

II. Évolution dans les pays industriels

Faits saillants

La situation macroéconomique des pays industriels s'est profondément modifiée au cours de l'an 2000. Après une forte expansion au premier semestre, la croissance de la production aux États-Unis s'est nettement ralentie par suite d'une correction des stocks et d'une diminution des investissements de haute technologie. Le ralentissement s'est rapidement propagé à d'autres pays et régions, notamment aux économies émergentes d'Asie tributaires des exportations de matériel électronique. Au Japon, la production a fléchi sous l'effet de la stagnation des ventes à l'étranger et de la faiblesse de la demande intérieure. La zone euro a mieux résisté, grâce à des entreprises moins endettées et à un système bancaire plus solide. À ce stade, cependant, les perspectives à court terme de l'économie mondiale sont des plus incertaines. La nature des gains de productivité aux États-Unis constitue à cet égard un facteur structurel déterminant. Si la vive accélération de la productivité du travail, ces dernières années, traduit une amélioration structurelle susceptible de s'étendre à d'autres pays et de dynamiser les profits, alors les chances que ce ralentissement soit bref et de faible ampleur s'en trouveront augmentées.

Une bonne surprise, l'an dernier, est venue de l'inflation, qui est restée modérée, en dépit d'une forte croissance économique au premier semestre et du renchérissement du pétrole. Elle avait généralement été inférieure aux prévisions tout au long des années 90, malgré les pressions accrues de la demande et la diminution du chômage. Même si les politiques de stabilité monétaire ont joué un rôle prépondérant en contribuant à ancrer les anticipations d'inflation, d'autres facteurs temporaires, mais susceptibles de s'inverser, ont également influé sur l'évolution des prix.

La nouvelle aggravation de certains déséquilibres financiers dans les grandes économies soulève plusieurs questions. Aux États-Unis, la désépargne du secteur privé a atteint plus de 6% du PIB, grossissant ainsi le déficit des paiements courants et mettant en cause la capacité du secteur privé de maîtriser l'accumulation de dettes correspondante. Au Japon, les préoccupations se sont concentrées sur le secteur public, plusieurs années d'augmentation constante du déficit aboutissant à un endettement supérieur à 120% du PIB. Parallèlement, l'incertitude persistante au sujet de la solidité du système bancaire et l'accroissement de l'excédent d'épargne net du secteur privé expliquent en partie pourquoi la progression de la demande intérieure est demeurée si faible. Dans la zone euro, en revanche, les soldes financiers des secteurs public et privé ont graduellement convergé vers l'équilibre.

Il convient de noter, en outre, que les taux d'investissement et d'épargne nationaux semblent peu à peu diverger, surtout en Europe. Ce constat pourrait

signifier que les marchés internationaux des capitaux se sont moins attachés aux déséquilibres extérieurs en tant que tels qu'à l'affectation des ressources par pays en fonction de la rentabilité attendue.

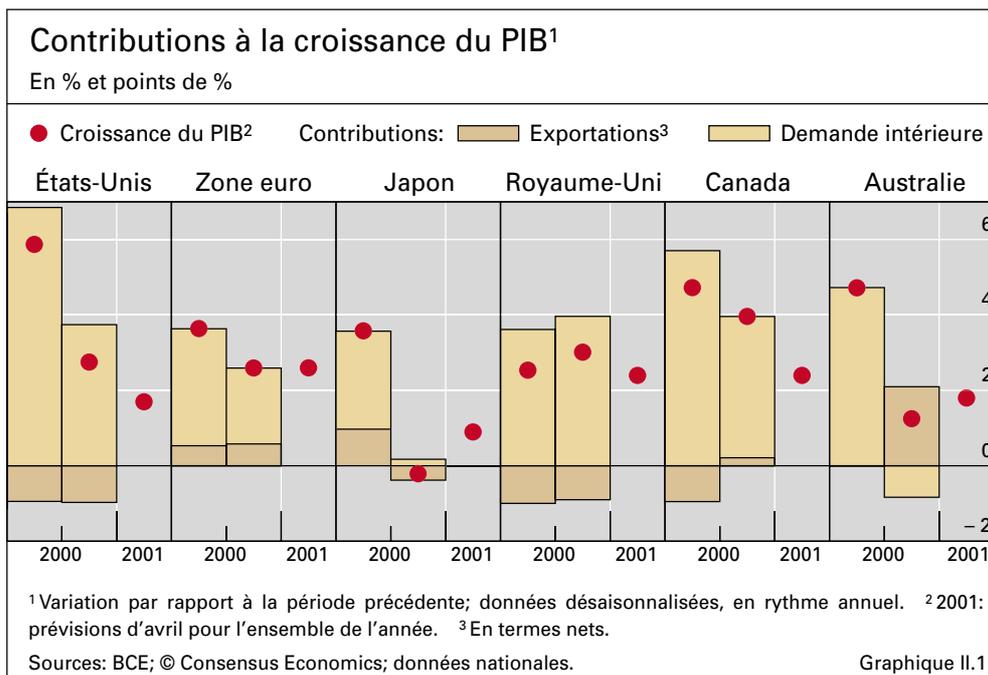
Dynamisme de l'économie au premier semestre 2000

