



GROUPEMENT D'ÉTUDES ET DE RECHERCHES
N O T R E E U R O P E

15 Février

Lluís Navarro

L'Europe face au ralentissement de la croissance aux Etats-Unis et aux leçons de dix années de miracle américain.

1. La conjoncture actuelle : deux histoires différentes et largement indépendantes.

Les Etats-Unis: ralentissement, atterrissage ou récession ? En tout cas, la fin du bonheur.

Les Etats-Unis devaient fêter en février 2001 le dixième anniversaire d'une expansion économique la plus longue jamais enregistrée. En revanche, un fort ralentissement, qui pourrait bien devenir récession, a secoué l'économie américaine au tournant de l'année. En fait, la demande interne était déjà en décélération depuis l'été, résultat du resserrement progressif de la politique monétaire et d'une pause dans le boom d'investissement des dernières années. Or, cette décélération « saine » de la croissance -depuis longtemps recherchée par la Fed- s'est vue renforcée par les effets de la hausse des prix pétroliers et les pertes des marchés boursiers. La conjugaison de tous ces facteurs a fini par faire remonter en surface les déséquilibres de l'économie américaine. Ainsi, la perception de la magnitude du ralentissement a évolué très vite : en quelques semaines on parlait moins de « soft landing » que de récession.

On assiste à une remise en place, brutale ou graduelle selon le cas, des trois déséquilibres importants que présente l'économie américaine : le gonflement de l'endettement privé, le déficit extérieur et la bulle spéculative des marchés financiers. Le premier de ces déséquilibres, la désépargne, a été encouragé par la revalorisation des marchés boursiers. Celle-ci d'une part réduisait le coût du capital, stimulant l'investissement des entreprises, et d'autre part, provoquait un « effet richesse » sur la consommation des ménages américains, qui détiennent une partie importante de leurs avoirs sous la forme d'actions. Le taux d'épargne agrégée des ménages et entreprises est arrivé en 2000 à -7% du PIB. Les excès du secteur privé ont été financés en partie par l'épargne publique -l'excédent budgétaire a été de 2.5% en 2000-, mais principalement par le secteur extérieur qui a présenté un déficit de 4.5% du PIB. Le ralentissement initial de la croissance et la baisse des marchés d'actions a mené à une perte de confiance et à une réaction de repli de la part des ménages et des entreprises qui se trouvent fortement surendettés. Aujourd'hui c'est précisément la crise de confiance qui préoccupe davantage la Banque fédérale américaine.

D'ailleurs, les banques se montrent très prudentes à l'heure d'accorder de nouveaux prêts et resserrent leurs conditions de crédit ce qui affecte la capacité d'investissement des entreprises.

Il en va de même pour les ménages qui, vu le retournement des marchés financiers, réduisent davantage leur consommation. Enfin, la dépendance du secteur extérieur ne posait pas de problème tant que les Etats-Unis étaient un placement très attractif pour les investisseurs internationaux. Du moment que les perspectives de croissance sont substantiellement revues à la baisse, les rendements attendus des investissements directs et de portefeuille à l'économie américaine tombent, et les capitaux risquent de se tourner vers d'autres destinations. La conjugaison de tous ces facteurs déprime la demande interne américaine.

Les pouvoirs publics ont montré leur détermination à donner une réponse ferme à la faiblesse de la conjoncture. Cependant, il est peut-être trop tard pour qu'ils puissent éviter au moins un ralentissement temporaire. A. Greenspan, président de la Banque fédérale, a montré encore une fois sa réactivité abaissant d'un point en un mois les taux d'intérêt à court terme. Cependant, les effets sur l'économie d'une injection monétaire prennent un délai d'un an avant d'avoir tout leur impact sur l'économie. Il en va de même pour la politique fiscale ; même si G. Bush devrait réussir à faire adopter rapidement son programme de baisse d'impôts, les effets sur le revenu disponible des ménages, et donc sur la consommation, tarderont encore plus à se faire sentir que le stimulus monétaire. Ces mesures pourraient avoir un certain effet psychologique immédiat : il s'agit d'une part de « l'effet Greenspan » sur la confiance des investisseurs et le secteur financier, et d'autre part d'une reprise de la consommation aussitôt que les ménages américains seront assurés qu'ils vont payer moins d'impôts dans le futur. Pourtant, le fort endettement des ménages et le stock de capital accumulé par les entreprises pendant les dernières années vont probablement freiner l'ampleur de toute reprise de la demande.

