à quoi on aurait pu s'attendre étant donné les bonnes nouvelles sur le plan de la croissance et l'impulsion budgétaire négative (encadré). La composante conjoncturelle de 0,3 point de PIB est en effet totalement compensée par des mesures exceptionnelles. La France et l'Allemagne ont eu moins recours

aux recettes exceptionnelles pour réduire leur déficit, mais le déficit italien se creuse du fait de dépenses exceptionnelles à hauteur de 1,1 point de PIB. Une décision de la Cour de justice européenne contraint le gouvernement italien à rembourser en 2006 aux contribuables un trop plein de TVA perçu sur les achats d'automobiles par les entreprises pour un montant de 17 milliards d'euros. Au niveau de la zone euro, les charges d'intérêt n'ont que très légèrement diminué (– 0,03 point de PIB), la réduction de la dette publique d'1 point de PIB (de 71 % à 70 % du PIB de la zone euro) étant partiellement compensée par la hausse du taux apparent sur la dette engendrée par l'augmentation des taux longs en 2006.

Une fois n'est pas coutume, la croissance du PIB de la zone euro serait plus élevée que celle prévue dans les derniers Programmes de stabilité : la croissance serait de 2,6 % en 2006 au lieu de 2,1 % prévue dans les Programmes. Le déficit serait aussi revu à la baisse : nous prévoyons 2,1 % du PIB contre 2,4 % annoncé dans les Programmes. La réduction serait essentiellement due aux effets de la conjoncture, et plus marginalement à une politique légèrement plus restrictive que prévu. Par ailleurs, la variation négative des mesures exceptionnelles viendrait compenser l'effet favorable de la révision à la baisse de 0,3 point du déficit 2005.

Sur les quatre pays qui avaient en 2005 un déficit supérieur au seuil inscrit dans le Pacte de stabilité et de croissance, seules l'Allemagne et la Grèce parviendraient à le ramener sous la barre des 3 % en 2006 (tableau 3). La croissance du PIB **allemand**, meilleure que prévue sur

3. Écart entre réalisations en 2006 et Programmes de stabilité de décembre 2005 dans la zone euro

Croissance du PIB prévue dans le Programme de stabilité de décembre 2005	2,0
Croissance du PIB réalisée en 2006	2,6
Solde des APU prévu dans le Programme de stabilité de décembre 2005	– 2,4
Solde des APU réalisé en 2006	– 2,1
Écart du solde des APU	0,3
Dû à : - effet de base (révision déficit 2005)	0,3
- impact de la conjoncture	**0,2**
- variation de la charge d'intérêts	0,0
- mesures discrétionnaires	**0,1**
- mesures exceptionnelles	– 0,3

Note : un impact négatif de la conjoncture prend le signe (–) car il détériore la composante cyclique du solde, une hausse de la charge d'intérêts prend le signe (–) car elle dégrade le solde public, une politique discrétionnaire expansive prend le signe (–) car elle réduit le solde structurel primaire.
Sources : Comptes nationaux, Programmes de stabilité, calculs et prévision OFCE.

les six premiers mois de l'année, engendrerait plus de recettes fiscales et moins de dépenses que prévu (en particulier pour les allocations chômage). La composante conjoncturelle permettrait d'améliorer le solde public de 0,5 point, auquel s'ajouterait 0,3 point de mesures discrétionnaires (suppression d'avantages fiscaux et durcissement des conditions d'octroi des allocations chômages). Le solde serait donc en nette amélioration, passant de 3,2 % à 2,5 % du PIB, malgré le moindre recours aux recettes exceptionnelles en recul de 0,2 point de PIB par rapport à 2005. L'Allemagne, sous le joug d'une nouvelle procédure de déficit excessif depuis mars 2006, respecterait donc en 2006 la limite prévue par le Pacte de stabilité, pour la première fois depuis l'ouverture d'une première procédure en 2003.

