

II. Évolution dans les pays industriels

Faits saillants

Grâce à la poursuite d'une forte expansion de la demande intérieure aux États-Unis et à une reprise progressive dans les pays de la zone euro, la croissance est repartie l'an dernier dans le monde industriel, après le ralentissement de 1997–98. Le Japon a fait exception à cette tendance: une accélération inattendue au premier semestre de 1999 a été suivie d'un recul au second, de sorte qu'à la fin de l'année la production se situait au même niveau qu'en 1998.

Bien que, dans les pays les plus avancés dans le cycle, l'économie ait avoisiné ou dépassé l'an dernier ses capacités de production, et en dépit de la forte augmentation des prix de l'énergie, l'inflation sous-jacente est généralement restée modérée. Cette situation a été due notamment à l'intensification de la concurrence sur les marchés mondiaux des produits, qui a empêché les entreprises de répercuter la hausse du coût des facteurs sur leurs prix. Cette modération persistante de l'inflation s'explique aussi par le ralentissement de la progression moyenne des coûts unitaires de main-d'œuvre, dû à la maîtrise des salaires nominaux et aux gains de productivité. Ce dernier élément s'est fait particulièrement sentir aux États-Unis, où la croissance de la production horaire dans le secteur non agricole a atteint 4¼%, niveau le plus élevé depuis trente-cinq ans.

Le taux de croissance effectif a été inférieur au potentiel dans la plupart des autres pays et les chiffres attestent généralement un sous-emploi accru des capacités. Néanmoins, le chômage a diminué un peu partout, contrairement aux schémas antérieurs. Le recul le plus marqué s'est produit dans la zone euro, accréditant l'idée que la modération salariale et les mesures d'assouplissement des marchés du travail peuvent finir par réduire le chômage structurel, sans que ce soit la seule explication.

L'année passée a également été marquée par une nouvelle aggravation des déséquilibres financiers internes et externes, notamment aux États-Unis et au Japon. Sous l'impulsion des gains de patrimoine et, parallèlement, de l'augmentation de l'endettement du secteur privé, l'expansion de la demande intérieure américaine a largement dépassé celle de la production en termes réels, accentuant ainsi le déséquilibre des paiements courants. Au Japon, à l'inverse, la propension du secteur privé à dépenser a encore diminué et les mesures de stimulation budgétaire du gouvernement n'ont eu qu'un effet temporaire. En conséquence, le déficit budgétaire des administrations publiques s'est creusé et le ratio dette/PIB a continué d'augmenter à un rythme rapide.

Malgré le déficit croissant de la balance américaine des paiements courants, le dollar EU est resté plutôt stable en termes effectifs l'an dernier, les entrées

nettes de capitaux à long terme ayant largement contrebalancé ce déséquilibre. Dans les pays de la zone euro, à l'inverse, les sorties nettes à long terme ont été de loin supérieures à l'excédent courant. Au Japon, les annonces de restructurations d'entreprises, conjuguées aux mesures de déréglementation, ont fortement stimulé l'investissement direct étranger ainsi que les investissements de portefeuille, poussant à la hausse les cours des actions japonaises.

Évolution macroéconomique en 1999

Au fil des mois, les répercussions du moratoire sur la dette russe se sont estompées et les perspectives d'expansion de la production dans les pays industriels et l'économie mondiale se sont peu à peu améliorées (tableau II.1). Pour la troisième année consécutive, la croissance effective aux États-Unis a sensiblement dépassé les prévisions (graphique II.1). Dans les autres pays avancés dans le cycle économique (Canada, Australie et Royaume-Uni), les résultats ont été également supérieurs aux attentes. Même si les chiffres anticipés pour les pays de la zone euro ont été en moyenne plus ou moins confirmés, cela tient surtout au fait que les erreurs de prévision pour les divers pays se sont compensées, masquant une accentuation des disparités. Ainsi, les économies de la zone euro déjà en tête du cycle (Irlande, Espagne et Pays-Bas) ont connu une croissance plus rapide que prévu, tandis que le redressement espéré s'est fait attendre plus longtemps dans celles qui accusaient quelque retard (Allemagne et Italie). L'évolution dans la région Asie-Pacifique a également contribué à l'amélioration de la demande mondiale. Le déclin annoncé de la production japonaise ne s'est pas matérialisé et les économies émergentes d'Asie touchées par la crise ont redémarré beaucoup plus vite qu'on ne l'escomptait (chapitre III).

Amélioration des perspectives de croissance

Malgré une accélération de la croissance, une hausse d'une ampleur inattendue des prix du pétrole et de l'énergie et des politiques relativement accommodantes, l'augmentation de l'inflation mesurée par l'IPC a été plus ou moins conforme aux prévisions. On peut donc penser que les forces désinflationnistes sous-jacentes avaient été sous-estimées par la plupart des

Prévisions et résultats pour 1999 ¹						
	PIB réel		Prix à la consommation		Paiements courants	
	Prévision	Résultat	Prévision	Résultat	Prévision	Résultat
	variation annuelle, en %				en milliards de dollars EU	
Amérique du Nord	2,3	4,1	2,0	2,2	-287	-342
Europe occidentale	2,0	2,2	1,5	1,2	134	74
Zone euro	2,3	2,2	1,3	1,0	108	40
Asie-Pacifique	0,5	2,2	1,1	0,4	192	191
Amérique latine	0,8	-	7,4	8,0	- 67	- 50
Europe orientale	-0,4	1,1	53,2	34,1	- 24	- 4
Autres pays	2,0	2,1	5,2	3,2	- 14	- 11
Monde	1,5	2,6	3,7	2,8	- 66	-142

¹ Chiffres publiés en décembre 1998 (prévisions) et avril 2000 (résultats).
Source: © Consensus Economics, *Consensus Forecasts*.

Tableau II.1

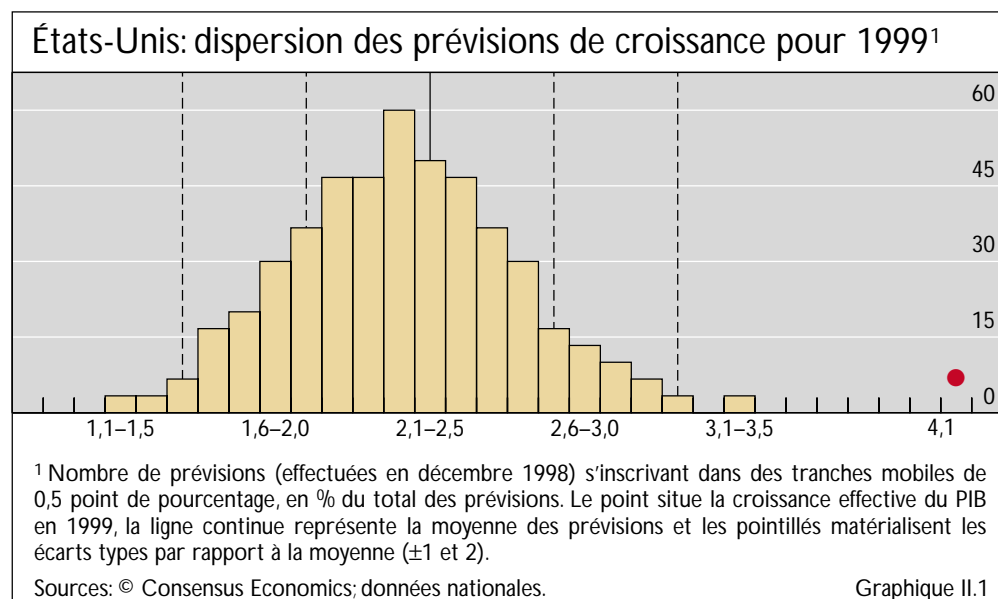
Forces
désinflationnistes
plus fortes que
prévu

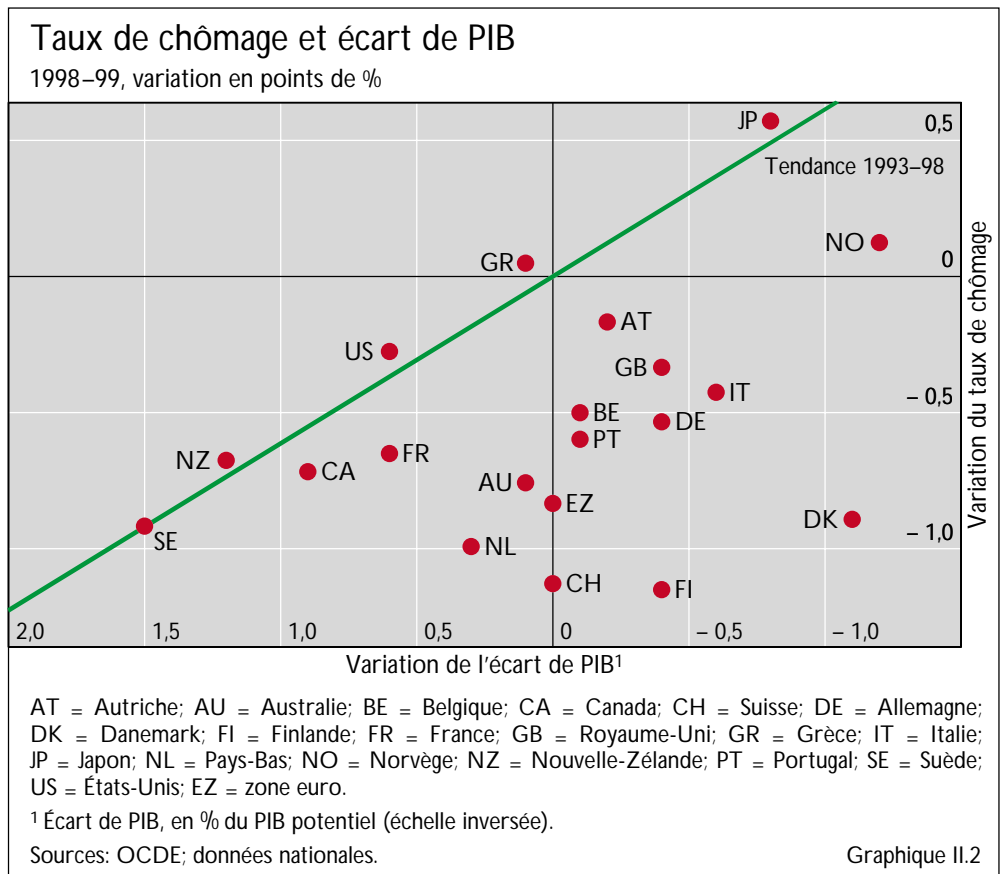
analystes. La pression de la concurrence sur les marchés mondiaux des produits et, de ce fait, la marge de manœuvre réduite des entreprises en matière de prix sont les causes essentielles de ce bon résultat. D'autres éléments, tels que la poursuite de la modération salariale et la progression des gains de productivité dans quelques-uns des pays bénéficiant de la croissance la plus rapide, ont également eu une influence importante, alors que le rôle des variations de change reste incertain. D'un côté, le raffermissement du dollar EU vis-à-vis de l'euro a sans doute contribué à réorienter la demande mondiale vers les pays présentant des excédents de capacités et une inflation relativement faible; d'un autre côté, l'appréciation du yen a agi dans le sens contraire, en détournant cette demande d'un pays caractérisé par des capacités excédentaires et une déflation.

Aggravation des
déséquilibres
extérieurs et
intérieurs

La convergence des taux de croissance ayant été moins marquée que prévu, la plupart des pays les plus avancés dans le cycle ont enregistré une nouvelle aggravation de leurs déséquilibres extérieurs. Si l'excédent de la région Asie-Pacifique correspond aux prévisions, celui de l'Europe occidentale a diminué plus qu'on ne s'y attendait, malgré la dépréciation de l'euro. Toutefois, comme le suggère implicitement l'écart entre les prévisions et les chiffres effectifs à l'échelle du monde (tableau II.1), le déficit global ou écart statistique s'est fortement accru en 1999. En outre, les évolutions d'ensemble masquent une détérioration des déséquilibres dans certains pays, à une cadence qui paraît quelquefois impossible à tenir. C'est ainsi que la progression de l'excédent extérieur du Japon jusqu'en 1998, et son recul l'an dernier, peuvent être considérés comme le résultat net de deux facteurs: d'un côté, l'accroissement de l'excédent d'épargne du secteur privé et, de l'autre, l'alourdissement, à un rythme insoutenable, du déficit public. De même, le creusement du déficit extérieur des États-Unis reflète des déséquilibres internes qui s'accroissent, mais dans des directions opposées: l'État rembourse ses dettes pendant que le secteur privé en contracte de nouvelles à une cadence très rapide.

