POLITIQUES MONÉTAIRES : Á PETITS PAS *

Département analyse et prévision de l'OFCE

L'incertitude sur les développements à venir de l'inflation a été l'élément principal guidant la réflexion des banques centrales de la zone euro, du Royaume-Uni, des États-Unis et du Japon. La baisse du pétrole a permis la réduction des tensions dans la zone euro. La Banque centrale européenne (BCE) considère cependant que les risques sont toujours orientés à la hausse en raison de l'abondance de liquidités et d'une possible accélération des salaires. Ces hypothèses ont justifié les précédentes hausses de taux intervenues en décembre 2006 et mars 2007 et conduiraient la BCE à une dernière hausse au mois de juin 2007. Le principal taux directeur serait ainsi porté à 4 %. En prenant en compte la poursuite de l'appréciation de l'euro, notamment par rapport au dollar, les conditions monétaires n'auront jamais été aussi restrictives depuis le lancement de l'euro.

Au Royaume-Uni, les tensions sont restées assez vives en fin d'année 2006 puisque l'inflation a atteint le haut de la fourchette de la cible de la politique monétaire en décembre. La Banque d'Angleterre a réagi en augmentant d'un quart de point son taux directeur dès novembre. Elle déciderait d'une dernière hausse des taux avant que le ralentissement de la croissance et de l'inflation lui permette d'assouplir progressivement sa politique monétaire en fin d'année 2008.

Malgré la baisse du pétrole, les risques inflationnistes ne se sont pas dissipés aux États-Unis. Dans le même temps, la Réserve fédérale s'est retrouvée confrontée à la perspective d'un ralentissement conjoncturel entraîné par le retournement brutal du marché immobilier. Dans ces conditions, les autorités monétaires ont privilégié le statu quo. La situation deviendrait cependant plus facile à gérer dans la mesure où la faiblesse de la croissance réduira rapidement les tensions inflationnistes en 2007 et 2008. La Réserve fédérale retrouvera alors des marges de manœuvre suffisantes pour baisser ses taux.

Finalement, l'espoir de sortie définitive de la déflation aura été de courte durée au Japon. L'indice des prix a de nouveau reculé en février en raison des effets de base liés au pétrole. La Banque du Japon avait pourtant mis fin à sa politique de taux zéro en juillet 2006. De nouvelles hausses de taux sont à venir mais sont retardées à 2008, une fois que les pressions déflationnistes auront définitivement cessé.

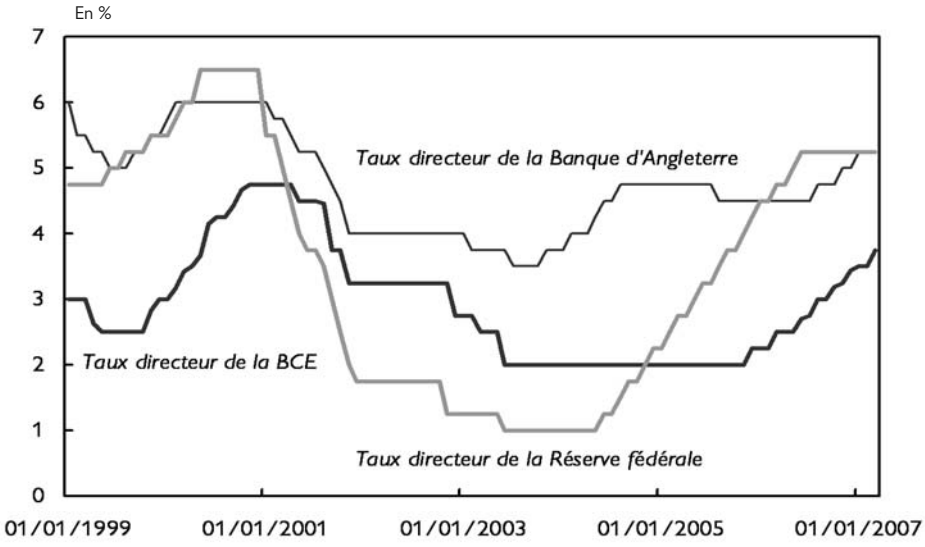
* Ont contribué à cette étude spéciale : Christophe Blot, Catherine Mathieu, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth.

L'évolution des prix est restée au centre des attentions des banques centrales aux États-Unis, en Europe et au Japon en 2006 et au début 2007. Marquée par l'envolée du prix du pétrole jusqu'en août 2006, l'inflation s'est accélérée aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro. Mais les tensions se sont apaisées aussitôt le reflux du prix du baril confirmé. La BCE a pourtant poursuivi sa phase de « normalisation » qui pourrait de plus en plus ressembler à un tour de vis. Faisant fi du retour de l'inflation sous le seuil de 2 %, elle a procédé à deux nouvelles hausses de ses taux directeurs en décembre 2006 et mars 2007 (graphique 1), les portant à 3,75 %. La fin du resserrement est maintenant annoncée et interviendrait après une dernière hausse des taux décidée en juin 2007. La BCE serait particulièrement soucieuse de l'évolution des salaires dans la zone euro et souhaiterait ainsi prévenir tout dérapage inflationniste.

Au Royaume-Uni, les tensions sur les prix ne se sont pas atténuées à l'automne 2006. L'inflation a même atteint le haut de la fourchette de la cible de la politique monétaire en décembre (3 % en termes d'indice des prix à la consommation harmonisé). La Banque d'Angleterre a donc augmenté son taux directeur de 0,25 point en novembre 2006 puis en janvier 2007, pour le porter à 5,25 %. La politique monétaire reste néanmoins légèrement accommodante au Royaume-Uni au regard d'un taux de Taylor de 5,6 %. L'inflation a commencé à ralentir au début 2007 (2,8 % en février) et, sous nos hypothèses de stabilisation des prix du pétrole, se rapprocherait de 2 % à l'horizon de la fin 2008. La Banque d'Angleterre augmenterait une dernière fois de 0,25 point son taux directeur d'ici l'été et l'abaisserait graduellement vers 5 % à la fin 2008, constatant le ralentissement de l'inflation et de la croissance.

Malgré le net recul de l'inflation aux États-Unis entre juin 2006 et février 2007, l'indice des prix hors énergie et alimentation progresse toujours de 2,7 %. La situation est rendue plus délicate par un ralentissement conjoncturel annoncé depuis plusieurs mois mais dont on ne mesure pas encore précisément l'ampleur. La Réserve fédérale a jusqu'ici logiquement privilégié le *statu quo* puisque toute hausse des taux aurait contribué à accentuer le ralentissement, alors qu'une baisse aurait été prématurée au regard des développements de l'inflation sous-jacente. Le dilemme auquel est confrontée la politique monétaire américaine pourrait s'atténuer en 2007. Le ralentissement de la croissance réduira les pressions inflationnistes redonnant alors à la Réserve fédérale des marges de manœuvre suffisantes pour justifier une baisse des taux.

1. Taux directeurs



Sources : Banques centrales nationales.

Les questions se posent sous un angle différent pour la Banque du Japon où toute accélération de l'inflation y serait plutôt saluée. Un temps sorti de la déflation, le Japon a de nouveau renoué avec une progression des prix en territoire négatif (– 0,1 %) au mois de février 2007. En raison des effets de base liés à la baisse du prix du pétrole, cet effet devrait perdurer jusqu'en novembre 2007. La Banque du Japon a mis fin à sa politique de taux zéro en juillet 2006 mais patienterait jusqu'en 2008 pour annoncer deux nouvelles hausses de taux.

Zone euro : le pas de trop ?

