

II. Évolution dans les pays industriels avancés

Faits saillants

La croissance s'est accélérée en 1998 dans la plupart des pays industriels avancés, malgré les répercussions de plus en plus défavorables de la crise économique et financière qui se propageait dans les économies émergentes d'Asie et d'autres régions. On a toutefois observé d'importantes différences entre pays dans la capacité de la demande intérieure à compenser la dégradation de la composante extérieure. Contrairement à de nombreuses projections de ralentissement de l'activité, la croissance du PIB s'est poursuivie au rythme de 1997 aux États-Unis et s'est même accélérée en fin d'année. En revanche, la dynamique s'est nettement essoufflée en cours d'année dans la zone euro, alors qu'au Japon les mesures budgétaires et monétaires de relance n'ont pas empêché une aggravation de la récession.

Dans un contexte caractérisé par des politiques accommodantes, une faible inflation, des conditions de financement favorables, un essor des marchés des actions et une progression relativement soutenue de l'emploi, les dépenses des ménages ont constitué le principal moteur de l'expansion de la demande intérieure dans les pays ayant le mieux résisté aux chocs extérieurs l'an dernier. Dans certains cas, l'épargne des ménages est même tombée à des creux historiques. La formation de capital fixe des entreprises a également profité d'une conjoncture propice sur les marchés des capitaux et d'augmentations marquées des marges bénéficiaires et de la rentabilité. La poursuite de la baisse des prix relatifs des biens de production ainsi que l'intensification des pressions internationales poussant à comprimer les coûts et à renforcer l'efficacité ont constitué des stimulants supplémentaires, notamment aux dépenses en biens d'équipement. À l'inverse, dans les pays où la croissance de la production s'est ralentie durant l'année, les dépenses des ménages ont été généralement faibles et les entreprises ont eu tendance à réinvestir leurs bénéfices dans des actifs financiers plutôt que réels.

La croissance effective de la production étant supérieure au potentiel dans la majorité des pays, le taux de chômage a reculé presque partout. L'inflation a néanmoins poursuivi sa trajectoire descendante, du fait de la modération des salaires nominaux, du recul des cours des produits de base et des surcapacités sur les marchés mondiaux des biens. Au Japon, l'ampleur croissante de l'écart de PIB a fait redouter une baisse généralisée des prix. À ce stade, pourtant, on ne perçoit guère de signes annonciateurs d'une spirale déflationniste, puisque le rythme de désinflation et les anticipations d'inflation sont restés stables.

Les soldes du commerce extérieur et des paiements courants ont également enregistré des changements majeurs en 1998. Tout en exportant moins vers les autres pays asiatiques, le Japon a bénéficié d'une progression marquée de son excédent courant. En revanche, avec une croissance vigoureuse de la demande

intérieure et un dollar en hausse, les États-Unis ont absorbé la moitié de l'augmentation des excédents courants asiatiques depuis 1996. Le solde courant des pays exportateurs de pétrole s'est, lui aussi, sérieusement détérioré en raison de la chute des revenus pétroliers, tandis que l'excédent cumulé des pays de la zone euro n'a pas varié.

Ajustement et réaction des autorités aux chocs extérieurs

Au cours de l'année, la récession et les turbulences financières dans les économies émergentes ont eu une incidence croissante sur les pays industriels avancés. Son intensité et ses canaux de transmission ont cependant nettement différé d'un pays et d'un secteur à un autre, en fonction de la nature des relations avec les économies touchées, de l'avancement dans le cycle économique, des variations de change et, surtout, des réactions des autorités.

La récession dans les économies émergentes ...

Globalement, les termes de l'échange se sont améliorés dans les pays industriels avancés, mais les exportations nettes ont diminué, car la progression des exportations en termes réels a chuté, alors que la baisse des prix à l'importation a maintenu à un niveau élevé le volume des achats à l'étranger. De plus, même lorsque les variations du solde commercial et des termes de l'échange ont été neutres à l'égard du revenu et de l'activité, d'importants déplacements intersectoriels ont compliqué l'action des autorités. Les secteurs exposés à la concurrence mondiale, en particulier, ont été affectés par des pressions sur les prix et un affaiblissement de la demande. Inversement, la diminution des prix à l'importation a profité aux ménages ainsi qu'aux entreprises vendant sur les marchés intérieurs habituellement moins concurrentiels. Ces divergences ressortent aussi des indicateurs de confiance: amélioration presque générale au niveau des consommateurs et détérioration pour les entreprises. Ce cas est apparu très nettement au second semestre, où le tassement de la demande d'exportations et la concurrence des importations à bas coût ont été les plus sensibles.

... s'est propagée par différents canaux

Dans ce contexte, la croissance du PIB a été étroitement liée à la capacité de la demande intérieure à compenser la dégradation du solde commercial. Dans l'ensemble, la réorientation des flux financiers mondiaux vers les pays industriels avancés, l'existence de politiques monétaires et budgétaires accommodantes ou neutres ainsi que les conditions de financement généralement favorables ont contribué au renforcement de la demande. Cependant, étant donné les déplacements intersectoriels déjà évoqués, la réaction positive des ménages à ce nouveau contexte a constitué un élément essentiel de soutien. Ainsi, aux États-Unis, leurs dépenses ont été stimulées par la forte progression de l'emploi et des salaires, le bas niveau des taux d'intérêt et une importante valorisation des patrimoines liée à l'envolée des cours des actions américaines. Compte tenu des investissements dans l'immobilier d'habitation, les dépenses des ménages ont augmenté, en effet, de plus de 5% et le PIB, pour la deuxième année, s'est accru de près de 4% (tableau II.1).

Rôle majeur des dépenses des ménages ...

Avec des exportations largement composées de matières premières, les autres pays anglophones du tableau étaient vulnérables aux variations défavorables des prix relatifs et aux chocs sur le commerce extérieur. Pourtant, les situations ont évolué de manière sensiblement différente dans les trois pays,

... et des réactions officielles

| Contributions à la croissance du PIB dans certains pays | | | | | | | | | |
|---|--------------------------|------|------------|-----------|------|------------|------------------|------|------------|
| | 1997 | 1998 | 1998 T4 | 1997 | 1998 | 1998 T4 | 1997 | 1998 | 1998 T4 |
| | variation annuelle, en % | | | | | | | | |
| | États-Unis | | | Japon | | | Zone euro | | |
| Demande intérieure | 4,3 | 5,3 | 5,6 | 0,0 | -3,5 | -3,1 | 1,9 | 3,3 | 3,0 |
| Consommation | 2,3 | 3,3 | 3,6 | 0,6 | -0,6 | 0,0 | 0,9 | 1,8 | 2,1 |
| Exportations nettes | -0,4 | -1,4 | -1,4 | 1,4 | 0,6 | 0,1 | 0,7 | -0,2 | -0,6 |
| PIB | 3,9 | 3,9 | 4,3 | 1,4 | -2,9 | -3,0 | 2,5 | 3,0 | 2,4 |
| | Canada | | | Australie | | | Nouvelle-Zélande | | |
| Demande intérieure | 5,3 | 2,3 | 0,9 | 3,5 | 6,3 | 5,2 | 3,4 | -0,1 | 0,0 |
| Consommation | 2,4 | 1,6 | 1,2 | 2,0 | 2,6 | 2,4 | 1,8 | 1,0 | 0,6 |
| Exportations nettes | -1,5 | 0,7 | 1,8 | 0,2 | -1,3 | -0,5 | -0,4 | -0,6 | -0,8 |
| PIB | 3,8 | 3,0 | 2,8 | 3,7 | 4,9 | 4,7 | 3,0 | -0,8 | -0,8 |

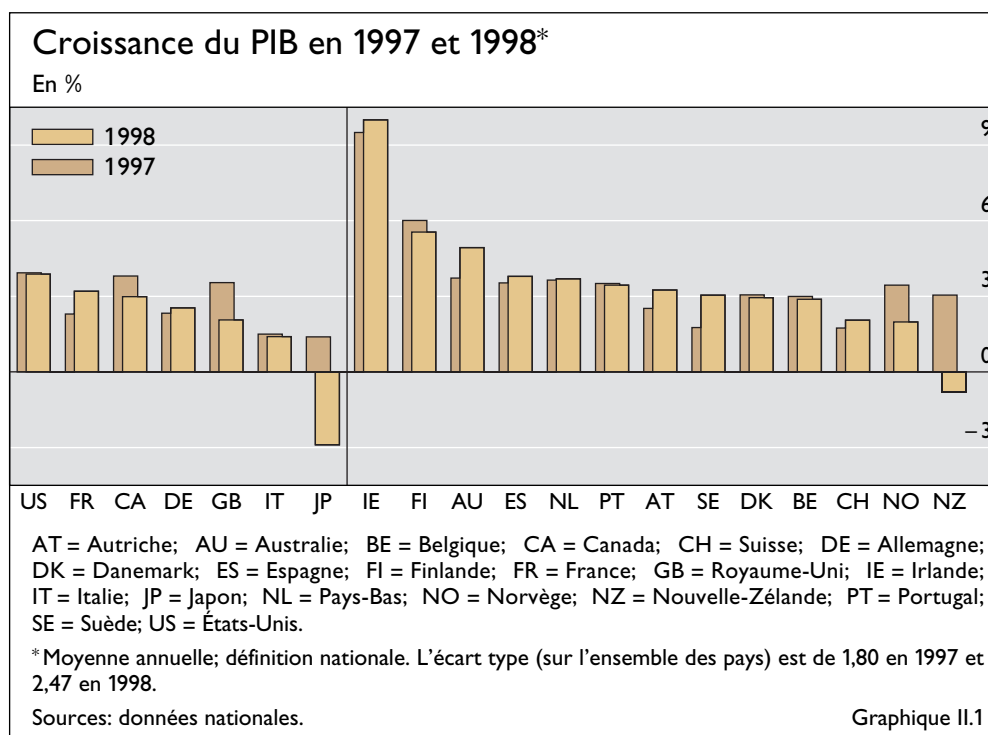
Sources: Banque centrale européenne; données nationales.