Sur fond d'amélioration des perspectives de croissance, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté l'an dernier, dépassant parfois leur moyenne historique.





Toutefois, ces hausses reflétaient en partie la prise en compte de perspectives de croissance plus élevées et constituaient donc une réaction endogène à certains éléments moteurs de l'expansion, de sorte que leur action de freinage sur la demande intérieure n'a pas été clairement ressentie. En permettant à l'investissement de se diriger vers le secteur privé, l'amélioration des soldes budgétaires a probablement tempéré, également, l'incidence de la tension des taux.

Faible incidence de la hausse des taux d'intérêt réels sur la demande

Malgré l'amélioration de la conjoncture en 1999, la croissance mesurée a été inférieure à son potentiel dans la plupart des pays et donc insuffisante pour empêcher l'élargissement des écarts de PIB. Le chômage a tout de même reculé, confirmant l'idée que les mesures relatives au marché du travail et la modération des salaires réels ont agi favorablement sur la demande de main-d'œuvre. Ce recul a été particulièrement net dans les pays de la zone euro, où le taux de chômage global a diminué de près d'un point de pourcentage, alors que la tendance observée sur 1993–98 laissait présager une absence de changement (graphique II.2). Naturellement, ce progrès apparent peut aussi être dû à des éléments moins positifs, tels que le travail à temps partiel imposé, la baisse du taux d'expansion de la population active et le ralentissement des gains de productivité (voir ci-après).

Réaction du chômage à la modération salariale et aux mesures relatives au marché du travail

Évolution dans les différents pays

En ce début d'année 2000, l'économie des États-Unis a enregistré son 107^e mois de croissance consécutif, ce qui constitue la plus longue période d'expansion de

Les États-Unis connaissent leur plus longue période d'expansion de l'après-guerre ...

l'après-guerre (tableau II.2). Néanmoins, en raison des «vents contraires» du début des années 90, cette expansion n'a pas été la plus forte: même au cours des quatre dernières années, la croissance moyenne a tout juste atteint le rythme des années 80, loin derrière celui des années 60. La cadence des créations d'emplois a aussi été plus faible que pendant ces phases de reprise. Cependant, comme elle a pris naissance dans un contexte de sous-emploi relativement peu marqué, le taux de chômage est demeuré constamment bas et est tombé, au premier trimestre, à son niveau minimum depuis fin 1969. Contrairement à cette année-là toutefois, où l'inflation avait atteint 6%, l'IPC (hors prix de l'énergie et composantes volatiles des denrées alimentaires) n'a augmenté que de 2% l'an dernier.

... grâce à une inflation faible et stable ...

Par rapport aux épisodes d'expansion de durée comparable, le cycle actuel se distingue par une baisse, plutôt que par une hausse, de l'inflation. En permettant aux politiques de rester accommodantes, la modération de l'inflation a contribué de façon décisive à prolonger l'amélioration conjoncturelle. Les variations de l'inflation ont été également modestes, ce qui a probablement atténué l'incertitude et rendu plus visibles les signaux transmis par les modifications des prix relatifs, de sorte qu'il a été plus facile aux entreprises d'adapter leur production à la demande. Le cycle actuel a été notamment marqué par la réduction sensible des ratios stocks/ventes et de l'amplitude du cycle des stocks, deux facteurs qui ont aidé les entreprises à diminuer leurs coûts et lissé la croissance du PIB.

L'amélioration des résultats n'a pas été exclusivement exogène; elle est imputable, dans une large mesure, à l'acquisition d'équipements informatiques et à la mise en œuvre des nouvelles technologies à tous les niveaux des processus

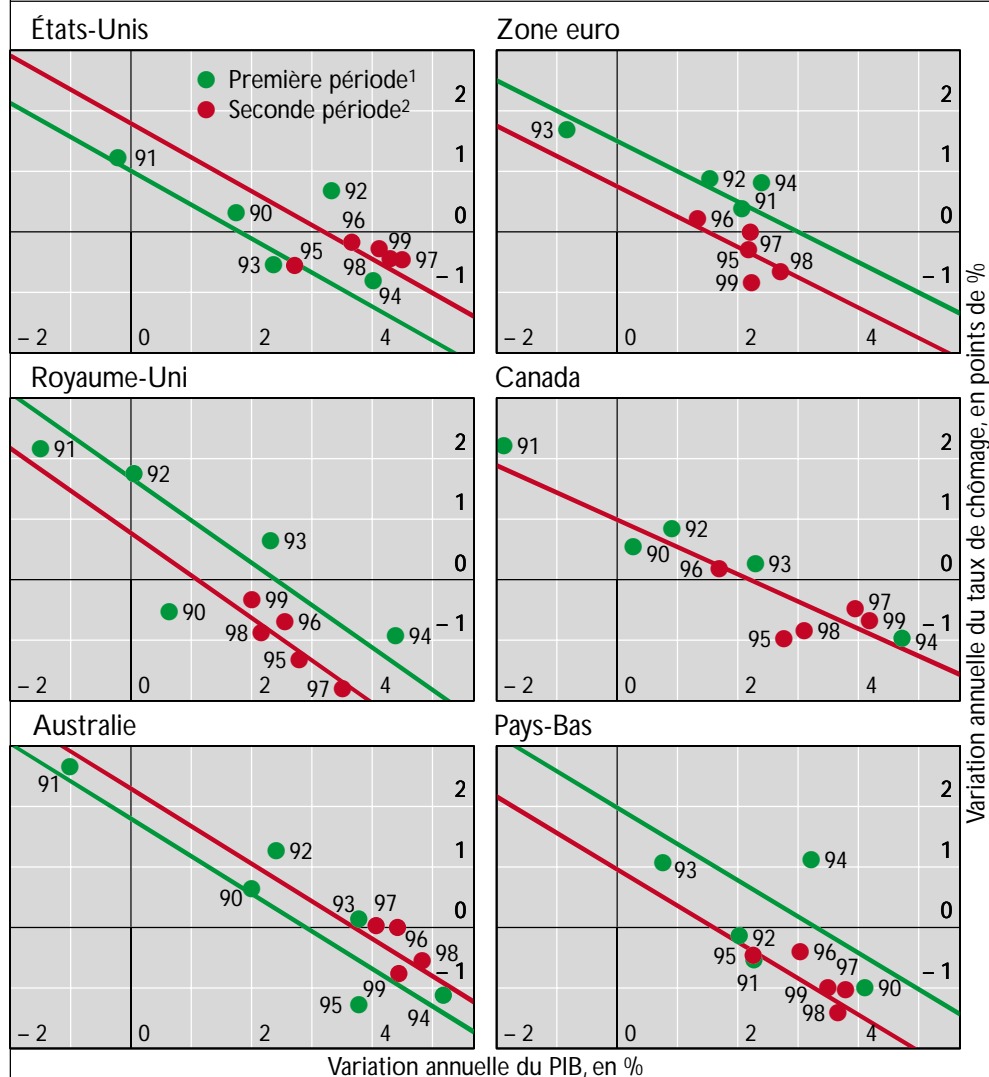
Expansion aux États-Unis: rétrospective				
	1961 T1–1969 T3	1983 T1–1990 T2	1991 T2–1999 T4	1995 T4–1999 T4
PIB en volume ¹	5,0	4,3	3,6	4,4
Écart type ²	2,0	1,7	1,3	0,7
Emploi ¹	2,1	2,5	1,5	1,7
Productivité ¹	2,9	1,7	2,1	2,6
Taux de chômage ³	4,7	6,8	5,8	4,8
Déflateur du PIB ¹	2,6	3,3	1,9	1,6
Écart type ²	1,3	0,6	0,6	0,4
Taux d'épargne des ménages ³	8,4	8,4	5,6	3,9
Cours des actions ^{1, 4}	5,1	12,6	16,4	23,1
Taux d'intérêt à dix ans ^{3, 5}	4,7	9,6	6,4	5,9
Ménages: endettement/revenu ³	63,4	74,4	89,6	94,2
Entreprises: endettement/production ^{3, 6}	54,9	70,6	75,3	76,3
Bénéfices des entreprises/PIB ³	10,8	7,4	8,7	9,7
Investissement des entreprises/PIB ^{3, 7}	13,4	14,6	15,6	17,3
Investissement productif/PIB ^{3, 7}	3,4	6,0	8,3	9,7
Paiements courants/PIB ³	0,5	-2,4	-1,7	-2,3

¹ Variation annuelle, en %. ² De la variation sur quatre trimestres. ³ Moyenne de la période. ⁴ S&P 500. ⁵ Obligations du Trésor EU. ⁶ Sociétés non financières. ⁷ En volume.

Sources: données nationales.

Tableau II.2

Croissance du PIB et variation du taux de chômage au cours du cycle récent



Les droites sont obtenues par régression des variations trimestrielles du taux de chômage sur une constante et les variations courantes et retardées des logarithmes du PIB trimestriel, en permettant un changement de la valeur prise par la constante entre les deux périodes. Un déplacement vers le bas (vers le haut) de la ligne indique que la croissance doit être moins (plus) élevée pour maintenir le même taux de chômage. Pour le Canada, la valeur estimée de la constante n'a pas varié.

¹ De 1990 T1 à 1994 T4 (Australie: 1995 T4). ² De 1995 T1 (Australie: 1996 T1) à 1999 T4.

Sources: données nationales; calculs BRI.

Graphique II.3

de fabrication et de distribution. Le rapport investissement productif/PIB, à 8¼%, a été nettement plus important qu'au cours des périodes d'expansion précédentes (tableau II.2). Au stade actuel, de plus, peu d'éléments indiquent l'arrêt de cette fièvre d'investissement, puisque ce ratio dépassait 11% à la fin de l'année dernière. L'introduction des nouvelles technologies et l'augmentation de l'intensité en capital de l'économie américaine ont entraîné, en particulier, une accélération sensible des gains de productivité du travail et du taux de croissance potentiel de l'ensemble de l'économie. D'ailleurs, l'accroissement de la productivité du secteur non agricole, qui a atteint 4¼%, a contribué à limiter la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et celle des prix en général. La

... et à des gains de productivité accrus

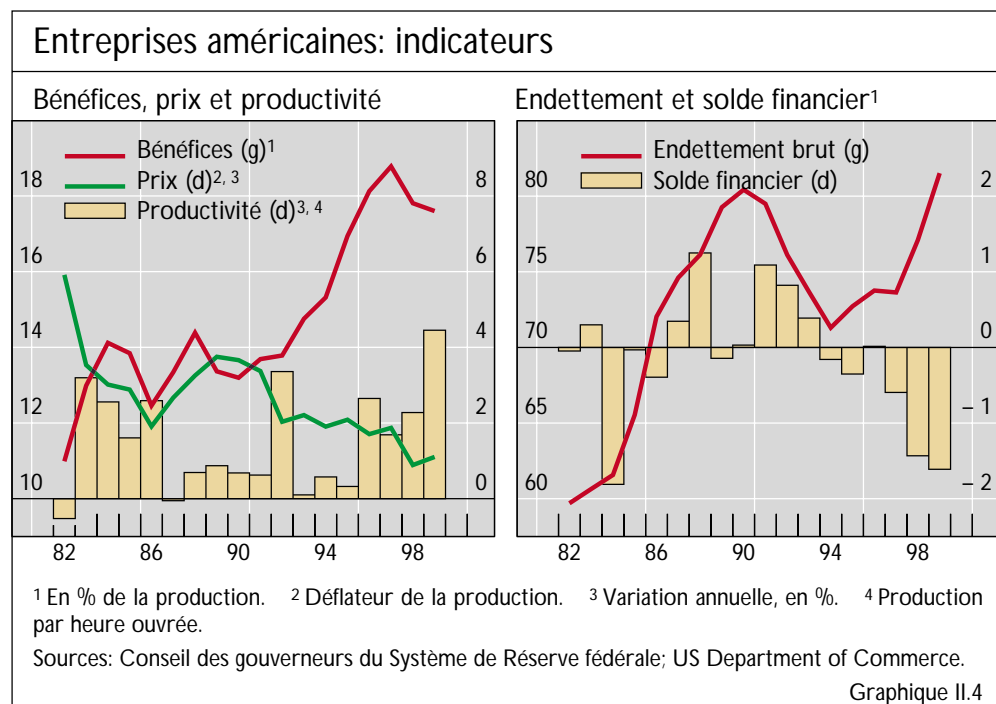
progression des ratios capital/travail et de la productivité du travail pendant la seconde moitié des années 90 a eu un autre effet: le taux de croissance compatible avec un chômage stable serait passé, selon les estimations, d'un peu moins de 2% à 3¼% durant la décennie (graphique II.3).