La BCE a poursuivi son offensive contre l'inflation. Le principal taux directeur a été relevé à six reprises en 2006 et porté à 3,75 % à l'issue du Conseil des gouverneurs du 8 mars 2007. Tout au long de cette période, Jean-Claude Trichet a continué de pointer le risque de tensions inflationnistes émanant du marché du pétrole, de hausses des impôts indirects et de la croissance des agrégats monétaires et de crédit. À ces éléments, se sont ajoutées des craintes portant sur les salaires. Entre la perte de pouvoir d'achat résultant des hausses passées du prix du pétrole et le retour à une croissance plus robuste, Jean-Claude Trichet a invité les partenaires sociaux à faire preuve de modération dans leurs revendications.

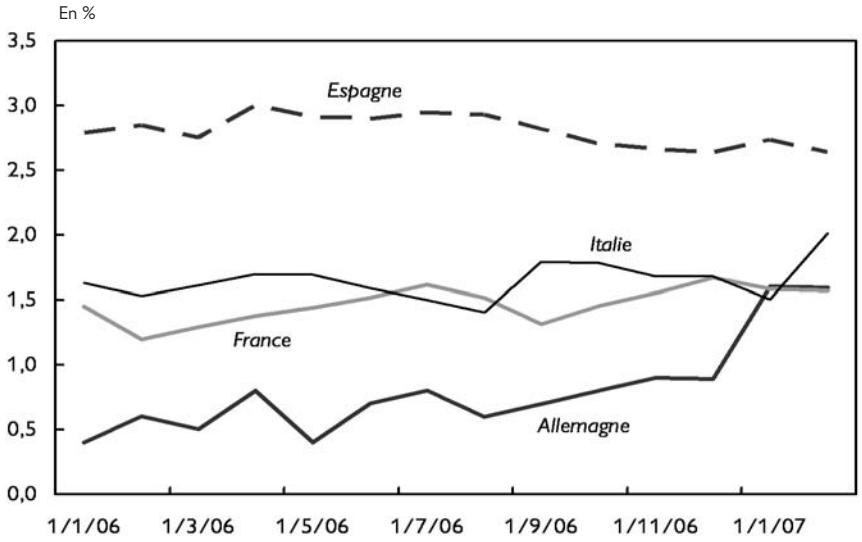
Depuis septembre 2006, le taux d'inflation de la zone euro s'est inscrit en net repli dans la foulée de la chute du prix du pétrole. Alors que l'indice des prix à la consommation harmonisé progressait encore de 2,3 % en août 2006, il s'est depuis systématiquement maintenu sous la barre de 2 % retenue par la BCE. La hausse de la TVA allemande a pris effet au 1er janvier 2007 mais ne s'est pas encore répercutée sur les prix. Des effets saisonniers induisent généralement une certaine volatilité des prix entre décembre et février. Il n'y a pas eu de différences notables cette année en Allemagne si bien qu'il est difficile de mesurer précisément la transmission de la TVA sur l'inflation. On ne peut exclure actuellement que les entreprises allemandes compriment plus fortement leurs marges que ce qui était initialement envisagé. Dans ces conditions, la répercussion pourrait être assez faible réduisant de fait les risques d'effets de second tour. Pour autant, le discours de la BCE n'a pas évolué. Elle n'écarte ni la possibilité de nouvelles hausses du pétrole, ni des effets retardés des hausses précédentes ou de la TVA allemande.

Globalement, l'inflation est maîtrisée dans la zone euro. En glissement annuel, elle s'élève à 1,9 % de février 2007 en Allemagne, 1,2 % en France, 2,1 % en Italie, 2,5 % en Espagne et 1,4 % aux Pays-Bas. Il faut néanmoins noter une accélération de l'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentaire et tabac) qui, dans la zone euro, est passée de 1,2 % en janvier 2006 à 1,9 % un an plus tard. On retrouve ainsi le rythme de progression observé en 2003 et 2004. Cette accélération tient en grande partie à l'évolution des prix en Allemagne (graphique 2). Partant d'une inflation sous-jacente systématiquement inférieure à 1 % en 2005 et 2006, il est sans doute pertinent d'évoquer une sortie de la zone de déflation outre-Rhin plutôt qu'un retour des tensions inflationnistes. L'Espagne maintient de son côté un différentiel positif vis-à-vis de ses partenaires mais qui ne résulte pas tant d'une inflation salariale plus forte que de gains de productivité relativement plus faibles. En France, l'inflation sous-jacente se maintient autour de 1,5 %, tandis qu'un saut est observé en Italie en février 2007, probablement dû à une augmentation de tarifs dans le secteur de la santé. Il est largement prématuré de voir dans l'évolution de l'inflation sous-jacente au sein de la zone euro, les risques d'une poussée inflationniste.

La BCE se montre aujourd'hui également attentive à l'évolution des négociations salariales. Comme l'a souligné Jean-Claude Juncker, Président de l'Eurogroupe, il serait légitime, dans un contexte de reprise économique, que les salariés souhaitent et puissent bénéficier des fruits de cette croissance. La question est donc de savoir si de telles revendications pourraient remettre en cause la stabilité des prix. La réponse est que tout dépendra de l'évolution de la productivité qui s'est globalement améliorée depuis le 1er trimestre 2005 et suit en tout cas la même tendance que les rémunérations (graphique 3). Les coûts

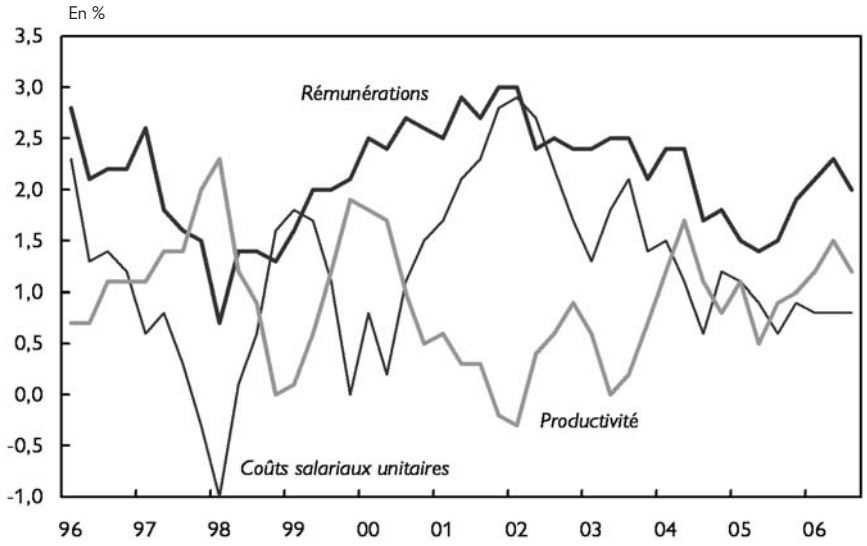
salariaux unitaires sont bas, écartant pour l'instant l'éventualité d'une inflation par les salaires. Le retour de la croissance, s'appuyant sur la dynamique de l'investissement productif, permettra vraisemblablement de maintenir la tendance aux gains de productivité.

2. Inflation sous-jacente dans les grands pays de la zone euro



Source : Eurostat.