Tableau II.1

en raison surtout des mesures prises par les autorités. L'*Australie*, généralement disposée à laisser la dépréciation de la monnaie amortir la dégradation des termes de l'échange, a abaissé ses taux d'intérêt. En conséquence, l'expansion de la demande intérieure a plus que compensé le mauvais résultat des exportations nettes et la croissance du PIB a pratiquement atteint 5%. Le *Canada* a également laissé glisser le cours de change pour absorber l'évolution défavorable des termes de l'échange; toutefois, lorsque la dépréciation est allée au-delà de l'ajustement aux prix relatifs à l'exportation et a paru entamer la confiance, la politique monétaire a été resserrée, ce qui a freiné la demande intérieure et l'activité. Préoccupée par l'effet potentiellement inflationniste de la dépréciation de sa monnaie induite par l'évolution des termes de l'échange, la *Nouvelle-Zélande* a d'abord tenté de maintenir les conditions monétaires en relevant les taux d'intérêt. Le PIB a alors diminué, en partie à cause de cette mesure, et n'a amorcé un redressement qu'après un assouplissement substantiel de la politique monétaire, motivé par un recul de l'inflation et un élargissement de l'écart de PIB.

Dans la *zone euro*, l'effet négatif du ralentissement des exportations s'est accentué au fil de l'année, la décélération de la croissance dans plusieurs pays d'Europe orientale s'étant ajoutée à la baisse de la demande d'importations en Asie. Néanmoins, grâce à des conditions de financement favorables et à un léger desserrement de la politique budgétaire dans certains pays, les dépenses des ménages ont redémarré et la croissance moyenne du PIB est montée à 3% en glissement annuel – avec, cependant, des différences prononcées entre pays (graphique II.1). L'*Allemagne*, confrontée au fléchissement de la demande d'exportations, à l'essoufflement connexe des investissements en biens d'équipement et à l'atonie relative des dépenses des ménages, a enregistré une évolution négative du PIB en fin d'année. En *Italie* aussi, la croissance a perdu de son élan: les exportations ont reculé et la réduction des taux d'intérêt n'est pas parvenue à stimuler la demande intérieure, notamment parce qu'une telle mesure érode le revenu des ménages. En *France* et en *Espagne*, en revanche, le dynamisme du secteur des ménages et la forte progression de l'emploi ont porté la

Divergences au sein
de la zone euro ...



production près de son niveau potentiel. La conjoncture a été encore meilleure dans d'autres pays de la zone euro; en Irlande et aux Pays-Bas, des déséquilibres et des pressions inflationnistes sont même apparus très récemment.

Dans d'autres pays européens, pour la plupart en avance dans le cycle conjoncturel par rapport à la zone euro, la croissance moyenne est retombée en 1998. La décélération la plus nette s'est produite au Royaume-Uni et en Norvège, où la grande vulnérabilité aux chocs du commerce et des prix extérieurs – combinée à un durcissement monétaire – a progressivement pesé sur la demande intérieure et l'activité. Le Danemark a également enregistré un fléchissement de croissance, alors qu'en Suisse et en Suède les dépenses des ménages et la formation de capital ont largement contrebalancé le recul de la demande d'exportations.

Au Japon, la situation a évolué de façon radicalement différente. Ce pays a été l'un des premiers à ressentir l'impact négatif de la crise affectant les économies émergentes d'Asie, à laquelle son commerce extérieur l'exposait davantage que les États-Unis ou l'Europe. Comme, de surcroît, la demande privée n'a réagi que faiblement aux mesures budgétaires et monétaires expansionnistes, la récession amorcée au début de 1997 s'est aggravée. En réalité, bien que les exportations vers les économies émergentes d'Asie aient régressé de près de 20%, le solde commercial a contribué positivement au PIB car, du fait de la contraction de la demande intérieure, la diminution des importations a été supérieure à celle des exportations.

... et tassement de la croissance dans d'autres pays européens

Aggravation de la récession au Japon

Commerce extérieur et solde des paiements courants

La crise en Asie et dans d'autres économies émergentes a également eu, en 1998, un impact significatif sur le commerce mondial et les soldes des paiements

| Commerce et prix dans le monde | | | | |
|-----------------------------------|--------------------------|------|------|-------|
| | 1990–95 | 1996 | 1997 | 1998 |
| | variation annuelle, en % | | | |
| Production mondiale | 2,9 | 4,3 | 4,2 | 2,5 |
| Commerce mondial, en volume | 6,2 | 6,9 | 9,9 | 3,3 |
| <i>Ratio: commerce/production</i> | 2,2 | 1,6 | 2,4 | 1,3 |
| Exportations nettes, marchandises | | | | |
| Économies avancées | 0,3 | -0,2 | 0,2 | - 1,1 |
| Économies émergentes | 0,7 | 0,7 | 3,3 | 4,6 |
| Prix des échanges, en DTS | -0,4 | 3,2 | -1,3 | - 2,9 |
| Produits manufacturés | 0,5 | 1,3 | -2,8 | - 0,1 |
| Pétrole | -2,7 | 23,7 | -0,2 | -31,2 |
| Produits primaires hors pétrole | -0,9 | 3,3 | 2,0 | -13,5 |
| Termes de l'échange | | | | |
| Économies avancées | 0,5 | -0,3 | -0,3 | 1,3 |
| Économies émergentes | -1,1 | 2,2 | -0,7 | - 6,4 |

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.2

Ralentissement du commerce mondial et baisse des prix

courants. Reflet du ralentissement planétaire de l'activité, l'expansion du commerce mondial est tombée à seulement 3½%, taux le plus bas depuis 1991 (tableau II.2). En outre, l'affaiblissement de la demande et la sous-utilisation croissante des capacités ont entraîné une baisse d'environ 3% des prix des échanges mondiaux (exprimés en DTS), avec d'importants reculs pour les produits de base dont les cours, mesurés par rapport aux prix à la production dans les pays industriels, se situent bien en deçà de leurs niveaux du début des années 60.

| Solde des paiements courants ¹ | | | |
|---|---------|--|---------|
| | 1978–80 | | 1996–98 |
| Exportateurs de pétrole | 99 | Économies émergentes, Asie | 136 |
| Pays industriels avancés | -75 | Japon | 54 |
| États-Unis | 17 | Autres pays industriels avancés | -133 |
| Japon | -29 | États-Unis | - 99 |
| Zone euro | -66 | Zone euro | 1 |
| Allemagne | -22 | Allemagne | 2 |
| France | -11 | France | 19 |
| Italie | -16 | Italie | - 15 |
| Espagne | - 8 | Espagne | - 2 |
| Royaume-Uni | 5 | Royaume-Uni | 3 |
| Divers ² | 4 | Divers ² | - 31 |
| Économies émergentes (hors exportateurs de pétrole) | -33 | Exportateurs de pétrole | - 66 |
| Asie | -11 | Économies émergentes (hors exportateurs de pétrole) ³ | - 27 |
| Afrique | - 1 | Afrique | - 3 |
| Amérique latine | -14 | Amérique latine | - 27 |

¹ Variation, en milliards de dollars EU. ² Australie, Canada, Norvège et Nouvelle-Zélande. ³ Hors Asie.
Sources: FMI, *Statistiques financières internationales*, *Perspectives de l'économie mondiale*; données nationales. Tableau II.3

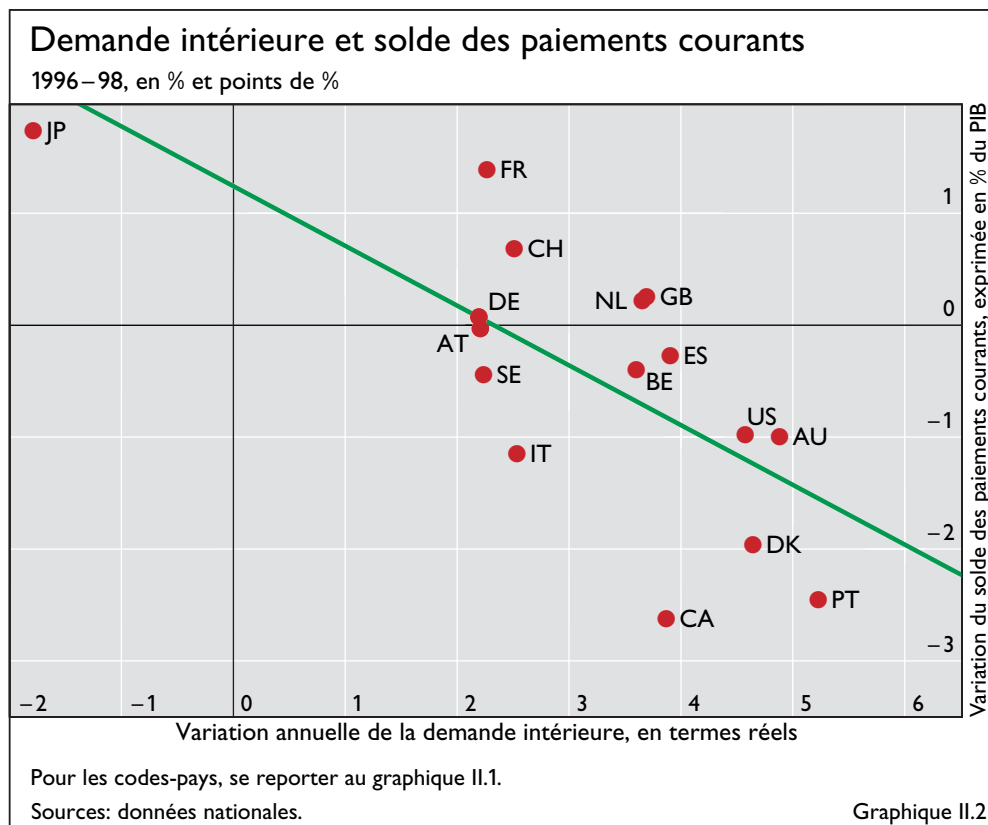
La récession dans certaines économies émergentes d'Asie et au Japon a fortement influencé, en outre, les soldes des paiements courants. Depuis 1996, l'excédent cumulé du groupe des marchés émergents d'Asie et du Japon s'est élargi de près de \$200 milliards, soit environ deux fois plus que les excédents des pays exportateurs de pétrole à l'époque de la hausse des cours du brut, entre 1978 et 1980 (tableau II.3). Par comparaison avec cette période, l'ensemble des pays industriels avancés (hors Japon) a absorbé, cette fois, à peu près la même part de l'augmentation des excédents mondiaux et l'Amérique latine légèrement plus. Cependant, comme les recettes pétrolières ont diminué ces deux dernières années, les déficits courants des pays exportateurs de pétrole se sont creusés d'un montant à peu près équivalant au tiers de la progression des excédents asiatiques.