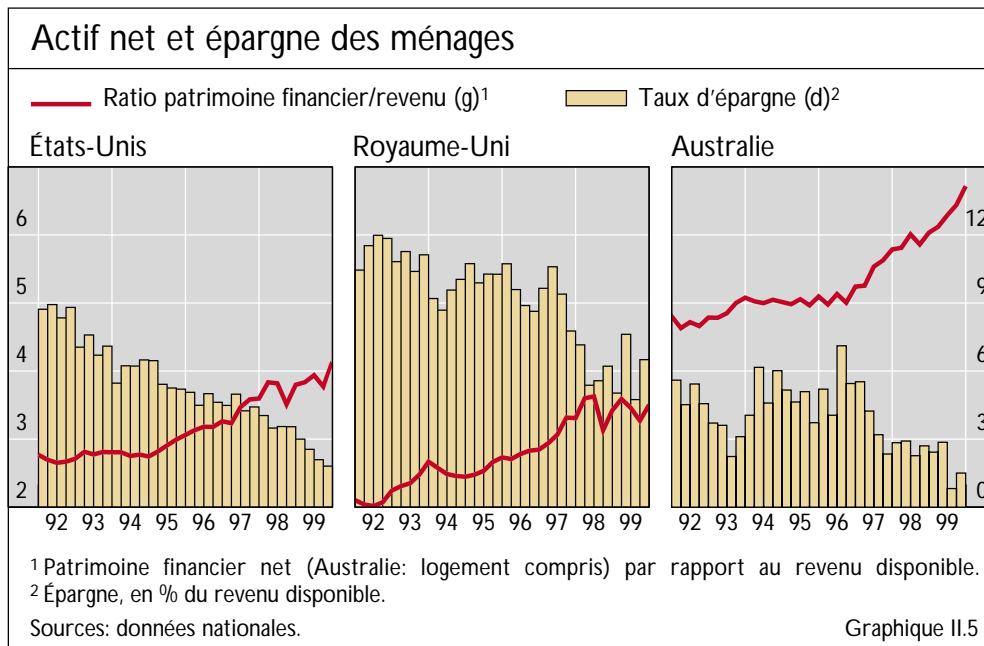
L'excédent d'épargne publique dirige l'investissement vers le secteur privé

La contribution du secteur public a été différente des cycles précédents. Premièrement, l'expansion des dépenses a été moindre que dans les années 60, où elle avait constitué un élément majeur de surchauffe. Deuxièmement, des recettes inattendues (liées notamment à la taxation des plus-values) et des programmes de réduction de dépenses ont alimenté un excédent d'épargne qui a permis à l'État de diminuer son endettement et de diriger l'investissement vers le secteur privé. Troisièmement, la baisse des taux moyen et marginal de l'impôt sur le revenu et le remplacement des transferts sociaux aux personnes à faible revenu par des incitations à réintégrer le marché du travail ont probablement contribué à l'accroissement de la population active et réduit l'excédent de demande potentiel ainsi que les pressions salariales.

Les nouvelles technologies aident à réduire les coûts ...

Malgré leurs effets positifs au niveau de l'offre, les nouvelles technologies ont aussi engendré des déséquilibres et pourraient finalement contribuer à rendre le cycle conjoncturel plus volatil. Premièrement, les secteurs de pointe, qui représentent une part de plus en plus grande dans la production américaine, sont connus pour la volatilité de leurs cycles et leur extrême sensibilité aux fluctuations de la demande. Deuxièmement, du côté des utilisateurs, les nouvelles technologies et les incitations à abaisser les coûts ont encouragé les entreprises à diminuer sensiblement leurs stocks et réserves de précaution. Si elles ont ainsi appris à gérer plus efficacement leurs stocks, elles sont peut-être aussi devenues plus vulnérables aux chocs de l'offre ou de la demande. Par conséquent, le lissage de la croissance du PIB n'est pas seulement le résultat des nouveaux investissements et de l'utilisation des nouvelles technologies; ce pourrait être





aussi une condition nécessaire pour préserver la rentabilité. Troisièmement, comme ces technologies et l'Internet ont renforcé les pressions concurrentielles sur les marchés de gros et de détail et réduit la liberté d'action des entreprises en matière de prix, les marges bénéficiaires et la part des profits sont de plus en plus comprimées. Les bénéfices se trouvent également contenus par les charges croissantes au titre des amortissements, les récents investissements productifs ayant une durée de vie courte. Ainsi, au cours des trois dernières années, l'accroissement des gains de productivité s'est accompagné d'une baisse de la part des profits, alors qu'auparavant cette corrélation était positive (graphique II.4). En résumé, non seulement une proportion croissante des dépenses d'investissement est consacrée au remplacement de l'équipement mais elles sont aussi financées de plus en plus par l'endettement.

... mais risquent de comprimer les marges bénéficiaires

Enfin, il apparaît que les cours des actions et le patrimoine des ménages ont progressé plus que ne le justifierait l'augmentation de la croissance potentielle à quelque 3¼%, ce qui signifie que l'accélération des gains de productivité a eu davantage d'effet sur la demande que sur l'offre. Ce fait est illustré non seulement par l'écart de plus en plus grand entre la demande effective et la production potentielle mais, de manière peut-être encore plus évidente, par la forte hausse du ratio entre l'actif financier net des ménages et leur revenu disponible (graphique II.5) ainsi que par l'incidence des gains de patrimoine sur leurs dépenses. Même si seulement 4% de ces gains étaient dépensés à court terme, le renchérissement des actions contribuerait de 20 à 25% à l'augmentation de la consommation sur les cinq dernières années (tableau II.3).

Risque de demande excédentaire induit par l'effet de richesse

Certaines des évolutions examinées ci-dessus valent également pour les autres pays anglophones les plus avancés dans le cycle (*Royaume-Uni, Canada et Australie*). Ces trois économies ont approché ou dépassé leur capacité de production l'an dernier et vu leur taux de chômage tomber à son niveau le plus bas depuis dix à vingt ans. Leur croissance a eu cependant des origines différentes. Le Canada a bénéficié d'une hausse des cours de ses produits de base exportés

Évolutions comparables dans d'autres pays anglophones ...

ainsi que du dynamisme de ses ventes aux États-Unis, mais la demande intérieure ne s'est intensifiée qu'assez tard dans l'année. En Australie, l'expansion a été principalement alimentée par les dépenses des ménages, tandis que l'investissement s'est ralenti et que les recettes d'exportations ont diminué, en raison notamment de la proportion assez élevée, dans les exportations, de produits de base dont les cours ont baissé au premier semestre. Au Royaume-Uni, la croissance modeste du PIB, en glissement annuel, résulte de tendances contradictoires. Tout d'abord, l'atonie au premier semestre a nettement contrasté avec la vigueur au second, traduisant l'impact différé de l'assouplissement monétaire consécutif à la diminution de l'inflation. Deuxièmement, une dichotomie évidente est apparue entre, d'une part, les secteurs tournés vers l'économie interne, stimulés par le recul des prix à l'importation et d'importants gains de patrimoine, et ceux, d'autre part, qui sont soumis aux pressions concurrentielles liées à la vigueur de la monnaie et, pendant une partie de l'année, à la faible expansion des marchés d'exportations.

... avec
notamment une
épargne faible ...

Dans ces trois pays, l'épargne des ménages est aussi tombée à des niveaux historiquement bas, nettement inférieurs à ceux des autres pays industriels en dehors des États-Unis. L'une des principales raisons semble résider dans l'accroissement déjà mentionné de l'actif financier net, conforté au Royaume-Uni et en Australie par le renchérissement des logements et par une hausse des prêts hypothécaires que n'expliquent pas totalement les investissements dans l'immobilier résidentiel. Au Canada, le taux d'épargne des ménages est même revenu à 1%, le ratio endettement/revenu dépassant 100%.

... mais des
disparités en
termes de
productivité

L'évolution de l'investissement d'entreprise ainsi que ses effets sur la croissance potentielle et la productivité du travail semblent différents dans ces trois pays. S'ils enregistrent tous une progression de leur ratio investissement/PIB depuis 1995 environ (graphique II.6), seule l'Australie a réalisé des gains de productivité importants. Avec les États-Unis, ce pays est le seul où le taux de croissance du PIB compatible avec un chômage stable s'est élevé. Bien qu'on observe une amélioration de la productivité au Canada depuis le milieu de 1998, celle-ci a été trop modeste et trop tardive pour agir sur la relation calculée entre expansion du PIB et chômage. Au Royaume-Uni, la situation est encore plus

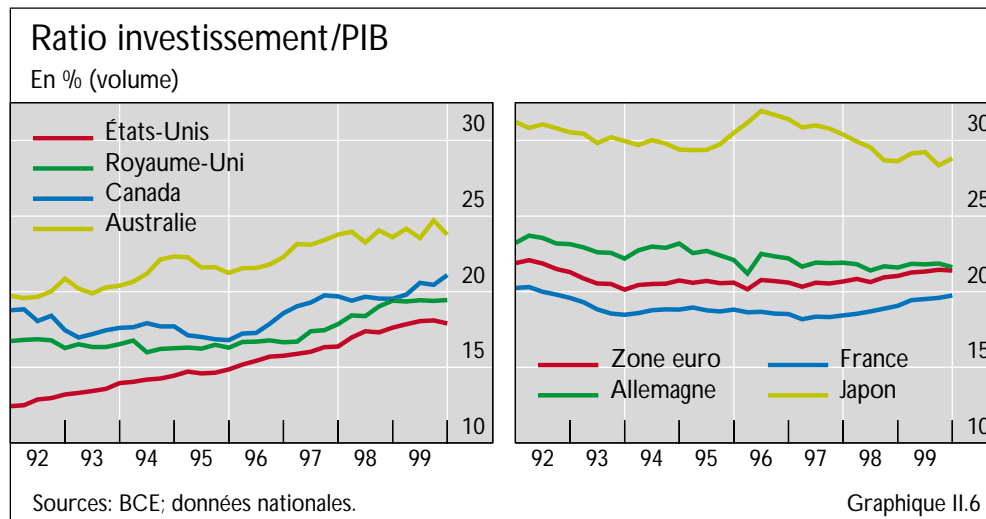
Élasticités (estimations) de la consommation par rapport au revenu et au patrimoine

	Élasticité-revenu ¹		Élasticité-patrimoine ^{1,2}		Contributions ³	
	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Revenu	Patrimoine
États-Unis	0,62	0,89	0,04	0,12	15,5	6,5
Royaume-Uni	0,59	0,76	0,02	0,16	10,5	7,5
Australie	0,41	0,90	0,11	0,13	14,5	7,5

¹ L'élasticité est obtenue par régression des dépenses des ménages sur, respectivement, le revenu disponible et l'actif net de ce secteur, en utilisant un modèle à correction d'erreurs sur des données trimestrielles; États-Unis: 1960 T1–1999 T4; Royaume-Uni: 1980 T1–1999 T4; Australie: 1977 T1–1999 T4. ² États-Unis et Royaume-Uni: patrimoine financier; Australie: logement inclus. ³ Contributions, en %, à l'expansion de la consommation sur 1994 T4–1999 T4, basées sur les élasticités à long terme. Sur cette période, la consommation en termes réels s'est accrue de 22% aux États-Unis ainsi qu'en Australie et de 18% au Royaume-Uni.