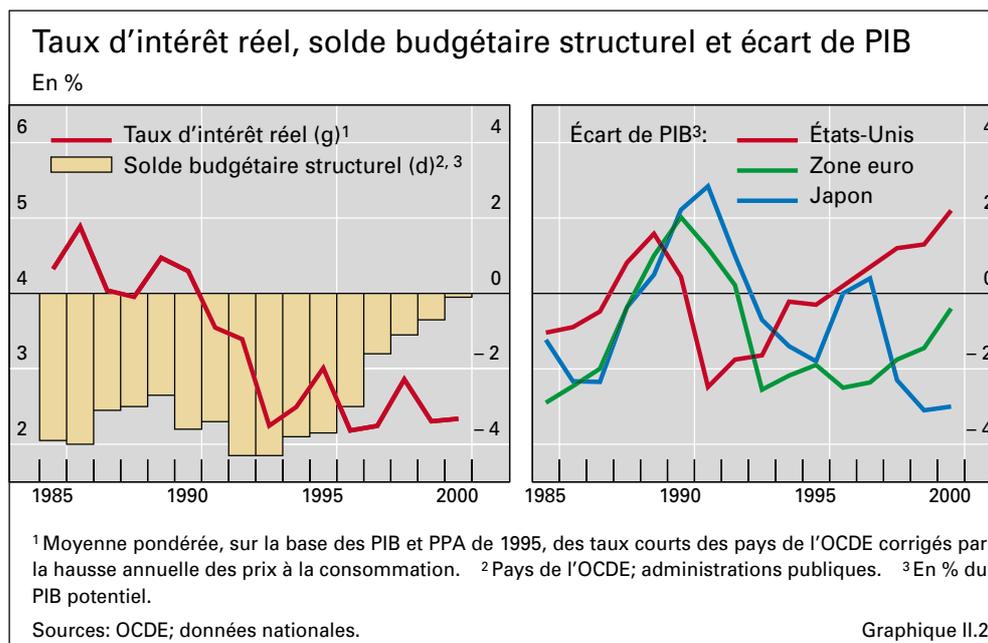
Stimulée par une demande intérieure vigoureuse, notamment aux États-Unis et dans d'autres pays anglophones, la production des pays industriels a progressé, en rythme annuel, de près de 5% au premier semestre 2000 (graphique II.1). Il s'agit là du taux le plus élevé depuis la fin de la décennie 80. Comme les années précédentes, l'accroissement de la demande américaine a essentiellement été tiré par la consommation, grâce à une forte hausse des revenus due à l'évolution favorable du marché du travail et à d'importants gains de patrimoine. Conséquence du faible coût du capital et des perspectives de hauts rendements, l'expansion de l'investissement s'est également avérée substantielle. Il en a été de même au Canada, tandis qu'en Australie la consommation et la construction résidentielle ont littéralement bondi, en prévision de la modification de la fiscalité indirecte le 1^{er} juillet. Au Royaume-Uni, la croissance a été plus modérée, mais suffisamment soutenue néanmoins pour gonfler le décalage, positif, entre le PIB effectif et son potentiel estimé. Les dépenses des ménages, favorisées par les créations d'emplois, ont été la composante la plus dynamique de la demande. L'investissement des entreprises, en revanche, s'est inscrit en repli, après sa vigueur de l'année précédente.

Fortes croissance tirée par la demande américaine

La zone euro, également, a enregistré une forte croissance au premier semestre 2000. Même si son taux annuel moyen (3½%) a été nettement inférieur à celui des États-Unis, il représente une amélioration notable par rapport aux années 90. Grâce à un cours de change compétitif et à une situation mondiale favorable, les exportations nettes ont apporté une contribution positive, tout en stimulant les dépenses d'investissement. En outre, dans le contexte d'une

Croissance soutenue également en Europe continentale





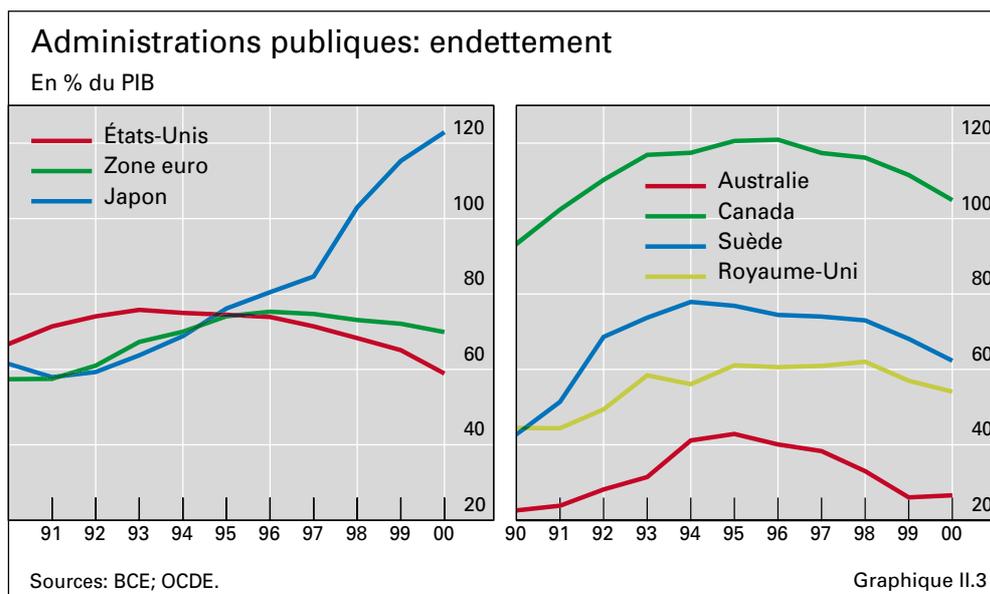
augmentation de l'emploi supérieure à 2% en rythme annuel et d'un recul concomitant du chômage, la consommation privée a aussi constitué un facteur positif. D'autres pays européens ont bénéficié d'une expansion soutenue; c'est le cas de la Suisse, notamment, avec un taux proche de 4%, les investissements des entreprises s'étant montrés particulièrement dynamiques. En Suède, l'incidence des mesures de relance budgétaire et la situation favorable du marché du travail ont permis d'enregistrer une croissance élevée. En Norvège, le redémarrage amorcé mi-1999 s'est confirmé, sous l'effet essentiellement des exportations nettes et de l'amélioration des termes de l'échange due à l'augmentation des prix du pétrole. Pourtant, avec une économie avoisinant (ou peut-être même dépassant) son niveau de plein emploi, la banque centrale a dû resserrer sa politique monétaire pour contenir les tensions inflationnistes.

Le Japon a renoué avec la croissance, après une période de récession en 1998, puis de stagnation l'année suivante. À la faveur de la bonne santé de l'économie américaine et de la forte reprise dans les pays émergents d'Asie, les exportations nettes ont contribué, à hauteur de 1%, à l'augmentation du PIB. La progression des bénéfices des entreprises a stimulé, en outre, leurs dépenses en capital fixe, notamment dans les équipements de haute technologie. L'investissement public s'est également renforcé, sous l'effet des mesures de relance adoptées vers la fin de 1999. Malgré la mise en place de mécanismes de garantie publique pour les prêts aux petites et moyennes entreprises, le crédit au secteur privé a continué de se contracter. De plus, les incertitudes persistantes au sujet des perspectives de l'emploi, conjuguées aux préoccupations concernant l'avenir des retraites, de la sécurité sociale et de l'assurance maladie, ont freiné les dépenses des ménages.

L'assainissement budgétaire et le niveau relativement bas des taux d'intérêt réels dans la plupart des pays industriels ont favorisé la croissance (graphique II.2). En dépit d'un resserrement monétaire dans les trois principales zones économiques, les taux courts sont restés peu élevés en termes réels, eu

Retour à la
croissance
au Japon

Croissance
soutenue par
le dosage
des politiques
économiques ...