3. Salaires, productivité et coûts salariaux unitaires dans la zone euro



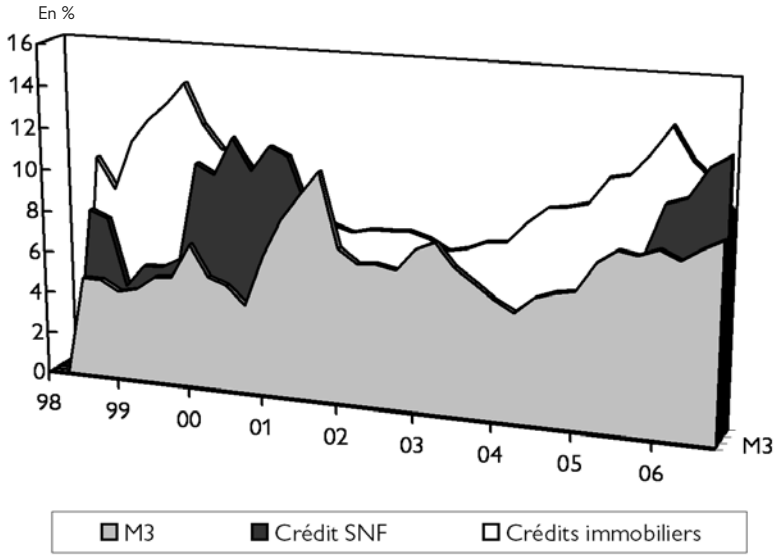
Source : BCE.

Si aucune tension n'est avérée sur le marché du travail, il reste que la croissance s'est accélérée dans la zone euro au cours de l'année 2006 et que le taux de chômage a nettement diminué passant de 8,3 % à 7,4 %. Cette dynamique favorable se poursuivrait en 2007 et 2008 mais l'inflation resterait inférieure à la cible de 2 % retenue par la BCE. D'autres facteurs contribueront à contenir les tensions inflationnistes. La vigueur de l'euro réduit le coût des produits importés constituant un frein à l'inflation. Dans le même temps, il n'y a aucune raison pour que les effets désinflationnistes de la mondialisation s'inversent. Le dépassement temporaire de la cible de 2 % est toujours possible mais ne saurait être durable et mettre en péril l'objectif de stabilité des prix à *moyen terme* assigné à la banque centrale.

Le dernier élément retenu porte à nouveau sur l'évolution des agrégats monétaires et de crédit. La croissance de M3 s'établit à un rythme record, 10 % en février 2007. Cette évolution est la contre-partie du dynamisme des crédits accordés aux ménages et aux sociétés non financières. Depuis 1998, la croissance de M3 a été le plus souvent alimentée par celle des crédits immobiliers et dans une moindre mesure par les crédits aux entreprises (graphique 4). La BCE, attachée à sa vision monétariste, y voit clairement un signe d'inflation à long terme. Néanmoins, pour la partie concernant les crédits hypothécaires, l'effet prix a déjà été observé sur le marché immobilier dans de nombreux pays de la zone euro. Comme la BCE ne cible pas les prix d'actifs, sa crainte est sans doute fondée sur d'éventuels effets de richesse qui partant des prix immobiliers entraîneraient une hausse de l'inflation par le biais d'une plus forte consommation des ménages.

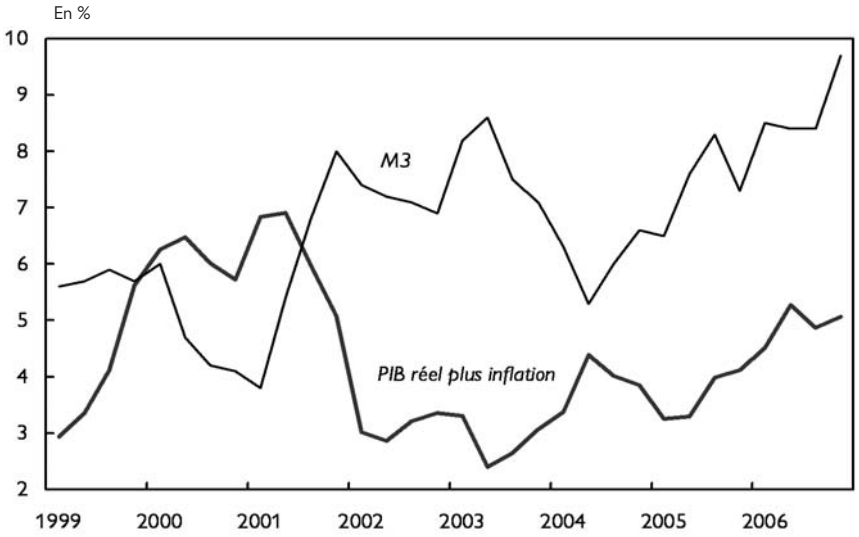
Jean-Claude Trichet souligne que ce dynamisme du crédit et de la monnaie est à l'origine de l'abondance des liquidités dans la zone euro. Il est néanmoins peu aisé de quantifier un éventuel excès de liquidité. Les mesures s'appuient généralement sur l'équation quantitative de la monnaie. Ainsi, selon ces mesures, l'agrégat monétaire de référence — ici M3 — devrait croître au même rythme que le PIB nominal ou que la somme du PIB réel plus l'inflation. Ce n'est clairement pas ce qui observé depuis le lancement de l'euro (graphique 5). L'écart s'est même fortement accru en 2002 et reste depuis de l'ordre de 4 points de croissance. Néanmoins, cet indicateur repose sur une double hypothèse : la stabilité de la demande de monnaie et de la vitesse de circulation de la monnaie. Ces hypothèses sont loin d'être garanties si bien que le graphique peut tout aussi bien illustrer l'existence d'une liquidité abondante que la variabilité de la vitesse de circulation de la monnaie. Si l'écart entre la croissance de M3 et celle du PIB nominal résulte de l'instabilité de la demande de monnaie et de sa vitesse de circulation, il n'est alors plus possible d'en tirer une quelconque utilité en termes d'inflation future.

4. Croissance des agrégats monétaires et de crédits dans la zone euro



Source : BCE.

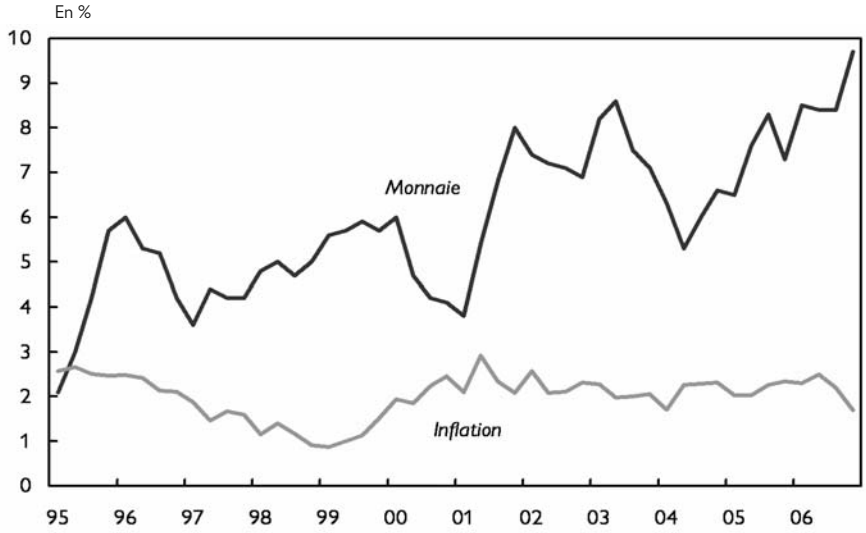
5. L'abondance de liquidité dans la zone euro



Source : BCE.

De fait, le lien entre la monnaie et l'inflation semble inexistant (graphique 6) dans la zone euro. Alors que la croissance de M3 s'établissait à 2 % en 1995, elle a brutalement accéléré à la fin de l'année 2001. Mais dans le même temps, l'inflation a constamment oscillé dans un intervalle de 1 à 3 %. Voilà maintenant plusieurs années que M3 se maintient presque systématiquement au dessus de la valeur de référence de 4,5 % retenue par la BCE sans que l'on puisse déceler de tensions durables sur les prix. Si des phases d'accélération des prix ont parfois été observées, elles ont généralement coïncidé avec les flambées du cours du pétrole.