Sources: données nationales.

Tableau II.3



nuancée. Confrontées à une forte appréciation de la livre sterling, les entreprises manufacturières ont réussi à accroître suffisamment leur productivité pour préserver la progression de leurs exportations sans réduire leurs marges bénéficiaires. En revanche, la productivité mesurée a peu évolué dans le secteur des services et, grâce à diverses initiatives concernant le marché du travail et à l'augmentation sensible des contrats à temps partiel, il n'est plus nécessaire d'avoir autant de croissance pour maintenir le chômage stable.

En dépit d'un rebond vigoureux de la demande intérieure en *Nouvelle-Zélande*, la croissance est demeurée en retrait par rapport à celle de la plupart des autres pays anglophones. La sécheresse a amputé la production du secteur primaire, le cours des principales matières premières exportées est resté bas et la forte progression de la demande d'importations s'est traduite par une contribution négative des échanges commerciaux à la croissance et par un creusement du déficit extérieur, qui a atteint quelque 8% du PIB.

Au *Japon*, la croissance n'a été positive qu'au premier semestre, lorsque les effets du programme de relance budgétaire adopté à la fin de 1998 ont été renforcés par l'accélération inattendue des dépenses des ménages. Au second, la demande privée a recommencé à s'essouffler, alors que les ménages ont épargné davantage, les entreprises ont encore réduit leurs investissements en capital fixe et l'incidence des mesures budgétaires s'est peu à peu estompée. La contribution des exportations nettes a toutefois légèrement augmenté, malgré l'appréciation du yen.

Les développements enregistrés l'an dernier doivent être analysés à la lumière des problèmes structurels rencontrés par l'économie japonaise. L'une de ces difficultés, qui a d'ailleurs beaucoup influencé le cours des événements en 1997–98, concerne la fragilité financière des banques et leur incapacité (ou leur réticence) à prêter. Ce problème semble avoir été plus ou moins surmonté, grâce à un programme de recapitalisation au moyen de fonds publics qui, conjugué à une augmentation des bénéfices, a permis aux établissements d'annuler des montants importants de prêts improductifs. Il reste que les crédits bancaires continuent à diminuer, en raison d'une demande insuffisante, les grandes entreprises préférant rembourser leurs emprunts bancaires et/ou se financer sur

Le ralentissement au Japon s'explique par ...

... la faiblesse persistante du secteur financier ...

le marché, et du durcissement des critères de prêt appliqués aux petites et moyennes entreprises. De plus, l'exposition persistante des banques à la chute des prix de l'immobilier pourrait nécessiter de nouvelles annulations de créances (chapitre IV).

... et les
restructurations
d'entreprises

Un deuxième problème se pose avec les restructurations d'entreprises destinées à améliorer la rentabilité du capital. Dans un premier temps, les sociétés ont tenté de limiter les surcapacités, ce qui a contribué au recul de l'investissement en capital fixe l'an dernier. Toutefois, comme un accroissement substantiel de la rentabilité ne paraît pas possible sans une baisse sensible de la part du travail dans le revenu, les entreprises ont également annoncé des mesures visant à réduire l'emploi. Même si leur mise en œuvre prendra sans doute quelque temps et si leurs effets à ce jour se manifestent essentiellement par une diminution des heures supplémentaires et des embauches, leur annonce semble avoir entamé la confiance des consommateurs et affecté leurs dépenses.

La progression
substantielle de
l'épargne privée ...

De fait, la faiblesse des dépenses et l'excédent d'épargne privée qui en découle pourraient constituer le problème structurel le plus sérieux de l'économie japonaise. Contrairement aux pays anglophones, le Japon enregistre depuis la fin des années 80 une augmentation graduelle de l'épargne privée, qui s'intensifie depuis 1997. Ce phénomène, conjugué au recul de l'investissement d'entreprise et, plus récemment, à l'essor des profits et de l'autofinancement, a fait remonter l'excédent financier net du secteur privé à plus de 10% du PIB en 1999, puis à près de 13% à la fin du premier trimestre de cette année.

... n'est que
partiellement
compensée par les
mesures de relance
budgétaire

Le gouvernement japonais a essayé de compenser l'influence dépressive de ce déséquilibre entre épargne et investissement du secteur privé en adoptant une série de programmes de relance budgétaire (dont deux mis en œuvre l'an dernier), qui représentent environ la moitié de l'excédent d'épargne net cumulé de ce secteur depuis 1992. Pour renforcer la demande de logements neufs et faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises au crédit, les incitations ont été complétées par divers mécanismes de prêt. Si ces mesures ont contribué momentanément à stimuler l'investissement dans l'immobilier résidentiel et à réduire le nombre des faillites, les effets multiplicateurs de la relance budgétaire se sont progressivement estompés. Les collectivités locales, soumises à des contraintes financières, ont eu de plus en plus de mal à proposer les programmes supplémentaires attendus; de surcroît, l'efficacité et l'utilité marginales des projets d'investissements publics ont paru diminuer à mesure que le nombre des réalisations augmentait. Toutefois, la baisse de l'activité économique en période d'absence d'incitation budgétaire montre bien que, sans ces mesures, la contre-performance aurait été beaucoup plus sensible.

Augmentation
insoutenable de
l'endettement public

Étant donné que la relance budgétaire n'a pas engendré de reprise durable de la demande privée et que les recettes fiscales ont fléchi par rapport au PIB, le ratio endettement public net/PIB augmente à présent à un rythme insoutenable, même si son niveau reste modeste à l'échelle internationale. Le solde primaire a été déficitaire l'an dernier et, comme le taux d'intérêt implicite sur le service de la dette a été nettement supérieur à la croissance du PIB nominal, l'endettement dépassait 37% en termes nets à la fin de 1999 (contre moins de 30% en 1998)

et atteignait 105% en termes bruts; en outre, les prévisions actuelles font état de ratios proches de 45% et 115% respectivement pour la fin de l'an 2000.

Dans les *pays de la zone euro*, les déséquilibres financiers internes et externes ont été assez modestes (graphique II.13). Le déficit budgétaire cumulé de cette zone a fléchi à 1¼% du PIB (graphique II.7), grâce notamment à un allègement du service de la dette mais aussi à des recettes inattendues. Bien que ces apports semblent sans lien apparent avec la phase actuelle du cycle, il existe, au sein de la zone, une corrélation assez positive entre les situations budgétaires et les écarts de PIB, les divergences les plus marquées dans ce dernier domaine étant observées dans les pays qui présentent des déséquilibres structurels relativement prononcés (Autriche et Finlande). D'une manière générale, ceux-ci se sont toutefois réduits en 1999, de même que le ratio endettement brut/PIB, de sorte que le principal déséquilibre a concerné le marché du travail, où, malgré des améliorations notables ces deux dernières années, le taux de chômage moyen atteignait encore 10%.

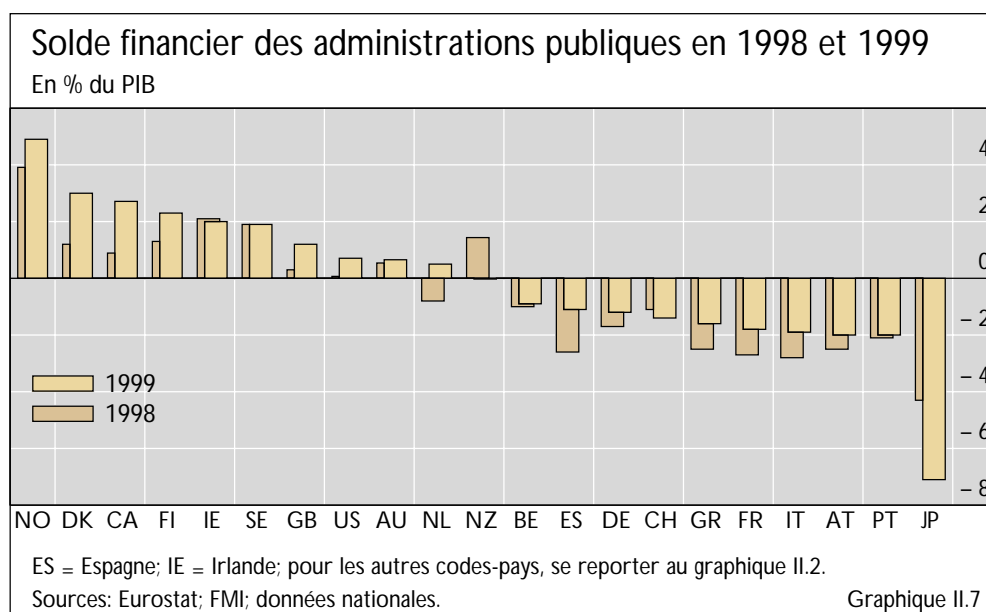
Si la croissance moyenne dans la zone euro a plus ou moins correspondu aux prévisions, le resserrement attendu des différences de croissance entre pays ne s'est pas produit. La fourchette des taux enregistrés varie de 9,4% pour l'Irlande à 1,4% pour l'Italie et l'Allemagne (graphique II.8). Ces écarts perdurent depuis quelques années, de fortes différences en termes de surcapacités et de chômage sont aussi apparues. Avec une expansion moyenne du PIB de 8¾% en Irlande pour les cinq dernières années, la croissance effective dépasse désormais d'environ 5% la croissance potentielle estimée. Aux Pays-Bas également, le PIB effectif est supérieur à son potentiel, même si les mesures d'assouplissement du marché du travail ont contribué à ramener le chômage à 2¾% seulement. À titre de comparaison, l'Italie présente l'écart de PIB le plus important de la zone euro (-3¼%) et le deuxième taux de chômage, après l'Espagne.

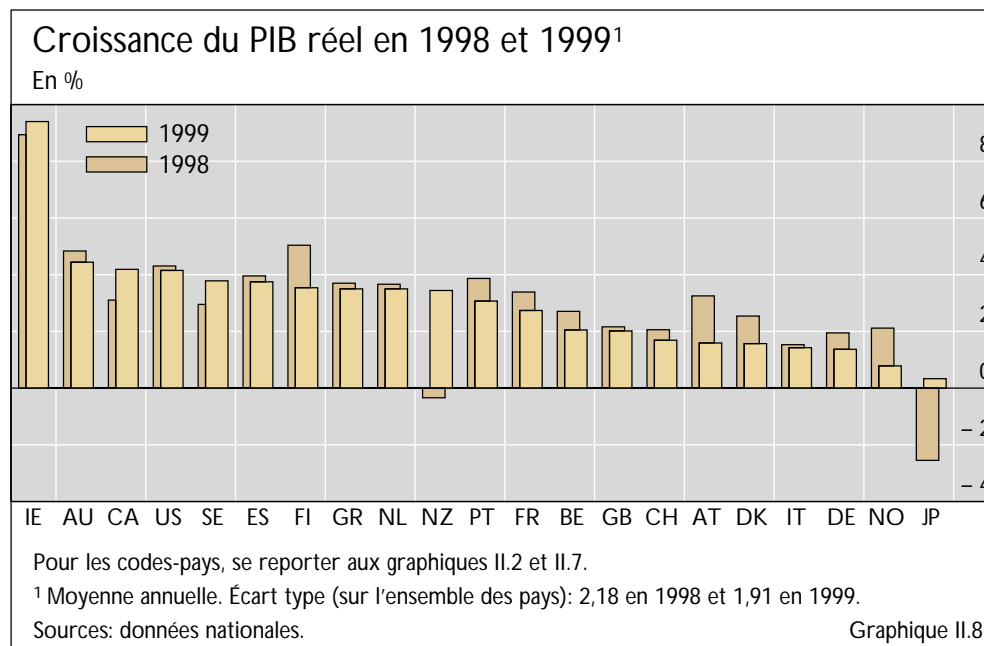
L'évolution dans la zone euro a également été caractérisée par une progression de 1½% de l'emploi et un recul du chômage, en dépit d'une croissance moyenne de la production de seulement 2%. Les estimations

Déséquilibres modérés dans la zone euro

Disparité des taux de croissance et des capacités excédentaires

Amélioration significative des conditions sur le marché du travail





reportées dans le graphique II.3 semblent indiquer que le taux de croissance requis pour stabiliser le taux de chômage a eu tendance à diminuer ces dernières années. Cela pourrait être lié à une réorientation progressive de la production et de l'emploi vers les secteurs de services à plus forte intensité de main-d'œuvre, qui a réduit la productivité globale du travail et le taux d'expansion nécessaire à la stabilité du chômage. En outre, le fait qu'il est possible de faire baisser le chômage, bien que la croissance soit faible, suggère une flexibilité accrue du marché du travail et une contraction du chômage structurel. Le cas des Pays-Bas constitue d'ailleurs à cet égard une illustration frappante: le graphique II.3 montre que le taux de croissance exigé pour assurer la stabilité du chômage a fléchi de manière significative, ce qui découle dans une large mesure de l'augmentation notable des contrats de travail à temps partiel. Pourtant, si ces résultats sont positifs sur le plan de la lutte contre le chômage, ils indiquent aussi que les ratios investissement/PIB relativement élevés pour la zone euro (graphique II.6) ne se sont pas encore traduits par une progression de la productivité apparente du travail liée à la technologie ni par une amélioration en termes de rentabilité du capital.