égard surtout à la vigueur de la demande. Les taux longs réels n'ont été que faiblement supérieurs et se sont même inscrits en baisse durant l'année. La politique de rigueur budgétaire et le repli consécutif des ratios d'endettement public y ont certainement contribué et ont aidé à diriger l'investissement vers le secteur privé. Aux États-Unis, l'amélioration progressive du solde budgétaire a conduit à une diminution du ratio dette publique/PIB (graphique II.3). Dans la zone euro, les recettes publiques ont bénéficié du renforcement de la croissance et de rentrées exceptionnelles (en liaison, notamment, avec la vente des licences UMTS). Ces divers éléments se sont traduits par une situation budgétaire relativement équilibrée et conforme au Pacte de stabilité et de croissance, l'écart de PIB ayant été comblé, de sorte que plusieurs grands pays ont pu poursuivre leur programme de réforme des finances publiques et alléger les taux d'imposition. La réduction de la dette a également compté parmi les principales mesures d'ordre budgétaire prises par le Royaume-Uni, le Canada, l'Australie et la Suède. Au Japon, en revanche, le ratio de la dette publique n'a cessé de s'accroître et, si les taux d'intérêt sont restés bas, c'est essentiellement parce que l'épargne privée a été importante et la politique monétaire accommodante.

Les conditions favorables régnant sur les marchés des actifs et du crédit ont également joué un rôle dans le dynamisme de l'activité, notamment aux États-Unis, mais aussi au Canada, en Australie, aux Pays-Bas et en Suède. Dans tous ces pays, les gains de patrimoine ainsi que la faiblesse des taux d'intérêt nominaux ont permis aux ménages de s'endetter davantage pour financer leurs achats de biens durables et de logements.

... ainsi que par les conditions favorables sur les marchés financiers

Ralentissement au second semestre

Des signes de ralentissement sensible sont apparus au second semestre 2000 (graphique II.1). Aux États-Unis, une forte décélération s'est produite, la croissance revenant à seulement 1% au dernier trimestre. Plusieurs facteurs ont contribué à ce renversement de tendance. Premièrement, par comparaison

Ralentissement marqué aux États-Unis en raison de la hausse des prix du pétrole ...

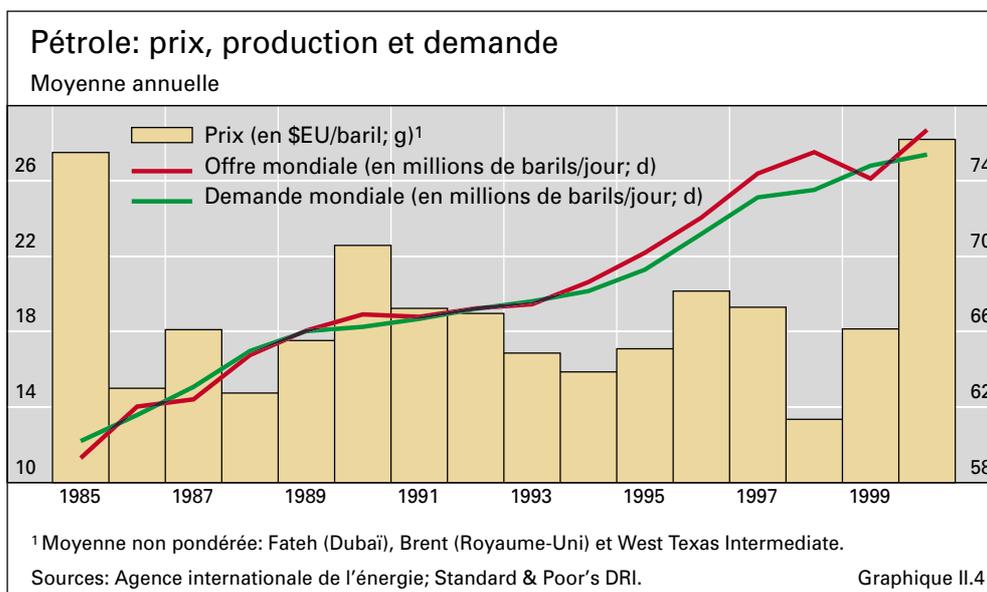
avec leurs creux de 1998, les prix du pétrole ont triplé, ce qui représente un «prélèvement obligatoire» équivalant à 1½% du PIB. Les raisons d'un tel renchérissement sont loin d'être évidentes. En effet, comme le montre le graphique II.4, l'offre mondiale de pétrole a été supérieure à la demande en 2000, par suite de la décision prise par les pays de l'OPEP d'augmenter leurs quotas de production. L'une des explications pourrait être que, après dix ans de faiblesse ou de recul de l'investissement dans le secteur énergétique, la capacité limitée de raffinage des États-Unis aurait entraîné des pénuries de pétrole léger sur le marché nord-américain. En outre, la conjonction de plusieurs facteurs peut avoir ajouté un élément de spéculation dans le prix du brut sur le marché: bas niveau des stocks, rareté des capacités de production excédentaires en dehors de l'Arabie Saoudite, flambée du prix du gaz naturel et anticipations de poursuite d'une croissance rapide aux États-Unis.

... du resserrement des conditions de crédit ...

Deuxièmement, le resserrement progressif de la politique monétaire depuis mi-1999 et le fait que le cycle économique des États-Unis donnait de plus en plus l'impression de plafonner ont entraîné une détérioration notable de la situation sur les marchés des capitaux et du crédit aux entreprises. Comme l'examine le chapitre VI, les cours des actions américaines se sont fortement repliés par rapport à leurs records de mars 2000, provoquant des pertes de patrimoine pour les ménages et une vive augmentation du coût du financement par actions. De plus, le durcissement sensible des critères d'octroi de crédit des banques est venu s'ajouter aux effets de l'élargissement des primes de risque sur les obligations d'entreprise.

... et de facteurs cumulatifs

Troisièmement, l'élément le plus important peut-être est que divers facteurs ont amplifié le ralentissement, après que l'économie américaine eut atteint son point d'inflexion. La demande de véhicules automobiles a chuté et les entreprises détenant des stocks excédentaires ont réduit leurs commandes. De plus, à mesure que les perspectives de bénéfices s'assombrissaient et que des signes de surcapacités apparaissaient, les sociétés ont révisé en baisse leurs programmes d'investissement, notamment en ordinateurs et



autres équipements de haute technologie; après neuf années d'expansion ininterrompue, les dépenses d'équipement ont même diminué au dernier trimestre 2000. En outre, les pertes de patrimoine, conjuguées à la multiplication des annonces de licenciements, ont sérieusement affecté la confiance des consommateurs et freiné la progression des dépenses des ménages.