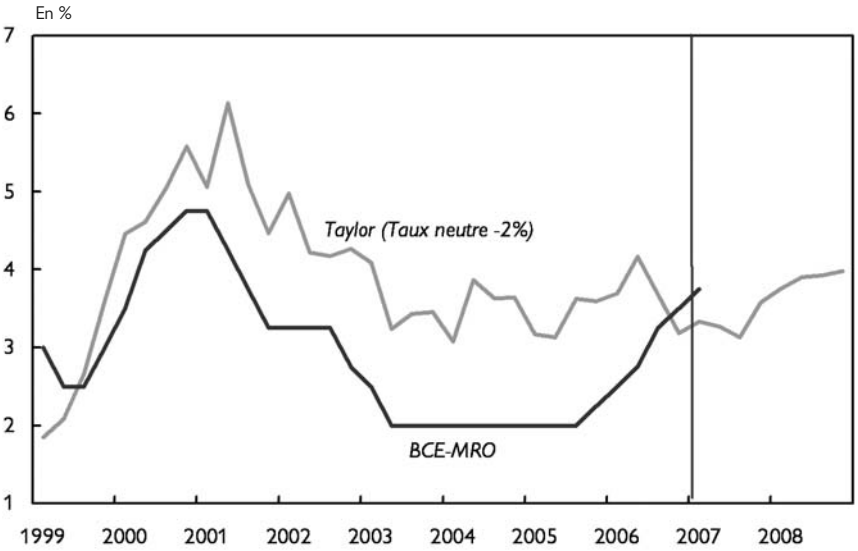
6. Monnaie et inflation dans la zone euro



Source : BCE.

Avec les hausses de taux intervenues en décembre 2006 et en mars 2007, la politique monétaire est devenue légèrement restrictive au regard de la règle de Taylor (graphique 7). La BCE aurait alors fait un pas de trop. Mais, d'après nos prévisions de croissance et d'inflation, cette même règle supposerait que le taux directeur soit porté à 4 % à partir du deuxième trimestre 2008. Ce taux est effectivement celui qui est compatible avec un taux réel neutre à 2 %, une inflation conforme à l'objectif de 2 % et un *output gap* proche de zéro. Les décisions récentes de la BCE anticiperaient ce que lui dicte la règle de Taylor.

7. Règle de Taylor pour la zone euro

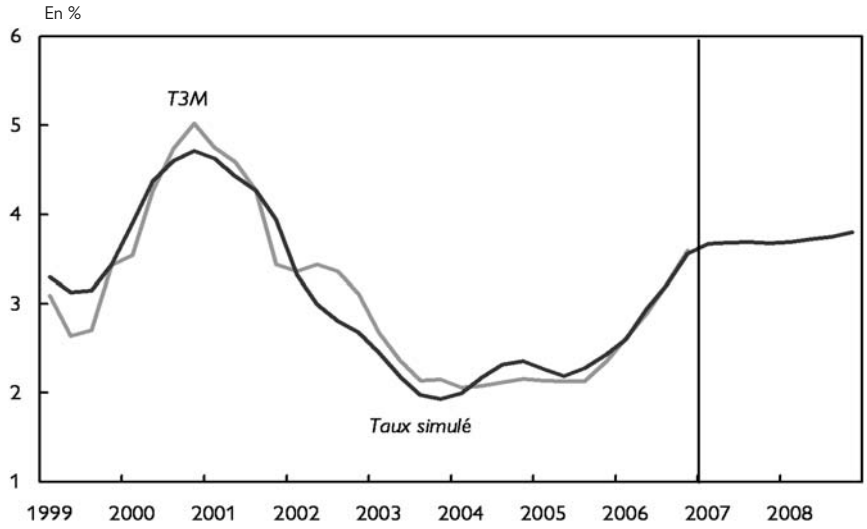


La règle est définie sur la base des coefficients calibrés par Taylor pour les États-Unis.
Sources : BCE, calculs et prévision OFCE avril 2007.

Néanmoins, si l'on considère une règle de Taylor estimée à partir du comportement suivi par la BCE depuis 1999, il ressort que la BCE aurait dû stabiliser ses taux à 3,5 % et ne les porter à 3,75 % qu'à partir du deuxième semestre 2008 (graphique 8). Bien que les dernières prévisions d'inflation de la BCE soient en ligne avec son objectif, il reste que Jean-Claude Trichet juge la politique monétaire accommodante. Il a cependant écarté la possibilité que la politique monétaire prenne un tournant restrictif et précisé que les taux n'avaient pas nécessairement atteint un pic. Tout porte donc à croire que la fin du cycle est proche mais qu'une dernière hausse est probable. Nous l'envisageons pour le mois de juin. Le taux directeur se maintiendrait ensuite à 4 % jusqu'à l'horizon de notre prévision.

Notons également que l'euro s'apprécierait encore par rapport au dollar pour atteindre 1,35 dollar en début d'année 2008. Il se stabiliserait ensuite à ce niveau. Mais, comme par ailleurs l'euro perdrait un peu de vigueur par rapport au yen, l'appréciation serait globalement modérée au regard des mouvements observés tout au long de l'année 2006 et surtout, la tendance s'inverserait très légèrement à partir de 2008. Cumulé avec l'effet des taux d'intérêt, les conditions monétaires se dégraderaient à nouveau en 2007 pour se stabiliser en 2008 (graphique 9). Des conditions aussi restrictives n'auront jamais été observées depuis la création de l'Union monétaire.

8. Règle de Taylor estimée pour la zone euro

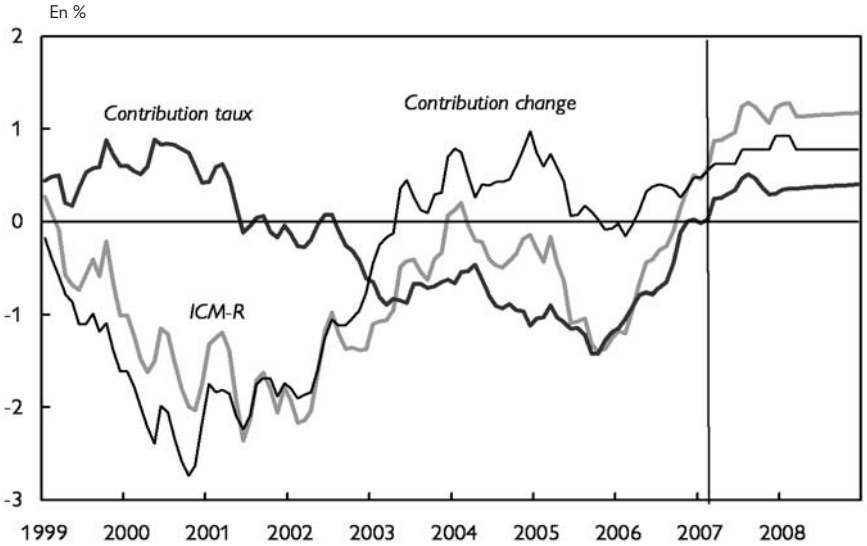


La règle est estimée sur la base des décisions prises par la BCE depuis janvier 1999. La règle obtenue prend ainsi la forme suivante :

$$i_t = 0.81\left(i_{t-1}\right) + (1 - 0.81)\left(1.4 + E\pi_t + 0.3\left(E\pi_t - \pi^*\right) + 1.33\left(g_t - g^*\right)\right)$$

Sources : BCE, calculs et prévision OFCE avril 2007.

9. Indicateur des conditions monétaires de la zone euro



L'ICM est calculé à partir du taux de change effectif réel et des taux d'intérêt de court et de long terme.
Sources : FMI, OCDE, calculs et prévision OFCE avril 2007.