La plupart des autres pays européens ont enregistré un notable ralentissement de croissance. Au *Danemark* et en *Norvège*, cette situation est imputable au resserrement des politiques visant à éviter que l'expansion de la production et le taux d'inflation ne prennent trop d'avance par rapport au cycle européen. En *Grèce*, l'évolution récente la plus remarquable a été la moindre progression des coûts unitaires de main-d'œuvre: supérieure en moyenne à 10% entre 1990 et 1997, celle-ci est tombée à 6% en 1998 puis à 2½% seulement l'an dernier. Ce recul, qui résulte à la fois de la modération salariale et des gains de productivité, a contribué de manière déterminante au respect, par la Grèce, des critères d'adhésion à l'UEM. En *Suisse*, l'affaiblissement de l'activité économique s'explique pour beaucoup par le tassement de la demande intérieure, en dépit de conditions monétaires relativement favorables et d'une baisse spectaculaire du

Évolutions dans
les autres pays
européens

chômage. La Suède a été la grande exception au ralentissement général observé en Europe: la croissance a été plutôt médiocre au premier semestre, mais le redressement ultérieur de la demande extérieure a permis de porter la progression du PIB à 3½% sur l'ensemble de l'année.

Inflation et marchés du travail

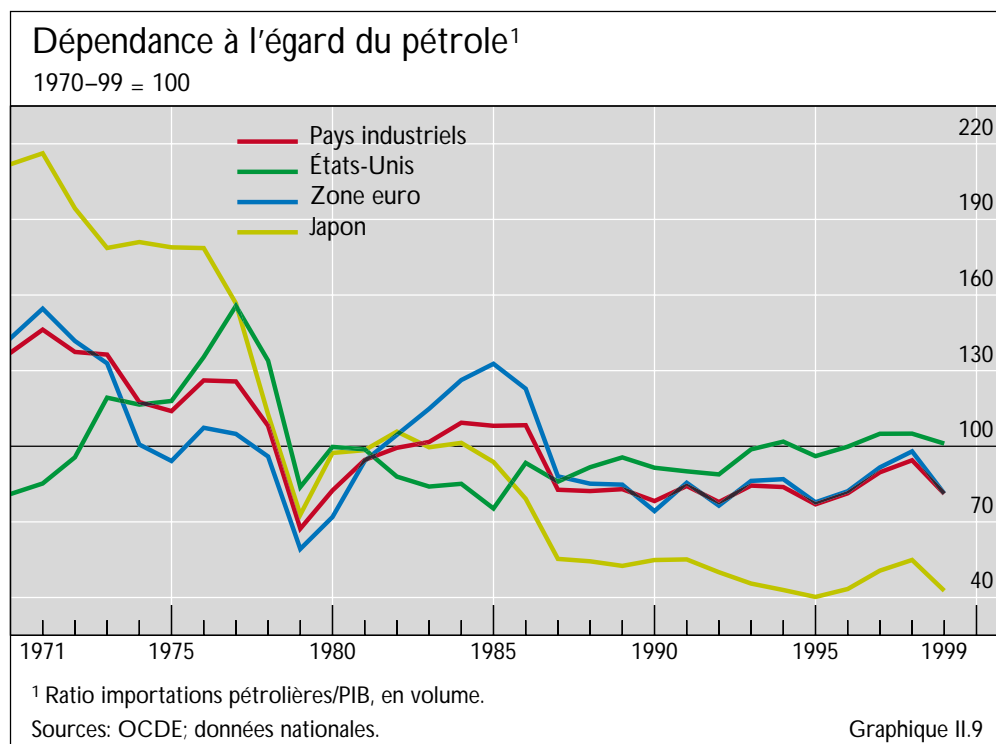
Inflation et prix pétroliers

Les derniers mois de 1999 ont été caractérisés par une augmentation de 0,4 point de pourcentage, en moyenne annualisée, des taux d'inflation par rapport au troisième trimestre, ce qui ne signifie pas forcément que la période d'inflation modérée des années 90 touche à sa fin. Les hausses ont été modestes dans la plupart des pays et sont surtout liées à l'accroissement marqué des prix pétroliers. D'ailleurs, l'absence d'effet significatif sur l'inflation sous-jacente suggère que, pour l'heure, les forces désinflationnistes à l'œuvre durant la précédente décennie demeurent présentes.

L'une des raisons possibles de cet impact modéré sur l'inflation sous-jacente est que le bond récent des prix pétroliers ne fait qu'inverser les baisses antérieures, de sorte qu'en termes réels les prix sont finalement inférieurs à leurs niveaux de deux ans plus tôt. Les utilisateurs n'ont donc peut-être pas eu trop de difficulté à se faire aux nouveaux prix. Deuxièmement, le pétrole ne joue plus un rôle aussi crucial que par le passé. Du fait de l'innovation technologique, du développement d'autres sources d'énergie avantageuses et de diverses mesures d'économie d'énergie, le ratio importations de pétrole/PIB diminue depuis les années 70 dans les pays industriels (graphique II.9). La diversification des sources d'énergie, conjuguée à l'importance moindre du pétrole, limite les effets secondaires en permettant aux entreprises de trouver plus facilement des

L'impact modéré de la hausse des prix pétroliers ...

... s'explique par les effets des économies d'énergie, des technologies ...



solutions de rechange moins onéreuses ou d'intégrer les modifications des prix dans leurs marges.

... de la concurrence et des conditions de la demande globale

Une troisième raison expliquant l'absence de répercussions de la hausse des prix pétroliers a été l'action conjuguée des pressions concurrentielles, des conditions de la demande globale et de la politique monétaire. Par rapport à d'autres périodes de renchérissement du pétrole, l'inflation est modérée au niveau mondial et davantage de pays présentent une sous-utilisation des capacités. En outre, on attribue à trois facteurs la rupture des «anciens» schémas d'inflation: intensification de la concurrence (accélérée par la mondialisation et la déréglementation), résistance des consommateurs et crédibilité des politiques monétaires. Dans un tel contexte, les entreprises qui relèvent leurs prix ne peuvent espérer que leurs concurrents en fassent autant ni qu'une dévaluation les rende à nouveau compétitives. Pour ne pas perdre de parts de marché, elles doivent compenser l'augmentation du coût d'un facteur de production par une réduction ailleurs ou par une diminution de leurs marges bénéficiaires. Par conséquent, l'accentuation de la concurrence atténue les effets résultant des hausses des prix pétroliers.

En résumé, l'action des forces désinflationnistes durant la dernière décennie paraît avoir limité, pour l'instant, le choc pétrolier de 1999 à une modification des prix relatifs, sans provoquer d'inflation ni son incidence, une récession. En outre, la réaction positive observée l'an passé de même que l'accord de mars 2000 visant à assouplir les quotas de production justifient un certain optimisme en ce qui concerne les effets secondaires des coûts de l'énergie pendant cette année et la prochaine.

Marchés du travail, fixation des salaires et processus d'inflation

Si l'intensification de la concurrence mondiale et l'évolution technologique ont influencé les pratiques des entreprises en matière de fixation des prix, elles ont eu également de vastes conséquences pour la formation des salaires et les interactions entre salaires et prix dans les pays industriels. La fixation des salaires est un élément clé du processus d'inflation, à cause de l'influence déterminante des rémunérations tant sur le revenu nominal que sur les coûts de production. Ainsi, les pratiques en la matière peuvent gêner ou favoriser la stabilisation de l'inflation à un niveau peu élevé.

Une inflation faible clarifie les signaux transmis par les salaires nominaux ...

Les conditions qui régissent la fixation des salaires sont en partie déterminées par le régime d'inflation lui-même. Les marchés du travail, comme les autres marchés, sont d'autant plus efficaces que leurs participants sont bien informés. Lorsque l'inflation est stabilisée à un niveau peu élevé, son «bruit de fond» se fait alors plus discret, de sorte que les modifications des salaires nominaux reflètent plus fidèlement la croissance des salaires réels et relatifs, permettant ainsi au marché de mieux interpréter les signaux et de réagir en conséquence. La clarté des signaux transmis par les salaires nominaux peut se mesurer par le ratio entre la dispersion des variations de salaires et la dispersion de l'inflation dans le temps et sur l'ensemble des pays. Une augmentation de ce ratio indique que les modifications des salaires nominaux traduisent de plus en plus l'évolution en termes réels plutôt que les variations de l'inflation. Comme le montre le graphique II.10, ce ratio s'est élevé, au cours de la décennie 90,

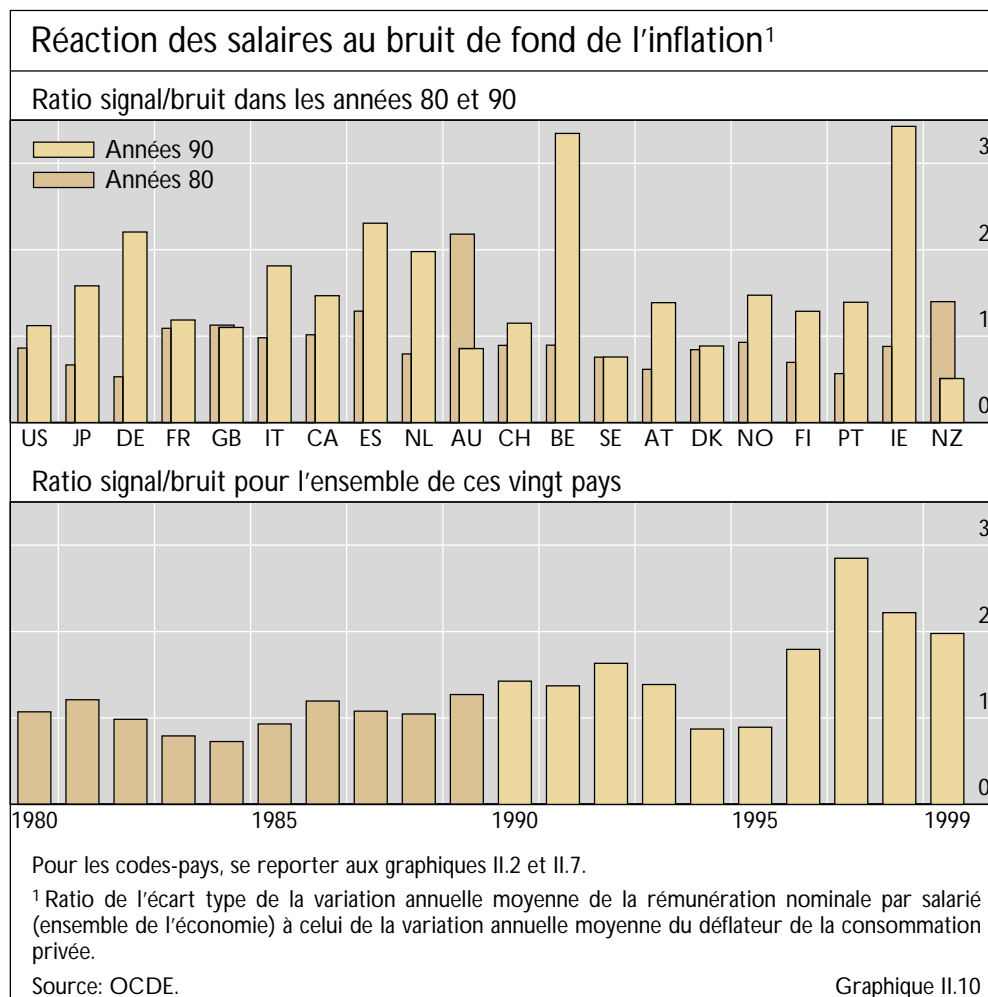
dans seize des vingt pays industriels examinés par rapport à la précédente (histogramme supérieur). De même, la courbe pour l'ensemble des vingt pays (histogramme inférieur) indique une tendance à la hausse sur les deux décennies. Une telle évolution épargne des efforts aux employeurs et aux salariés pour dissocier les signaux émis par les salaires réels du «bruit» de l'inflation et fournit ainsi des repères plus précis concernant l'embauche, la formation et le plan de carrière.