Amélioration des paiements courants en Asie ...

En outre, ces déficits accrus se sont répartis de façon sensiblement différente entre pays industriels, par comparaison avec 1978–80. D'une manière générale, ce sont les différences d'expansion de la demande intérieure (graphique II.2) et les variations de change qui modifient les soldes des paiements courants depuis 1996. Aux États-Unis, la vigueur de la demande et le raffermissement du dollar expliquent l'absorption, par ce pays, de près de la moitié de l'augmentation globale des excédents asiatiques, alors que, durant la période 1978–80, l'affaiblissement de la monnaie et le tassement de la demande intérieure s'étaient traduits par une amélioration du solde courant. L'expansion rapide de la demande, conjuguée à l'évolution défavorable des prix relatifs, a beaucoup contribué à la détérioration observée au Canada, en Australie et en Norvège, pays où les exportations comportent un pourcentage appréciable de

... principalement absorbée par les États-Unis ...

... et les pays exportateurs de produits de base



produits de base. À l'inverse, la progression de l'excédent courant du Japon résulte surtout de la contraction de la demande intérieure et de la dépréciation du yen. L'excédent global des paiements courants de la zone euro a très peu bougé depuis 1996, car des améliorations en France et en Allemagne – découlant en grande partie du renforcement des positions concurrentielles – ont nettement compensé les détériorations enregistrées ailleurs, notamment en Italie.

Exportations nettes
et termes de
l'échange

En raison de fluctuations marquées des prix relatifs des échanges et de décalages conjoncturels, les variations des soldes des paiements courants ne fournissent qu'une indication partielle des répercussions de la récession asiatique et du ralentissement de la croissance du commerce mondial selon les pays et, pour chacun d'eux, selon le secteur d'activité. Aux États-Unis, par exemple, la chute brutale de la hausse des exportations (surtout vers l'Asie), combinée à une expansion vigoureuse et continue des importations, a entraîné une détérioration du solde commercial équivalant à 1¾% du PIB sur les deux dernières années. Cependant, l'amélioration des termes de l'échange a limité le recul du solde courant à quelque 1% du PIB nominal. De même, au Royaume-Uni, l'effet négatif de la contraction des exportations nettes a été largement supérieur à l'érosion des paiements courants, du fait du redressement de la livre – qui a permis d'améliorer les termes de l'échange malgré la baisse des prix pétroliers – et d'une embellie du solde des services. Le Canada, la Nouvelle-Zélande et la Norvège, par contre, ont accusé une dégradation notable de leurs paiements courants, des termes de l'échange plus défavorables ayant alourdi l'influence déjà négative des exportations nettes. Dans la majeure partie de la zone euro, la progression du solde commercial s'est ralentie en cours d'année, mais l'incidence sur les paiements courants a été atténuée par un renforcement des termes de l'échange, en dépit de la dépréciation des monnaies européennes face au dollar EU. Au Japon, à l'inverse, la contribution apportée par l'augmentation des exportations nettes a été supérieure à l'amélioration des paiements courants résultant de la détérioration des termes de l'échange.

Politique budgétaire

Relance budgétaire
appuyée au Japon

L'an dernier, le fait le plus marquant en matière de politique budgétaire s'est produit au Japon, avec la suspension de la loi de réforme structurelle du budget, suivie par l'adoption (en avril et en novembre) de mesures axées sur la fiscalité, les dépenses et le crédit, afin de dynamiser la demande intérieure. En outre, les autorités ont mis en place un vaste programme destiné à recapitaliser les banques, faciliter l'accès au crédit et assainir le secteur financier. Le dispositif de recapitalisation ne sera opérationnel que cette année, mais l'effet des dépenses et de la stimulation du crédit était déjà perceptible fin 1998. Les investissements publics ont enrayé la chute de la production, tandis que l'octroi de garanties officielles a contribué à faciliter les emprunts des petites et moyennes entreprises et à freiner le rythme des faillites. L'impact des dépenses de l'administration centrale a été atténué néanmoins par la détérioration rapide de la situation financière des collectivités locales et leur incapacité à financer leur part du programme d'investissements publics. De plus, ces efforts ne semblent pas avoir

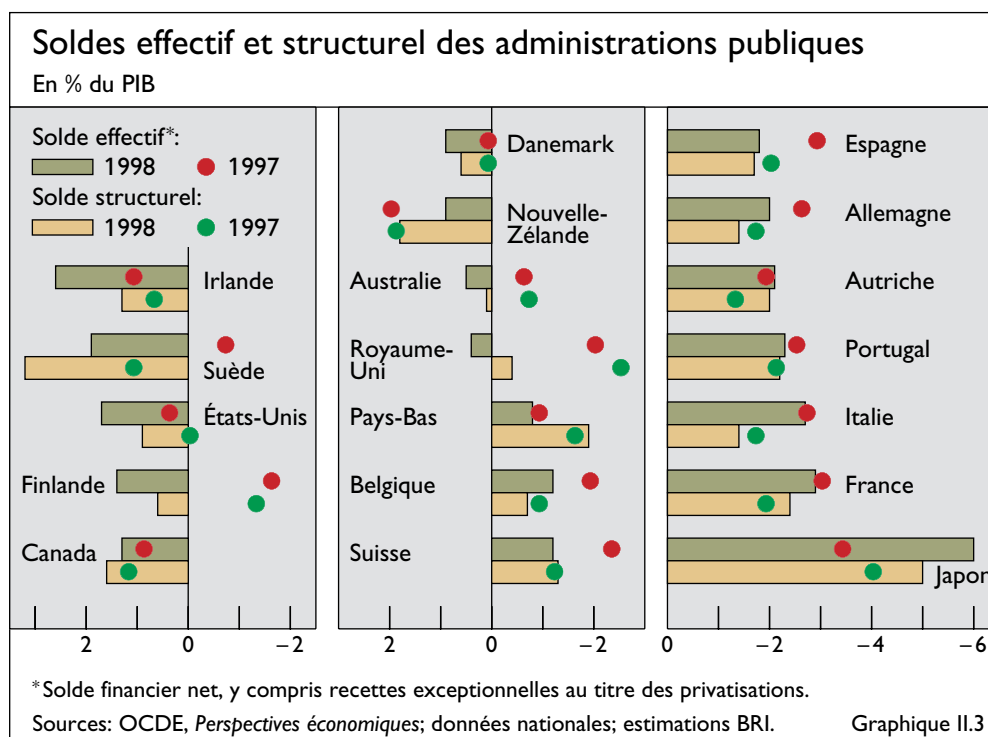
revigoré le secteur privé, de sorte que l'influence conjuguée de l'aggravation de la récession et des mesures de relance a porté le déficit des administrations publiques à 6% du PIB en 1998 (graphique II.3).

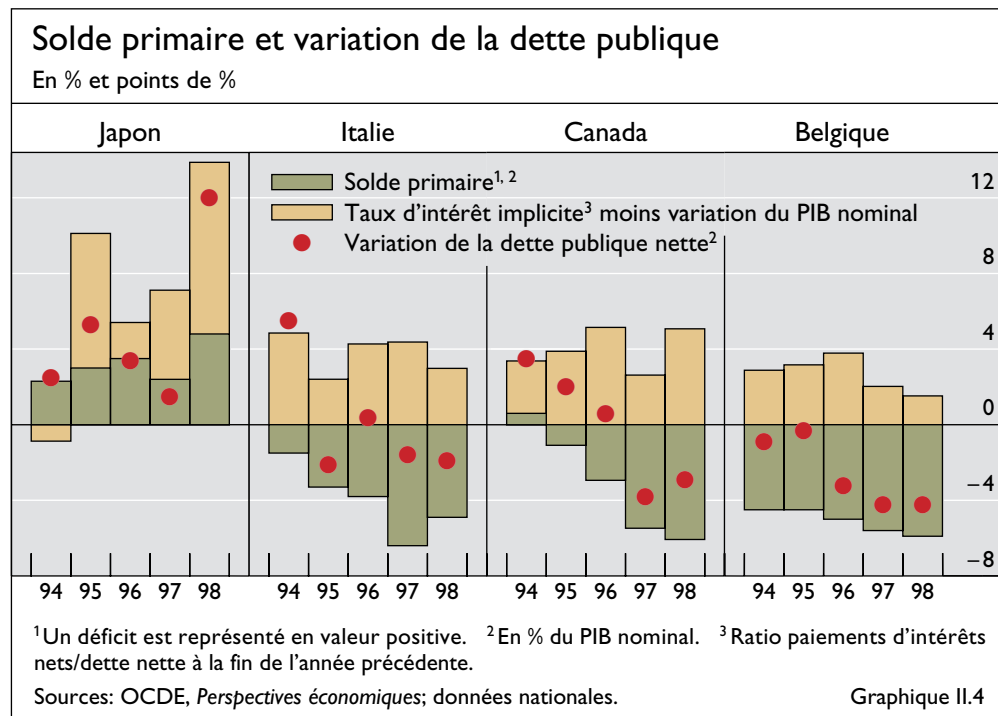
Dans les pays les plus avancés dans le cycle économique, en revanche, les mesures discrétionnaires et les facteurs conjoncturels ont permis d'améliorer le solde budgétaire. Les États-Unis ont dégagé un excédent équivalent à 1¾% du PIB l'an passé, contre un déficit de 4½% en 1992. Au Royaume-Uni, au Canada, en Australie, en Finlande, en Suède et en Irlande, les progrès ont été également notables; en termes de PIB, l'excédent structurel du Canada est désormais le plus élevé du G7. De nombreux autres pays, qui avaient atteint leur objectif à court terme d'assainissement budgétaire, sont revenus à une politique plus neutre, voire légèrement plus souple. Dans plusieurs cas, une partie seulement des recettes supplémentaires découlant de l'embellie conjoncturelle a été consacrée au renforcement du solde structurel. Parfois, l'assouplissement a été encore plus marqué. En Nouvelle-Zélande, par exemple, l'excédent a été plus modeste qu'en 1997, car les stabilisateurs automatiques ont accentué l'effet de la faible augmentation des dépenses discrétionnaires. En France, aux Pays-Bas et en Autriche, les mesures de soutien ont été quelque peu renforcées et le déficit structurel s'est creusé, malgré une croissance plus forte.

