

## II. Évolution dans les économies industrielles avancées

### Faits saillants

Les économies industrielles avancées ont connu un ralentissement exceptionnellement brutal et simultané en 2001 et l'expansion du commerce mondial s'est interrompue. Ce ralentissement est attribuable au secteur des entreprises, où l'effondrement des bénéfices et des cours des actions a entraîné une forte baisse des dépenses en capital fixe ainsi que du niveau des stocks. Les marges appliquées aux sociétés pour leurs financements ont reflété une différenciation accrue, les plus mal notées devant payer une prime de risque plus importante. En revanche, la demande des ménages est demeurée soutenue, surtout aux États-Unis et dans les autres pays anglophones ; sa vigueur s'explique notamment par la hausse des prix des logements et par des conditions d'emprunt favorables.

La situation de l'économie mondiale s'est nettement améliorée dans les premiers mois de 2002, grâce à une décélération du déstockage et à la réaction énergique des autorités. L'investissement en capital fixe des entreprises ne s'est toutefois pas encore redressé : les bénéfices restent déprimés et le degré d'endettement, dans certains pays, paraît important à ce stade du cycle. Quant aux anticipations d'inflation, elles semblent fermement ancrées à un faible niveau, malgré le renchérissement du pétrole, ce qui permet de maintenir des taux directeurs peu élevés.

### Ralentissement en 2001

Le tassement de l'activité dans les grands pays industriels, amorcé au milieu de 2000, s'est aggravé l'an passé (tableau II.1). Les premiers signes en étaient apparus aux États-Unis, notamment dans le secteur de la haute technologie. La décélération du commerce mondial qu'il a entraînée a été particulièrement sévère (graphique II.1), soulignant la synchronisation inhabituelle du ralentissement économique. Une caractéristique marquante de ce dernier est qu'il ne semble pas dû à un resserrement des politiques monétaires, mais plutôt à une importante réduction des stocks et des investissements des entreprises, précédée, et en partie provoquée, par la diminution marquée de leurs bénéfices. En revanche, la consommation privée et la construction résidentielle sont demeurées beaucoup plus vigoureuses que lors des phases antérieures de recul de l'activité. Cette divergence entre les dépenses des entreprises et celles des ménages résulte dans une certaine mesure d'éléments fondamentaux différents : surcapacités et contraction des bénéfices pour les premières et, pour les seconds, hausse des prix de l'immobilier et maintien de revenus réels élevés, les conditions de crédit relativement bon marché favorisant la consommation et la construction résidentielle.

Sévère  
décélération  
du commerce  
mondial

Croissance et inflation						
	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>		
	1991–2000	2001	2002 <sup>2</sup>	1991–2000	2001	2002 <sup>2</sup>
	variation annuelle, en %					
États-Unis	3,2	1,2	2,8	2,8	2,8	1,6
Zone euro	2,0	1,5	1,3	2,6	2,5	2,0
Japon	1,4	-0,4	-1,0	0,8	-0,7	-1,0
Royaume-Uni	2,3	2,2	1,8	3,2	2,1	2,2
Économies industrielles avancées	2,5	1,1	1,7	2,4	2,1	1,4

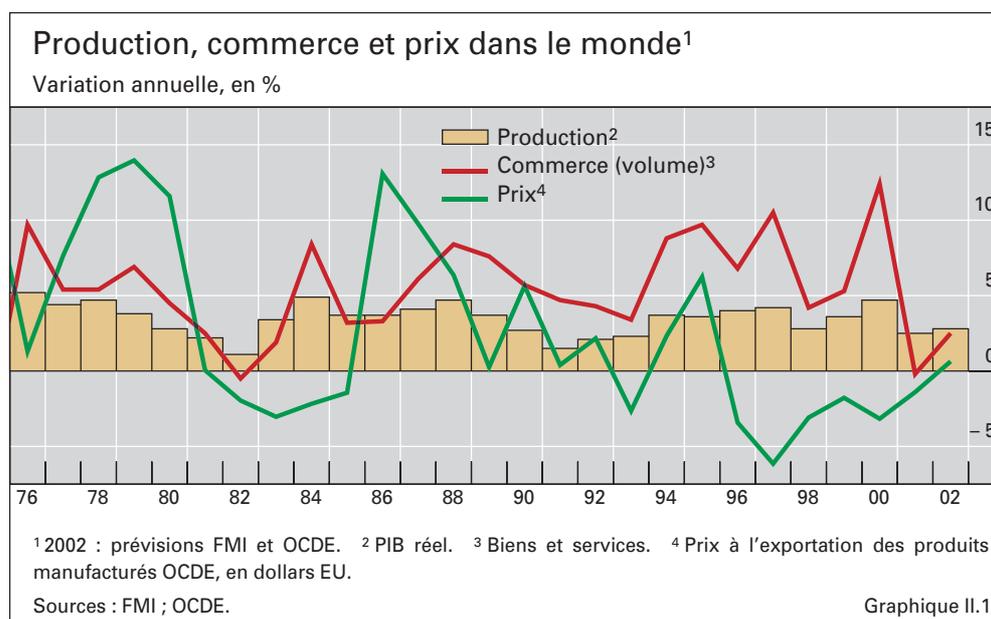
<sup>1</sup> Royaume-Uni : prix de détail, hors paiements d'intérêts hypothécaires. <sup>2</sup> Préviation consensuelle, publiée en mai.  
Sources : © Consensus Economics ; données nationales. Tableau II.1

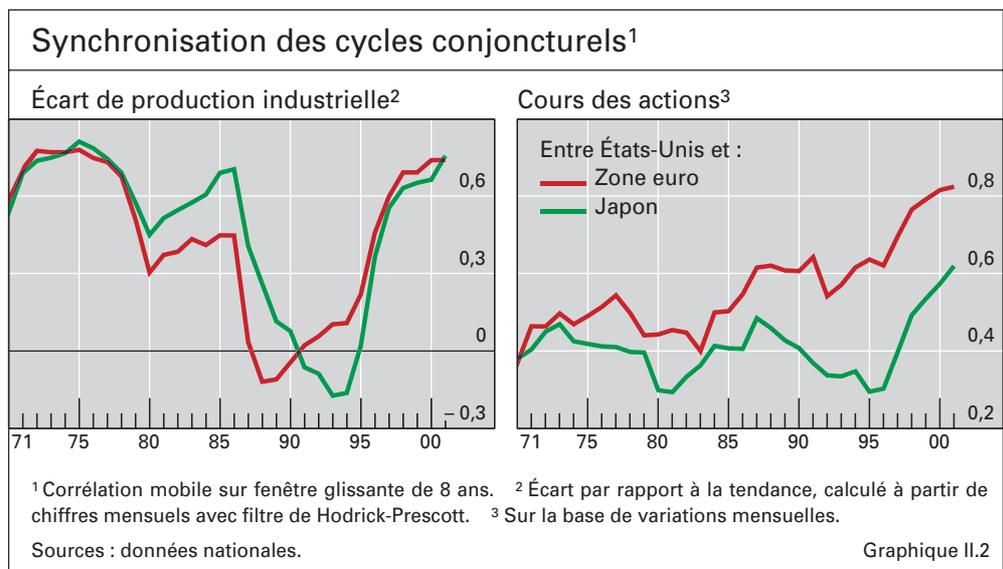
### Interdépendances internationales

Le ralentissement récent semble caractérisé par un degré de synchronisation plus élevé que lors de la récession du début des années 90 (graphique II.2), ce qui laisserait penser que les cycles conjoncturels sont devenus plus étroitement corrélés à mesure que l'économie s'est mondialisée, même si d'autres explications sont plausibles.

Le commerce est le mode de transmission le plus direct d'un choc entre pays. La spécialisation étant plus grande aux divers stades de la production, les échanges commerciaux tiennent aujourd'hui une place croissante dans l'activité (tableau II.2). En outre, l'intégration verticale implique que les chocs spécifiques à un secteur ont des effets semblables, en termes de variation de la production globale, d'un pays à l'autre. Comme en témoigne l'accroissement des flux d'investissement direct étranger (IDE) tout au long des années 90, une deuxième caractéristique de la mondialisation – liée à la

Interdépendances  
commerciales





première – est la tendance des entreprises à s’implanter plus solidement sur les marchés extérieurs. Ainsi, les perturbations qui touchent une grande économie dépriment les bénéfices consolidés des multinationales et entraînent un ajustement de leurs dépenses à l’échelle mondiale. En outre, un choc spécifique à un pays peut modifier les anticipations des agents économiques chez ses partenaires commerciaux, d’où une correction plus rapide des stocks, des programmes d’investissement et de l’emploi.

Le rôle des canaux financiers s’est sans doute également amplifié. Les taux d’intérêt à long terme tendent à évoluer en phase et les cours des actions montrent une corrélation croissante entre grands pays industriels. La synchronisation des cycles conjoncturels a pu s’en trouver renforcée de deux façons. D’abord, les prix des actifs financiers réagissent rapidement aux modifications des conditions macroéconomiques et en accélèrent ainsi la transmission entre pays. Ensuite, le recours aux marchés des capitaux s’est intensifié ces dernières décennies. Certes, les structures financières et la composition des patrimoines restent très différentes d’un pays à l’autre, et

Canaux financiers

Part du commerce extérieur <sup>1</sup>				
	1981–90	1991–2000	2000	2001
	en % du PIB			
États-Unis	9,3	11,4	13,0	11,9
Zone euro <sup>2</sup>	14,8	15,0	19,3	19,3
Japon	11,3	9,1	10,0	10,1
Royaume-Uni	26,1	27,1	29,0	28,2
Canada	26,0	35,1	42,9	40,7
Australie	16,5	19,6	22,4	22,2
Suède	32,2	35,7	44,5	43,5
Suisse	35,8	36,1	44,0	44,2

<sup>1</sup> Moyenne des exportations et importations de biens et services. <sup>2</sup> Hors commerce transfrontière intrazone.