La concurrence mondiale et les avancées technologiques influent également sur la fixation des salaires; ces deux éléments ont d'ailleurs encouragé à multiplier les innovations dans les pays industriels. Pour que les entreprises et leurs salariés restent compétitifs, ils doivent posséder les compétences, les incitations et la flexibilité requises pour générer et exploiter les progrès technologiques. C'est pourquoi la gestion des ressources humaines apparaît de plus en plus comme l'une des clés de la compétitivité dans tous les secteurs, en particulier ceux où les échanges commerciaux ou la production sont en progression.

L'un des principaux aspects de la gestion des ressources humaines est la politique des rémunérations. Dans ce contexte de concurrence, les pays et entreprises suivent déjà des approches fort différentes en matière de fixation et d'ajustement des salaires, diversité qui devrait encore s'accroître au cours de la prochaine décennie. Dans certains pays (notamment aux États-Unis et au

... tandis que la concurrence impose davantage de souplesse

Une rémunération liée aux résultats ...



Royaume-Uni), les entreprises recourent davantage aux incitations, aux primes, à l'intéressement et aux options d'achat d'actions; elles établissent, en outre, un lien plus étroit entre la rémunération et la productivité des individus et de l'entreprise. S'il est encore difficile de mesurer globalement la part respective de ces composantes, les enquêtes et autres données fragmentaires indiquent qu'aux États-Unis la plupart des dirigeants d'entreprise perçoivent une partie importante de leur rémunération sous forme d'options d'achat d'actions, tandis que les salariés des échelons inférieurs bénéficient plus communément de primes et d'incitations. En Allemagne, en Suisse et dans d'autres pays européens, cette formule des options d'achat d'actions est de plus en plus répandue parmi les cadres supérieurs.

... pourrait accroître la productivité et la sensibilité des salaires aux cycles

Ces pratiques peuvent stimuler la productivité et accentuer la sensibilité des rémunérations nominales au cycle économique. Si l'accroissement des gains de productivité et la progression des salaires réels qui en résulte sont évidemment bénéfiques, l'incidence d'une évolution cyclique des revenus est ambiguë. Lors de la prochaine récession, en effet, les baisses de salaires liées au ralentissement économique pourraient accentuer le recul des dépenses de consommation, comme cela s'est produit au Japon dans les années 90. Compte tenu de l'endettement élevé des ménages dans les pays anglophones, ce problème pourrait s'y avérer particulièrement préoccupant. D'un autre côté, ces diminutions de rémunération pourraient aussi préserver des emplois et maintenir la confiance, en permettant aux employeurs de réduire les coûts de main-d'œuvre sans recourir à des licenciements.

UEM, négociations salariales et inflation

Dans les prochaines années, l'Europe devra relever des défis liés spécifiquement aux interactions entre organisation du marché du travail et union monétaire; celle-ci, en effet, pourrait modifier les structures de négociation et de fixation des salaires, tandis que l'évolution sur le marché du travail pourrait avoir des implications importantes pour la conduite de la politique monétaire.

Pratiques européennes en matière de fixation des salaires

En Europe continentale, les négociations salariales sont généralement conduites au niveau national (Autriche, Belgique, Portugal et pays nordiques) ou sur un plan intermédiaire, c'est-à-dire par secteur ou par branche d'activité (Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays-Bas). L'accord qui en résulte habituellement fixe les hausses du salaire moyen ou minimum ainsi que d'autres modalités intéressant de larges pans de la population active. Par contre, jusqu'à une date récente, les négociations effectuées au niveau de l'usine ou de l'entreprise, comme aux États-Unis, étaient plutôt rares.

Principales caractéristiques des négociations centralisées ...

De quelle façon le niveau de la négociation et son degré de coordination influencent-ils les résultats économiques? On a souvent prétendu que les négociations au niveau national, ou centralisées, incitent syndicats et employeurs à conclure des conventions qui tiennent véritablement compte des effets macroéconomiques et des coûts sociaux de ces accords («intégration des externalités»). Les parties semblent conscientes qu'un accord salarial dont la portée dépasserait la croissance moyenne de la productivité risque d'aller à l'encontre du but recherché, car il obligerait les employeurs à augmenter les prix, au détriment donc de la progression des salaires réels, ou à réduire l'emploi si

les pressions concurrentielles n'autorisent pas une hausse des prix. En outre, les négociations centralisées donnent aux pouvoirs publics la possibilité d'orienter directement l'issue des débats, par le biais d'allègements fiscaux par exemple, comme on l'a vu en Irlande et en Finlande en début d'année. À l'inverse, en imposant des relèvements de salaires uniformes quel que soit le poste ou le secteur d'activité, de telles négociations empêchent l'ajustement des salaires relatifs, ce qui, sur un marché du travail en mutation, risque de se traduire par une inadéquation des compétences et par du chômage structurel.

Les négociations décentralisées ou conduites au niveau de l'entreprise intègrent rarement les conséquences des relèvements de salaires mais, ce qui est tout aussi important, leur issue est fonction de la concurrence sur le marché des produits. Ces négociations permettent, en outre, une plus grande flexibilité des salaires relatifs par rapport aux écarts de productivité. On prétend souvent que les négociations menées à un niveau intermédiaire, c'est-à-dire par secteur ou par branche, cumulent les inconvénients des deux autres approches. Comme la pression concurrentielle est moindre qu'au niveau de l'entreprise et que les incitations à intégrer les effets macroéconomiques des accords sont moins fortes que dans les négociations nationales, les syndicats peuvent, en exploitant une position de force, obtenir des majorations supérieures pour leurs adhérents. Bien que les données empiriques ne soient pas totalement fiables à cet égard, les salaires réels et le chômage tendent à être plus élevés dans les pays où les négociations sont à mi-chemin entre les deux formules.

L'UEM pourrait modifier le cadre de ces négociations au moins sous deux aspects: d'une part, les négociateurs de chaque pays ont désormais un rôle moins important au sein de la zone euro et, de l'autre, la concurrence est avivée par l'existence d'un marché européen commun doté d'une monnaie unique. Il résulte du premier élément que les négociations vont être réorientées vers un niveau intermédiaire et que les intéressés, sachant que l'impact inflationniste d'un accord à l'échelle de la zone euro sera faible, risquent alors de se montrer encore plus déterminés. Le second implique que, comme dans le cas des négociations décentralisées, les pressions concurrentielles seront davantage susceptibles de modérer les revendications et, partant, l'inflation moyenne dans la zone euro. En définitive, si les négociateurs sont conscients que, dans le contexte d'une politique monétaire crédible et de marchés concurrentiels, des demandes excessives ne conduisent qu'à accroître le chômage et les conflits sociaux, c'est le second facteur qui l'emportera. Cependant, un tel aboutissement est loin d'être certain et toute aggravation des conflits pourrait modifier le cadre des négociations.

Pour éviter une telle issue, les parties peuvent tenter de centraliser les négociations salariales au niveau européen, ce qui se justifierait dans la mesure où les employeurs et la concurrence ont de plus en plus une dimension européenne. Toutefois, réunir les divers acteurs nationaux (comme les syndicats de branches et de métiers et les différentes associations patronales) au sein d'un processus unifié pourrait se révéler difficile. De plus, l'intensification de la concurrence et l'évolution technologique vont probablement élargir la gamme des accords salariaux correspondant aux différents secteurs ou niveaux de qualifications. Une flexibilité accrue serait donc nécessaire, alors que des négociations paneuropéennes iraient précisément en sens inverse.

... décentralisées
et sectorielles

Avec l'UEM,
les négociations
salariales pourraient
être conduites ...

... de manière plus
centralisée ...

... ou, plus vraisemblablement, au niveau de l'entreprise

Il est plus probable que les salaires européens seront fixés en définitive à un niveau plus local. Du reste, la décentralisation est déjà en bonne voie dans plusieurs pays. Ce mouvement a démarré au Royaume-Uni dès les années 60 et s'est accéléré durant la décennie 80. Au cours des vingt dernières années, la plupart des négociations salariales au Danemark, en Suède et aux Pays-Bas ont été décentralisées; celles qui ont été maintenues aux niveaux national et sectoriel ne concernent plus que les autres conditions d'emploi. Ailleurs, la transition est plus progressive. En Allemagne, cependant, on assiste de plus en plus à des accords entre entreprises et syndicats, qui visent à modifier les salaires au niveau de l'usine pour s'adapter à l'évolution des marchés ou contourner des entraves réglementaires.

Rôle de la BCE

Dans la mesure où un élément important de la politique monétaire des banques centrales de l'UE a été de favoriser la prise en compte d'anticipations de faible inflation dans les accords salariaux, une décentralisation des négociations implique que la BCE jouera un rôle plus indirect, mais en aucun cas moins important. Quand les salaires sont fixés localement, les anticipations d'inflation influent de façon moins uniforme et moins explicite sur les modifications des salaires nominaux. La concurrence régnant sur les marchés remplace aisément la pression politique exercée sur les négociateurs; de son côté, la banque centrale tient le rôle principal en fournissant les informations et en dissipant le plus possible les incertitudes sur l'orientation de la politique monétaire. En revanche, elle n'a aucune prise directe sur les modalités de ces multiples accords.

Courbe de Phillips

La diversification et l'innovation sur les marchés du travail pourraient aussi se traduire par des variations significatives d'un pays à l'autre ou dans le temps des relations illustrées par la courbe de Phillips. La pente de la courbe de Phillips en courte période fournit aux responsables de la politique monétaire des indications sur les effets inflationnistes des tendances courantes de la production; l'évolution de ces relations permet non seulement d'appréhender les conséquences, pour la politique monétaire, des tendances majeures dans une économie, mais elle modifie aussi un paramètre important du mécanisme de transmission.