De nombreux pays sont également parvenus à réduire leur ratio dette publique/PIB. Sauf au Japon, les soldes primaires ont été excédentaires les deux dernières années et le service de la dette a diminué en termes nets. Les progrès butent toutefois sur un obstacle: avec une inflation plus faible et des versements d'intérêts sur la dette publique ne réagissant que lentement à la modification des taux longs du marché, il faut un solde primaire plus élevé pour abaisser le ratio dette/PIB. Cela s'est clairement vérifié en Italie, au Canada et en Belgique, où le processus d'assainissement partait de niveaux de dette relativement élevés. En

Excédent budgétaire dans plusieurs pays ...

... et baisse du ratio dette/PIB ...





Belgique, par exemple, le solde primaire est excédentaire depuis le milieu des années 80, alors que le ratio dette nette/PIB n'a commencé à décroître qu'en 1994 (graphique II.4). L'Italie a enregistré son premier excédent primaire en 1992, mais il a fallu cinq ans pour obtenir un fléchissement régulier du ratio d'endettement. Au Canada aussi, le ratio a diminué ces deux dernières années, après un durcissement marqué de la politique budgétaire au milieu de la décennie. Le Japon, au contraire, semble entré dans une phase d'alourdissement très rapide de sa dette: l'augmentation massive du déficit primaire a amené le ratio dette nette/PIB au-dessus de 30% et le ratio dette brute/PIB à 100% fin 1998 (contre 4% et 60% six ans plus tôt seulement).

... sauf au Japon

Autres composantes de la demande

Niveau généralement soutenu des dépenses des ménages ...

L'année 1998 restera sans doute associée dans les esprits aux chocs financiers et extérieurs du second semestre. Il convient de noter également que, dans les pays les ayant le mieux surmontés, la consommation privée a constitué le principal moteur de la croissance. De plus, là où l'activité a diminué ou ralenti de manière significative, la bonne tenue des dépenses des ménages a évité d'aggraver la tendance. On observe toutefois des exceptions. Préoccupés par les impôts futurs et les perspectives de l'emploi, les consommateurs japonais ont réagi aux allègements fiscaux en augmentant leur épargne de précaution. En Allemagne et en Italie, l'atonie du marché du travail semble aussi avoir freiné la consommation. En vérité, il s'est avéré, l'an dernier, que la création d'emplois tend à renforcer la confiance et les dépenses des ménages, ce qui est apparu clairement en France et en Espagne.

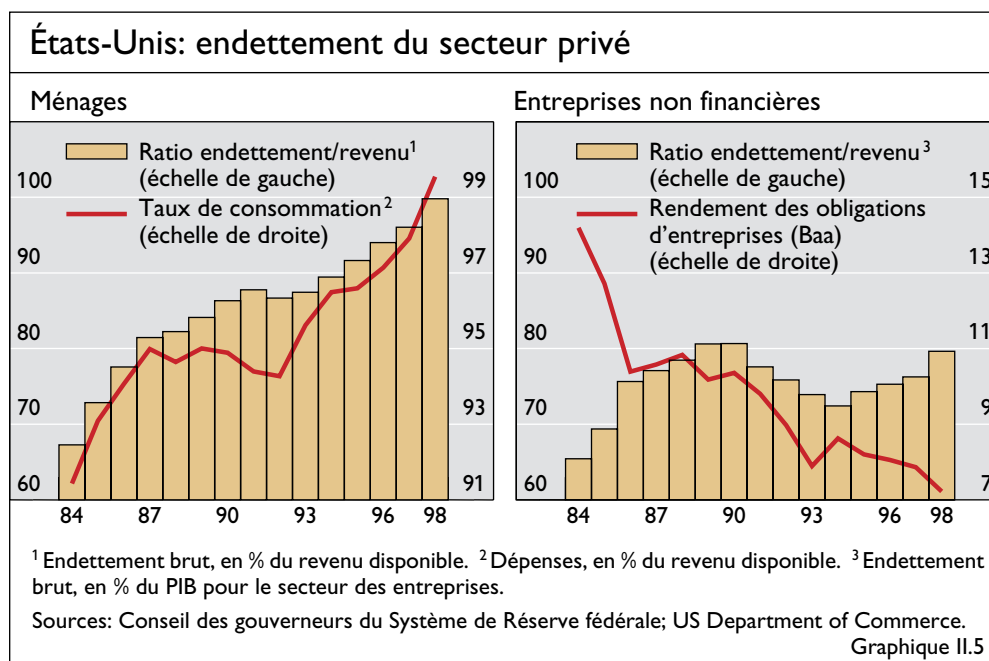
Cette confiance a également été stimulée par la valorisation des patrimoines, qui a incité les ménages à s'endetter davantage et/ou à réaliser des

plus-values et à accroître leurs dépenses au-delà de la hausse de leur revenu disponible. Aux États-Unis, les ménages comme les entreprises ont plus largement recouru au crédit pour financer leurs dépenses élevées, ce qui suscite des interrogations sur le caractère durable d'une telle tendance. L'endettement des ménages a atteint un niveau record et celui des entreprises est au plus haut depuis 1990 (graphique II.5). Jusqu'ici, les faibles taux d'intérêt et l'allongement des échéances ont permis de contenir le service de la dette dans des limites acceptables. Pour les ménages, il faut, en outre, replacer cet accroissement de l'endettement dans le contexte d'une revalorisation encore plus forte de leur patrimoine. L'insolvabilité de particuliers a pris néanmoins une ampleur sans précédent. Enfin, comme le taux d'épargne est quasiment nul et que les sociétés ont notamment utilisé leurs emprunts pour des rachats d'actions, les ménages et les entreprises pourraient se trouver plus vulnérables à une hausse des taux, même si leurs emprunts nets, l'an dernier, étaient en grande partie assortis de taux fixes.

... reflétant une progression de l'emploi et des plus-values sur actions ...

La réalisation de gains de patrimoine a aussi stimulé les dépenses des ménages dans plusieurs autres pays, de sorte que, çà et là, des pressions inflationnistes et des déséquilibres apparaissent. En Irlande, cinq années de croissance annuelle supérieure à 7%, une diminution des taux hypothécaires et une forte expansion du crédit ont engendré une pression excessive de la demande sur le marché du logement. À Dublin, les prix moyens de l'immobilier d'habitation ont augmenté de quelque 80% ces deux dernières années, ce qui paraît avoir intensifié les tensions sur les salaires nominaux. Un excédent de la demande pourrait aussi se dessiner aux Pays-Bas, où les plus-values réalisées sur logements et actions ont alimenté la consommation privée et où la production semble supérieure à son potentiel. Les dépenses des ménages ont également été très soutenues au Danemark et en Finlande, grâce notamment à la valorisation des patrimoines liée à la hausse des prix des logements. Si les craintes de

... ainsi qu'un renchérissement du patrimoine immobilier



| Évolution de l'épargne intérieure dans certains pays | | | | | | | | | | |
|--|-------------|------|--------|------|-----------|------|--------|------|--------|------|
| | en % du PIB | | | | | | | | | |
| | États-Unis | | Japon | | Allemagne | | France | | Italie | |
| | 1992* | 1998 | 1991* | 1998 | 1991* | 1998 | 1993* | 1998 | 1991* | 1998 |
| Épargne totale | 15,2 | 16,3 | 32,7 | 27,2 | 22,5 | 21,7 | 18,2 | 20,0 | 18,5 | 20,4 |
| Publique | -1,1 | 4,4 | 9,4 | 1,5 | 1,3 | 0,7 | -2,5 | -0,2 | -5,7 | 0,5 |
| Privée | 16,3 | 11,9 | 23,3 | 25,7 | 21,2 | 21,0 | 20,7 | 20,2 | 24,2 | 19,9 |
| Ménages | 4,2 | 0,3 | 8,4 | 9,5 | 9,2 | 7,7 | 10,0 | 10,1 | 12,8 | 8,0 |
| Entreprises | 12,1 | 11,6 | 14,9 | 16,2 | 12,0 | 13,3 | 10,7 | 10,1 | 11,4 | 11,9 |
| | Royaume-Uni | | Canada | | Australie | | Suède | | Suisse | |
| | 1993* | 1998 | 1992* | 1998 | 1992* | 1998 | 1993* | 1998 | 1993* | 1998 |
| Épargne totale | 14,3 | 18,1 | 14,3 | 18,0 | 17,2 | 19,8 | 11,2 | 16,6 | 28,8 | 30,2 |
| Publique | -4,8 | 1,4 | -4,8 | 3,7 | -3,4 | 2,7 | -7,6 | 4,4 | -0,9 | 1,9 |
| Privée | 19,1 | 16,7 | 19,1 | 14,3 | 20,6 | 17,1 | 18,8 | 12,2 | 29,7 | 28,3 |
| Ménages | 7,9 | 5,0 | 7,6 | 0,7 | 3,5 | 1,5 | 5,0 | 0,6 | 7,2 | 5,8 |
| Entreprises | 11,2 | 11,7 | 11,5 | 13,6 | 17,1 | 15,6 | 13,8 | 11,6 | 22,5 | 22,5 |

* Année du plus fort déficit des administrations publiques depuis 1990; Japon: année du plus fort excédent; Allemagne: année suivant la réunification.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales; estimations BRI. Tableau II.4

pressions inflationnistes ont incité le gouvernement danois à prendre des mesures pour accroître l'épargne des ménages et limiter le renchérissement de l'immobilier d'habitation, les signes de surchauffe ou de déséquilibre ont été peu nombreux en Finlande, bien que l'écart de PIB, qui atteignait 11% en 1993, soit aujourd'hui comblé. Le Royaume-Uni fait exception à cette tendance, car l'incertitude croissante sur l'avenir économique a rendu les ménages réticents à convertir en dépenses des gains de patrimoine pourtant substantiels.