Si la rapide détérioration de la situation économique aux États-Unis a surpris, il en a été de même pour l'ampleur et la simultanéité du ralentissement observé ailleurs. Dans certains pays, la dégradation a pu être mise sur le compte de facteurs locaux (tels que, en Australie, le tassement de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, à la suite de l'introduction d'une taxe sur les biens et services) ou de liens commerciaux étroits avec le secteur américain de la haute technologie (comme pour les économies émergentes d'Asie: chapitre III). Dans la plupart des autres cas, pourtant, l'évolution au second semestre 2000 a montré que les canaux de propagation entre pays ont largement dépassé le cadre des relations commerciales directes.

Le ralentissement s'étend à d'autres pays ...

Le Canada a constitué un exemple frappant à cet égard. La décélération de la production au second semestre a été due apparemment au ralentissement de la demande intérieure, qui a même régressé au quatrième trimestre lorsque les entreprises ont réduit leurs stocks et leurs dépenses d'équipement. Cependant, des canaux de propagation directs mais moins visibles ont également joué un rôle. Ainsi, la hausse de l'excédent commercial s'explique essentiellement par la baisse des importations. En outre, la contraction des commandes et de la production a surtout été sensible pour les entreprises spécialisées dans la fourniture de composants aux secteurs américains (automobile et télécommunications) les plus touchés par le ralentissement.

... dont le Canada ...

Le Japon, dont le PIB a diminué au second semestre, a présenté des caractéristiques analogues. Le fléchissement des exportations aux autres pays asiatiques et aux États-Unis explique en partie le repli de l'excédent commercial. Toutefois, l'accélération des importations en volume, dans un contexte d'affaiblissement de la demande intérieure, a constitué un élément encore plus déterminant. Le tassement des dépenses des ménages a joué dans le même sens, mais le principal facteur de la détérioration de la demande intérieure a été le recul de l'investissement public. Si l'investissement des entreprises a continué de progresser jusqu'à la fin de l'année 2000, la dernière enquête *Tankan* de la Banque du Japon indique une sérieuse dégradation de la confiance des chefs d'entreprise et de leurs anticipations concernant la demande ainsi que de grosses compressions des programmes d'équipement; celles-ci pourraient encore être amplifiées par une moindre capacité, ou une plus grande réticence, des banques à accorder des prêts. Avec la multiplication des faillites, elles ont vu, en effet, le volume de leurs prêts non productifs recommencer à gonfler, tandis que leur marge de manœuvre en matière d'annulation de créances diminuait à mesure que les plus-values latentes sur leurs portefeuilles d'actions se transformaient en moins-values. Pour restaurer la capacité de prêt des banques, les autorités ont proposé un programme visant à les encourager à se défaire des crédits accordés à des entreprises en

... le Japon ...

faillite ou sur le point de l'être. Elles ont également suggéré de créer un nouvel organisme chargé de racheter jusqu'à 25% des actions détenues par les banques.

... ainsi que
la zone euro

La zone euro a aussi souffert d'un refroidissement sensible au second semestre, moins marqué toutefois qu'aux États-Unis et au Japon, et d'une ampleur très différente d'un pays à l'autre. Du fait de sa dépendance à l'égard des exportations de produits manufacturés et d'un recul patent de la consommation privée, l'Allemagne a vu l'accroissement de son PIB revenir de 4% au premier semestre à 2% au second. La confiance des chefs d'entreprise a également fléchi. En France, en revanche, l'activité économique s'est renforcée au fil des mois, la confiance des consommateurs restant élevée et les investissements des entreprises s'accéléralent. Dans ces deux pays, les chefs d'entreprise ont été confrontés à une détérioration des perspectives de croissance et à un durcissement des conditions d'emprunt après le ralentissement mondial du secteur de la haute technologie, avec un repli des actions du secteur européen des télécommunications dans le sillage des valeurs informatiques américaines. Les entreprises allemandes, davantage engagées dans l'acquisition de sociétés américaines, ont cependant été plus exposées à des pertes potentielles sur le chiffre d'affaires de leurs filiales.

Résistance de
la zone euro

Plusieurs facteurs expliquent la résistance de la zone euro par rapport aux États-Unis et au Japon. Premièrement, avec une demande intérieure vigoureuse, un endettement des entreprises maîtrisé et un secteur financier solide, la zone euro était mieux armée que le Japon pour résister à des chocs extérieurs défavorables. Deuxièmement, par comparaison avec ce pays, elle réalise moins d'échanges commerciaux avec les États-Unis et les économies émergentes d'Asie, sans compter qu'elle a probablement tiré profit du développement persistant du commerce et des flux de capitaux au sein de la zone. Troisièmement, alors que la correction boursière a été encore plus prononcée qu'aux États-Unis, elle a eu des répercussions modérées sur les dépenses des ménages et l'investissement: la proportion des ménages détenant des actions est nettement moindre et les entreprises comptent davantage sur les bénéfices non distribués et sur les banques pour financer leurs investissements. Ces différences en termes d'effets de richesse aident à comprendre pourquoi la confiance des consommateurs est restée élevée dans la zone euro. Enfin, la plupart des États membres dépendent moins de la production d'équipements de haute technologie que les États-Unis et les économies émergentes d'Asie, et n'ont enregistré qu'une faible augmentation des investissements dans les technologies de l'information. Par conséquent, à l'exception des équipements et services de télécommunications, la zone euro a été moins exposée à une éventuelle révision en baisse du stock de capital et de l'endettement des entreprises.

Évolution dans
d'autres pays

Les autres pays européens, également, n'ont subi qu'un ralentissement modéré. Malgré des signes d'affaiblissement vers la fin de 2000 et une proportion relativement élevée de ses échanges commerciaux avec les États-Unis, le Royaume-Uni a vu, en fait, sa croissance augmenter au second semestre, grâce surtout à la vigueur des dépenses des ménages et à une politique budgétaire expansionniste. En Suisse, la bonne tenue des dépenses

des ménages et la performance exceptionnelle du marché du travail ont également limité la contagion du ralentissement. La Suède a enregistré un tassement un peu plus marqué, car elle dispose d'un secteur des technologies de l'information relativement important et est davantage tributaire des exportations vers les États-Unis. En outre, plus de la moitié des ménages suédois détiennent des actions, ce qui en fait l'un des pays européens les plus exposés aux fluctuations boursières.