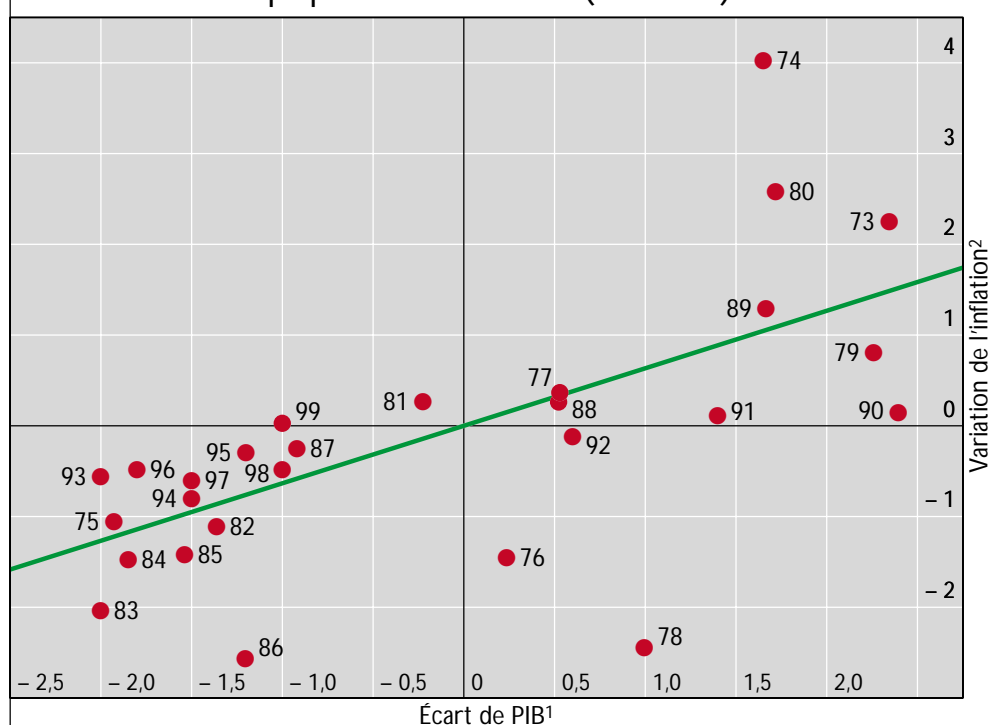
Courbe de Phillips pour la zone euro

L'avènement de l'UEM a éveillé l'intérêt pour la nature des relations de la courbe de Phillips sur l'ensemble de la zone euro. La pente est-elle prononcée par rapport à d'autres pays? S'est-elle modifiée à mesure que la politique monétaire a réussi à réduire l'inflation? Observe-t-on une relation commune aux pays de la zone euro? Le graphique II.11, qui fournit une première illustration de la situation, montre la relation entre l'écart de PIB global des pays de la zone euro et la variation moyenne de l'inflation de 1973 à 1999. La courbe semble indiquer qu'une variation d'un point de pourcentage de l'écart de PIB s'est accompagnée d'une variation moyenne de 0,6–0,7 point du taux d'inflation.

L'apparent aplatissement de la courbe de Phillips ...

Le tableau II.4 compare cette relation avec des estimations sur la même période pour les États-Unis et le Japon et vérifie si la pente a varié dans le temps. À pente constante, il apparaît que les résultats sont fortement semblables (première colonne du tableau). Il convient de noter également que, pour les trois

Courbe de Phillips pour la zone euro (1973–99)



Pour l'explication de la droite de régression, se reporter au tableau II.4.

¹ En % du PIB potentiel. ² En points de %; inflation mesurée par la variation annuelle moyenne, en %, des prix à la consommation.

Sources: OCDE; données nationales.

Graphique II.11

pays ou régions, le coefficient de pente descend à 0,2–0,3 dans les années 90 (chapitre IV). En d'autres termes, l'inflation semble à présent moins sensible à l'évolution de la production que pendant les décennies 70 et 80. Cette remarque vaut aussi pour le Japon; toutefois, les incertitudes relatives à l'ampleur effective de l'écart de PIB ou les changements d'attitude des entreprises qui fixent leurs prix dans une logique de marges bénéficiaires préservées font que l'estimation de la courbe de Phillips, pour ce pays, est meilleure lorsque les variations de

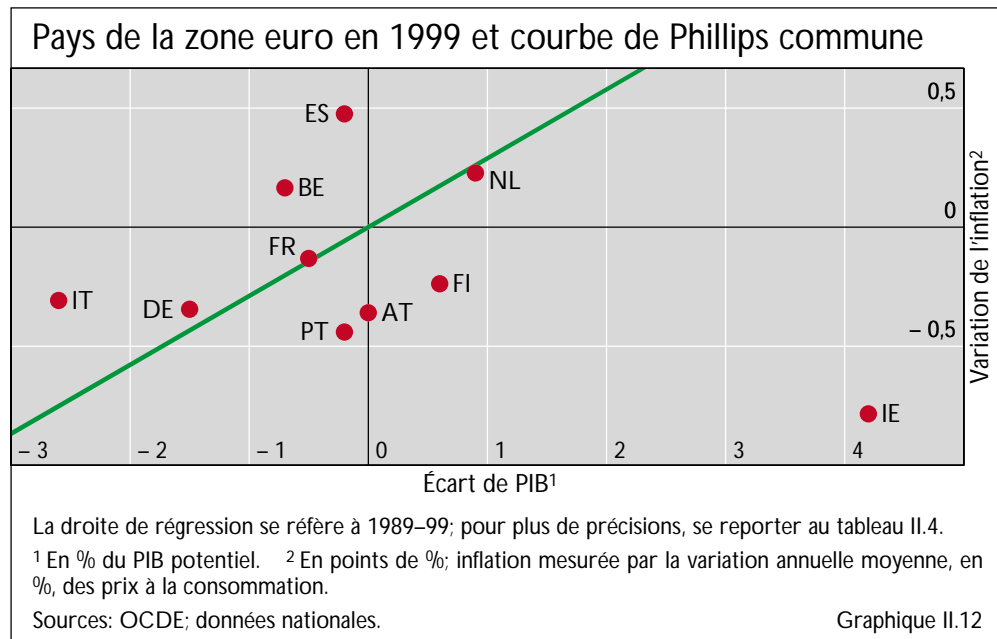
Courbe de Phillips (estimations)¹

	1973–99	R ²	DW	1973–88	1989–99	R ²	DW
Zone euro	0,63	0,41	1,59	0,89	0,30	0,48	1,75
États-Unis	0,67	0,38	1,93	0,74	0,32	0,38	2,04
Japon	0,69	0,11	2,29	1,06	0,25	0,12	2,47
Japon ²	1,37	0,48	1,70	2,10	0,35	0,68	1,39

¹ Sur l'ensemble de la période 1973–99, le modèle de la courbe de Phillips est estimé par l'équation $\Delta\pi = \beta\text{Écart} + \varepsilon$, où π représente le taux d'inflation (IPC), Écart l'écart de PIB et β la pente de la courbe telle qu'elle apparaît dans la première colonne; ε correspond aux variations non expliquées de l'inflation, tandis que R^2 et DW sont respectivement le coefficient de détermination et le degré d'autocorrélation. Dans la seconde partie du tableau, les estimations ont été obtenues à partir de l'équation $\Delta\pi = \beta\text{Écart} + (\delta\text{Dum} \times \text{Écart}) + \varepsilon$, où Dum est une variable muette, prenant la valeur 0 jusqu'en 1988 et 1 ensuite. La pente pour la période 1973–88 est β , tandis que $\delta + \beta$ est celle de la période 1989–99. Tous les coefficients relatifs à la pente sont apparus significatifs. ² Pour le Japon, la première équation est $\Delta\pi = \beta\Delta\text{Écart}_{-1} + \varepsilon$ et la seconde $\Delta\pi = \beta\Delta\text{Écart}_{-1} + (\delta\text{Dum} \times \Delta\text{Écart}_{-1}) + \varepsilon$.

Sources: OCDE; données nationales.

Tableau II.4



l'inflation sont rapportées aux variations différées de l'écart de PIB plutôt qu'au niveau de cet écart. Dans les deux cas, cependant, la sensibilité de l'inflation à l'évolution de la production a notablement diminué.

... pourrait refléter des rigidités nominales ainsi que des erreurs de mesure

En référence à l'analyse faite dans le 69^e Rapport annuel (chapitre II, pp. 30–32), plusieurs raisons peuvent expliquer l'aplatissement des courbes de Phillips dans les années 90, notamment le recul de l'inflation, l'application de politiques monétaires plus crédibles et la rigidité à la baisse des salaires et prix nominaux. Par exemple, si les salaires font preuve d'une telle rigidité en présence d'une inflation faible, certains d'entre eux se trouvent nécessairement plus élevés qu'ils ne le seraient autrement, de sorte qu'une contraction de la demande aura un effet désinflationniste moindre. D'autres facteurs pourraient modifier la pente de la courbe. Ainsi, une diminution non décelée du stock de ressources humaines ou de capital physique dans un pays (en raison de restructurations ou de changements technologiques), comme cela a pu se produire au Japon, entraînera une surestimation de l'écart de PIB et biaisera la pente vers zéro.

Courbe de Phillips commune pour les pays de la zone euro

La troisième question concernant l'existence d'une relation commune pour la zone euro s'appuie sur l'idée que les pays membres seraient suffisamment semblables pour partager la même courbe de Phillips. Sinon (et si cette convergence ne progressait pas), une politique monétaire commune pourrait provoquer des disparités tenaces, voire déstabilisatrices, dans l'activité économique. Par chance, bien que les relations diffèrent quelque peu d'un pays à l'autre, l'hypothèse d'une relation commune n'altère pas la capacité de la courbe de Phillips de prévoir l'inflation sur la base de l'écart de PIB. Par conséquent, la disposition des pays de part et d'autre de la courbe pour la zone euro estimée sur les années 90 (graphique II.12) reflète bien plus des divergences cycliques que des différences dans les relations sous-jacentes. Au demeurant, à l'exception de l'Irlande, le positionnement par rapport à la courbe de la zone euro est assez satisfaisant.

En résumé, la relation illustrée par la courbe de Phillips paraît être à peu près la même d'un pays à l'autre de la zone euro et présente une pente assez proche de celle des États-Unis. Dans le cas du Japon, en revanche, un autre modèle explique mieux cette relation. Pour les trois pays ou régions étudiés, la courbe s'est notablement aplatie durant les années 90, ce qui signifie qu'à une modification donnée de l'écart de PIB correspond à présent une variation plus faible de l'inflation. Cela pourrait permettre aux banques centrales de maintenir plus facilement le taux d'inflation courant, mais rendrait plus délicate la correction d'un taux s'écartant de la trajectoire désirée.

Commerce et soldes extérieurs

Échanges et prix internationaux

L'expansion du commerce mondial (en volume) s'était fortement ralentie en 1998, en raison d'une croissance devenue négative dans certaines des économies émergentes les plus ouvertes et les plus actives à cet égard. L'année dernière, malgré la reprise de la croissance mondiale ainsi que de l'activité économique dans les pays asiatiques touchés par la crise, le commerce international n'a que modérément progressé. Cela est dû principalement au fait que la demande d'importations est restée déprimée dans les économies émergentes (et, par voie de conséquence, les exportations des pays avancés), par suite du faible accroissement de la demande intérieure (tableau II.5).

Les échanges mondiaux ne progressent que modérément ...

Les prix des échanges mondiaux (exprimés en DTS) ont encore diminué l'an dernier, mais les tendances ont été très différentes selon les catégories de biens et de matières premières. Les prix des produits manufacturés ont légèrement reculé, après une hausse modeste en 1998: la concurrence sur les marchés mondiaux des biens est demeurée intense et des «poches» d'offre excédentaire subsistent dans le sillage de la crise asiatique. Les prix des denrées alimentaires ont fortement baissé pour la deuxième année consécutive, tandis que ceux des matières premières industrielles (des métaux, en particulier), généralement plus sensibles à l'évolution de la production mondiale, ont commencé à se redresser en cours d'année, trop peu toutefois pour éviter un léger repli sur l'année. La remontée la plus spectaculaire a été celle des prix du pétrole. À la suite, principalement, d'un plafonnement effectif de la production en mars 1999, ils ont

... alors que les prix suivent des tendances différentes

Commerce mondial: volume et prix				
	1991-96	1997	1998	1999
	variation annuelle, en %			
Volume	6,5	10,0	3,8	4,9
Prix (en DTS)	-	-0,8	- 4,2	- 1,6
Industries de transformation	-	-2,7	0,2	- 1,7
Pétrole	-3,1	-0,2	-31,2	37,6
Denrées alimentaires	3,0	-6,0	-11,2	-15,9
Boissons	2,6	39,9	-14,0	-21,9
Matières premières industrielles	-2,2	3,9	-13,1	- 3,0

Sources: FMI; HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung. Tableau II.5

augmenté de près de 40% entre 1998 et 1999 et ont plus que triplé entre leur creux de la fin de 1998 et leur dernier record. Cependant, après l'accord de mars 2000 visant à relever les plafonds de production, ils ont fléchi d'un tiers environ.