Épargne des ménages et assainissement budgétaire

Le dynamisme des dépenses des ménages et le recul correspondant du taux d'épargne pourraient être également associés à l'assainissement budgétaire et au renforcement de l'épargne publique. Aux États-Unis, par exemple, la contraction de l'épargne des ménages depuis 1992 a contrebalancé, à hauteur des trois quarts, la hausse de l'épargne publique (tableau II.4). Au Canada, les ménages ont réduit leur épargne de façon encore plus prononcée, malgré une décélération de la consommation et de l'investissement résidentiel au second semestre; avec un niveau d'épargne déjà bas et un ratio d'endettement élevé, ils semblent de moins en moins enclins à emprunter davantage. En Italie, l'augmentation de l'épargne publique s'est accompagnée d'une diminution presque équivalente de celle des ménages, les consommateurs finançant leurs dépenses au-delà du faible relèvement de leur revenu en liquidant des actifs financiers. Dans d'autres pays, la réaction à l'assainissement budgétaire a été plus discrète, si bien que l'épargne nationale a été influencée plus nettement par la progression de l'épargne publique.

L'expansion de l'investissement des entreprises ...

Le cycle actuel est aussi caractérisé par une forte expansion de la formation de capital fixe des entreprises, surtout dans les pays en situation conjoncturelle avancée. Quoique leur contribution directe à l'augmentation de la demande soit inférieure à celle de la consommation, des dépenses en capital soutenues

réduisent le risque d'insuffisance des capacités de production et, par conséquent, d'apparition de pressions inflationnistes, ce qui a aidé à prolonger la phase de conjoncture favorable. D'ailleurs, même si le cycle américain est l'un des plus longs de l'après-guerre, le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière était encore, en fin d'année, bien en deçà des records antérieurs. Dans de nombreux pays de la zone euro, en revanche, les dépenses d'équipement ont été assez faibles et le tassement de la croissance vers la fin de 1998 n'a pas empêché la persistance de taux d'utilisation relativement élevés.

L'investissement a été principalement stimulé par des conditions d'emprunt favorables, des cours d'actions élevés et en hausse ainsi que par une nette progression des marges bénéficiaires. Comme on l'a vu, la montée en flèche des investissements américains s'est accompagnée d'une augmentation marquée de l'endettement des entreprises, mais, dans plusieurs autres pays, les conditions de financement attrayantes et les profits substantiels ont également dynamisé les dépenses en capital. En Suède, la reprise de l'investissement des entreprises, l'an passé, a compensé un mouvement négatif des exportations nettes équivalant à 2% du PIB. Cet investissement a aussi constitué l'une des principales sources de croissance en Finlande et en Espagne; il reflète essentiellement une hausse des

... et sa contribution à la croissance globale ...

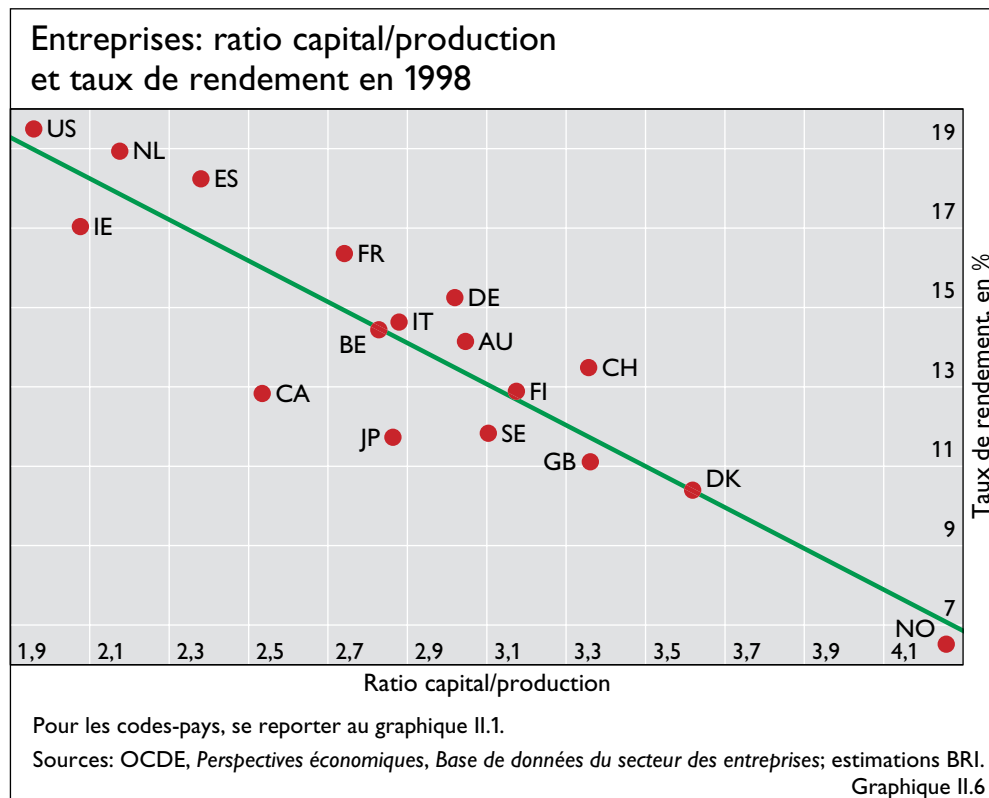
| Investissement fixe des entreprises et déterminants potentiels: évolution récente | | | | | |
|---|-----------------------------|------------------|-------------------|--------------------------|-------------------|
| | Investissement ¹ | PIB ² | CMRC ³ | Rentabilité ⁴ | Pi/S ⁵ |
| Irlande | 43,1 | 30,7 | 6,8 | 15,4 | 90,4 |
| Norvège | 40,6 | 13,4 | 1,4 | 7,5 | 95,5 |
| États-Unis | 35,3 | 10,0 | 2,3 | 18,7 | 85,2 |
| Royaume-Uni | 33,4 | 9,2 | 2,1 | 11,6 | 83,4 |
| Finlande | 32,9 | 15,3 | 3,8 | 10,3 | 82,3 |
| Canada | 31,8 | 7,8 | 1,9 | 14,3 | 80,8 |
| Australie | 26,4 | 11,8 | 2,5 | 13,5 | 81,6 |
| Danemark | 25,9 | 9,7 | 1,4 | 11,4 | 80,0 |
| Pays-Bas | 24,1 | 9,3 | 2,2 | 18,6 | 89,5 |
| Espagne | 20,8 | 8,9 | 1,7 | 18,3 | 84,6 |
| Suède | 15,8 | 7,1 | 1,8 | 12,3 | 79,0 |
| Belgique | 14,2 | 6,8 | 1,8 | 13,8 | 88,1 |
| Suisse | 12,0 | 2,3 | 0,6 | 12,3 | 76,7 |
| France | 8,7 | 6,0 | 1,7 | 15,7 | 85,7 |
| Italie | 8,4 | 5,2 | 1,5 | 15,4 | 93,0 |
| Allemagne | 6,9 | 5,0 | 1,3 | 13,6 | 83,8 |
| Japon | 5,6 | 8,1 | 0,5 | 13,6 | 86,1 |
| <i>Pour mémoire⁶</i> | | 0,72 | 0,63 | -0,17 | 0,18 |

Données relatives au secteur des entreprises, sauf PIB (économie globale).

¹Variation cumulée de l'investissement fixe en volume entre 1995 et 1998, en %. ²Variation cumulée du PIB réel entre 1994 et 1997, en %. ³Coefficient marginal de rentabilité du capital = rythme de variation de la valeur ajoutée (en termes réels) divisé par le ratio investissement/valeur ajoutée (à prix constants); moyenne sur la période 1994-98. ⁴Rentabilité du capital avant impôts en 1996. ⁵Ratio prix des biens d'investissement/salaires en 1996; indice 1990 = 100. ⁶Corrélation bilatérale entre investissement et, selon la colonne, PIB, CMRC, rentabilité et Pi/S.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*, Base de données du secteur des entreprises; données nationales; estimations BRI.

Tableau II.5



profits et, pour ce dernier pays, un assouplissement des conditions du crédit résultant de la qualification pour l'UEM. À l'inverse, les profits négatifs, les restrictions de crédit et les incertitudes sur la croissance future ont conduit les entreprises japonaises à réduire de plus de 11% leurs dépenses d'équipement. Leur stock de capital n'en a pas moins continué à croître, renforçant ainsi l'élargissement de l'écart de PIB induit par la baisse de la demande.

Le facteur qui a le plus influencé les formes prises par les dépenses d'investissement, ces dernières années, a probablement été la divergence des anticipations de croissance par les entreprises, qui tendent à refléter des différences dans les taux précédents et dans les évolutions récentes de la production par unité de capital installé (tableau II.5). De surcroît, les pays présentant un ratio capital/production relativement modeste (États-Unis, Pays-Bas, Irlande et Espagne, par exemple) semblent avoir obtenu une rentabilité supérieure et ont donc accru leurs investissements (graphique II.6). Inversement, au Japon et en Norvège, le ratio capital/production élevé et la faible rentabilité peuvent indiquer un excès d'investissement antérieur et un sous-emploi des capacités n'incitant pas à effectuer des dépenses en capital. La baisse du prix relatif du capital, biens d'équipement notamment, alors que les entreprises sont poussées à réduire les coûts par unité produite, a également joué un rôle en les incitant à substituer du capital au travail pour accroître la productivité de la main-d'œuvre. Ces pressions paraissent avoir été le moteur de l'investissement en Allemagne et en Suisse, récemment. Enfin, vu la progression modeste des salaires, la hausse de l'investissement aux États-Unis apparaît singulièrement forte par rapport à la croissance de la production, ce qui pourrait indiquer que les entreprises ont augmenté leurs achats d'équipement pour devancer d'éventuelles

... reflètent
des anticipations
divergentes sur la
croissance ...

tensions sur l'offre de travail et sur les salaires. Ce comportement préventif semble expliquer en partie le recul du taux d'utilisation des capacités.