Banques, instituts de prévision et organisations internationales revoient successivement à la baisse leurs prévisions de l'économie américaine pour l'année en cours et certaines avancent même une croissance négative pour le premier trimestre 2001.

L'Union européenne : dynamisme serein et stabilité.

L'orientation conjoncturelle en Europe est toujours favorable même si elle fléchit légèrement. Les fondamentaux de l'économie restent bons dans la zone euro. L'Europe ne connaît pas les déséquilibres américains et la bonne performance des marchés du travail ainsi que les baisses d'impôts approuvées par certains pays (qui seront mises en application au long de 2001) continueront à soutenir la consommation. En outre, la confiance des consommateurs qui avait subi un recul en septembre s'est stabilisée ensuite à des niveaux élevés. Il paraît donc que sur le plan conjoncturel, et malgré une perte de vitesse de la demande interne en Allemagne, la zone euro continue dans une phase de « dynamisme serein » : son rythme de croissance devrait être proche de 3% en 2001.

D'ailleurs, la Banque centrale européenne manifeste depuis janvier un changement dans sa perception des risques inflationnistes. Elle prévoit, « un ralentissement à la hausse des prix (...) à compter de décembre 2000 » car elle constate que l'inflation résultait principalement de l'évolution des facteurs externes – cours du pétrole et du taux de change – variables qui ont manifesté un net retournement¹. Ainsi, elle ne voit sur le moyen terme que deux facteurs qui pourraient exercer une pression à la hausse sur les prix : une répercussion sur les salaires des précédentes hausses des prix à l'importation et les politiques fiscales

¹ Bulletin mensuel de la BCE. Janvier 2001.

expansives menées par certains gouvernements nationaux. Pour autant qu'elle considère que ces deux risques restent maîtrisés, et que les gouvernements poursuivent des réformes structurelles, la BCE disposera d'une certaine marge de manœuvre pour assouplir sa politique monétaire. L'apport de souffle que ceci supposerait pour la demande interne peut s'avérer crucial si, comme on le prévoit, la situation délicate que traversent les Etats-Unis et dans une moindre mesure aussi le Japon élimine la possibilité de tout soutien de l'activité provenant du secteur extérieur.

L'Union monétaire met l'économie européenne à l'abri du ralentissement américain.

Au long des dernières années, les Etats-Unis ont joué le rôle de moteur de l'économie mondiale : leur croissance, et plus particulièrement leur déficit extérieur, ont tiré la demande mondiale et les exportations du reste du monde. Maintenant la perte de vitesse de l'économie américaine pourrait faire craindre que celle-ci n'entraîne avec elle les autres régions, notamment les pays de l'Union.

D'abord, le ralentissement outre-atlantique comporte une réduction de la demande des exportations européennes. L'affaiblissement du dollar, s'il continue, accentue cette tendance. Pourtant, la valeur des exportations aux Etats-Unis de la zone euro, qui est un espace économique assez fermé, représente seulement 3% du PIB de la zone. Une réduction du commerce transatlantique à elle seule ne peut avoir un impact grave sur l'économie européenne. D'autres pays ou régions comme le Canada, le Mexique ou l'Asie de l'Est en subiront davantage les conséquences. En revanche, la réduction des profits des filiales européennes aux Etats-Unis peut avoir des incidences plus importantes. Au cours des dernières années les entreprises européennes ont fait d'importants investissements directs en Amérique. Ainsi par exemple, les recettes des filiales allemandes aux Etats-Unis sont actuellement cinq fois plus élevées que les exportations directes.

Or, outre ces facteurs ayant une incidence négative sur la croissance européenne d'autres mécanismes pourraient avoir l'effet inverse. Ainsi, la réduction de la demande mondiale de pétrole et des autres produits de base peut entraîner une baisse des prix de ces produits. Ceci aurait des conséquences négatives pour les pays producteurs comme les pays en voie de développement, le Canada ou le Mexique. A l'opposé, les pays importateurs nets de ces produits comme l'Union européenne bénéficieront de cette situation. Il en va de même pour les nouvelles technologies dont les prix tombent parallèlement à l'effondrement de la demande. D'ailleurs, la conjoncture internationale est en train de renverser la direction des flux de capitaux internationaux en faveur de l'Europe. Aujourd'hui l'Union est perçue comme une région en croissance stable dans un moment où des incertitudes majeures entachent les autres zones économiques du monde. Enfin, si la tendance d'appréciation de l'euro se prolonge, celle-ci peut avoir aussi des implications positives pour la zone euro car la Banque centrale européenne aura moins à se préoccuper de l'inflation importée et pourra mener une politique plus favorable à la demande interne.