Sources : BCE ; OCDE ; données nationales. Tableau II.2

l'influence de ces marchés est généralement plus sensible dans les pays anglophones que dans la zone euro ou au Japon. Néanmoins, les variations de plus en plus corrélées des conditions financières sont susceptibles d'avoir des effets plus marqués et plus synchrones que précédemment sur la demande intérieure.

En 2001, chocs partagés temporaires et, peut-être, réversibles

Malgré ces tendances longues, la synchronisation sous-jacente des cycles pourrait être moindre que ne le suggère l'évolution de 2001. Premièrement, les mêmes facteurs ont exercé une influence temporaire et, peut-être, réversible durant le ralentissement récent. La hausse des prix pétroliers en 1999 et 2000 (tableau II.3) a renchéri les importations et comprimé les bénéfices des entreprises, freinant à la fois la consommation privée et les dépenses des sociétés. En outre, la politique monétaire a été resserrée dans la plupart des pays en 1999–2000. Mais l'événement le plus important a sans doute été l'éclatement de la bulle des valeurs de haute technologie, qui a entraîné une sévère détérioration simultanée des marchés internationaux des capitaux. L'investissement en capital fixe et les stocks des entreprises (composantes de la demande à fort contenu de biens échangés) ont donc chuté, amplifiant le rôle du canal commercial. De surcroît, les attentats du 11 septembre 2001 ont affecté la confiance dans tous les pays.

Retour à la situation des années 70 et 80 ?

Deuxièmement, le caractère synchrone du ralentissement récent apparaît important par comparaison avec la récession du début des années 90, qui présentait toutefois une configuration assez inhabituelle. La production avait baissé en 1991 aux États-Unis et dans les autres grands pays anglophones, mais seulement deux ans plus tard en Europe continentale et au Japon. Ce déphasage résultait essentiellement de perturbations et événements propres à certains pays, notamment la réunification allemande et l'éclatement de la bulle des prix des actifs au Japon. Celui-ci, en pesant durablement sur les conditions financières des agents, a freiné l'activité durant toute la décennie. Le découplage du Japon par rapport au cycle conjoncturel des autres pays industriels a été amplifié par la crise asiatique de 1997–98. De ce point de vue, la synchronisation observée l'an dernier

Commerce mondial : volume et prix <sup>1</sup>					
	1991–2000	1999	2000	2001	2002 <sup>2</sup>
	variation annuelle, en %				
Volume	7,3	5,6	12,8	-0,7	2,6
Prix (en dollars EU)	-0,8	-2,0	0,3	-3,5	-1,5
Produits manufacturés	-0,9	-1,9	-5,1	-2,4	-0,5
Pétrole	2,1	37,5	57,0	-14,0	-5,3
Autres produits de base	-0,9	-7,0	1,8	-5,5	-0,1
Termes de l'échange					
Économies avancées <sup>3</sup>	0,2	0,1	-2,5	0,4	0,6
Pays en développement	-0,0	4,5	7,4	-3,0	-1,6

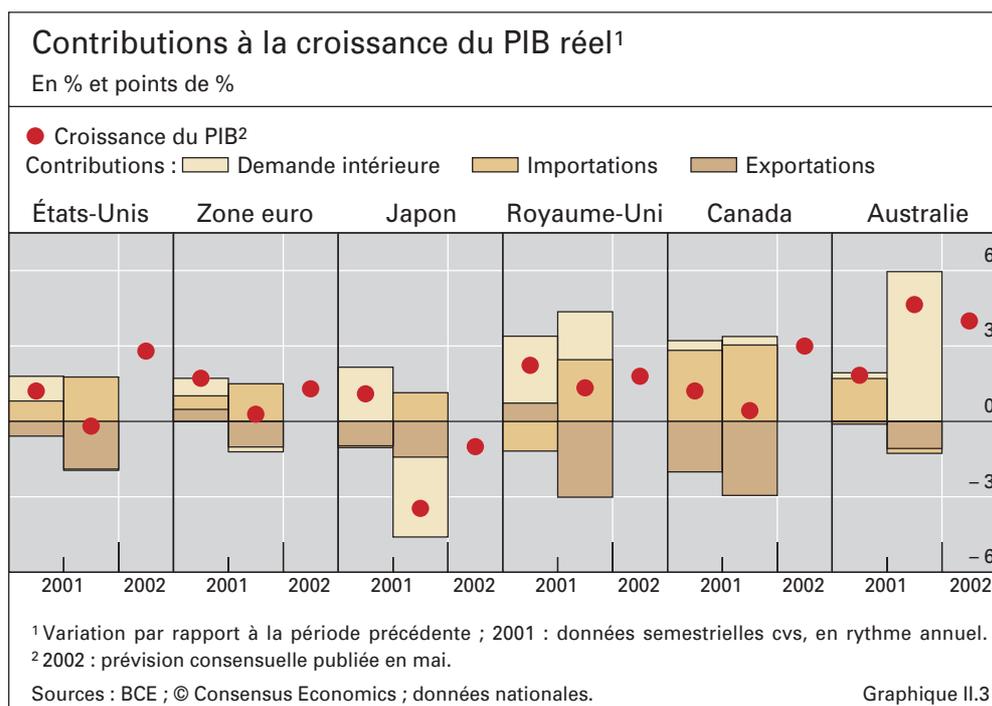
<sup>1</sup> Marchandises uniquement. <sup>2</sup> Prévision FMI. <sup>3</sup> Économies industrielles avancées plus économies d'Asie nouvellement industrialisées (Corée, Hong-Kong RASS, Singapour et Taiwan, Chine).  
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.3

pourrait simplement refléter un retour à une situation plus proche de celle des années 70 et 80.

Troisièmement, la synchronisation des cycles conjoncturels en 2001 ne doit pas être surestimée. Si la croissance a été freinée partout, les principales économies ont connu des évolutions macroéconomiques différentes reflétant des spécificités locales. Hors des États-Unis, ce sont les autres pays anglophones, même les plus étroitement liés à l'économie américaine (Canada notamment), qui ont obtenu les résultats les plus favorables. Malgré un tassement de la production en fin d'année, le Royaume-Uni a enregistré en 2001 la croissance la plus rapide au sein du G 7, en raison essentiellement de la conjonction d'une consommation soutenue et d'une vive augmentation de l'investissement public. L'économie australienne, en dépit de ses liens commerciaux avec le Japon et l'Est asiatique, a progressé de 2½ % l'an dernier, grâce à une forte demande intérieure, à un cours de change compétitif et à une amélioration de l'offre après de nombreuses années de déréglementation économique (graphique II.3).

La synchronisation de 2001 ne doit pas être surestimée

Les autres régions ont été plus touchées qu'on ne le pensait initialement par le ralentissement mondial. Le Japon, en phase de stagnation lorsque l'économie américaine croissait fortement, a été le seul pays industriel avancé où le PIB a, en fait, régressé en 2001 ; la chute des exportations a aggravé la récession dans une économie déjà affectée par les difficultés du secteur bancaire, la fragilité financière des entreprises et les anticipations de déflation. Dans la zone euro, l'activité a nettement faibli en cours d'année. En Allemagne, le PIB a même diminué au second semestre, la demande intérieure étant freinée par une importante réduction des stocks et une contraction des investissements. L'Italie a également connu un ralentissement notable par suite d'une demande intérieure atone. Ailleurs en



Europe, la production s'est vivement tassée en Suède, où la consommation a marqué le pas, et en Suisse, où la demande d'exportations a souffert de la faiblesse de la croissance mondiale et de l'appréciation du franc.

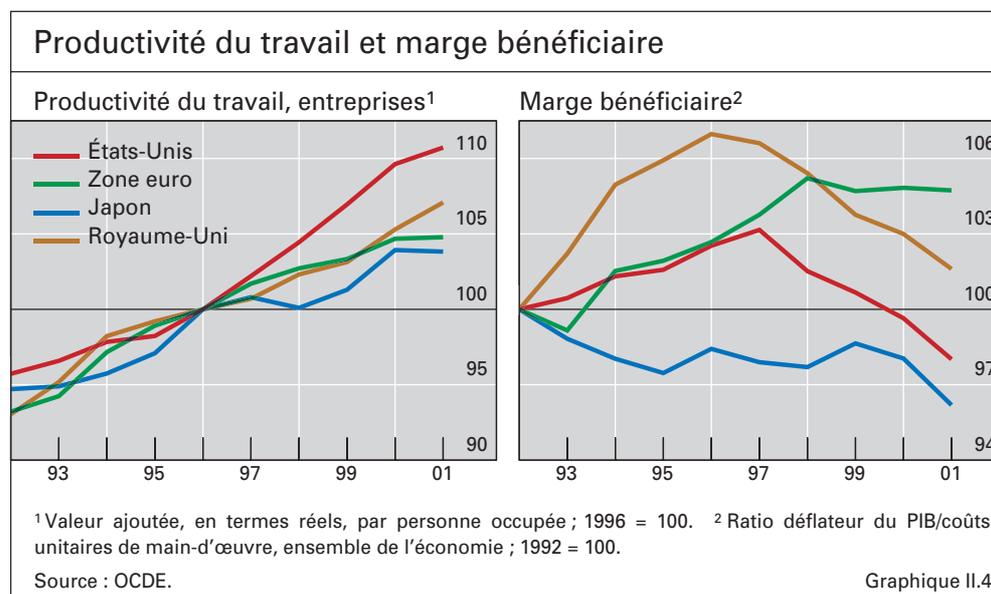
En résumé, le ralentissement synchronisé de 2001 paraît essentiellement résulter de chocs partagés, renforcés par le fait que les composantes de la demande les plus atteintes comprenaient un fort contenu de biens échangés. Il s'apparente à cet égard aux récessions du début des années 70 et 80. En conséquence, la reprise mondiale qui semble engagée depuis début 2002 pourrait ne pas présenter le même degré de synchronisation (voir ci-après).