... et la rentabilité future

Marchés du travail

Chômage

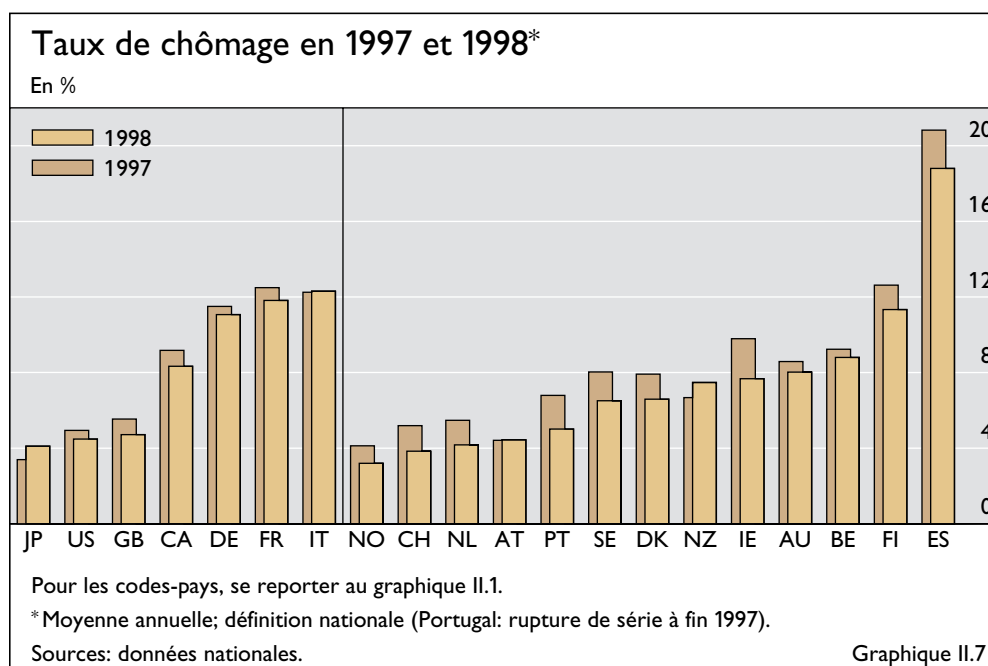
Les marchés du travail se sont généralement améliorés en 1998 (graphique II.7). Aux États-Unis, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, le taux de chômage, déjà faible, a encore baissé. Pourtant, les cas rapportés de pénurie de main-d'œuvre ont été rares et les tensions sur les salaires sont demeurées modestes. Le chômage a aussi diminué de façon notable dans de nombreux pays européens de moindre dimension ainsi qu'au Canada et en Australie. La situation de l'emploi s'est, en revanche, dégradée au Japon et en Nouvelle-Zélande. Au Japon, le taux de chômage officiel dépasse même à présent celui des États-Unis, ce qui ne s'était jamais produit depuis la fin de la guerre.

Recul conjoncturel du chômage ...

Ces évolutions divergentes reflètent essentiellement des écarts conjoncturels. L'an passé, le chômage a baissé dans pratiquement toutes les économies où l'expansion dépassait sa croissance tendancielle; il a généralement régressé davantage là où l'activité progressait plus vite. À l'inverse, il a augmenté au Japon et en Nouvelle-Zélande, en raison surtout du ralentissement de la conjoncture.

Toutefois, certaines divergences s'expliquent apparemment par la réussite plus ou moins grande des efforts de réduction du chômage structurel. Les résultats ont été particulièrement remarquables en Irlande, au Danemark, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, qui ont entrepris, ces dernières années, d'importantes réformes du marché du travail. L'Espagne s'est aussi engagée dans cette voie, spécialement dans les domaines de la protection de l'emploi et des allocations de chômage; le taux de chômage structurel estimé, moins élevé qu'il y a quelques années, y reste cependant supérieur à 15%.

... et amélioration structurelle dans certains pays ...



... mais pas partout

Ailleurs, le chômage structurel a résisté et demeure à des niveaux élevés ou s'inscrit même en hausse. En Allemagne et en France, par exemple, les estimations dépassent généralement 10% et le taux de chômage est plus important qu'en 1995, en dépit d'un écart de PIB comparable, voire plus faible en France. Bien que la nette progression de l'emploi dans ce pays, l'an dernier, reflète en partie des réformes structurelles destinées à accroître les perspectives d'embauche des femmes et des jeunes, surtout dans les services, ces initiatives ont eu également tendance à augmenter le taux d'activité, atténuant leur impact sur les chiffres du chômage. L'Allemagne s'est efforcée, elle aussi, d'améliorer la flexibilité du marché du travail, mais les mesures prises semblent avoir davantage stimulé la productivité que la création d'emplois; dans ce contexte, l'attitude plus revendicative des syndicats pourrait éventuellement provoquer une hausse du chômage effectif et structurel.

Productivité du travail

Progrès différenciés de la productivité ...

En matière de productivité du travail, des divergences marquées ont également été observées. Les gains de productivité dans les entreprises ont dépassé 2½% en Australie et en Allemagne et n'ont guère été inférieurs à ce chiffre aux États-Unis, en Finlande et en France (tableau II.6). La productivité n'a augmenté que marginalement dans de nombreux pays et a chuté au Japon.

... en fonction de l'évolution conjoncturelle ...

Comme le chômage, la productivité du travail dépend de facteurs conjoncturels et structurels. À long terme, son expansion est déterminée par les facteurs d'offre, notamment la variation du montant de capital physique par travailleur, les compétences de la population active ainsi que l'apparition de nouvelles technologies et leur diffusion sur les lieux de travail. À court terme, toutefois, elle suit le cycle économique, car les entreprises tendent à n'ajuster que tardivement l'emploi au niveau de la production. Cette influence de la conjoncture explique en grande partie la chute brutale de la productivité qui a accompagné l'aggravation de la récession japonaise. Les autres pays se trouvaient, pour la plupart, dans une phase de croissance relativement avancée, durant laquelle les influences conjoncturelles ont moins d'importance.

... et des tendances longues

Ce sont donc les tendances longues qui ont eu le plus d'influence. En Allemagne, par exemple, la croissance tendancielle de la productivité est actuellement estimée à plus de 3%, contre 2% environ dans les années 80. Pour une bonne part, cette accélération est liée à une progression significative du ratio capital/travail, due à la substitution du capital au travail dans les entreprises confrontées à l'augmentation des coûts relatifs de main-d'œuvre et à l'intensification des pressions concurrentielles. La tendance semble également avoir été à la hausse en Australie, au Danemark, en Norvège et en Suède, et les ratios sont demeurés élevés en Finlande et en Irlande malgré des investissements de productivité moins substantiels.

Rôle du renforcement de l'intensité capitalistique ...

À l'inverse, l'expansion tendancielle de la productivité semble s'être ralentie au Canada, en raison d'une accumulation de capital plus lente, quoique toujours relativement soutenue. D'après les estimations, elle a également fléchi au Royaume-Uni. En Suisse, elle est demeurée assez faible. Aux États-Unis, la tendance des années 90 est similaire, dans l'ensemble, à celle de la décennie précédente; son accélération récente ne peut toutefois être clairement attribuée

| Sources des gains de productivité dans les entreprises | | | | | | |
|--|-----------------------|-------------------------|---------------------------|------------|-------------------------------|-----------|
| | PIB par employé | | | | Ratio capital installé/emploi | |
| | Total observé en 1998 | Composante ¹ | | | Années 80 | Années 90 |
| | | Conjoncturelle | Tendancielle ² | Résiduelle | | |
| variation annuelle, en % | | | | | | |
| Australie | 3,3 | 0,5 | 1,8 (1,1) | 1,0 | 2,1 | 1,5 |
| Allemagne | 2,8 | 0,2 | 3,1 (1,8) | -0,5 | 2,2 | 3,6 |
| États-Unis | 2,3 | 0,3 | 1,1 (1,3) | 0,9 | 1,2 | 1,9 |
| Finlande | 2,1 | 0,0 | 3,7 (3,8) | -1,6 | 3,6 | 1,8 |
| France | 2,0 | 0,3 | 1,9 (2,5) | -0,2 | 2,6 | 2,5 |
| Irlande | 1,8 | -0,3 | 3,2 (4,1) | -1,1 | 3,4 | -0,4 |
| Suède | 1,6 | 0,1 | 2,6 (1,7) | -1,1 | 2,4 | 3,7 |
| Belgique | 1,5 | 0,1 | 1,8 (1,6) | -0,4 | 2,8 | 2,7 |
| Italie | 1,4 | -0,2 | 2,3 (2,4) | -0,7 | 2,2 | 3,1 |
| Suisse | 0,9 | 0,1 | 0,6 (0,3) | 0,2 | 0,9 | 2,8 |
| Danemark | 0,7 | 0,4 | 2,3 (1,7) | -2,0 | 2,7 | 2,1 |
| Pays-Bas | 0,7 | 0,3 | 1,4 (1,4) | -1,0 | 1,1 | 1,2 |
| Royaume-Uni | 0,6 | -1,1 | 1,0 (2,1) | 0,7 | 1,6 | 1,3 |
| Norvège | 0,5 | -0,1 | 2,0 (1,4) | -1,4 | 2,9 | 0,7 |
| Canada | 0,1 | -0,5 | 0,7 (1,6) | -0,1 | 5,5 | 3,6 |
| Japon | -2,4 | -4,3 | 2,2 (2,6) | -0,3 | 4,4 | 3,7 |

¹ La répartition des gains de productivité entre les trois composantes est obtenue par estimation, sur la période 1980–98, à partir d'un modèle dynamique de demande de main-d'œuvre. Le modèle établit une relation entre les gains de productivité et la croissance du PIB avec, comme variable de correction d'erreur, la productivité de l'année précédente moins son niveau tendanciel à long terme (estimé sous forme de fonction spline avec point de rupture en 1990). ² Le niveau tendanciel estimé des gains de productivité pour les années 80 est indiqué entre parenthèses.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales; estimations BRI. Tableau II.6

aux influences conjoncturelles ni aux tendances longues. Si cette vigueur tient en partie à la modification de la méthode de mesure de l'inflation, elle peut aussi témoigner d'évolutions plus profondes. Ainsi, la persistance d'investissements élevés a renforcé l'intensité capitaliste, malgré des gains d'emplois encore substantiels. Par ailleurs, on fait parfois valoir que les récents investissements en technologies de pointe ont des retombées particulièrement importantes par leur incidence sur la productivité. Pourtant, si les ordinateurs ont constitué une part essentielle des dépenses d'investissement réalisées dernièrement, ils ne représentent toujours que 2% du stock net de capital hors logement. Les investissements informatiques ont beau avoir une rentabilité supérieure à celle d'autres équipements, ils n'ont exercé jusqu'ici qu'un effet modeste sur la croissance globale de la productivité. Cet effet s'accroît néanmoins et pourrait être source de grands progrès dans les années à venir.