Au total, la zone euro (avec le Japon) est la région du monde la moins vulnérable à un repli de l'économie américaine, pour autant qu'il soit temporaire. Le commissaire chargé des affaires économiques et financières, P. Solbes, se rallie à cette thèse : il estime qu'une baisse du taux de croissance américaine de deux points n'affecte la croissance de la zone euro que de « peut-être » 0.15%. Vu le nombre des voies de transmission et son impact incertain, cette affirmation peut s'avérer optimiste, mais l'expérience récente appuie également l'autonomie

de la croissance européenne. Comme l'a souligné J-P. Fitoussi, depuis 1980 on n'observe aucune corrélation entre les cycles conjoncturels américain et européen².

2. Les certitudes et les hypothèses sur les raisons du miracle américain. Enseignements et perspectives pour l'Union européenne.

La thèse de la « nouvelle économie » à l'épreuve du renversement de la conjoncture.

La croissance aux Etats-Unis des dernières cinq années, qui s'est située à un taux moyen annuel supérieur à 4%, a été totalement exceptionnelle par rapport au passé. Or, plus important que les taux de croissance affichés a été l'évolution de la productivité qui a subi également un saut considérable. Le rythme moyen d'augmentation de la productivité du travail observé depuis la fin de 1995 a été de 2.7% annuel ce qui double presque celui de la période 1973-95, qui était de 1.5%.

Si ces données sont le résultat d'un changement structurel, l'économie américaine serait passée pour toujours sur un sentier de croissance potentielle plus rapide. C'est ce que soutiennent les avocats de la « nouvelle économie ». D'après cette thèse, l'augmentation des gains de productivité est le résultat de l'alliance des nouvelles technologies avec la propagation des techniques modernes de management et la réorganisation des entreprises. Dans ce domaine les Etats-Unis qui font un effort d'investissement dans les technologies de l'information deux fois plus élevé que l'Union ont une longueur d'avance.

Presque personne ne conteste aujourd'hui que la « nouvelle économie » existe et qu'elle a été la source d'améliorations réelles de la productivité. Cependant, après l'euphorie des dernières années, les économistes sont de plus en plus nombreux à être incrédules quant à la magnitude des gains associés à l'incorporation des nouvelles technologies. A la tête des sceptiques se trouve R. Gordon qui soutient qu'une partie importante de la remontée de la productivité a été cyclique³. Le raisonnement est simple : en période d'expansion les entreprises demandent à leurs employés de travailler plus dur et de se concentrer sur les tâches les plus rentables. De même, les gains de productivité restants sont concentrés dans un nombre réduit de secteurs, et spécialement celui de la production des technologies de l'information elles-mêmes. Si les thèses de R. Gordon se confirment, le ralentissement en cours de l'économie américaine et la diminution de la demande des produits des nouvelles technologies entraînera une baisse des gains de productivité et fera augmenter les coûts unitaires du travail. Ceci supposerait la fin de l'absence de tensions inflationnistes et rendrait délicate la gestion du ralentissement de la part de la Fed.

D'ailleurs, R. Gordon trouve une série d'explications alternatives à la « nouvelle économie », toutes de caractère conjoncturel et temporaire, qui expliqueraient l'expansion américaine, et particulièrement le fait que le chômage tombait bien en dessous le NAIRU (non accelerating inflation rate of unemployment) sans déclencher une flambée des prix. Il accorde une importance particulière à un choc du côté de l'offre causé par la baisse des prix de l'énergie et la baisse des prix à l'importation en général, accentués en termes réels par l'appréciation du

² « La traversée de l'Atlantique », Le Monde, 13 janvier.