### Rôle des entreprises et de l'industrie manufacturière dans le ralentissement

Outre son degré élevé de synchronisation, le ralentissement de l'an passé s'est caractérisé par une évolution contrastée pour les entreprises et les ménages. Il en est résulté une différence notable entre les résultats des secteurs tournés vers l'exportation et les autres, surtout dans les pays où la monnaie s'était fortement appréciée ces dernières années. Ainsi, la production manufacturière a nettement diminué aux États-Unis et au Royaume-Uni, tandis que la construction de logements, les travaux publics et les services ont relativement bien résisté.

Le ralentissement mondial a résulté en premier lieu d'une chute brutale de la production manufacturière, notamment dans la haute technologie. La forte et rapide correction en baisse des investissements des entreprises, face à la diminution de leurs bénéfices, a joué un rôle clé. Alors que, durant la décennie 90, la plupart des sociétés étaient avantagées par des taux d'intérêt peu élevés et une activité vigoureuse, leurs profits se sont trouvés de plus en plus comprimés ces dernières années. Les marges bénéficiaires des sociétés américaines sont en recul depuis 1997, la quasi-totalité des gains de productivité ayant été absorbés par la rémunération des salariés. La hausse des prix pétroliers, conjuguée au durcissement des conditions d'emprunt

Évolution contrastée pour les entreprises et les ménages



pour certaines branches, les a encore amenuisées juste avant le ralentissement récent (graphique II.4). Cette détérioration, manifeste dans d'autres grands pays industriels également, a été aggravée par l'accumulation de surcapacités dans plusieurs secteurs : elle a nourri les pressions déflationnistes et limité la marge de manœuvre des entreprises en matière de fixation des prix.

La baisse de la production industrielle s'explique également par un important ajustement des stocks (particulièrement prononcé aux États-Unis). Au Japon, en revanche, le ratio stocks/livraisons est demeuré élevé, malgré une chute de la production industrielle, tombée en fin d'année à son plus bas depuis quatorze ans. En outre, comme indiqué précédemment, les attentats du 11 septembre ont joué un rôle majeur : ils ont non seulement perturbé la production au niveau des usines, mais ils ont aussi ébranlé la confiance des entreprises dans le monde entier et accentué le ralentissement du commerce international.

Les dépenses des entreprises ont encore été freinées par l'évolution des prix des actifs et par les modifications des conditions financières, les sociétés essayant de reconstituer leur trésorerie et de limiter leur besoin de financement par une compression des charges. D'abord, les résultats déclarés ont été érodés par la nécessité de se doter d'importantes provisions en regard d'acquisitions onéreuses. Deuxièmement, tandis que leurs perspectives de bénéfices à court terme étaient fortement revues en baisse, nombre d'entre elles se sont trouvées confrontées à une pénurie de liquidités inattendue, dans une période de tassement de leur activité et d'accès restreint à certains marchés du crédit. Troisièmement, alors qu'un cours de change élevé aggravait les problèmes des industriels aux États-Unis et au Royaume-Uni, la dépense des entreprises de la zone euro souffrait de surcapacités et d'une correction prononcée des cours des actions dans les télécommunications.

Le financement des entreprises s'est aussi profondément modifié au cours des dix-huit derniers mois. Les émissions de titres de bonne qualité, bénéficiant de la détente monétaire ainsi que d'un mouvement de report sur l'obligataire, sont demeurées élevées, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. À mesure que le tassement de l'activité s'accroissait, les investisseurs ont redoublé de prudence et les primes se sont accrues pour les emprunteurs moins bien notés, annulant l'effet incitatif de la baisse des taux courts. Comme le montre le chapitre VI, la solvabilité de plusieurs catégories d'entreprises s'est détériorée lorsque le ralentissement a pesé sur leurs profits et entraîné de nouvelles faillites. Les risques propres à certains secteurs ont joué un rôle particulier, surtout après les événements de septembre, et quelques branches et sociétés ont vu leur accès au crédit se réduire fortement. Ces préoccupations concernant la solvabilité se sont également traduites par une plus grande réticence des banques à prêter et par un tarissement du marché du papier commercial aux États-Unis. Au Japon, le repli du crédit a principalement résulté de la faiblesse de la demande ; dans le même temps, l'augmentation de l'encours des prêts non productifs, en période de déflation, et la multiplication des faillites

Les entreprises ont dû limiter leur besoin de financement

Accès plus difficile au crédit, sauf pour les notations de qualité

ont réduit la capacité et la volonté des institutions financières d'accorder des concours, spécialement aux petites et moyennes entreprises.

### *Conditions d'emprunt, effets de richesse et dépenses des ménages*

Les dépenses des ménages, contrairement à celles des entreprises, ont été soutenues dans la plupart des pays, malgré un endettement élevé, la baisse des cours des actions et la montée des préoccupations concernant les perspectives d'emploi. La consommation privée est restée dynamique au Royaume-Uni et s'est même renforcée en Australie. Aux États-Unis, le revenu des ménages a souffert de la multiplication des licenciements, mais les ventes de détail ont bien résisté. Si les dépenses des ménages se sont globalement affaiblies dans la zone euro, elles sont demeurées importantes dans plusieurs pays, notamment l'Espagne et la France. Au Japon, la consommation privée a, en fait, un peu augmenté en 2001.

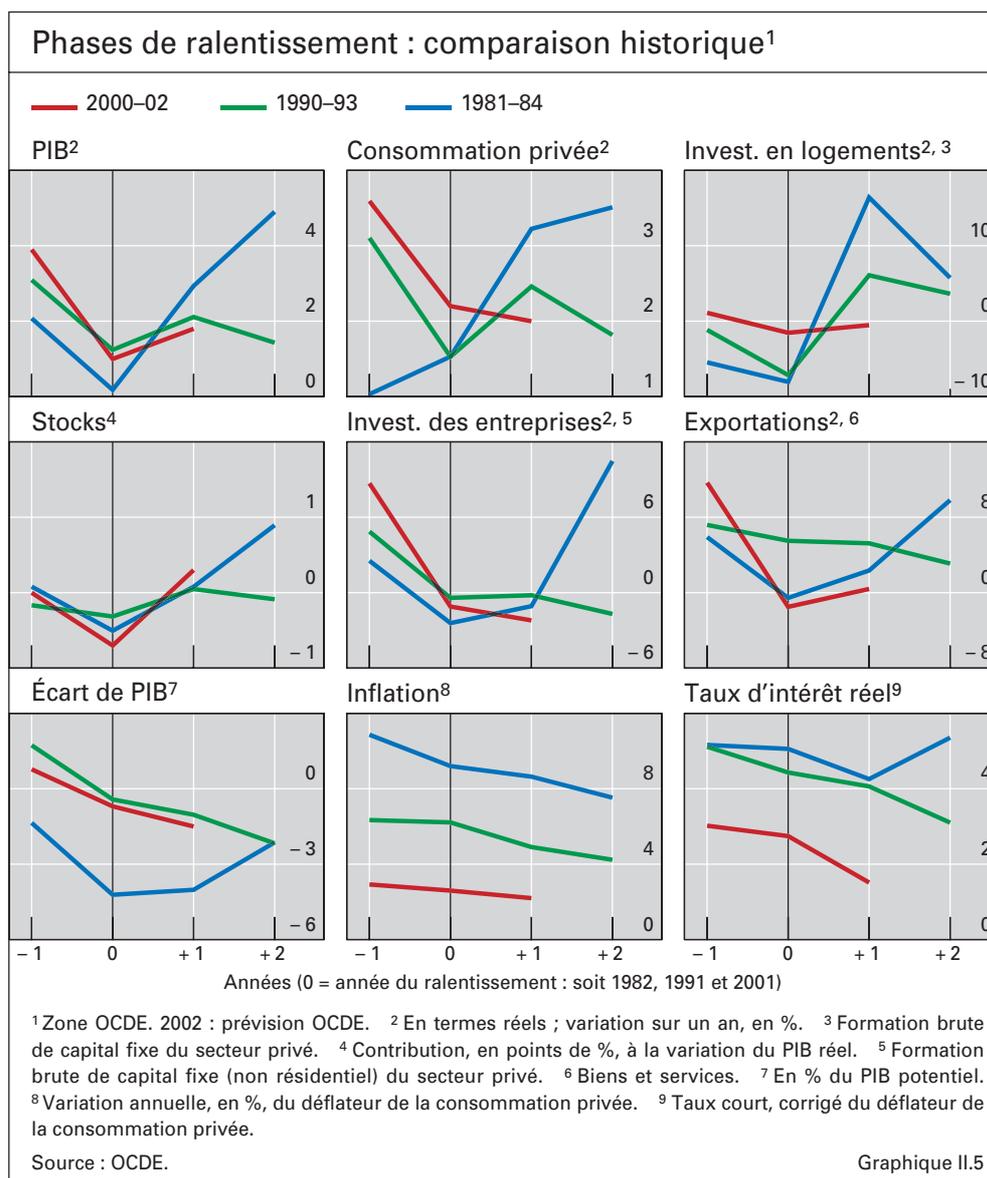
La construction a également suivi une évolution atypique. Sauf en Allemagne (où elle ne cesse de refluer depuis le boum qui a suivi la réunification) et au Japon (où les programmes de travaux publics ont récemment été réduits), elle a été soutenue par les dépenses publiques, notamment aux États-Unis, au Canada et au Royaume-Uni. En outre, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a été encouragé par le renchérissement des logements dans de nombreux pays ; ce dynamisme est inhabituel : lors des précédentes phases de ralentissement, en effet, l'investissement avait généralement beaucoup régressé dans ce secteur, en réaction à la hausse des taux d'intérêt (graphique II.5).