Inflation: comportement récent

Malgré la croissance rapide de la production et le renchérissement du pétrole, les pays industriels n'ont connu en 2000 qu'une accentuation modérée des tensions inflationnistes. L'indice des prix à la consommation est monté à 2¼%, mais l'inflation sous-jacente est restée quasiment inchangée et l'augmentation du déflateur du PIB, indicateur d'inflation le plus large, ne s'est établie qu'à 1¼%. Légèrement supérieur aux résultats de 1999, ce chiffre demeure bien inférieur à la moyenne des années 90. Aux États-Unis, l'inflation s'est inscrite un peu au-dessus de la moyenne des autres pays, tandis que, dans la zone euro, la dépréciation du change a amplifié l'effet de la hausse des prix du pétrole. Dans certains autres pays, la fiscalité indirecte a occasionné de fortes augmentations ponctuelles des prix. À l'inverse, au Royaume-Uni, l'inflation s'est située en deçà de l'objectif pendant la majeure partie de l'année. Au Japon, les prix ont continué de baisser, contribuant ainsi à la divergence des taux d'inflation entre les pays industriels observée depuis 1997.

Tensions
inflationnistes
modérées
en 2000

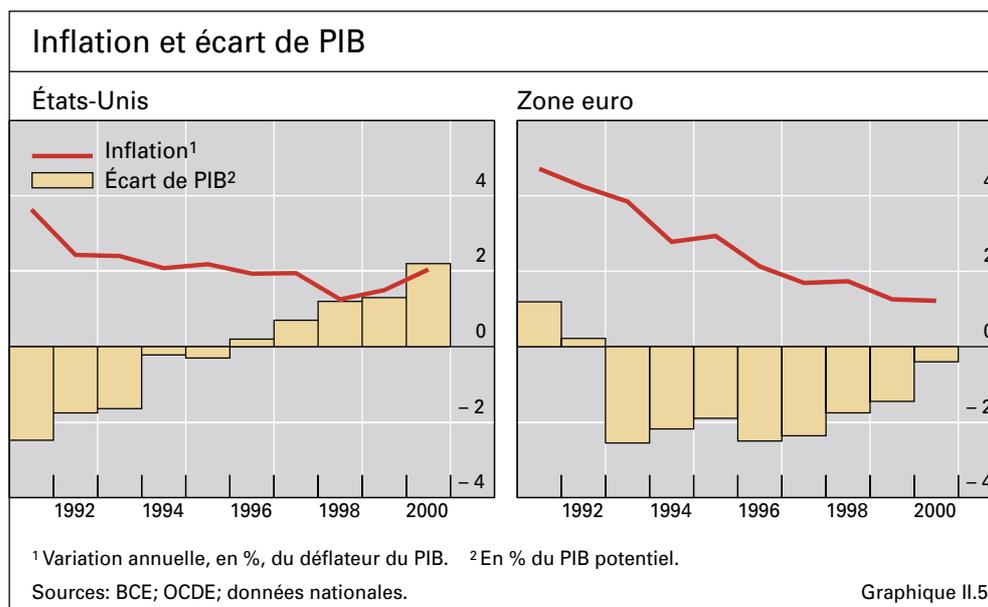
Le comportement favorable de l'inflation, l'an dernier, s'inscrit dans le prolongement d'une tendance, vérifiée tout au long des années 90, à une surestimation des prévisions de prix. En fait, le phénomène a revêtu un caractère atypique, en ce sens que l'inflation a continué à baisser dans un contexte d'expansion généralisée de l'activité et d'augmentation des tensions sur les marchés du travail (graphique II.5).

Le faible niveau de
l'inflation dans les
années 90 peut être
attribué à ...

Outre le rôle joué par les politiques monétaires, dont l'objectif primordial est la stabilité des prix, les explications des résultats récents en matière d'inflation peuvent être classées en trois grandes catégories. Première catégorie: certains facteurs affectant le processus inflationniste ont changé de façon *permanente*, de sorte que les modèles traditionnellement utilisés par les économistes pour prévoir l'inflation ne sont plus applicables. Catégorie diamétralement opposée: les modèles traditionnels restent valables, à condition de tenir compte des divers chocs d'offre *temporaires*, et éventuellement réversibles. Troisième catégorie, à mi-chemin entre les deux autres: les modèles traditionnels conservent leur validité, mais certains déterminants essentiels ont changé et entraîné des modifications prolongées (bien que non permanentes) dans l'évolution de l'inflation.

La première catégorie d'explications participe notamment de l'idée que l'influence accrue des forces du marché a amélioré, et améliore encore, l'arbitrage entre croissance et inflation. Dans un cadre moins réglementé, les courbes de la demande auxquelles sont confrontées les entreprises sont sans doute plus élastiques, ce qui les encourage ou les contraint à réduire leurs

... l'influence
accrue des forces
du marché ...



marges et, parallèlement, à intensifier leurs efforts pour abaisser les coûts. Dans le même ordre d'idées, les avancées dans le commerce électronique et la transmission des données pourraient être à l'origine de modifications du jeu de la concurrence. En fait, les fonctions d'offre sont aussi devenues plus sensibles aux variations des prix, ce qui comporte des implications durables pour leur détermination. En outre, il apparaît de plus en plus que divers changements structurels ont contribué à faire fléchir l'inflation et vont continuer dans ce sens. Ainsi, la déréglementation et les privatisations ont entraîné des baisses de prix considérables dans le secteur européen des sociétés de services d'intérêt public (notamment télécommunications et énergie). Par ailleurs, la création d'un marché unique doté d'une monnaie commune a progressivement avivé la concurrence au sein de la zone euro. De même, au Japon, l'inflation négative est souvent attribuée aux effets des restructurations et de la déréglementation ainsi qu'à l'innovation technologique et à une plus grande ouverture aux importations.

Dans la deuxième catégorie d'explications, certains avancent que le modèle traditionnel de la courbe de Phillips retrace assez bien l'évolution de l'inflation, si l'on prend en considération la forte baisse des prix des matières premières durant les années 90. D'autres insistent sur la nécessité de tenir compte de chocs supplémentaires, même temporaires, au niveau des prix ou de l'offre. Il s'agit, en particulier, de la chute des prix des ordinateurs et, pour les États-Unis pendant presque toute la dernière décennie, de la hausse modérée du coût des soins médicaux et de la correction du biais qui surestimait la mesure de l'inflation. Quelle que soit l'importance réelle de ces facteurs, il faut en conclure notamment que les chocs bénéfiques sur l'inflation ne sont que transitoires et peuvent parfaitement s'inverser. D'ailleurs, le renchérissement du pétrole depuis 1998 montre bien à quel point les avantages de chocs d'offre favorables, mais temporaires, sont appelés à se payer un jour. De même, certaines modifications du comportement des salaires, analysées ci-après, peuvent n'être que momentanées et réversibles.