... et des investissements en technologies de pointe

Évolution récente des salaires et des prix

En 1998, l'évolution de l'économie réelle s'est accompagnée d'une poursuite de la désinflation observée ces dernières années (graphique II.8), due notamment à la nouvelle modération des coûts unitaires de main-d'œuvre. La progression des salaires nominaux s'est encore ralentie dans la zone euro, tandis qu'aux

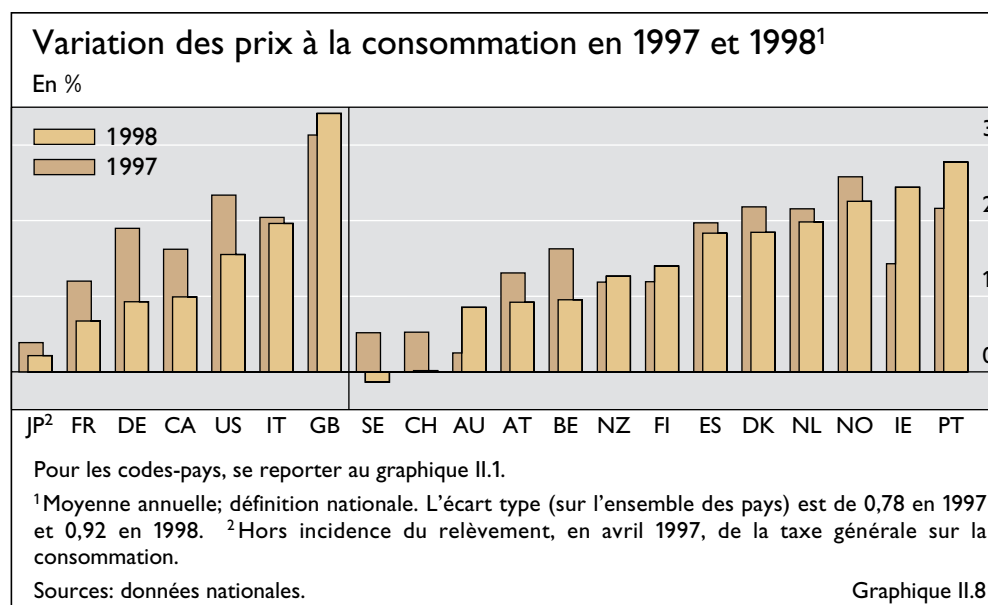
Nouveau ralentissement de l'inflation, dû à l'expansion modérée des salaires ...

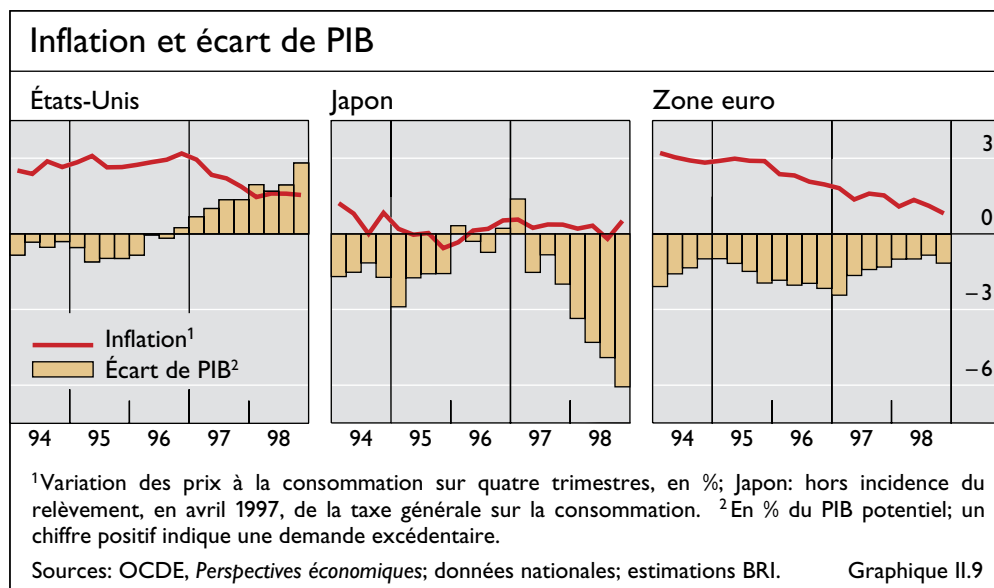
... à la baisse des cours des produits de base ...

États-Unis d'importants gains de productivité ont fait pendant à de faibles tensions sur les salaires. De surcroît, malgré la diminution de l'écart de PIB négatif ou l'augmentation de l'écart positif dans la plupart des pays, la marge des prix par rapport aux coûts unitaires de main-d'œuvre a généralement diminué, reflétant, d'une part, la baisse du coût des facteurs de production (autres que le travail) faisant l'objet d'un échange international et, d'autre part, une concurrence plus vive et une sous-utilisation croissante des capacités sur les marchés mondiaux des biens (graphique II.9).

La diminution des coûts autres que ceux du travail provient essentiellement de la baisse des cours des produits de base (graphique II.10). Le prix du pétrole brut, surtout, a fortement chuté: fin 1998, il était inférieur de plus de 60% à son sommet de 1996, en termes réels. La récession dans les économies émergentes d'Asie, qui avaient absorbé les deux tiers environ de l'augmentation de la consommation totale de pétrole sur les quatre années précédentes, explique en grande partie ce recul, qui résulte également d'un climat exceptionnellement clément, de stocks pléthoriques et d'une offre mondiale accrue. Depuis ce creux, les cours ont regagné près de 50%, suite à un accord entre les principaux exportateurs pour réduire l'offre en 1999. Étant donné que de nombreux pays exportateurs éprouvent le besoin d'accroître les recettes pour financer un déficit budgétaire plus élevé, on peut douter de la viabilité de l'accord. Malgré tout, les analystes du marché estiment actuellement que la hausse sera davantage qu'un phénomène temporaire.

L'atonie de la demande mondiale et l'accroissement de l'offre ont également entraîné la chute des cours de divers autres produits de base. Les denrées alimentaires s'inscrivent dans une longue tendance baissière, qui s'est accentuée l'an dernier, l'offre ayant été gonflée par des facteurs climatiques. Pour les matières premières agricoles, le recul par rapport aux sommets de 1995 a été aggravé, en outre, par la récession en Asie et par une expansion de l'offre liée au progrès technique, à l'accélération des privatisations dans la production et aux prix élevés pratiqués auparavant dans la décennie. Ces facteurs ont aussi déprimé

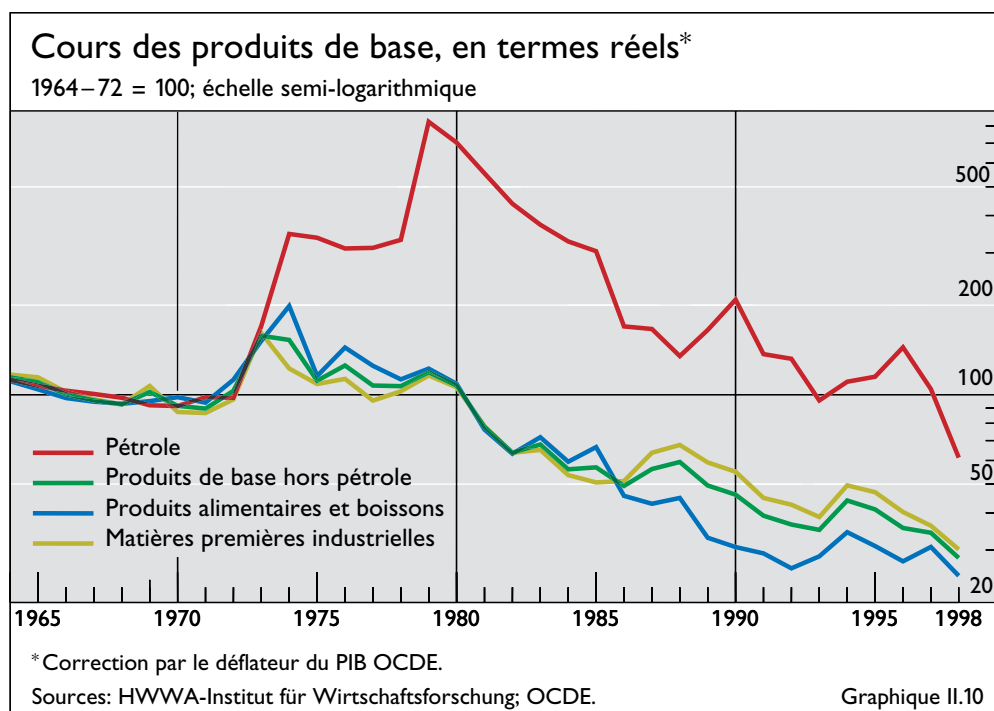




les cours des matières premières industrielles, bien que cet effet, particulièrement pour les métaux non précieux, ait probablement été renforcé, en 1998, par les tentatives des producteurs de compenser leurs pertes de revenu par une augmentation de la production et une réduction des marges – au point que les prix ne couvraient parfois plus les coûts. Plus généralement, comme la plupart des produits de base sont évalués en dollars EU, le raffermissement de la monnaie américaine depuis 1995 a eu tendance à amplifier les pressions sur les prix.

La faiblesse de la demande mondiale a également amplifié la sous-utilisation des capacités pour de nombreux biens intermédiaires et produits finis. Ce déséquilibre entre offre et demande a contribué à la désinflation dans les pays industriels à travers la diminution du prix des marchandises importées et le

... et à la sous-utilisation mondiale des capacités



durcissement des pressions concurrentielles sur les fabrications nationales. De fait, les prix à la production dans l'industrie au sein des pays du G 10 ont perdu environ 2% en un an et ceux des biens de consommation ont même baissé dans de nombreux cas. Enfin, les prix des services ont augmenté moins rapidement en 1998, en raison de la croissance modérée des salaires nominaux, déjà évoquée, mais aussi, dans plusieurs pays, de la déréglementation et de la privatisation de services précédemment fournis par le secteur public.

Forces désinflationnistes aux États-Unis ...