L'une des raisons de la bonne tenue des dépenses des ménages a été la baisse des taux longs et le dynamisme des marchés hypothécaires. Le taux moyen des emprunts de ces agents a diminué de 2 points de pourcentage aux États-Unis sur l'année 2001. Ces effets ont été amplifiés par l'offre de financements au rabais des constructeurs automobiles américains, qui a contribué à soutenir la consommation privée en fin d'année. Dans les autres pays anglophones, les ménages ont également bénéficié du fort accroissement des crédits hypothécaires. La hausse antérieure des prix des actifs a pu encore exercer une incidence favorable. Le ratio patrimoine net/revenu avait sensiblement augmenté durant les années 90, de plus de 100 points de pourcentage aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Italie. Cette amélioration s'expliquait essentiellement par le renchérissement des actifs financiers. Les effets de richesse exercés semblent avoir alimenté les dépenses de consommation pendant la décennie, provoquant une contraction quasi universelle du taux d'épargne des ménages (plus marquée dans les grands pays anglophones). La seule exception – de taille – a été le Japon, où le patrimoine net des ménages s'effrite, en fait, depuis 1990, en raison de la chute des prix des actions et des terrains, qui étaient nettement surévalués.

Bien que la baisse des cours des actions, amorcée début 2000, se soit poursuivie en 2001, la consommation privée est demeurée exceptionnellement élevée dans la zone OCDE. De fait, elle a augmenté de plus de 2 % en 2001, contre 1 % seulement pour la production. Plus étonnant, les dépenses des ménages ont même résisté dans les pays où le reflux des

Bonne tenue  
des dépenses  
des ménages

Baisse des cours  
des actions ...



cours des actions était supposé produire l'effet de freinage le plus prononcé, comme les États-Unis, le Canada et le Royaume-Uni. L'explication pourrait résider dans les fortes plus-values immobilières enregistrées depuis le milieu des années 90, qui n'ont donné aucun signe de modération en 2001. Les prix de l'immobilier résidentiel se sont accrus d'environ 10 % l'an en termes réels au Royaume-Uni, en Irlande, aux Pays-Bas et dans certains pays nordiques au cours des cinq dernières années et de près de 5 % dans la plupart des autres économies industrielles (chapitre VII). Les principales exceptions sont le Japon et l'Allemagne, où ils ont diminué, ainsi que la Suisse et le Canada, où ils sont quasiment stables depuis quelques années.

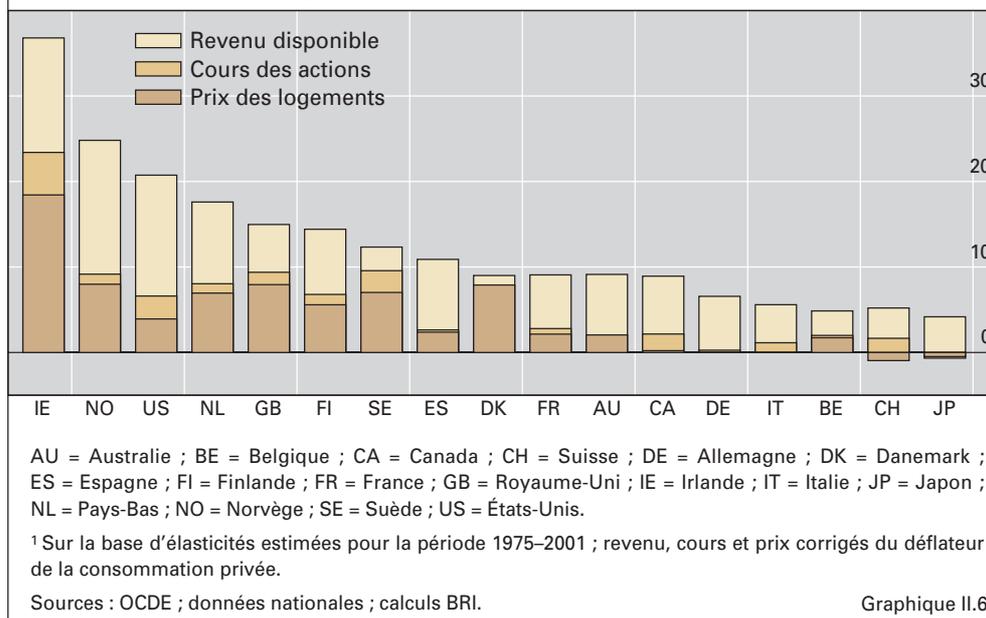
Il reste à savoir dans quelle mesure la consommation des ménages peut être alimentée par une revalorisation de leur patrimoine immobilier en termes nominaux, sachant que le parc d'habitations n'évolue que lentement. D'un côté, les effets de richesse agissent positivement ; de l'autre, les loyers tendent à augmenter en même temps que les prix des logements. Si les propriétaires peuvent épargner moins en cas de hausse de ces prix, les

... mais fortes plus-values immobilières

En théorie, l'impact de la hausse des prix immobiliers sur la consommation reste ambigu ...

## Principales contributions à la croissance de la consommation privée en termes réels, 1996–2001<sup>1</sup>

En % de la consommation privée en 1995



locataires doivent épargner davantage s'ils souhaitent acheter. Enfin, les actifs corporels sont généralement moins liquides que le patrimoine financier et leurs plus-values à la fois moins évidentes (car les informations sont plus éparses dans ce domaine) et plus difficiles à réaliser. Quelle que soit l'incidence du renchérissement des logements sur la consommation, elle devrait varier selon l'importance relative du patrimoine immobilier.

Les effets de patrimoine peuvent néanmoins constituer un important mécanisme de transmission des prix des logements vers la consommation : un renchérissement des biens immobiliers valorise l'actif corporel des propriétaires par rapport à leur passif. Les ventes de logements ont été particulièrement soutenues aux États-Unis en 2001, permettant à de nombreux ménages d'enregistrer des plus-values. Mais il n'est plus nécessaire de vendre pour réaliser des gains de patrimoine dans les économies d'aujourd'hui : les ménages sont désormais en mesure d'emprunter en contrepartie de ces plus-values latentes, de sorte que les actifs fixes sont devenus beaucoup plus liquides. Aussi est-il possible d'améliorer le lissage de la consommation dans le temps. Une plus grande efficacité dans le montage des crédits hypothécaires, ces dernières décennies, a fort bien pu renforcer ce canal.

Sur le plan empirique, il apparaît clairement qu'une augmentation du patrimoine financier et non financier a un effet positif marqué sur les dépenses de consommation. Il semble bien que la flambée des prix des logements a très nettement soutenu la consommation privée dans les grandes économies anglophones, aux Pays-Bas et dans les pays nordiques (graphique II.6). Contre toute attente, le phénomène semble avoir pris une ampleur particulière là où la richesse immobilière tient une place moins

... mais les effets de patrimoine pourraient être importants ...

... comme le montre l'observation empirique

importante que les actifs financiers. Il est possible que la « financierisation » des bilans des ménages (c'est-à-dire la capacité de ces derniers à rendre liquide leur patrimoine immobilier) se soit plus développée dans les pays où le système financier est désintermédié que dans ceux où il est essentiellement assuré par les banques. Les États-Unis ont sans doute constitué l'exemple le plus frappant à cet égard en 2001 : la montée rapide des prix du logement, conjuguée à l'intensification des refinancements des hypothèques, y a notablement atténué les répercussions négatives exercées par la baisse des actions, la détérioration du marché du travail et la dégradation de la confiance au lendemain des attentats du 11 septembre.

## Signes d'amélioration des perspectives économiques en 2002

Les perspectives de l'économie mondiale se sont améliorées depuis fin 2001 et les échanges commerciaux semblent en voie de redressement. La production américaine est repartie au quatrième trimestre, pour se renforcer de façon spectaculaire le trimestre suivant, même si certains indicateurs laissent présager un léger ralentissement par la suite. Dans la zone euro, la confiance des entrepreneurs est revenue (confirmant la reprise), mais la consommation privée a manqué de dynamisme début 2002, en raison de la hausse notable des prix et de l'atonie du marché du travail. Pour le Japon, les perspectives à court terme demeurent médiocres alors que, pourtant, les enquêtes de conjoncture et les dernières données concernant les exportations et la production industrielle font entrevoir un redémarrage de l'activité. Cependant, avec des salaires nominaux toujours en baisse, l'horizon de la consommation privée reste sombre.

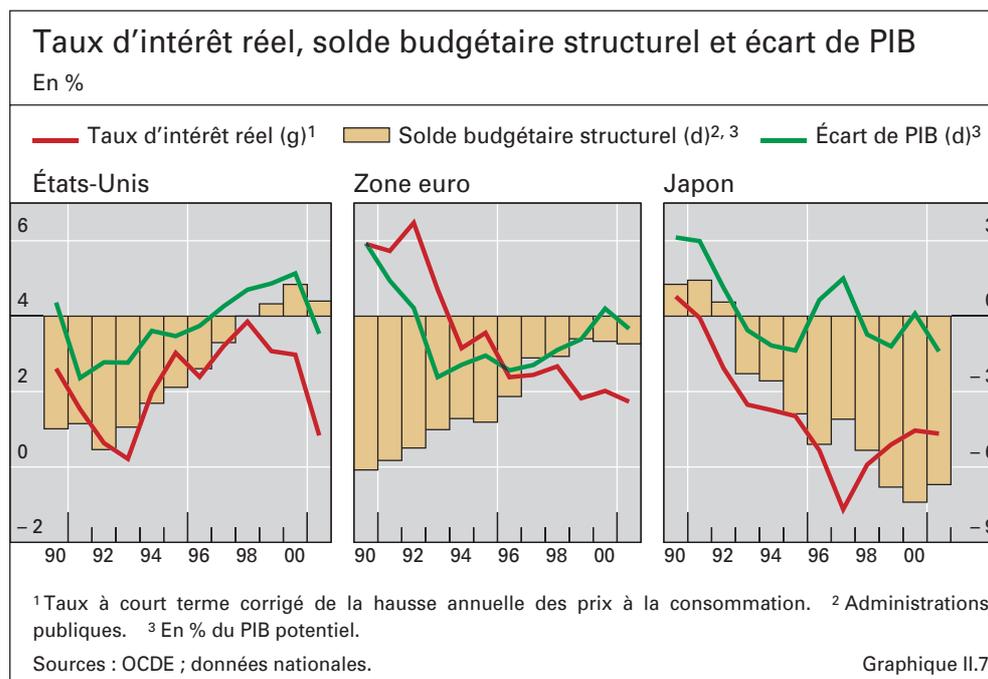
### *Éléments favorisant la reprise actuelle*

La détente monétaire et l'orientation budgétaire plus expansionniste ont contribué au soutien de la demande globale (graphique II.7). Courant 2001, devant l'accentuation du ralentissement, les taux d'intérêt à court terme ont été nettement réduits. Cet assouplissement a été extrêmement important aux États-Unis, où la Réserve fédérale a ramené les taux directeurs à des niveaux inconnus depuis les années 60. En outre, la politique budgétaire est devenue partout plus expansionniste, surtout au Royaume-Uni en termes de dépenses publiques. L'été dernier, des baisses d'impôts notables ont été mises en œuvre aux États-Unis, et les dépenses publiques sont en forte hausse, en particulier depuis les attentats. Des mesures complémentaires, d'une ampleur moindre que prévu toutefois, ont été adoptées au début de cette année. Le desserrement de la politique budgétaire en 2002 devrait atteindre près de 1½ % du PIB aux États-Unis et devrait pareillement stimuler puissamment la demande au Canada, en Norvège et en Suède.