... et à celle de facteurs plus temporaires

Cela contraste avec le point de vue diamétralement opposé des tenants de la «nouvelle économie», selon lequel une faible inflation reflète un changement de comportement plus profond et plus durable en matière de fixation des salaires et des prix.

Pour simplifier, les explications entrant dans la troisième catégorie attribuent la faible inflation des années 90 au recul du taux de chômage structurel (NAIRU ou taux de chômage non accélérateur de l'inflation) constaté dans plusieurs pays. La principale différence par rapport à la deuxième catégorie d'arguments tient au fait que la modification du NAIRU est jugée permanente. Le modèle d'inflation traditionnel reste valable et la réduction de l'inflation n'intervient que si le taux de chômage effectif n'a pas encore atteint le nouveau NAIRU moins élevé. Les reculs du NAIRU sont souvent attribués à une influence plus grande des forces du marché. Le fonctionnement des marchés du travail s'est nettement amélioré dans les pays anglophones et, plus récemment, dans certains pays d'Europe continentale. Aux États-Unis comme au Royaume-Uni, le taux de chômage est tombé en deçà du niveau considéré auparavant comme le seuil d'une accentuation des tensions salariales. De même, l'amélioration impressionnante de la situation de l'emploi et le repli du chômage dans les pays d'Europe continentale ne se sont accompagnés à ce jour que d'une légère augmentation de ces tensions.

D'autres explications des modifications possibles des déterminants de l'inflation se fondent sur la façon dont les technologies de l'information ont affecté les relations traditionnelles entre agents économiques. L'exemple invoqué le plus souvent à cet égard est l'accélération des gains de productivité aux États-Unis et dans quelques autres pays durant les années 90 (voir ci-après). De la même façon que pour la baisse du NAIRU, des gains de productivité accrus et durables ne réduisent l'inflation que dans la mesure où la demande au sein de l'économie n'a pas atteint le nouveau niveau, plus élevé, du potentiel de production. En outre, cette explication suppose que les anticipations de rémunérations n'augmentent pas de manière excessive et ne fassent pas progresser la demande plus vite que la production, comme cela s'est passé aux États-Unis début 2000.

Selon une dernière série d'hypothèses, l'évolution de l'inflation dépend de son niveau effectif. Plus précisément, dans un contexte de faible inflation et de politique monétaire axée sur la stabilité des prix, les anticipations sont généralement mieux ancrées, ce qui pèse sur l'inflation. De ce point de vue, si les entreprises sont moins en mesure d'augmenter leurs prix au-delà du taux d'inflation attendu et que les coûts se répercutent moins sur les prix, cela résulte principalement du caractère moins tenace de l'inflation effective. Ainsi, pendant les périodes de faible inflation, salariés et entreprises ne tiennent pas pleinement compte, dans la détermination des salaires et prix futurs, des hausses temporaires de l'inflation courante. De même, les variations de change sont davantage considérées comme momentanées et réversibles, de sorte que leur incidence sur les prix intérieurs devient moins importante. L'expérience du Canada de 1991 à 1993, de l'Italie, du Royaume-Uni et de la Suède après la crise du mécanisme de change européen de 1992, ainsi que de l'Australie au lendemain de la crise asiatique puis l'année dernière, donne à

Parmi les autres explications figurent la baisse du NAIRU ...

... l'accélération des gains de productivité ...

... et un contexte de faible inflation

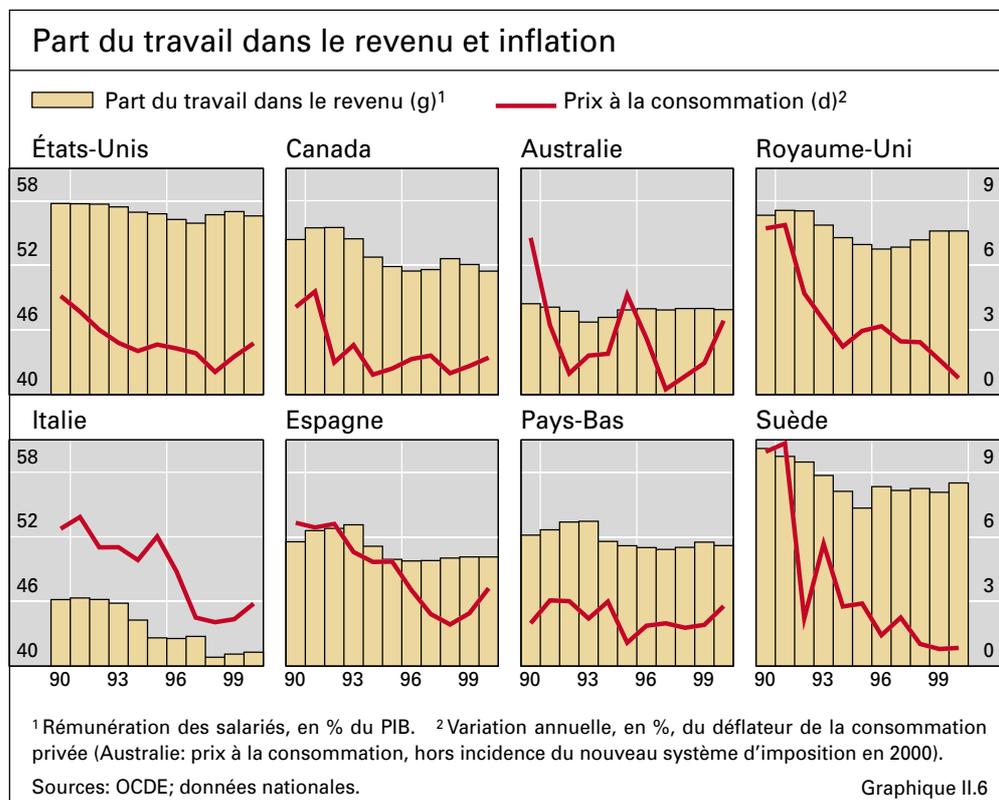
penser que cette influence est effectivement moins sensible depuis une dizaine d'années.

Pas d'explication unique ...

Ces explications montrent que l'évolution favorable de l'inflation dans les années 90 ne saurait être attribuée à une cause unique. Elle résulterait plutôt d'un ensemble de facteurs et de leur interaction. Pour de nombreux observateurs, il faut y voir essentiellement la perte de pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix (et l'amenuisement de leurs marges) sur des marchés nationaux et internationaux de plus en plus concurrentiels. Si c'était là le seul changement, l'inflation faible et stable se serait cependant accompagnée d'une augmentation de la part du travail dans le revenu. Or, elle n'a pas varié ou a diminué pendant la majeure partie de la dernière décennie (graphique II.6). En fait, il est frappant de constater que, pour tous les pays considérés, le taux d'inflation et la part des salaires présentent une corrélation positive marquée.