Calcul de l'impulsion budgétaire

Le **solde public** est la différence entre les recettes et les dépenses de l'ensemble des administrations publiques. Plusieurs facteurs entrent en jeu dans le calcul de ce solde. Tout d'abord sont prises en compte les mesures discrétionnaires inscrites dans le budget. Celles-ci peuvent améliorer le solde *via* une modification de la taxation permettant d'augmenter les recettes fiscales, ou par une action directe visant à réduire les dépenses publiques. Mais les recettes fiscales en particulier sont également sensibles à la conjoncture *via* les effets de base. Un accroissement du revenu des ménages ou des profits des entreprises améliore automatiquement les rentrées fiscales. Pour distinguer l'évolution volontaire du solde public de l'évolution induite par le cycle économique, on calcule un **solde public structurel**, en évaluant ce qu'aurait été le solde public si l'économie était restée au niveau de production potentielle. La composante conjoncturelle dépend de l'écart de croissance de l'économie à son taux de croissance potentielle. Le **potentiel** d'une économie dépend de la croissance de sa population active et de celle de la productivité globale des facteurs. Selon les sources et le mode de calcul, cet « objectif » de croissance à long terme peut varier et modifie la vision que l'on a de la politique budgétaire. Un potentiel sous-estimé en situation de croissance faible sous-estime l'impact de la conjoncture, affichant une impulsion budgétaire plus élevée. Nous utilisons ici les potentiels calculés par l'OCDE, qui ont été légèrement révisés à la hausse depuis la précédente parution des *Perspectives Économiques*. Le solde budgétaire est également affecté par la variation des charges d'intérêt. Une augmentation du poids de la dette publique dans le PIB ou une hausse des taux d'intérêt obligataires alourdissent la charge de la dette et diminuent d'autant le déficit. Le **solde structurel primaire** exclut les charges d'intérêt. Enfin, les gouvernements peuvent avoir recours à des mesures exceptionnelles comme la vente d'actifs d'États pour (en général) réduire ponctuellement le déficit. Ces mesures n'étant pas pérennes, on préfère les exclure du calcul du solde structurel primaire. On nomme **impulsion budgétaire** la variation du **solde structurel primaire** d'une année sur l'autre. Elle représente la partie discrétionnaire de la politique budgétaire.

4. Politiques budgétaires dans la zone euro

	2005	2006	2007	Moyenne 2005-2007
Croissance du PIB, en %				
Allemagne	1,1	2,3	1,9	**1,8**
France	1,2	2,3	2,2	**1,9**
Italie	0,1	1,6	1,4	**1,0**
Espagne	3,5	3,6	2,7	**3,2**
Pays-Bas	1,5	2,8	3,1	**2,5**
Belgique	1,5	2,8	2,3	**2,2**
Autriche	2,6	2,8	2,1	**2,5**
Finlande	3,0	5,0	2,5	**3,5**
Portugal	0,4	1,7	1,3	**1,1**
Grèce	3,7	3,4	3,2	**3,4**
Irlande	5,5	5,2	4,9	**5,2**
Zone euro	1,5	2,6	2,2	**2,1**
Solde public, en points de PIB				
Allemagne	– 3,2	– 2,5	– 1,9	**– 2,5**
France	– 2,9	– 2,7	– 2,9	**– 2,8**
Italie	– 4,2	– 4,8	– 3,3	**– 4,1**
Espagne	1,1	1,3	0,8	**1,1**
Pays-Bas	– 0,3	– 0,6	– 0,2	**– 0,3**
Belgique	0,1	0,3	0,4	**0,3**
Autriche	– 1,5	– 1,7	– 1,5	**– 1,6**
Finlande	2,5	2,9	2,8	**2,7**
Portugal	– 6,0	– 4,4	– 4,1	**– 4,8**
Grèce	– 4,5	– 3,0	– 3,0	**– 3,5**
Irlande	1,0	0,7	0,3	**0,7**
Zone euro	– 2,3	– 2,1	– 1,8	**– 2,1**
Impulsion budgétaire *, en points de PIB				
Allemagne	– 0,1	– 0,3	– 0,7	**– 0,4**
France	– 0,8	– 0,4	0,0	**– 0,4**
Italie	– 0,5	– 0,5	– 0,5	**– 0,5**
Espagne	0,0	0,2	0,6	**0,3**
Pays-Bas	– 2,1	0,8	0,3	**– 0,3**
Belgique	– 0,3	0,6	– 0,4	**0,0**
Autriche	0,8	0,8	– 0,1	**0,5**
Finlande	– 0,2	1,0	0,2	**0,3**
Portugal	0,6	– 1,5	– 0,8	**– 0,6**
Grèce	– 1,9	– 1,1	– 0,3	**– 1,1**
Irlande	– 0,4	0,5	0,5	**0,2**
Zone euro	– 0,5	– 0,2	– 0,2	**– 0,3**