Des mesures de soutien

Outre les stimulants budgétaires temporaires, d'autres éléments ponctuels ont contribué à relancer l'activité. Premièrement, le recul des prix du pétrole jusqu'à la fin de 2001 a réduit l'inflation et permis ainsi de préserver le revenu disponible en termes réels. Deuxièmement, début 2002, l'évolution au niveau des stocks a fortement soutenu la production mondiale,

Des éléments ponctuels ont favorisé la reprise



en particulier dans les secteurs de l'automobile et de l'informatique. Dans le même temps, selon de récents indicateurs, la reprise conduite par les États-Unis pourrait gagner davantage de secteurs et de régions. La construction résidentielle s'est notablement intensifiée, début 2002, outre-Atlantique et dans les autres grands pays anglophones. Au surplus, comme les produits de haute technologie ont vraisemblablement une durée de vie relativement courte, les capacités existantes pourraient rapidement devenir obsolètes et accélérer le besoin de renouvellement. Les investissements américains en équipements et logiciels informatiques ont augmenté au premier trimestre 2002.

#### *Freins possibles à la reprise*

Cela étant, les conditions financières pourraient freiner la reprise. Les rendements des obligations d'État n'ont pas suivi la détente monétaire l'an dernier et sont particulièrement sensibles, depuis octobre 2001, à l'évolution du sentiment des investisseurs à l'égard de cette reprise. Les taux ont progressé en fin d'année, dans un contexte caractérisé par un regain d'optimisme au sujet des perspectives macroéconomiques globales, une montée des préoccupations sur la situation budgétaire de certains pays et des anticipations d'un resserrement prochain des conditions monétaires (chapitre IV). Toutefois, lorsque des doutes ont surgi sur la vigueur de la reprise, les taux obligataires ont à nouveau baissé en avril-mai 2002 et les primes de risque des entreprises ont légèrement diminué. La reprise devrait ainsi être confortée, mais l'accès des sociétés au marché du crédit reste limité, en raison de la prudence accrue des investisseurs après une série de faillites retentissantes dans plusieurs pays.

S'agissant des entreprises, il importe de savoir quand elles pourront renouer avec les bénéficières. Le ratio bénéficières/PIB s'est maintenu à un niveau

Obstacles potentiels : conditions financières ...

... et bilans des entreprises

relativement satisfaisant dans la zone euro. Au Japon, la dernière enquête *Tankan* montre que les sociétés tablent sur un vif redressement de leurs marges en 2002. Aux États-Unis, le recul marqué des coûts unitaires de main-d'œuvre a permis un puissant rebond des bénéfices au cours des tout derniers trimestres, nourrissant l'espoir d'une rapide inversion de l'érosion spectaculaire de la part des profits en 2001. Cependant, un retour à des taux d'intérêt plus habituels augmenterait le coût du service de la dette et accentuerait les pressions sur les marges bénéficiaires, ce qui pourrait obliger les entreprises à poursuivre le redressement de leurs bilans avant tout redémarrage de l'investissement. Une situation de surcapacités pourrait également avoir des effets négatifs durables sur l'investissement. De fait, la faiblesse actuelle des prix des semi-conducteurs suggère que les capacités excédentaires sont encore substantielles dans le secteur informatique. De surcroît, le taux moyen d'utilisation des capacités de production pour l'ensemble du secteur manufacturier des pays de l'OCDE reste bien au-dessous de son niveau des années 90. Une exception importante à cet égard est la zone euro où, hormis le secteur des télécoms, les surcapacités semblent plus limitées.

#### *Reprise contrastée selon les pays*

La vigueur de la reprise observée au début de 2002 a été nettement différente selon les pays, en raison peut-être de l'absence de la plupart des forces qui avaient provoqué une forte synchronisation de la conjoncture au cours du ralentissement de l'activité.

Premièrement, l'orientation de la politique économique varie sensiblement d'un pays à l'autre, en fonction notamment du degré d'assouplissement monétaire. Conséquence de situations différentes en termes d'inflation et de production (chapitre IV), les taux d'intérêt à court terme ont moins baissé en Europe qu'aux États-Unis et sont restés pratiquement inchangés au Japon, où ils étaient déjà proches de zéro. La politique budgétaire présente aussi des disparités frappantes. Tandis que dans les principaux pays anglophones elle est devenue nettement expansionniste, au sein de la zone euro sa marge de manœuvre a été davantage limitée par les niveaux des déficits et de l'endettement. Bien que, en 2001, les autorités aient laissé jouer les stabilisateurs automatiques, qui ont amorti les effets du recul de l'activité, l'orientation pourrait prendre un tour légèrement plus restrictif en 2002. Au Japon, les émissions d'obligations sont désormais soumises à un plafond rigoureux et le budget adopté pour 2002 prévoit une compression substantielle des dépenses de l'État, dans les travaux publics notamment.

Deuxièmement, l'élément peut-être le plus important concerne la forte disparité apparente des taux de croissance potentiels dans les grands pays industriels. La reprise conjoncturelle pourrait donc être plus marquée aux États-Unis, du fait de la dimension relative des écarts de PIB actuels. La productivité du travail dans le secteur non agricole y est restée soutenue pendant le ralentissement, augmentant de 2 % par an de 1996 à 2001 (graphique II.4). Cette évolution, conjuguée à une expansion de l'emploi plus

Une reprise à plusieurs vitesses

Des forces économiques sous-jacentes différentes

favorable que dans les autres pays industriels, laisse présager une hausse de la production potentielle relativement élevée, qui permettrait de favoriser à la fois les bénéfices des entreprises et la progression des salaires réels. Les résultats dans les autres grands pays industriels ont été moins bons. Au Japon, le taux de croissance moyen pendant la décennie a été très faible et la productivité du travail ne s'est accrue que de  $\frac{3}{4}\%$  l'an au cours des cinq dernières années. Dans l'Union européenne, les gains de la productivité du travail ont atteint en moyenne  $1\frac{1}{4}\%$  par an durant ces cinq années, le potentiel de croissance étant toujours limité par la stagnation de la population active et les rigidités structurelles sur les marchés des produits et du travail. Le chômage structurel a cependant diminué dans certains pays, grâce à des incitations à l'embauche des jeunes ou de main-d'œuvre non qualifiée. La France, par exemple, a réduit les prélèvements de sécurité sociale pour les travailleurs peu qualifiés, tandis que d'autres pays européens ont encouragé leur recrutement en conférant plus de souplesse au marché du travail. Ces mesures pourraient avoir pendant quelque temps des effets négatifs sur la productivité du travail, même si elles augmentent à plus long terme la croissance potentielle.

## Perspectives à moyen terme

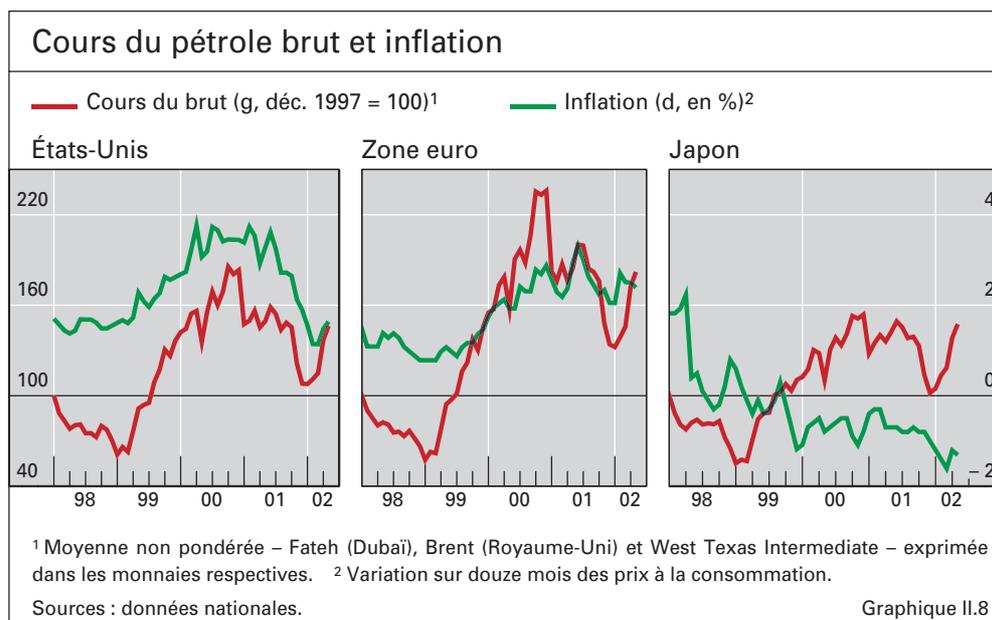
Au-delà des tout prochains trimestres, la vigueur de la reprise mondiale actuelle dépendra sans doute essentiellement des perspectives en matière d'inflation ainsi que des soldes financiers intérieurs et extérieurs.