... mais les modifications des rapports de force influencent la réaction aux chocs

La baisse tendancielle de la part du travail dans le revenu pourrait s'expliquer par les modifications des rapports de force sur les marchés des produits ainsi que du travail. Les vendeurs, en effet, n'y ont plus la position dominante qu'ils occupaient dans les années 70 et 80. Comme précisé précédemment, les entreprises (ou vendeurs) ne possèdent plus le même pouvoir de fixation des prix des produits. Parallèlement, les salariés ont perdu une bonne partie de leur pouvoir sur les marchés du travail, et ce pour plusieurs raisons: suppression ou assouplissement de certaines réglementations et restrictions, diminution du nombre de travailleurs syndiqués et, dans certains cas, niveau élevé du chômage. Dans un tel contexte, des chocs défavorables (comme un renchérissement des



importations) n'auraient qu'un impact modéré sur l'inflation, étant donné que les entreprises ne peuvent pas répercuter l'alourdissement des coûts et qu'elles ont le pouvoir de s'opposer aux revendications des salariés. De même, une augmentation autonome des gains de productivité engendrera principalement une baisse des prix et, partant, une hausse des salaires réels sans aucun ajustement de la croissance des salaires nominaux.

Productivité et perspectives de l'économie mondiale

Si les bons chiffres de l'inflation enregistrés aux États-Unis et dans les autres pays industriels confèrent une marge de manœuvre accrue aux politiques économiques expansionnistes, l'évolution récente de la productivité influe aussi sur la gravité et la durée de la phase actuelle de ralentissement. Trois questions paraissent essentielles. Les gains de productivité se sont-ils amplifiés ailleurs qu'aux États-Unis? Dans quelle mesure leur accélération dans ce pays a-t-elle été tirée par les investissements dans les technologies de l'information et la situation particulière du secteur des technologies avancées? Enfin, quelle est la part des facteurs cycliques dans l'explosion récente de la productivité du travail?

Questions liées
aux gains de
productivité

En ce qui concerne les autres nations industrielles, l'Australie est la seule où la productivité du travail a augmenté davantage qu'aux États-Unis de 1996 à 1999 (tableau II.1). C'est aussi, en dehors des États-Unis, le seul pays où la progression de la productivité du travail s'est accélérée au cours de cette période, par rapport à la première moitié de la décennie et aux années 80. Il convient de noter également que, dans ces deux pays, l'amélioration est

Gains de
productivité
aux États-Unis
et en Australie

Entreprises: évolution de la productivité du travail									
	Production par heure	dont:		Production par heure	dont:		Production par heure	dont:	
		Capital ¹	PM ²		Capital ¹	PM ²		Capital ¹	PM ²
	1996-99			1990-95			1981-89		
taux annuel, en % et points de %									
Australie	3,1	1,0	2,1	1,8	0,6	1,2	1,5	0,5	1,0
États-Unis	2,3	0,5	1,8	1,0	0,2	0,8	1,3	0,2	1,1
Allemagne	2,1	1,0	1,1	2,2	1,2	1,0	...	...	...
Japon	2,1	1,2	0,9	2,9	1,6	1,3	3,1	1,1	2,0
Suisse	1,9	1,0	0,9	0,7	1,2	-0,5	...	...	...
Suède	1,7	0,6	1,1	2,1	0,9	1,2	1,5	0,6	0,9
France	1,6	0,5	1,1	2,3	1,4	0,9	3,4	1,1	2,3
Royaume-Uni	1,5	0,5	1,0	1,8	0,6	1,2	3,4	0,5	2,9
Norvège	1,4	0,3	1,1	3,2	0,7	2,5	1,4	0,9	0,5
Canada	0,9	0,6	0,3	1,4	1,1	0,3	1,4	1,3	0,1
Danemark	0,9	0,6	0,3	3,7	1,3	2,4	2,5	...	...
Italie	0,7	0,8	-0,1	2,7	1,4	1,3	2,3	0,9	1,4
Pays-Bas	0,4	-0,2	0,6	2,9	0,9	2,0	3,4	...	...
Espagne	0,4	0,3	0,1	2,6	2,0	0,5	3,9	...	...

¹ Renforcement de l'intensité en capital. ² Productivité multifactorielle.
Source: *US Federal Reserve Bulletin*, octobre 2000 (sur la base de données OCDE).

Tableau II.1

essentiellement imputable au rythme apparemment accru du progrès technique, mesuré par les gains de la productivité multifactorielle (c'est-à-dire l'expansion de la production qui ne peut être attribuée à une augmentation de la quantité de travail et de capital), de sorte qu'elle devrait durer plus longtemps. Bien que son calcul dépende en partie des données utilisées (voir ci-après), la contribution du renforcement de l'intensité en capital (qui représente l'accroissement du stock de capital par travailleur) apparaît plus modeste.

Dans tous les pays de la zone euro figurant dans le tableau, l'amélioration de la productivité du travail a été moindre pendant la deuxième moitié de la décennie 90. La baisse est plus prononcée dans ceux qui ont le mieux réussi à améliorer le fonctionnement de leur marché du travail et à promouvoir l'emploi (Espagne, France, Italie et Pays-Bas). En France, les créations de postes semblent avoir été favorisées par la diminution des cotisations sociales pour la main-d'œuvre peu qualifiée. L'Espagne, l'Italie et les Pays-Bas ont réduit le coût des licenciements, jusque-là prohibitif, et facilité l'embauche de travailleurs temporaires et à temps partiel. Si ces mesures ont eu des effets salutaires, il en est résulté, en contrepartie, une augmentation marquée de l'intensité de main-d'œuvre dans la production et une baisse concomitante de l'amélioration de la productivité du travail. Les pays nordiques sont à inclure dans cette catégorie, alors que l'évolution en Suisse est plus difficile à interpréter. Ce pays est parvenu à faire revenir son taux de chômage, qui dépassait 5%, à moins de 2% en l'espace de trois ans seulement. Cependant, contrairement à ce qui s'est passé dans la zone euro, l'amélioration de la productivité du travail s'est amplifiée par rapport à la période 1990-95.