Royaume-Uni : sur la pointe des pieds

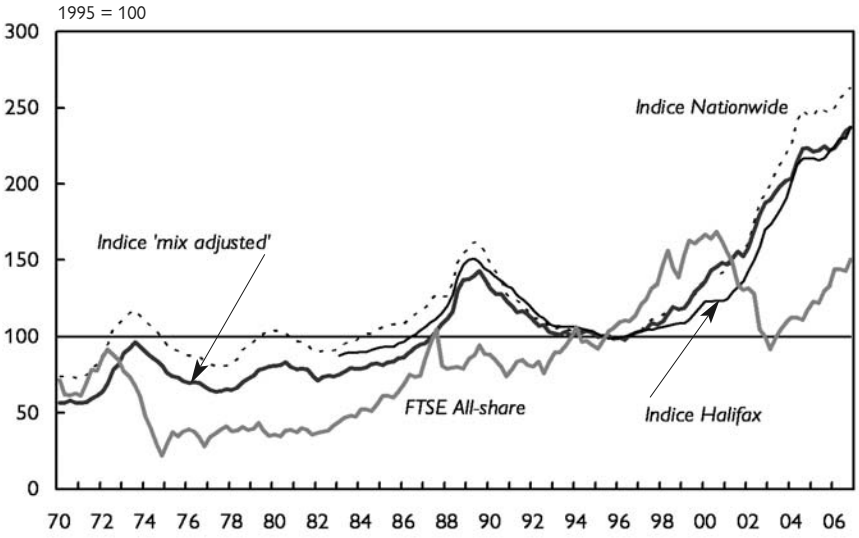
Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre a vu sa tâche devenir particulièrement délicate au second semestre 2006, du fait de l'accélération de l'inflation, mesurée selon les différents indices de prix à la consommation (indice des prix de détail, indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)). L'IPCH est ainsi passé d'une hausse de 2 % en glissement sur un an au début 2006 à 3 % en décembre 2006, soit le haut de la fourchette de la cible de la politique monétaire. Le CPM a pour mission de veiller à ce que l'inflation mesurée selon l'IPCH reste dans une fourchette de – 1/+1 % autour d'une cible de 2 %, et si tel n'est pas le cas, de s'expliquer par lettre ouverte au chancelier de l'Échiquier sur les raisons du non-respect de la cible.

L'inflation a cependant accéléré en 2006 principalement sous l'effet de l'augmentation des prix de l'énergie et d'un relèvement de la fiscalité pétrolière en décembre. L'inflation était revenue à 2,8 % en février et, sous nos hypothèses de stabilisation de prix du pétrole, se rapprocherait de la cible de 2 % à l'horizon de la fin 2008. Les risques inflationnistes sont en effet peu visibles sur les marchés des biens, en dehors de l'immobilier, comme sur ceux du travail.

Le taux de chômage a légèrement augmenté en 2006 (de 5,1 % à la fin 2005 à 5,5 % un an plus tard, au sens du BIT). Les salaires nominaux ne montrent pas de signe d'accélération (+ 4,2 % sur un an en novembre-janvier 2007) et restent en ligne avec la hausse de la productivité (de l'ordre de 2 % pour l'ensemble de l'économie). L'afflux important de population active en provenance des nouveaux pays membres de l'Union européenne (UE) depuis l'élargissement de 2004 a contribué à réduire les tensions sur le marché du travail britannique, à la fois en termes d'offre de travail et de niveau de salaires.

L'évolution des prix de l'immobilier reste une épée de Damoclès au dessus de la tête des ménages britanniques. En effet, après s'être assagis en 2005, les prix de l'immobilier ont renoué avec des hausses de 11 % en rythme annuel en 2006, et sont à des niveaux historiquement élevés (graphique 10). L'endettement des ménages a continué de progresser (plus de 170 % du revenu annuel), mais en parallèle, la richesse nette des ménages a continué d'augmenter, sous l'effet des hausses des prix des actifs non seulement immobiliers mais aussi financiers. La richesse nette des ménages représente plus de 700 % de leur revenu annuel et relativise le niveau élevé de l'endettement. Le risque d'une forte chute du marché de l'immobilier ne semble toujours pas d'actualité. Il pourrait se concrétiser en cas de forte hausse des taux d'intérêt, ce qui semble très peu probable à l'horizon 2008.

10. Cours boursiers et prix de l'immobilier au Royaume-Uni *

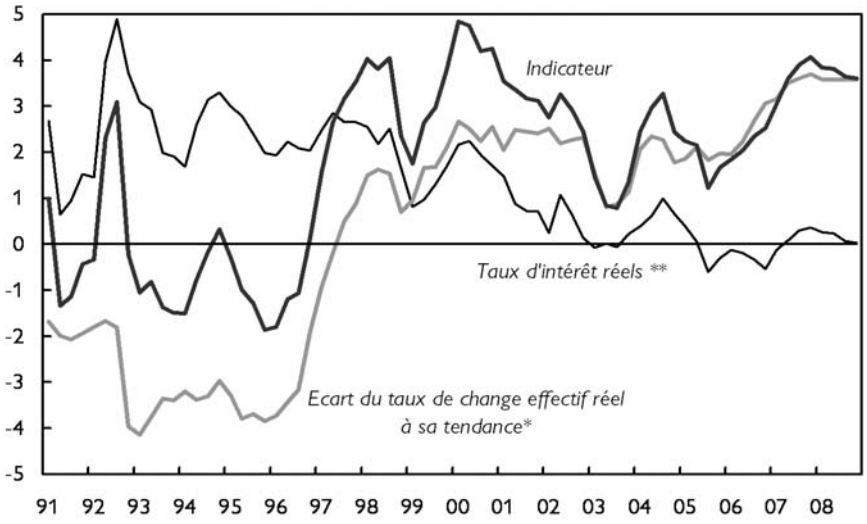


* Rapportés au déflateur des dépenses de consommation des ménages.
Sources : Communities and Local Government, FTSE, Halifax Building Society, Nationwide Anglia Building Society, Thomson Datastream.

Selon une règle de Taylor, la politique monétaire peut être jugée légèrement accommodante dans la période récente. Avec une inflation de 2,8 % pour une cible de 2 %, un écart de production à peine négatif selon les estimations du gouvernement britannique, et une constante supposée refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, de 2,75 %, le taux de Taylor serait de 5,6 %. La banque d'Angleterre augmentera probablement son taux directeur de 0,25 point pour le porter à 5,5 % au deuxième trimestre puis le maintiendrait à ce niveau jusqu'à la fin de l'année, laissant à la croissance et à l'inflation le temps de ralentir. La banque d'Angleterre pourrait ensuite abaisser très graduellement son taux directeur pour le ramener vers 5 % à la fin 2008.

Au total, les conditions monétaires continueront à se durcir d'ici la fin 2007 sous le double effet de la hausse des taux d'intérêt réels et de l'appréciation du taux de change effectif de la livre, principalement vis-à-vis du dollar américain (graphique 11). Elles s'assoupliront ensuite légèrement, grâce à la baisse des taux d'intérêt réels. Le taux de change effectif réel restera à un niveau élevé. Si l'environnement international était moins favorable que prévu, en termes de croissance comme d'évolution des prix de l'énergie, peu de marges de manœuvre seraient disponibles en matière de politique monétaire pour soutenir l'activité au Royaume-Uni.

11. 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 avril 2007.