Aux États-Unis, où la hausse des prix à la consommation est tombée autour de 1½%, en dépit d'une nouvelle progression de la production par rapport au potentiel estimé, les effets désinflationnistes de la baisse du coût des facteurs autres que le travail et de la sous-utilisation mondiale des capacités ont été renforcés par deux éléments. Premièrement, la valeur externe du dollar américain est demeurée relativement forte pendant la majeure partie de 1998, ce qui a permis de contenir le renchérissement des biens importés et des productions locales en concurrence avec les importations. Deuxièmement, le dynamisme de l'investissement des entreprises américaines, ces dernières années, aboutit maintenant à des taux d'utilisation des capacités inférieurs à la moyenne, ce qui accentue l'impact de l'intensification de la concurrence internationale sur les prix intérieurs et comprime notablement les marges bénéficiaires.

... et diversité des résultats en Europe

Si les tendances générales déjà mentionnées ont globalement atténué l'inflation en Europe, on note des différences sensibles d'un pays à l'autre. Ainsi, l'augmentation des prix s'est amplifiée en Irlande et au Portugal, en raison d'une croissance rapide de la production et, pour l'Irlande, d'une poussée des coûts de main-d'œuvre. Aux Pays-Bas, bien que l'inflation ait poursuivi son repli, le taux de chômage est tombé à seulement 3,8% (l'un des meilleurs résultats de la zone euro) et les tensions sur les coûts de main-d'œuvre s'intensifient. À l'inverse, la modération des salaires nominaux et les importants gains de productivité ont permis aux entreprises françaises et allemandes de limiter la montée des coûts unitaires de main-d'œuvre et de maintenir leur compétitivité internationale, malgré l'appréciation du cours de change effectif nominal. De même, en Espagne, en Finlande et en Belgique, le freinage continu des salaires nominaux a aidé à atténuer les tensions sur les prix, en dépit de la croissance relativement soutenue de l'emploi. En Suède et en Suisse, les prix à la consommation ont diminué ou sont restés à peu près stables.

Pressions sur les prix au Japon

Au Japon, l'aggravation de la récession et l'élargissement de l'écart de PIB ont laissé entrevoir l'apparition de sévères pressions sur les prix. Jusqu'à présent, les indices d'une spirale déflationniste naissante (réduction des dépenses par anticipation d'un recul des prix) semblent cependant peu nombreux. En soi, la hausse marquée du taux d'épargne pourrait être interprétée comme l'amorce d'un tel processus. Toutefois, alors que les salaires nominaux et les prix de gros des produits manufacturés ont diminué l'an passé, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté et les prix à la consommation ont quasiment stagné. Fait plus significatif, certains éléments indiquent un degré élevé d'inertie de l'inflation au Japon. Selon des enquêtes auprès des ménages et des entreprises, la plupart des personnes interrogées anticipent néanmoins une majoration des prix. De surcroît, malgré la forte accentuation de l'écart de PIB, la tendance de l'IPC

n'a guère varié, alors que les antécédents impliquaient plutôt une décélération brutale et continue de l'inflation.

Apparition de rigidités nominales

L'environnement économique de ces dernières années a conduit à se demander si le processus inflationniste ne s'est pas modifié par rapport aux décennies précédentes. Il est possible que les salaires nominaux fassent preuve d'une rigidité à la baisse, du fait que les salariés considèrent inéquitable une réduction de leur rémunération, alors qu'ils seraient peut-être prêts à accepter une amputation équivalente de leur pouvoir d'achat par l'inflation. Si cette rigidité prévaut, les entreprises pourraient éprouver plus de difficultés à diminuer les salaires réels en période de faible hausse des prix et se voir ainsi contraintes de recourir davantage à des suppressions d'emplois pour répondre à une contraction de la demande ou à des chocs affectant la productivité. Certes, un tel scénario pourrait, en période de basse inflation, accentuer le risque d'augmentation du chômage, mais son recul récent et le manque de données attestant l'étendue de ces rigidités amènent à ne pas accorder trop d'importance à cette possibilité.

Un autre thème mérite sans doute plus d'attention: en raison des rigidités nominales sur les marchés du travail et des produits, l'inertie générale de la hausse des salaires et des prix pourrait s'accroître lorsque l'inflation est faible. Si tel est le cas, les modifications du revenu nominal, consécutives ou non à l'action des autorités, auraient une incidence plus forte sur la production réelle qu'en période d'inflation plus vive. Ces rigidités sont souvent attribuées à la réticence des entreprises à modifier les salaires ou les prix nominaux, parce que la négociation de nouveaux contrats ou l'ajustement des tarifs entraînent des coûts. Or, avec la baisse de l'inflation mesurée et anticipée, ces coûts auront un poids grandissant par rapport aux avantages d'un ajustement plus fréquent des prix.

Certaines évolutions récentes sur les marchés du travail et des produits confortent ces hypothèses. Aux États-Unis, par exemple, les conventions collectives renégociées portent sur des durées souvent majorées, atteignant même parfois six ans. En outre, les ajustements automatiques au coût de la vie dans les contrats signés avec les syndicats du secteur privé sont nettement moins fréquents et, en Europe, l'indexation des salaires a pratiquement disparu. Sur les marchés des produits, un nombre croissant de fabricants ont exigé et obtenu de leurs fournisseurs des garanties de prix sur de longues périodes, ce qui peut limiter la capacité de ces derniers à répercuter une hausse de leurs coûts de production. Inversement, la diffusion de nouvelles technologies (lecteurs optiques pour les prix, Internet pour la vente sur catalogue, logiciels évolués pour le traitement des fiches de paie, etc.) pourrait avoir un effet opposé, en facilitant des ajustements, même minimes, des salaires et des prix. Enfin, il est possible que les institutions, les anticipations, voire la notion d'équité, s'ajustent à l'environnement de faible inflation, dès lors, en particulier, que les autorités monétaires ont assuré la crédibilité de leur engagement.

Il est difficile de mesurer directement les rigidités nominales, mais on peut en évaluer l'ampleur à la façon dont les changements de la demande nominale se «partagent» entre variations de la production et du taux d'inflation. Même si, en longue période, la production réelle dépend de facteurs liés à l'offre, des

Une inflation faible peut accroître les rigidités nominales ...

... en raison d'ajustements moins fréquents des prix ...

... et de la signature de contrats plus longs

Signes d'accroissement des rigidités ...

| Rigidité nominale des prix (estimation) | | | | |
|---|---------|---------|-------------------|---------|
| | Prix* | | Inflation moyenne | |
| | 1970–85 | 1986–98 | 1970–85 | 1986–98 |
| États-Unis | 0,86 | 0,86 | 6,4 | 2,8 |
| Suisse | 0,74 | 0,59 | 4,8 | 2,4 |
| Suède | 0,74 | 0,57 | 9,0 | 4,1 |
| Allemagne | 0,63 | 0,78 | 4,7 | 2,5 |
| France | 0,56 | 0,93 | 9,4 | 2,4 |
| Canada | 0,55 | 0,73 | 7,6 | 2,3 |
| Danemark | 0,54 | 0,64 | 9,0 | 2,7 |
| Australie | 0,48 | 0,62 | 9,7 | 3,6 |
| Royaume-Uni | 0,46 | 0,83 | 11,3 | 4,2 |
| Belgique | 0,41 | 0,80 | 6,6 | 2,7 |
| Italie | 0,37 | 0,58 | 14,2 | 5,4 |
| Espagne | 0,36 | 0,53 | 13,4 | 5,5 |
| Japon | 0,31 | 0,85 | 6,1 | 0,8 |

* Le degré de rigidité nominale des prix est estimé à 1 moins le coefficient de croissance nominale du revenu, obtenu par régression de l'inflation (prix du PIB) sur la croissance du revenu nominal, l'écart de PIB décalé, l'inflation décalée et la variation décalée des prix relatifs à l'importation. La valeur 1 correspond à une rigidité totale et 0 à une flexibilité totale.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales; estimations BRI. Tableau II.7

modifications du côté de la demande peuvent influencer la production à court terme, car les prix ne tendent que progressivement vers leur équilibre. Par conséquent, avec des rigidités nominales plus prononcées, la demande nominale mettra davantage de temps à agir sur les prix et aura donc des effets plus marqués, à court terme, sur l'activité réelle. Les estimations empiriques partant de cette observation indiquent une rigidité nominale accrue dans nombre de pays industriels: cela vaut non seulement pour le Japon, où l'inflation a été particulièrement faible ces dernières années, mais aussi pour certains pays à objectif d'inflation explicite (tableau II.7). Aux États-Unis, en Suède ou en Suisse, en revanche, les rigidités nominales ne paraissent pas s'être aggravées; en fait, elles ont toujours été bien présentes dans le processus inflationniste.

... invoqués par les partisans de politiques de relance ...

Il y a peu, les signes d'accentuation des rigidités nominales en période de faible inflation ont servi de justification aux partisans de l'application de politiques de relance pour lutter contre le chômage. Leur raisonnement est le suivant: si le processus inflationniste est caractérisé par une forte inertie, les déséquilibres des marchés du travail et des produits agissent sur l'inflation avec un certain décalage, de sorte qu'une politique erronée peut être corrigée à temps, à condition d'être rapidement identifiée comme telle. Ainsi, le potentiel inflationniste de cette méthode de lutte contre le chômage serait limité et d'autres avantages pourraient être obtenus si le chômage structurel était également abaissé. Les résultats récents de l'économie américaine sont parfois cités en exemple à cet égard, car il est présumé que sa capacité à maintenir un taux de chômage aussi bas pendant si longtemps a renforcé le capital humain dans les catégories de la population peu qualifiées et contribué de la sorte au recul du chômage structurel.

Les politiques reposant sur de tels arguments comportent toutefois des risques majeurs. Il convient de rappeler que le recul du chômage aux États-Unis

s'est accompagné, et a profité, d'exceptionnelles pressions extérieures sur les prix, découlant non seulement de la dépréciation des produits de base, mais aussi de la vigueur du dollar ces dernières années. De plus, le raisonnement postule une symétrie de l'inertie. Pourtant, si l'augmentation des rigidités nominales dans certains pays traduit principalement une résistance à la baisse des salaires et des prix plutôt qu'une viscosité générale de l'inflation, tout effort de lutte contre le chômage qui ne serait pas complété par des réformes structurelles pourrait rapidement attiser l'inflation. Enfin, le principal risque est que, si les tentatives de réduction du chômage par des mesures macroéconomiques ont des conséquences inattendues et indésirables sur l'inflation, l'accentuation des rigidités nominales va précisément alourdir le coût des mesures correctives.

... mais cette
approche n'est
pas sans danger