### *Perspectives en matière d'inflation*

L'inflation mondiale devrait rester faible ...

Parallèlement à l'accentuation du ralentissement mondial en 2001, les tensions inflationnistes sont allées en s'apaisant dans la plupart des pays ; cette accalmie a surtout été due, cependant, à la baisse des cours des matières premières (graphique II.8). L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors alimentation et énergie, a été relativement stable et a même augmenté dans la zone euro, dépassant 2 %.

L'inflation a sensiblement reculé aux États-Unis, passant de près de 4 % début 2001 à 1 % un an plus tard. Les prix à la consommation ont continué de baisser au Japon, à un rythme légèrement plus marqué au second semestre 2001. Au Royaume-Uni, l'inflation a chuté rapidement, à cause principalement de la diminution des taux hypothécaires ; en termes corrigés de ce facteur, elle s'est repliée moins nettement et se situait juste en dessous de l'objectif de la Banque d'Angleterre. En Suisse, l'appréciation de la monnaie a amené l'inflation à un niveau proche de zéro fin 2001. Dans la zone euro, en revanche, les prix à la consommation ont fortement augmenté au premier semestre 2001, en raison d'une conjonction de facteurs : relèvement de la fiscalité indirecte (Allemagne et Pays-Bas), hausses temporaires des prix alimentaires et effets différés du renchérissement du pétrole et du repli du taux de change. L'inflation a toutefois régressé au second semestre, même si elle est restée légèrement au-dessus de l'objectif annoncé par l'Eurosystème.



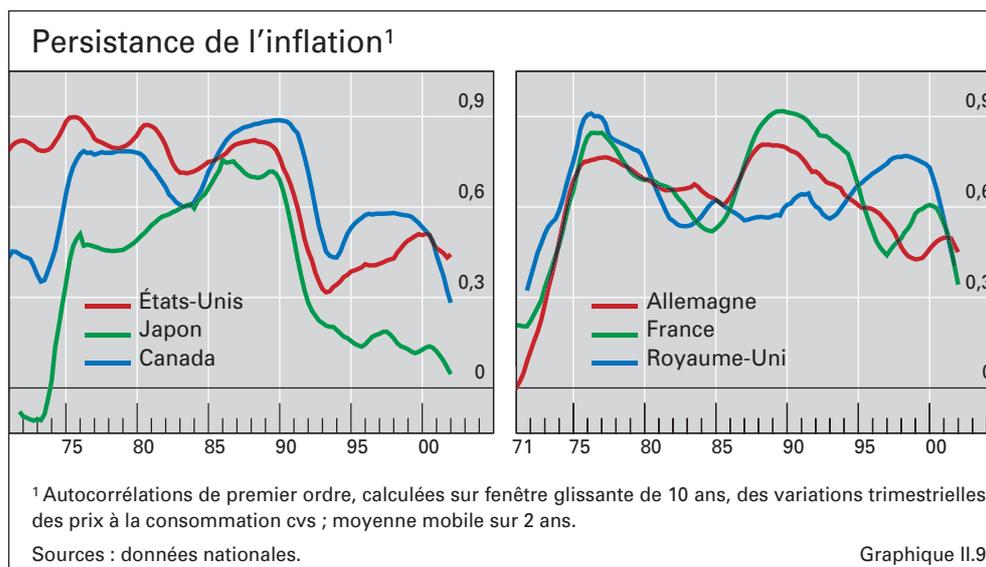
L'inflation mondiale devrait rester faible en 2002, du fait surtout de la morosité actuelle des marchés du travail. Le pouvoir de fixation des prix des entreprises dans le monde reste entravé par le niveau toujours élevé des capacités excédentaires et par l'intensification de la concurrence sur les marchés internationaux. Néanmoins, des risques d'inflation subsistent. Dans les pays européens caractérisés par une rigidité du marché du travail, les salariés pourraient réagir à l'amélioration des perspectives de croissance par des revendications salariales ; l'incidence potentielle en serait aggravée si les syndicats réclamaient le rattrapage des pertes de salaires réels subies précédemment. En outre, les prix de l'énergie ont augmenté récemment,

... en réaction à des tendances longues, malgré des risques à court terme

Inflation dans les économies industrielles avancées : principaux aspects <sup>1</sup>					
	Période	Moyenne	Dispersion <sup>2</sup>	Variabilité <sup>3</sup>	Persistance <sup>4</sup>
États-Unis	1970–1989	6,3	3,2	0,5	0,8
	1990–2001	3,0	1,0	0,4	0,6
Pays européens <sup>5</sup>	1970–1989	8,3	4,1	0,5	0,8
	1990–2001	3,1	1,6	0,5	0,6
Japon	1970–1989	5,8	5,4	0,9	0,7
	1990–2001	0,9	1,4	1,6	0,3
Canada	1970–1989	6,9	3,1	0,4	0,8
	1990–2001	2,3	1,6	0,7	0,4
Australie	1970–1989	9,1	3,4	0,4	0,5
	1990–2001	2,8	2,2	0,8	0,2
Économies industrielles avancées <sup>5</sup>	1970–1989	7,1	3,9	0,6	0,8
	1990–2001	2,7	1,4	0,6	0,5

<sup>1</sup> Calculs effectués à partir des variations annuelles (en %) des indices trimestriels (cvs) des prix à la consommation (pour la persistance à court terme, variations sur un trimestre). <sup>2</sup> Écart type. <sup>3</sup> Ratio écart type/moyenne arithmétique. <sup>4</sup> Coefficient d'autocorrélation de premier ordre des variations trimestrielles ; les valeurs plus basses pour la décennie 90 indiquent une diminution de la persistance de court terme. <sup>5</sup> Moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 1995.

Sources : données nationales. Tableau II.4



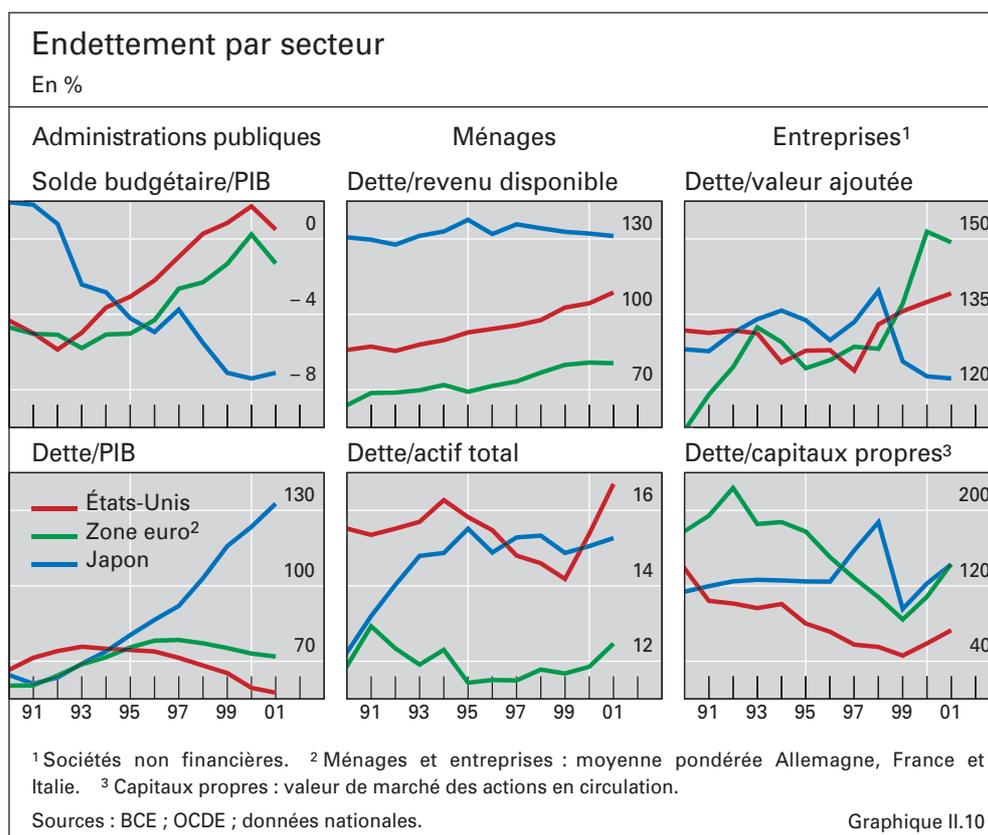
tendance qui pourrait s'accroître dans un climat d'instabilité politique. Les grands producteurs de pétrole se sont engagés à ajuster l'offre pour garantir la stabilité des cours, mais la question est de savoir si cela suffira à empêcher une hausse significative des prix de l'énergie. D'autres tensions inflationnistes potentielles peuvent exister dans les pays présentant un danger de chute brutale du change ou qui ont enregistré une montée en flèche des prix immobiliers.

Des anticipations  
d'inflation mieux  
ancrées

La menace que font peser ces tensions inflationnistes sur la stabilité des prix à moyen terme semble heureusement atténuée par le récent comportement de l'inflation. Il apparaît que, suite au recul spectaculaire du niveau et de la volatilité de l'inflation dans les années 90 (tableau II.4), les anticipations paraissent mieux ancrées. Ainsi, dans le nouveau contexte de modération et de stabilité des prix, les agents économiques anticipent beaucoup plus et fondent davantage leurs prévisions d'inflation sur la politique monétaire que sur les hausses de prix passées (chapitre IV). Il est vrai, en particulier, que la persistance à court terme des variations de l'inflation a sensiblement régressé ces dix dernières années (graphique II.9). Cette évolution, qui concerne surtout de nombreux pays dotés d'objectifs d'inflation, signifie que les résultats antérieurs à cet égard servent moins à expliquer les niveaux actuels.