États-Unis : le dilemme de la Réserve fédérale continue

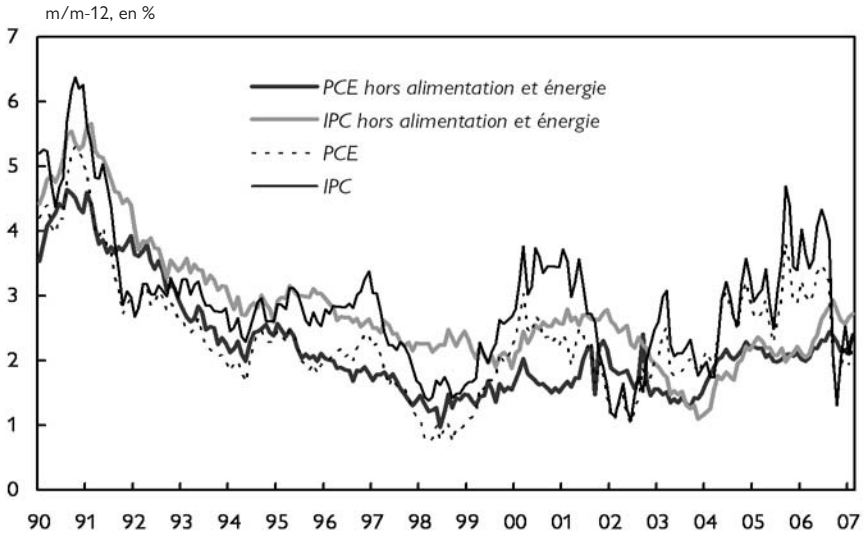
La Réserve fédérale est confrontée à la difficulté de rendre compatible ses deux objectifs de politique monétaire : garantir la stabilité des prix et maintenir le plein emploi en ramenant la production vers son niveau potentiel et en rendant la croissance soutenable à moyen terme. Depuis juillet 2006, elle a maintenu ses taux inchangés, estimant le resserrement monétaire entamé en juin 2004 suffisant pour freiner la croissance et calmer les ardeurs inflationnistes des marchés, notamment du travail. Pour autant, la Réserve fédérale a toujours laissé ouverte la possibilité d'une nouvelle intervention sans préciser si celle-ci serait à la hausse ou à la baisse. Elle a maintenu une position d'attentisme, analysant avec soin l'évolution des indicateurs d'activité et financiers.

Depuis le deuxième trimestre 2006, le retournement de la croissance, entraîné par le secteur de l'immobilier, s'est confirmé. Et, comme l'a souligné A. Greenspan récemment, le risque en cette année 2007 est celui d'une entrée en récession de l'économie *via* la propagation de la crise de l'immobilier au reste de l'économie, notamment à la consommation des ménages et aux marchés financiers. Si ce risque est écarté dans notre scénario central, il existe cependant et demeure présent dans les esprits des membres du FOMC. De fin février à fin mars, les

marchés financiers ont été très perturbés par les mauvaises nouvelles des acteurs impliqués dans le secteur des crédits hypothécaires à risque (dépôts de bilan de plusieurs instituts financiers, hausse des défauts de paiements et des saisies de maisons). Néanmoins, si la croissance donne clairement des signes de faiblesse, la consommation des ménages est restée vigoureuse au quatrième trimestre 2006 et les ressorts des composantes du revenu des ménages peinent à s'épuiser. Le dernier *Rapport sur l'emploi* de mars souligne la bonne résistance du marché du travail. L'emploi est une variable retardé par rapport au cycle d'activité, ce qui explique en partie sa bonne tenue. De plus, le soutien très positif du commerce extérieur à la croissance, résultant de la baisse du dollar, tend à retarder les effets de cet ajustement sur l'offre.

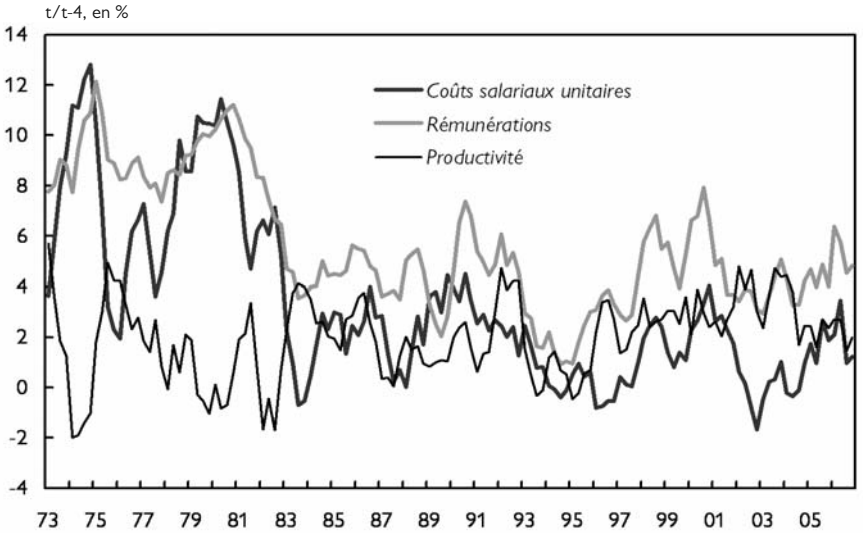
Dans ce contexte, les risques inflationnistes ne peuvent être définitivement écartés, même s'ils sont moins saillants qu'il y a quelques mois. Si l'inflation basée sur l'indice des prix à la consommation (IPC) a été ramenée de 4,3 % en juin 2006 à 2,4 % en février dernier, sous l'effet de la baisse des prix du pétrole, les indicateurs sous-jacents de l'inflation restent élevés (graphique 12). L'IPC hors énergie et alimentation a progressé de 2,6 % à 2,7 % entre les deux périodes avec une pointe à 2,9 % en septembre 2006. L'autre indicateur suivi également par la banque centrale, le déflateur des dépenses personnelles de consommation hors alimentation et énergie, augmente entre 2,2 % et 2,5 % depuis plusieurs mois. Cette progression n'a jamais été aussi élevée depuis 1995 et ne donne pas de signes de ralentissement. Après une courte pause fin 2006, la progression mensuelle de l'indice était de nouveau de 0,2 % en janvier et de 0,3 % en février. Simultanément, les données sur le marché du travail, dont la baisse à 4,4 % du taux de chômage en mars, préfigurent d'une accentuation des tensions salariales. En 2005, l'accélération des salaires sur un an combinée au ralentissement de la productivité a poussé les coûts salariaux unitaires à la hausse (graphique 13). La décélération du deuxième semestre 2006 doit davantage à un profil heurté de l'évolution des salaires au premier semestre car la tendance des deux derniers trimestres reste soutenue. Elle est donc plutôt passagère. Néanmoins, les entreprises sont dans une situation très confortable. Le taux de marge se situe au point haut du cycle à 31 % et devrait baisser dans les prochains trimestres. La propagation des tensions salariales sur les prix finaux serait donc limitée. Sur le marché des biens et services, les tensions sur les capacités restent encore relativement élevées, car supérieures à la moyenne de long terme. Mais, avec un taux d'utilisation des capacités dans l'industrie à 82 %, elles sont moins vives que pendant les années 1990.

12. Différentes mesures de l'inflation aux États-Unis



Source : BEA.