Soldes des paiements courants

Élargissement de l'écart statistique

Comme l'indique le tableau II.6, le déficit global mesuré par l'écart statistique s'est notablement accentué depuis le début de la crise asiatique. La détérioration cumulée pour tous les pays ayant enregistré un recul de leurs paiements courants depuis 1997 représente quelque \$320 milliards, les États-Unis entrant dans ce montant à hauteur de 60% environ et les autres pays industriels pour un tiers. En revanche, l'amélioration cumulée ne s'élève qu'à \$144 milliards, en Asie pour l'essentiel. La dégradation des termes de l'échange s'explique principalement par une accélération des importations, mais l'évolution dans les pays et régions figurant dans la partie gauche du tableau ne paraît pas s'écarter de la relation historique entre importations et demande intérieure. Il est d'autant plus difficile d'arriver à différencier les changements de volumes et de prix que les cours de change ont amplement varié sur cette période, ce qui estompe aussi la distinction entre volumes et prix à l'exportation. Au total, le tableau semble indiquer que l'accroissement des exportations et, partant, celui de l'ensemble de la production pourraient avoir été supérieurs à ce que l'on supposait jusqu'à présent. Il est toutefois beaucoup plus délicat de déterminer avec précision quels pays ont bénéficié de ces effets additionnels sur la croissance et les paiements.

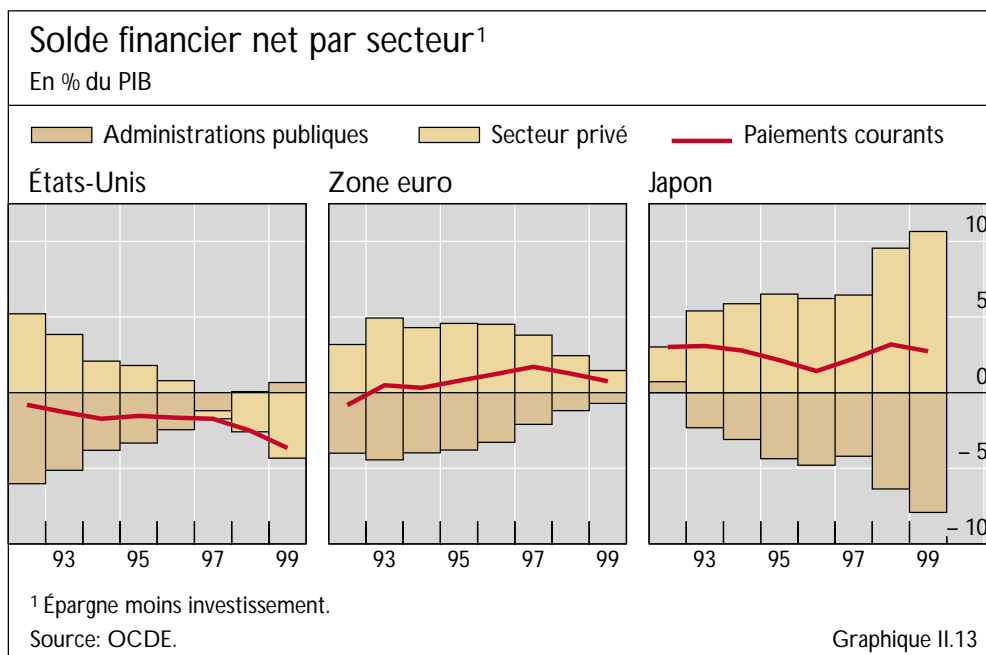
Le caractère soutenable du déficit courant des États-Unis ...

Abstraction faite de la question de l'écart statistique, les déséquilibres financiers des États-Unis ne se limitent pas à l'économie interne, selon l'analyse précédente; leur illustration peut-être la plus manifeste apparaît dans l'élargissement du déséquilibre extérieur et les préoccupations croissantes sur la viabilité à long terme du niveau actuel du dollar EU (graphique II.13). Toutefois, la question de savoir si et quand les marchés considéreront le déficit extérieur américain insoutenable restera sans réponse si l'on n'examine pas également les flux de capitaux nets à long terme et les mécanismes qui les déterminent. Au cours des deux à trois dernières années, les balances des paiements courants des trois principales zones monétaires ont été submergées par les flux nets d'investissement direct étranger (IDE) et d'investissements de portefeuille (tableau II.7). L'an passé,

Solde des paiements courants: variation, 1997–99 ¹			
	Détériorations		Améliorations
États-Unis	-195,4	Économies émergentes d'Asie	85,3
Zone euro	- 61,0	Japon	15,2
Royaume-Uni	- 31,5	Canada	7,3
Australie	- 9,6	Suisse	3,2
Autres pays industriels	- 3,9	Autres pays industriels	2,4
Moyen-Orient	- 9,6	Économies en transition	20,8
Afrique	- 9,4	Amérique latine	9,9
Total	-320,4	Total	144,1

¹ En milliards de dollars EU.
Sources: FMI; données nationales.

Tableau II.6



par exemple, les entrées nettes d'IDE aux États-Unis ont représenté environ 40% du déficit courant et les entrées nettes sous forme d'achats d'actions ont largement couvert le reste. Il convient de noter, en outre, qu'entre 1991 et 1997 les sociétés américaines ont davantage investi hors des frontières que leurs homologues étrangères ne l'ont fait aux États-Unis, mais la tendance s'est inversée en 1998. Le retournement des flux nets d'investissements de portefeuille remontait déjà à 1996, en partie d'ailleurs parce que les investisseurs américains étaient devenus vendeurs nets d'actions étrangères. Au final, l'accélération des entrées nettes d'IDE et d'investissements de portefeuille aux États-Unis au cours des deux dernières années suggère que les rendements attendus par les investisseurs étrangers ont augmenté en même temps que leurs perceptions des gains de productivité et d'accroissement de la production potentielle; il semble aussi que cette évolution ait permis d'assurer les financements requis par l'aggravation substantielle du déséquilibre des paiements courants.

La zone euro est en quelque sorte l'image inversée des États-Unis. La balance des paiements courants a été excédentaire l'an dernier, mais les sorties nettes de capitaux à long terme ont été quatre fois plus importantes, donnant un solde global fortement négatif. Au Japon, le rapatriement de fonds investis à l'étranger, conjugué aux achats nets d'actions japonaises par les non-résidents et au triplement des entrées de capitaux sous forme d'IDE par rapport à 1998 (sous l'effet de la déréglementation et des restructurations), a permis de réduire les sorties nettes à seulement un tiers de l'excédent des paiements courants.

Sur le plan individuel, tous les grands pays de la zone euro ont enregistré des sorties nettes de capitaux. L'Allemagne a présenté le déficit global le plus élevé, tandis que les pays du Benelux ont dégagé un excédent. En Suisse, en revanche, le solde global est devenu négatif. Au Royaume-Uni, également, un retournement marqué des flux nets de capitaux s'est produit, de sorte que, fait assez inhabituel, le solde global est devenu positif. Parmi les autres pays anglophones, des disparités importantes ont été constatées au niveau des

... dépend des entrées de capitaux à long terme

Caractéristiques des flux de capitaux dans la zone euro et au Japon ...

... ainsi que dans certains autres pays

paiements courants et des mouvements de capitaux, alors qu'en 1998 les trois pays avaient accusé des déficits courants relativement prononcés et un ralentissement des flux de capitaux. Grâce aux exportations vers les États-Unis et à la hausse des cours des produits de base, le Canada a pratiquement résorbé son déficit courant, tandis que les sorties nettes ont régressé. L'Australie et la Nouvelle-Zélande, par contre, qui ont davantage souffert de la reprise assez laborieuse de la demande d'importations en Asie et qui exportent proportionnellement plus de produits agricoles, ont subi une aggravation de leurs déficits commercial et courant. En Australie, toutefois, des entrées nettes plus substantielles ont sans doute atténué les pressions sur la monnaie, alors qu'en Nouvelle-Zélande elles ont encore diminué.

Origines diverses
des mouvements
de capitaux

Dans l'ensemble, il apparaît que, ces dix dernières années, les flux nets d'IDE et d'investissements de portefeuille en actions, obéissant aux modifications des perceptions relatives aux rendements et taux de croissance à long terme, ont gagné en importance par rapport aux déséquilibres des paiements courants. C'est très net aux États-Unis, où la corrélation entre cours des actions et entrées nettes de capitaux est fortement positive, de même que la corrélation entre le dollar et les cours des actions (chapitre V). C'est évident également au Japon, où les annonces de restructurations d'entreprises ont induit une augmentation marquée des entrées et des cours des actions. Toutefois, les variations relatives de ces cours ne permettent pas d'expliquer les sorties de capitaux à long terme en Europe, puisque la progression des titres européens a été aussi rapide qu'au Japon et plus de deux fois supérieure à celle des États-Unis.

En outre, bien que la plupart de ces tendances soient sans équivoque, rien ne dit qu'elles dureront. En un sens, dans la mesure où les anticipations de rendements et, par conséquent, les entrées de capitaux sont essentiellement

Pays industriels: balance des paiements									
	Paiements courants			IDE et flux de portefeuille ¹			Solde global ²		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
en milliards de dollars EU									
États-Unis	-143,5	-220,6	-338,9	277,6	238,5	359,0	134,1	17,9	20,1
Japon	94,3	120,6	109,5	3,6	- 62,9	- 35,8	97,9	57,7	73,7
Zone euro	106,8	67,3	45,8	-80,9	-214,2	-180,4	25,9	-146,9	-134,6
<i>Allemagne</i>	- 3,1	- 4,6	- 20,2	-37,9	- 75,9	- 59,4	-41,0	- 80,5	- 79,6
<i>France</i>	38,8	40,6	37,4	-37,5	- 64,2	- 84,5	1,3	- 23,6	- 47,1
<i>Italie</i>	32,2	21,7	9,8	4,8	- 6,9	- 13,0	37,0	14,8	- 3,2
<i>Pays du Benelux</i>	41,4	37,7	34,6	-40,8	- 88,0	- 27,9	0,6	- 50,3	6,7
Royaume-Uni	10,8	- 1,1	- 20,7	-67,2	- 84,2	50,0	-56,4	- 85,3	29,3
Suisse	25,9	23,8	29,2	-24,9	- 14,0	- 55,4	1,0	9,8	- 26,2
Australie	- 12,7	- 17,9	- 22,3	16,2	6,6	12,2	3,5	- 11,3	- 10,1
Canada	- 10,3	- 11,1	- 2,9	- 6,9	- 8,1	- 5,6	-17,2	- 19,2	- 8,5
Nouvelle-Zélande	- 4,3	- 2,6	- 4,3	5,4	3,0	0,1	1,1	0,4	- 4,2
Pays industriels	80,2	- 41,1	-193,2	103,3	-163,2	163,2	183,5	-204,3	- 30,0

¹ En termes nets. ² Somme des deux postes précédents.
Sources: FMI; données nationales.

Tableau II.7

cycliques, un ralentissement de l'économie américaine risque fort d'aviver les préoccupations relatives au déficit des paiements courants et, peut-être, de réduire les entrées nettes. D'un autre côté, si les mouvements de capitaux dépendent surtout de modifications structurelles, telles que l'accélération de la croissance à long terme due à l'informatisation ou les restructurations d'entreprises, et que la pression de la demande dans les pays bénéficiaires demeure modérée, une accentuation des déséquilibres des paiements courants pourrait n'avoir qu'une incidence marginale sur l'ampleur des flux de capitaux à long terme.

Caractère durable des entrées de capitaux aux États-Unis?