#### *Déséquilibres internes*

Le niveau d'endettement est un deuxième facteur qui pourrait influencer le caractère durable à moyen terme de la reprise. La dette du secteur privé a fortement augmenté dans les années 90 et, en 2001, les situations financières des entreprises et des ménages ne se sont pas améliorées autant que lors des ralentissements précédents. Il s'agit là d'un aspect qui a focalisé l'attention. Les niveaux élevés d'endettement nécessiteront-ils une correction plus sévère des bilans et, à terme, entraîneront-ils de fortes compressions des dépenses ? La réponse n'est pas simple, ne serait-ce que parce que les divers indicateurs ne mènent pas aux mêmes conclusions (graphique II.10).



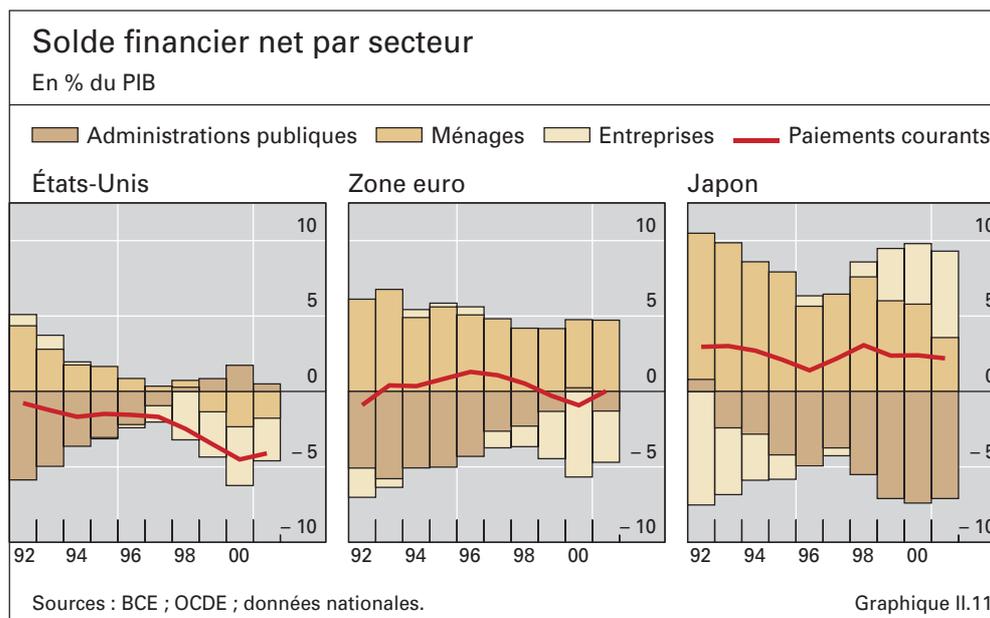
En ce qui concerne l'évolution de l'épargne nette (différence entre épargne et investissement), une diminution notable s'est produite pour les ménages dans la plupart des pays au cours des années 90 (graphique II.11). Les excédents se sont fortement contractés au Japon et ont fait place à des déficits aux États-Unis. Dans ce dernier cas, sous l'effet notamment de la baisse des taux d'intérêt nominaux et de gains de patrimoine substantiels, les ménages ont accru leur endettement pour alimenter leur surcroît de dépenses. Le développement des marchés hypothécaires a joué un rôle particulièrement important à cet égard ; il a atténué non seulement les contraintes de liquidité mais aussi le renchérissement du service de la dette. En 2001, par exemple, les ménages ont même amélioré leur solde financier et réduit leurs paiements d'intérêts, en substituant les hypothèques à d'autres formes d'endettement.

Importante diminution de l'épargne nette des ménages

Au Japon, les sociétés non financières ont diminué leurs dépenses d'investissement et utilisé leur excédent d'épargne en augmentation pour résorber une bonne partie de leur endettement antérieur. Dans la zone euro, en revanche, les entreprises ont enregistré un déficit d'épargne croissant, dû cependant, en partie, aux incitations fiscales visant à réduire les bénéfices non distribués. Le déficit financier des sociétés américaines, qui s'était creusé pendant les années 90, a régressé l'an dernier en raison de la baisse des dépenses d'investissement et des stocks ; par voie de conséquence, leur ratio paiements d'intérêts/trésorerie est désormais très inférieur au niveau atteint à la veille de la récession de 1990-91.

En termes de niveaux de dette, les ratios d'endettement brut des ménages et des entreprises ont généralement monté dans les pays industriels avancés depuis le milieu des années 90 et sont désormais plus élevés que de coutume

Un endettement privé très élevé ...



pour un début de reprise. Les passifs représentent plus de 100 % du revenu disponible des ménages dans les pays du G 7, soit une hausse de plus de 10 points de pourcentage depuis le dernier ralentissement économique. En 2001, l'endettement des sociétés non financières atteignait presque 90 % du PIB dans ces pays, contre environ 80 % une dizaine d'années auparavant. Le niveau d'endettement dans les secteurs de la haute technologie et des équipements télécoms est particulièrement préoccupant, car les entreprises doivent chercher à améliorer leurs bilans dans un contexte de surcapacités et de baisse des prix.

... bien que modeste par rapport aux niveaux actuels des prix des actifs

Pourtant, l'endettement reste relativement modeste si l'on considère la valeur des actifs. En effet, la hausse des prix des actifs tout au long des années 90 a gonflé le patrimoine net des ménages dans la plupart des pays du G 7 : leur endettement ne représente désormais que 15 % de leur actif brut, à peu près comme au début de la décennie 90. En outre, les ratios dette/capitaux propres des sociétés ont régressé pendant ces dix années. Ils ont cependant augmenté au Japon en 2001, la baisse des cours des actions ayant annihilé l'incidence des remboursements de dette massifs.

L'absence d'indicateur précis montrant le caractère insoutenable d'un endettement ne veut pas dire que les considérations financières ne comportent aucun risque pour les perspectives de croissance. Premièrement, l'amélioration de la trésorerie des entreprises observée en 2001 a résulté en grande partie de l'ajustement des stocks et de la baisse des investissements. La trésorerie pourrait se détériorer à nouveau avec la fin de la correction des stocks ou si l'investissement reprend avant les bénéfiques. Deuxièmement, la dégradation de la qualité du crédit est un phénomène généralisé. Les emprunteurs fortement endettés dans le secteur européen des télécoms, contraints d'emprunter toujours davantage pour mettre en place les infrastructures nécessaires, se trouvent confrontés à une augmentation des primes de risque. Troisièmement, les niveaux actuels des prix de certains actifs – qui font paraître l'endettement privé relativement modeste – pourraient être excessifs.

Certains commentateurs redoutent un recul des prix de l'immobilier, tandis que d'autres soutiennent que la hausse récente va dans le sens des données fondamentales. Plus important est le fait que les ratios cours/bénéfices des actions sont restés relativement élevés pendant le ralentissement (chapitre VI). Si les attentes de résultats incorporées dans la valorisation des actions étaient déçues, des corrections en baisse pourraient intervenir. Un élément particulièrement intéressant pour ce dernier point est l'amélioration, principalement aux États-Unis, des perspectives à long terme en matière de productivité. En outre, l'intensification de la concurrence sur les marchés des produits continue à comprimer les marges bénéficiaires, et il se pourrait que les salariés absorbent une partie des gains de productivité. En conséquence, même dans l'hypothèse de la poursuite d'une forte expansion de la productivité et d'une vigoureuse reprise, les entreprises américaines pourraient éprouver des difficultés pour ramener leur part du revenu national à son précédent maximum de 1996-97.

L'évolution récente du secteur public constitue aussi une source de préoccupations. Malgré un mieux aux États-Unis et en Europe, les ratios dette publique/PIB restent élevés, ce qui suggère que les gouvernements n'ont pas encore fait suffisamment pour restaurer leur marge de manœuvre après les excès des années 70 et 80. Cet échec est d'autant plus grave que le vieillissement de la population entraînera à moyen terme une forte augmentation des ratios d'endettement. De surcroît, les politiques budgétaires ont été assouplies durant le récent ralentissement conjoncturel, ce qui implique qu'une certaine inversion sera nécessaire. L'excédent budgétaire des États-Unis a rapidement disparu, sous l'effet du tassement de l'activité et de la mise en œuvre d'importants allègements fiscaux. Les perspectives à long terme se sont également détériorées et pourraient se dégrader davantage, en raison des retombées du 11 septembre. Les dépenses militaires, dont le recul avait largement contribué au renforcement de la position budgétaire américaine durant la dernière décennie, sont à présent attendues en hausse.

Les problèmes du  
secteur public

Dans la zone euro, le compte consolidé des administrations publiques était déficitaire en 2001, alors que la production était proche de son niveau potentiel. Dans certains pays, le ratio déficit/PIB s'est rapproché du plafond de 3 %, ébranlant la confiance dans le Pacte de stabilité et de croissance. La situation budgétaire du Japon est particulièrement préoccupante. Vu le niveau toujours plus élevé de l'endettement public, les agences de notation ont récemment déclassé la dette souveraine à long terme de ce pays. En outre, une nouvelle augmentation notable des prêts improductifs pourrait affaiblir la crédibilité des établissements financiers et nécessiter une injection de fonds publics dans les banques.