13. Salaires, productivité et coûts salariaux unitaires aux États-Unis



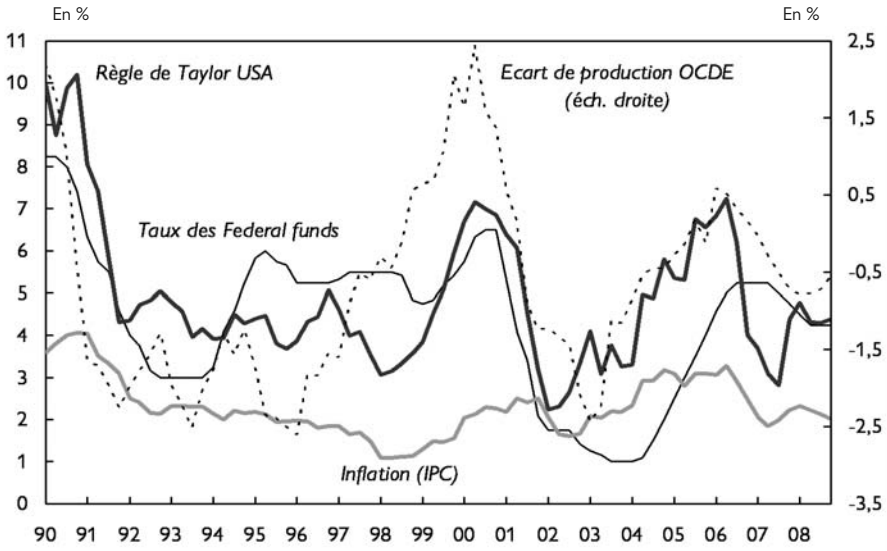
Source : BEA.

Dans ces conditions, on peut comprendre qu'avec une inflation supérieure à 2 % et des tensions qui ne donnent pas de signes de relâchement, la Réserve fédérale hésite à desserrer ses taux, même si les anticipations d'inflation restent contenues et que les marchés anticipent au moins une baisse d'ici septembre.

Nous supposons ici que l'inflation basée sur l'IPC devrait baisser jusqu'au troisième trimestre 2007 par un effet de base lié au pétrole, puis évoluer en phase avec l'inflation sous jacente autour de 2,5 % (2,4 % fin 2008). Cette hausse n'est qu'illusoire puisque les variations instantanées des prix ralentiraient à partir du deuxième trimestre.

Le dilemme de la Réserve fédérale entre d'une part, baisser ses taux pour éviter la propagation de la crise immobilière au reste de l'économie et d'autre part, augmenter ses taux pour consolider sa politique de lutte contre l'inflation, ressort de façon plus explicite si l'on considère les taux des fonds fédéraux issus d'une règle de Taylor (graphique 14). Dès le deuxième trimestre 2006, le creusement de l'*output gap* et le ralentissement de l'inflation mesurée par l'IPC poussaient chacun en faveur d'une sévère détente des taux d'intérêt. Or si le premier facteur est avéré, le ralentissement de l'inflation n'est pas le reflet de l'inflation sous-jacente et la Réserve fédérale ne pourra pas baisser ses taux tant que l'inflation ne sera pas sous contrôle. En 2008, la politique monétaire devrait donc être neutre, voire légèrement accommodante. À moins d'un retournement plus violent sur le marché de l'immobilier, les taux ne retrouveraient pas les niveaux exceptionnellement bas de 2001.

14. Règle de Taylor pour les États-Unis



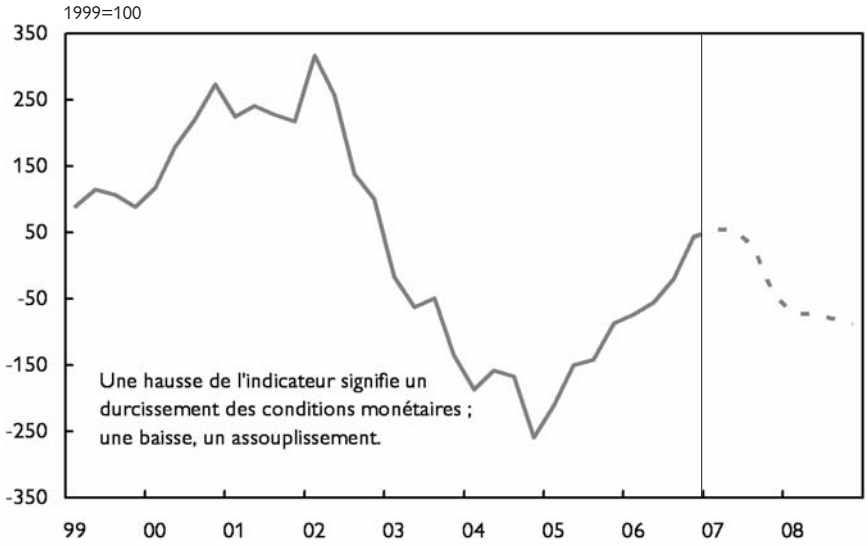
Sources : Réserve fédérale, BLS, OCDE, calculs OFCE.

Alors que les perspectives de croissance en zone euro restent favorables, et que l'écart de rendement entre les deux zones se réduit, le retournement conjoncturel aux États-Unis devrait faire pression pour de nouvelles baisses du dollar face aux autres devises en 2007.

Pour autant, l'arrêt de la dégradation du déficit courant américain rendrait compatibles de moindres entrées de capitaux avec des besoins courants en cours de réduction. Après 856,7 milliards de dollars en 2006, le déficit courant devrait être ramené à 795 et 815 milliards en 2007 et 2008 respectivement soit 5,7 % du PIB les deux années. En dépit du retournement conjoncturel, l'amélioration du solde extérieur à attendre reste donc ténue (encadré).

Dans ce contexte, le dollar devrait encore légèrement s'apprécier en 2007 par rapport à l'euro avant de se stabiliser en 2008 à 1 euro pour 1,35 dollar. L'environnement financier devrait être plus restrictif sur la première partie de l'année 2007, l'effet dollar ne compensant pas totalement le resserrement des taux d'intérêt réels. Par la suite, la détente monétaire jouerait à plein et les conditions monétaires devraient revenir à leur situation de fin 2005, avec un dollar plus faible et des taux réels un peu plus élevés (graphique 15).

15. 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 avril 2007.

Origine et financement du déficit courant des États-Unis

Sur l'année 2006, le déficit courtant des États-Unis aura atteint 856,7 milliards de dollars (soit 6,5 % du PIB). Le ralentissement conjoncturel en cours réduira probablement l'ampleur du besoin de financement de l'économie américaine. Pour autant, on ne peut s'attendre à une correction significative du déséquilibre. Plusieurs explications à cela :

– la baisse des prix du pétrole a joué positivement sur le solde au quatrième trimestre 2006. Les gains pourraient jouer encore un peu au premier trimestre puis devraient s'épuiser, surtout si les cours du pétrole se raffermissent quelque peu ;

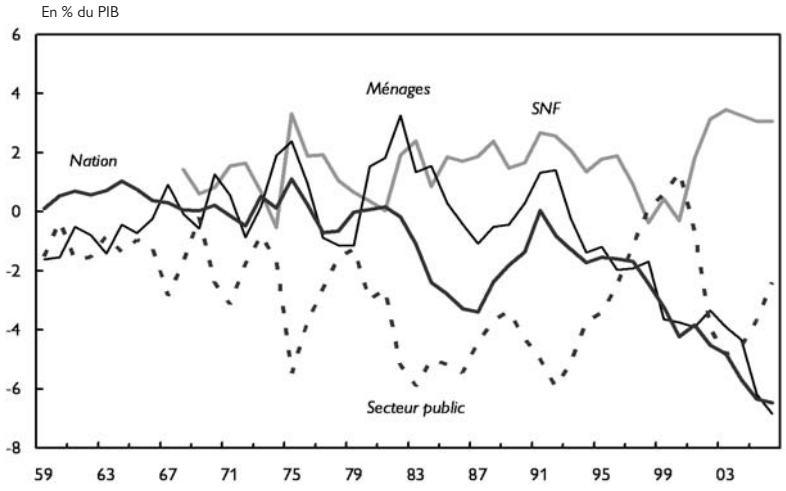
– l'effet dollar a commencé à jouer positivement sur les volumes exportés mais l'amélioration de la compétitivité prix (le taux de change effectif réel du dollar a baissé de 17 % depuis 2002) n'a pas engendré de gains massifs de parts de marché à l'exportation ;

– par ailleurs, la dépendance de la croissance américaine aux importations reste structurellement forte. Ceci devrait limiter le ralentissement escompté des importations ;

– enfin, le taux de couverture des exportations par rapport aux importations est faible (0,65), d'où la difficulté structurelle à réduire la déficit.