³ "Does the new economy measure up to the great inventions of the past?", Journal of Economic Perspectives, automne 2000.

dollar. A ceci s'ajouterait une série de circonstances internes exerçant une pression additionnelle à la baisse sur l'inflation -améliorations dans le calcul de l'indice des prix à la consommation qui ont réduit l'inflation mesurée, baisse autonome des prix des soins médicaux (qui suppose 12% du PIB) et baisse des prix des produits informatiques- ainsi que plusieurs facteurs modifiant les caractéristiques du marché du travail comme la diminution du nombre d'adolescents ou la multiplication par trois du nombre de prisonniers. Le renversement de tous ces facteurs, dont la conjonction inhabituelle avait alimenté la croissance et retenu l'inflation, ramènerait l'économie américaine vers les taux de croissance de la « vieille économie ».

*La thèse traditionnelle : marchés flexibles
... et un bon policy-mix.*

L'OCDE, dans une étude qui fait un bilan sur la première année de l'UEM⁴, offre une vision intéressante de l'évolution du revenu par tête aux Etats-Unis et dans l'Union européenne. Celle-ci relativise l'importance du différentiel de productivité comme explication du décrochage américain. A l'appui des données (qui malheureusement s'arrêtent en 1998), l'étude explique que l'Europe, depuis 1973, a presque convergé vers le niveau de productivité américain. Même si le PIB par tête est d'un tiers plus bas dans la zone euro qu'aux Etats-Unis, la production par heure travaillée dans la zone euro n'est que 6% inférieure. La différence de revenu par tête s'explique donc principalement par le faible taux de participation, le chômage, et la courte durée de la journée de travail moyenne (dû principalement à l'augmentation des emplois à temps partiel).

Cette explication n'est pas contradictoire avec le fait que les toutes dernières années l'évolution de la productivité ait été très favorable aux Etats-Unis, mais met en lumière l'importance de la capacité de mobiliser la main d'œuvre. L'OCDE insiste aussi régulièrement, sur les deux caractéristiques qui expliquent l'essentiel du dynamisme de l'économie américaine: la flexibilité du marché du travail et le faible poids du secteur public. Or, même si cette thèse fait partie du consensus en place, le rôle « central » de ces deux éléments, comme celui de l'incorporation des nouvelles technologies, n'est pas incontestable. Parmi les pays qui ont eu des expériences réussies, au moins en matière de création d'emplois, on en trouve plusieurs où le poids de l'Etat providence y occupe une place prépondérante ; c'est le cas du Danemark, de l'Autriche et, dans une moindre mesure, des Pays-Bas. D'ailleurs, J-P Fitoussi et O.Passet soutiennent dans un rapport du Conseil d'analyse économique qu'il n'existe pas de causalité entre caractéristiques institutionnelles du marché du travail et performance économique ou réduction du chômage⁵. A en croire les auteurs de ce rapport, la combinaison des politiques macroéconomiques, et spécialement des conditions monétaires souples, sont un facteur beaucoup plus déterminant.

En effet, le policy-mix « Clinton-Greenspan » y a été sans doute pour beaucoup dans la longue expansion américaine. La combinaison d'une politique monétaire pragmatique qui a osé tester les limites de la croissance non-inflationniste, avec une politique budgétaire excédentaire qui a libéré des ressources pour l'investissement privé et contribué à maintenir des bas taux d'intérêt à long terme, a été l'un des moteurs de la croissance, autant du côté de la demande que de l'offre.

⁴ OCDE (2000), « EMU One Year On ».

⁵ J-P Fitoussi, Olivier Passet et Jacques Freyssinet (2000), « Réduction du chômage : les réussites en Europe »

Et encore... d'autres atouts structurels de l'Amérique.

Enfin, les atouts structurels des Etats-Unis ne se réduisent pas à la flexibilité des marchés, y compris celui du travail. Il existe encore une série de différences institutionnelles et sociales qui contribueraient à expliquer la meilleure performance économique outre-atlantique depuis le début des années 90.