#### *Persistance des déséquilibres extérieurs*

Un dernier problème pouvant affecter les marchés financiers et l'expansion de la demande réside dans la persistance d'importants déséquilibres extérieurs. L'ampleur de l'écart statistique des paiements courants au niveau mondial et son récent élargissement ne permettent pas d'obtenir des chiffres précis

Solde des paiements courants des principales régions						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002 <sup>1</sup>
	en milliards de dollars EU					
États-Unis	-140	-217	-324	-445	-417	-435
Union européenne	107	62	5	-28	29	30
Japon	97	119	115	119	89	110
Autres économies industrielles avancées	9	-5	8	54	55	47
Économies émergentes d'Asie	20	115	107	92	99	78
Reste du monde	-95	-164	-63	45	2	-43
Monde <sup>2</sup>	-2	-90	-152	-163	-143	-213

<sup>1</sup> Prévision FMI. <sup>2</sup> Reflète les erreurs, omissions et asymétries des statistiques de balance des paiements.  
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.5

(tableau II.5). Cela étant, les déséquilibres mondiaux sont restés substantiels et paraissent même poser un problème plus sérieux qu'auparavant.

L'attention s'est focalisée sur les États-Unis, qui tirent l'économie mondiale depuis quelques années et affichent actuellement un déficit des paiements courants supérieur à \$400 milliards, ce qui représente environ 4 % de leur PIB et près de 8 % de l'épargne globale du reste du monde. D'ailleurs, leur position extérieure nette ne cesse de se dégrader ces dernières années, avec des exigibilités nettes correspondant à 22 % du PIB en 2000 (en valeur de marché), ce qui les situe pratiquement sur le même plan que le Canada, traditionnel importateur de capitaux, mais bien au-dessus du Royaume-Uni (8 %). Ce résultat offre, en outre, un contraste saisissant avec les avoirs extérieurs nets du Japon (24 %) ou des principaux pays de la zone euro (4 % en moyenne). On peut naturellement se demander si les investisseurs internationaux sont désireux de continuer à acquérir des actifs américains parallèlement à l'élargissement du déficit courant, ce qui pourrait avoir des répercussions sur le cours du dollar (chapitre V). Il est difficile de se prononcer, l'évolution récente et les évaluations à plus long terme donnant des indications contradictoires.

Le premier élément positif concerne la baisse du déficit courant américain l'an dernier. Par rapport à la récession du début des années 90, ce recul peut sembler insuffisant, mais cette comparaison est trompeuse. L'évolution enregistrée entre 1990 et 1991 (1½ % du PIB) peut être attribuée pour une large part aux transferts spéciaux liés à la guerre du Golfe. De plus, contrairement au début de la décennie 90, le récent ralentissement conjoncturel a été mondial ; autrement dit, exportations et importations se sont tassées dans des proportions assez analogues et le déficit commercial américain est resté relativement élevé.

Deuxièmement, les perspectives sont fortement tributaires des gains de productivité relatifs. La productivité tendancielle a notablement progressé aux États-Unis ces dernières années, et, selon les prévisions, la croissance potentielle et la rentabilité du capital devraient demeurer bien plus

Le déficit courant  
des États-Unis  
atteint environ  
4 % du PIB

élevées que dans les autres pays. Même si la croissance américaine n'est pas assez rapide pour prévenir une nouvelle augmentation du ratio dette extérieure/PIB, les bons chiffres de la productivité, s'ils s'inscrivent dans le long terme, permettraient de penser que les États-Unis conserveront la faveur des investisseurs étrangers. En conséquence, les afflux de capitaux à long terme pourraient continuer à financer un déficit courant en hausse sans exercer de pressions excessives sur les cours de change et les taux d'intérêt.

Troisièmement, les récents mouvements de capitaux peuvent aussi être qualifiés de relativement encourageants. Même si les États-Unis ont été les premiers touchés par le ralentissement économique, et malgré les perturbations qui ont suivi le 11 septembre, les afflux de capitaux à long terme vers ce pays sont restés supérieurs au déficit courant. Cependant, les apports nets d'IDE et les achats d'actions par les non-résidents ont brutalement chuté, tandis que leurs acquisitions d'obligations américaines, notamment des entreprises et agences paragonnementales, ont augmenté (tableau II.6). Si cet engouement a soulagé la trésorerie des sociétés et largement contribué à la bonne santé du secteur du logement aux États-Unis, le financement par endettement et non plus par émission d'actions alourdit le poids du service de la dette.

S'agissant des aspects plus préoccupants, le premier point à noter est l'absence de redémarrage de l'épargne américaine durant le boum de l'investissement de la fin des années 90 ; le rapport épargne nationale/PIB a même baissé de près de 3 % du PIB de 1998 à 2001, la chute brutale de l'épargne des ménages ayant complètement éclipsé l'amélioration de l'épargne publique. Toutefois, le fait que, dans les autres grandes régions, l'investissement soit resté faible en regard de l'épargne peut aussi avoir joué un rôle. Toujours est-il que le déficit commercial américain s'est creusé et risque encore de s'alourdir si la croissance aux États-Unis continue à devancer nettement celle de l'Europe et du Japon.

Trois principales zones économiques : balance des paiements									
	États-Unis			Zone euro			Japon		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
en milliards de dollars EU									
Paiements courants	-324	-445	-417	-28	-65	1	115	119	89
Biens	-345	-452	-427	59	11	73	122	116	71
Services	84	76	79	-4	-5	3	-54	-48	-43
Revenu	-14	-15	-19	-39	-26	-32	58	61	69
Transferts courants	-49	-54	-50	-44	-45	-43	-11	-10	-8
Capitaux à long terme (chiffres nets)	370	485	445	-228	-86	-33	-7	-35	-73
Investissement direct	146	135	2	-125	26	-93	-10	-23	-32
Actions	-2	94	19	-71	-235	126	71	-21	28
Obligations	226	256	424	-32	123	-66	-68	9	-69

Sources : BCE ; données nationales.

Tableau II.6

Baisse tendancielle des échanges commerciaux des États-Unis et de leurs revenus nets au titre des investissements

Le deuxième élément d'inquiétude est la poursuite de la détérioration de la situation des États-Unis pour les revenus nets au titre des investissements. Même si, l'an dernier, la baisse des taux d'intérêt mondiaux a allégé le poids du service de la dette, le déficit du poste des revenus d'investissement s'est élargi avec l'érosion des bénéfices des sociétés étrangères sous contrôle américain. Par le passé, les revenus nets d'IDE ont apporté une contribution positive à la balance des opérations courantes, mais il n'est pas certain que cela dure. Fin 2000, en valeur de marché, le stock d'IDE sous contrôle américain était déjà inférieur aux actifs américains sous contrôle étranger. En outre, si la rentabilité relative du capital continue à évoluer en faveur de l'investissement aux États-Unis, les entreprises étrangères sous contrôle américain éprouveront des difficultés croissantes pour obtenir des résultats supérieurs à ceux de leurs homologues américaines sous contrôle étranger. Les perspectives des paiements d'intérêts nets sont tout aussi préoccupantes. En raison de la poursuite de l'augmentation des engagements extérieurs nets, le pays est de plus en plus exposé à l'évolution des taux d'intérêt mondiaux et au sentiment des marchés financiers.

Les engagements croissants des États-Unis seront-ils contrebalancés par des excédents courants dans le reste du monde ?

Dans une optique à plus long terme, il convient de se demander également si les engagements extérieurs croissants des États-Unis seront facilement contrebalancés par les excédents courants cumulés du reste du monde. Si les excédents résultant implicitement de l'équilibre comptable global étaient compatibles avec l'évolution probable des soldes épargne et investissement dans les autres pays, la zone euro se trouverait presque en situation d'équilibre, vu qu'un léger excédent d'épargne du secteur privé compense pratiquement la désépargne du secteur public. Selon les prévisions du moment, cette situation est appelée à perdurer.

Le Japon, dont l'excédent courant reste substantiel, est la principale source de financement du déficit des paiements courants américain. Cela reflète en grande partie un excédent financier notable, et en continuelle augmentation, du secteur des entreprises qui, face aux niveaux d'endettement insoutenables et aux surcapacités, a développé son épargne et réduit ses dépenses d'investissement (graphique II.11). À moyen terme, toutefois, comme le pays se trouve à un stade relativement avancé du processus de vieillissement, il peut perdre progressivement de son intérêt en tant que site de production et sera davantage tributaire des revenus rapatriés d'entreprises étrangères sous contrôle japonais et des actifs financiers à l'étranger détenus par les établissements nippons.

Parmi les régions émergentes qui enregistrent actuellement un excédent courant, les économies en transition séduiront sans doute un nombre croissant d'investisseurs étrangers en améliorant leur gouvernance et en poursuivant la modernisation de leur stock de capital. Par la suite, elle seront davantage susceptibles de solliciter des financements que d'en accorder. Dans le cas du Moyen-Orient, ce sont les prix du pétrole qui sont déterminants, mais l'augmentation de la population de certains grands pays producteurs devrait peser sur les excédents courants à long terme. L'une des régions clés sera l'Asie, qui a financé une large part du déficit américain ces dernières années. Ainsi que l'analyse le chapitre suivant, les taux

d'investissement ont chuté au lendemain de la crise de 1997 et, comme l'épargne demeure soutenue, la région a accumulé des excédents courants considérables. Même s'il pouvait y avoir des capacités excédentaires avant la crise, à moyen terme l'investissement a davantage de chances de se redresser que de continuer à baisser. Les possibilités ouvertes par l'accession de la Chine à l'OMC ne peuvent qu'accélérer ce processus. Si les taux d'épargne restent élevés et que les pays asiatiques continuent à favoriser les exportations comme principal moteur de la croissance, la région pourrait fort bien demeurer une importante source de financement du déficit américain.

Si, toutefois, l'accent était mis davantage sur la demande intérieure en Asie, cela pourrait déplacer l'investissement des actifs étrangers vers les actifs nationaux, faisant monter les rythmes de croissance potentiels. De même, la réduction des rigidités structurelles en Europe pourrait stimuler les dépenses d'investissement des entreprises ainsi que l'expansion à long terme. Une progression plus rapide de la demande intérieure et des taux d'investissement plus élevés hors des États-Unis diminueraient les flux nets de capitaux vers ce pays et permettraient de faire baisser régulièrement le déficit courant, sans mettre en danger la croissance mondiale et la stabilité financière.