Une autre approche peut venir compléter cette vision. Si l'on observe le besoin de financement de la Nation selon les différents agents qui la composent (graphique 1), on voit clairement le lien qui existe entre la dégradation du solde extérieur et le besoin de financement généré par les ménages depuis 1999 et surtout depuis 2005. Alors que comptablement, l'excédent d'épargne par rapport à l'investissement dégagé par les entreprises américaines à partir de 2001 a compensé en grande partie un déficit public gonflé par les dépenses militaires, le besoin de financement des ménages apparaît considérable : 6,8 % du PIB en 2006. On saisit bien là la dérive qui s'est installée dans la dynamique de croissance, basée sur l'endettement des ménages et qui montre aujourd'hui ses limites.

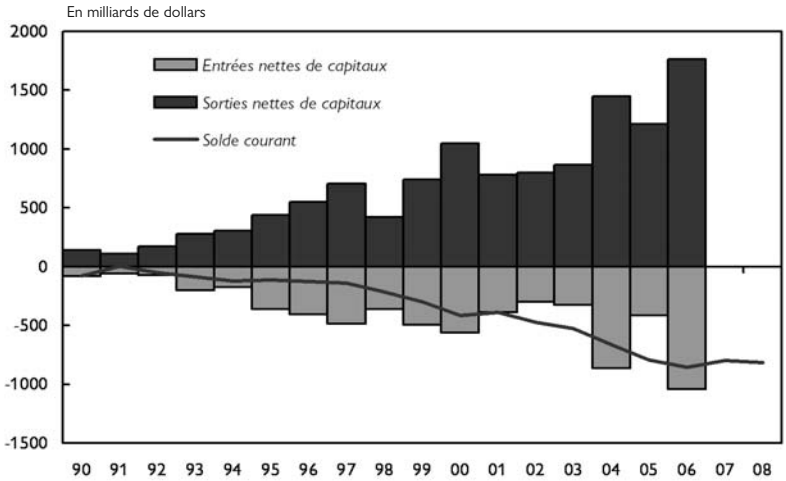
1. Besoin/capacité de financement des agents



Source : BEA.

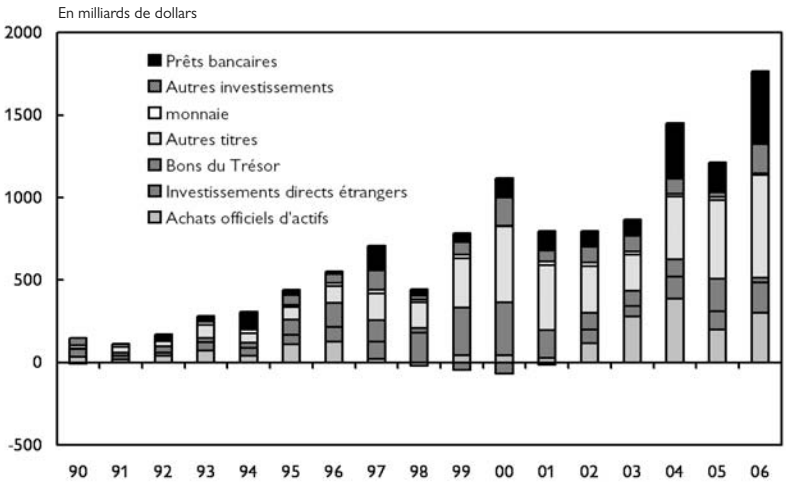
Le financement du déficit courant américain s'est fait sans heurts en 2006. Les flux de capitaux ont été intenses (graphique 2) du fait d'une grande liquidité sur les marchés financiers. En 2006, les achats officiels de titres publics sont restés élevés, moins cependant qu'en 2004 (graphique 3). Par contre, les achats privés de titres publics ont été très faibles. On constate par ailleurs, un regain des investissements directs étrangers et surtout depuis trois ans, un attrait plus marqué des investisseurs privés sur les titres privés et une croissance de l'endettement auprès des banques étrangères. Ces évolutions rejoignent le développement des besoins de financement des agents : la baisse de l'émission de titres publics par le Trésor se combinant avec un endettement croissant des agents privés.

2. Flux nets de capitaux aux États-Unis



Source : BEA.

3. Entrées nettes de capitaux aux États-Unis



Source : BEA.

Japon : fausse sortie de déflation ?

L'année 2006 fut celle de la sortie de la déflation pour le Japon. Les prix, mesurés par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation hors produits frais, sont enfin repartis à la hausse en mai 2006 après avoir constamment baissé depuis 1998. De mai à décembre 2006, ils ont progressé entre 0,2 % et 0,3 % mais sont revenus à zéro en janvier 2007. Avec l'effet de base dû à la baisse des prix du pétrole, ils s'inscrirent de nouveau en territoire négatif en février 2007 (– 0,1 %) et la situation devrait perdurer jusqu'en novembre 2007. La politique monétaire resterait donc accommodante en 2007. Dans un contexte de baisse des prix, on imagine mal comment la Banque du Japon pourrait justifier la poursuite du mouvement de « normalisation » entamé en juillet 2006 avec la sortie de la politique de taux zéro. Cependant, nous pensons qu'elle hésitera à baisser les taux d'intérêt pour plusieurs raisons : d'abord la baisse des prix serait temporaire ; ensuite, une baisse des taux d'intérêt encouragerait le *yen carry trade*, pratique qui commence à inquiéter les dirigeants japonais ; et enfin, le signal envoyé serait celui d'un retour en arrière risquant d'entamer la confiance des agents. La Banque du Japon laisserait donc ses taux inchangés tout au long de l'année 2007. Une première hausse des taux interviendrait au deuxième trimestre 2008, une fois les craintes déflationnistes évacuées. Elle serait suivie d'une deuxième hausse avant la fin de l'année 2008.

L'une des questions qui se pose depuis plusieurs mois est celle du taux de change du yen. Ses évolutions sont actuellement déconnectées des fondamentaux et déterminées par les mouvements de capitaux. Avec une balance courante structurellement excédentaire, le Japon devrait en effet voir sa monnaie s'apprécier. Cependant, les taux d'intérêt japonais étant parmi les plus faibles au monde — l'écart de taux atteignant 4,5 points avec les États-Unis et 5 points avec le Royaume-Uni — les emprunts en yen sont très recherchés par les investisseurs internationaux. Le poste « autres investissements » du compte de capital de la balance des paiements indique que 177 milliards de dollars de capitaux spéculatifs sont sortis du Japon en 2006, contre 62 milliards en 2005, à la recherche de placements plus attractifs. Les investisseurs placent les sommes empruntées en obligations ou en actifs risqués comme les actions ou les contrats à terme. C'est ce phénomène, connu sous le nom de *yen carry trade*, qui est responsable de la chute du yen, mais également de son appréciation de 4 % suite au mini-krach boursier à Shanghai le 26 février 2007. La devise nipponne est cependant rapidement repartie à la baisse une fois les craintes évacuées. Selon notre prévision, l'écart de taux entre le Japon et l'Europe ou les États-Unis devrait persister en 2007 (plus de 4 points avec les États-Unis et près de 5 points avec le Royaume-Uni) favorisant

ces pratiques. Cet écart diminuerait en 2008 pour finir à 3 points avec les États-Unis et 3,5 points avec le Royaume-Uni, permettant au yen de s'apprécier jusqu'à 110 yen pour un dollar fin 2008 (contre 119 en moyenne au premier trimestre 2007).