- Institutions qui exercent des effets incitatifs pour la recherche. Les brevets qui offrent une protection adéquate des droits de propriété intellectuelle au niveau fédéral rendent intéressant pour les entreprises d'investir en recherche et développement. D'ailleurs, le bon fonctionnement des relations entre Université-Etat-Entreprise produit une recherche productive qui apporte de la valeur ajoutée pour les entreprises. Les politiques publiques jouent ainsi un rôle important pour promouvoir la recherche.
- Dynamique dans la création d'entreprises. Ceci est le résultat de la conjugaison de plusieurs facteurs. D'une part les Etats-Unis sont composés d'un corps social flexible, dont la culture accepte bien le changement, le risque, et la notion Schumpeterienne de « destruction créatrice ». D'autre part les coûts administratifs de participation au marché, y compris la longueur des démarches nécessaires pour la création d'entreprises, sont beaucoup moins lourdes qu'en Europe.
- Marchés financiers accessibles et intégrés. L'accès au financement, surtout de la part des petits entrepreneurs, détermine aussi la capacité de création d'entreprises et l'investissement. D'ailleurs, la formule de capital-risque, qui souvent associe financement et conseil en matière d'organisation, est beaucoup plus développée aux Etats-Unis.
- Abondance de main d'œuvre qualifiée. La proportion de diplômés supérieurs dans la population active, et spécialement des ingénieurs et des diplômés scientifiques, y est plus élevée. Mais de plus, les Etats-Unis sont le pays qui a la plus forte capacité d'attraction de main d'œuvre qualifiée étrangère, non seulement parce que les meilleurs cerveaux du monde souhaitent souvent aller travailler en Amérique mais aussi parce qu'on leur accorde des visas assez facilement et pour plus longtemps qu'en Europe.

L'heure de l'Europe ?

Après une décennie d'expansion américaine et de performances molles en Europe, en 2001 la croissance de l'Union dépassera, selon les prévisions, celle des Etats-Unis. Cependant, on ne peut pas jurer que l'Union sera capable d'afficher une croissance durablement plus forte que dans le passé.

On a vu que la « nouvelle économie » et la « flexibilité » ont joué un rôle important dans la longue expansion américaine, mais à elles seules celles-ci n'expliqueraient qu'une partie de la croissance. La recette globale a également conjugué une multitude d'autres facteurs, autant structurels que conjoncturels, avec des politiques macroéconomiques appropriées.

L'Union européenne, en ce qui concerne la flexibilité des marchés du travail ou la nouvelle économie n'en est pas du tout au même point que les Etats-Unis. Malgré quelques changements graduels comme la profusion des contrats à temps partiel et à durée déterminée, ou la flexibilité qui a accompagné la mise en place des 35 heures en France, le modèle européen accorde une place prépondérante à la sécurité du travail, au salaire minimum, aux cotisations (et protection) sociales...Quant à la nouvelle économie, si elle se développe en Europe, le retard par rapport à l'Amérique reste considérable. L'investissement en nouvelles technologies, on l'a vu, est encore plus élevé aux Etats-Unis.

Cependant, dans d'autres domaines on observe des avancées importantes de l'Union européenne. Si l'on respecte les objectifs ambitieux que les chefs d'Etat se sont fixés au sommet de Lisbonne, l'Europe augmentera fortement ses chances de maintenir son dynamisme actuel et de continuer à créer des emplois. Les reforms envisagées comprennent plusieurs des chantiers que l'on a identifié comme clés de la croissance américaine. Il s'agit par exemple de la progression vers un marché financier pleinement intégré, du développement du capital-risque pour les petites et moyennes entreprises, de la libéralisation des marchés des télécommunications (qui a déjà provoqué une réduction progressive des tarifs d'accès à Internet), ou de l'accélération du projet sur l'Espace européen de la recherche. Au moins aussi important : l'Union monétaire offre une opportunité précieuse pour la mise en place d'un policy-mix favorable à la croissance dans la zone euro. Pour tirer plein profit de cette opportunité il faudrait renforcer la coordination des politiques économiques au sein de la zone euro. Il est également essentiel que, autant la Commission que les chefs d'Etat et de gouvernement, poursuivent d'une manière résolue les chantiers de réforme déjà entamés. Le sommet de Stockholm fournira la première occasion de suivi et d'accélération des mesures préconisées à Lisbonne.

Mais enfin, l'Europe peut trouver aussi sa propre recette. Elle a des caractéristiques qui pourraient se révéler comme des atouts importants : sa diversité, son avance dans les technologies de téléphonie mobile, un marché et une zone d'influence toujours en expansion, une société avec moins d'inégalités...autant de facteurs qui peuvent jouer en faveur d'un modèle propre de croissance.

Lluís Navarro