* Opposée de la variation du solde structurel primaire. Un chiffre positif indique une politique budgétaire expansionniste.
Sources : Comptes nationaux, Programmes de stabilité, calculs et prévision OFCE octobre 2006.

La **Grèce,** qui connaîtrait un léger ralentissement de sa croissance (désormais inférieure au potentiel), aurait au contraire à fournir un effort budgétaire conséquent pour réduire son déficit à 3 % du PIB en 2006. Elle respecterait ainsi l'échéance fixée par la Commission européenne. L'impulsion cumulée depuis 2005 atteindrait – 3 points de PIB. L'allègement de la charge de la dette et les mesures exceptionnelles contribueraient également à l'amélioration du solde à hauteur de 0,3 point chacun.

L'Italie et le Portugal apparaîtraient donc comme les « mauvais élèves » de la zone en 2006. Le **Portugal** réduirait néanmoins son déficit de 6 % à 4,4 % du PIB, grâce à une impulsion négative de 1,5 point, effectuant l'effort budgétaire le plus important de tous les pays de la zone en 2006. Il serait donc en bonne voie de satisfaire à la contrainte fixée par la Commission de revenir dans la limite de 3 % à l'horizon 2008.

L'**Italie** semble en mauvaise posture. Ayant profité de l'assouplissement du volet répressif du Pacte de stabilité qui permet à un pays d'alléger les contraintes de la procédure de déficit excessif en cas de faiblesse prolongée de la croissance, elle a reporté l'échéance pour corriger l'excès de déficit à 2007. La Commission préconisait alors une baisse du déficit structurel de 1,6 point à l'horizon 2007. Cependant, contrairement aux mesures annoncées dans la dernière loi de Finance pour 2006 visant à une restriction de 1,4 point de PIB, celle-ci ne serait que de 0,5 point de PIB. Si l'on ajoute à cela l'arrêt de la Cour de justice européenne (voir ci-dessus) qui devrait coûter 1,1 point de PIB au budget italien, le déficit s'établirait à – 4,8 % du PIB en 2006, en hausse de 0,6 point de PIB.

Parmi les autres pays de la zone qui connaissent des soldes publics déficitaires, la **France** améliorerait marginalement son déficit en 2006 (0,2 point de PIB) grâce à une impulsion négative, tandis que les **Pays-Bas** et **l'Autriche** ne connaîtraient qu'une légère dégradation de leur solde malgré une impulsion budgétaire de 0,8 point de PIB. Dans ces deux pays, la croissance sensiblement supérieure au potentiel compenserait l'impact sur le solde public de politiques budgétaires expansionnistes.

Parmi les quatre pays en excédent budgétaire, **l'Espagne**, la **Belgique** et la **Finlande** amélioreraient leurs soldes malgré des politiques budgétaires expansionnistes, et ce grâce à la composante conjoncturelle. En **Irlande**, l'excédent se contracterait de 0,3 point de PIB sous l'effet d'une relance budgétaire de 0,5 point et d'une contribution positive de 0,2 point des mesures exceptionnelles.

En 2007, les pays connaissant des déficits publics fourniraient un effort budgétaire permettant de les réduire, à l'exception de la France qui aurait une impulsion budgétaire nulle et verrait son solde s'approcher de – 2,9 % du PIB, soit juste sous la barre des 3 %. À

l'inverse, les pays en excédent relâcheraient un peu de lest et verraient leurs excédents s'amenuiser, à l'exception de la Belgique dont le solde s'améliorerait marginalement. On assisterait donc à une diminution des disparités en terme de solde budgétaire au sein de la zone euro, et le déficit global de la zone se réduirait de 2,1 à 1,8 %.