En dehors de l'effet de ces réformes des marchés du travail, la faiblesse de l'amélioration de la productivité du travail et multifactorielle dans la zone euro, par comparaison avec les États-Unis, peut s'expliquer par l'impact inégal de la révolution des technologies de l'information. Les États-Unis ont beaucoup plus profité de la production et de l'utilisation d'équipements de haute technologie que les pays de la zone euro. En outre, les avantages découlant de l'innovation ont, à l'évidence, été amplifiés par l'intensité de la concurrence sur le marché américain. En Europe, au contraire, les secteurs produisant des matériels et logiciels informatiques de même que l'emploi de biens de haute technologie en sont à un stade moins avancé et la concurrence y est moins développée. Néanmoins, en poursuivant la libéralisation de leurs marchés des produits et du travail et en reproduisant les processus d'innovation ayant cours aux États-Unis, les pays européens pourraient escompter des gains de productivité accrus à moyen terme.

Au Royaume-Uni et au Canada, la productivité du travail s'est détériorée, peut-être parce que les effets de la déréglementation l'ont emporté sur ceux de l'augmentation des dépenses d'investissement. Les gains de productivité se sont aussi ralentis au Japon, tant pendant les années 90 que par rapport à la décennie précédente. Au vu de l'atonie de la production depuis dix ans, ce phénomène n'est pas franchement surprenant. Pourtant, le fléchissement de la productivité du travail est essentiellement imputable au rythme apparemment moins soutenu des progrès technologiques (ou de la progression de la productivité

Gains de productivité moindres en Europe, mais meilleur fonctionnement des marchés du travail

La révolution des technologies de l'information

Gains de productivité dans d'autres pays

multifactorielle) et pourrait donc être appelé à durer. En revanche, la contribution du renforcement de l'intensité en capital est demeurée à peu près stable.

L'aspect essentiel de la deuxième question (rôle des technologies de l'information et des investissements dans ce secteur aux États-Unis) est que l'augmentation de la contribution du renforcement de l'intensité en capital, durant la seconde moitié de la décennie 90, est entièrement imputable aux investissements dans les technologies de l'information (tableau II.2). L'apport des autres investissements du secteur privé (structures et équipements) est resté stable à un niveau bien moindre que sur la période 1974-90. La contribution accrue du progrès technologique semble avoir été à peu près également répartie entre producteurs et utilisateurs. Parmi ces derniers, des gains de productivité particulièrement élevés ont été enregistrés dans le commerce de gros et de détail ainsi que dans le secteur financier. Inversement, ils ont diminué dans les transports et télécommunications de même que dans la fabrication de biens non durables.

La troisième interrogation, qui porte sur la place de la composante cyclique dans les gains de productivité, est peut-être la plus importante pour les perspectives à court terme de l'économie américaine. Malheureusement, elle est aussi la plus délicate. Nombre d'observateurs estiment que la croissance potentielle des États-Unis se serait accrue, pour se situer autour de 3,5-4%, contre 2-2,5% durant les années 80 et la première moitié de la décennie suivante. Comme la population active augmente d'un peu plus de 1% par an, il faudrait que l'amélioration de la productivité du travail continue de progresser à un rythme de 2,5-3%, taux qui n'a été atteint que vers la fin de la période 1995-2000. Or, pour le maintenir, il faudrait que les dépenses en capital continuent de croître à la cadence élevée enregistrée jusqu'au milieu de l'an dernier. Si le taux de croissance potentiel a vraiment été porté aux alentours de 4%, les bénéfices et les cours des actions n'en auront qu'une meilleure assise. Si la consommation des ménages venait par suite à se

Rôle des technologies de l'information et des investissements dans ce secteur aux États-Unis

Où se situe la croissance potentielle des États-Unis?

États-Unis: contribution à l'amélioration de la productivité du travail dans le secteur des entreprises non agricoles			
	1996-99	1991-95	1974-90
	taux annuel, en % et points de %		
Productivité du travail	2,6	1,5	1,4
Renforcement de l'intensité en capital	1,1	0,6	0,8
Technologies de l'information ¹	1,0	0,5	0,4
Autres formes de capital	0,1	0,1	0,4
Qualité du travail	0,3	0,4	0,2
Productivité multifactorielle	1,2	0,5	0,3
Secteurs haute technologie ²	0,7	0,3	0,2
Autres secteurs	0,5	0,2	0,1
Calculs des auteurs à partir de données du Bureau of Labor Statistics et du Bureau of Economic Analysis.			
¹ Matériel, logiciel et équipement de communication. ² Ordinateurs et semi-conducteurs.			
Source: S.D.Oliner et D.E.Sichel, «The resurgence of growth in the late 1990s: Is information technology the story?», <i>Journal of Economic Perspectives</i> , automne 2000. Tableau II.2			

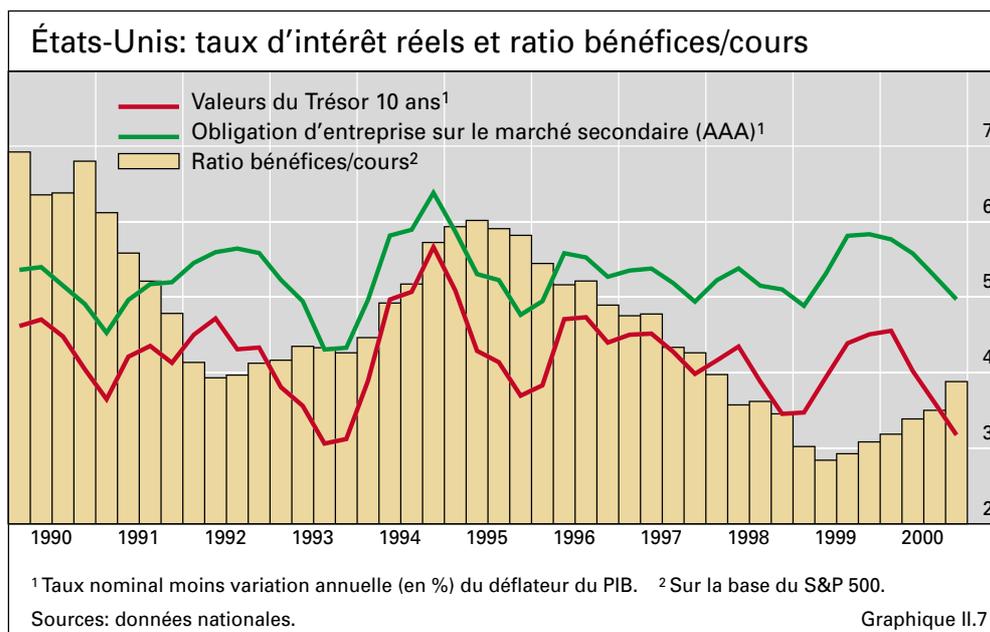
raffermir, le ralentissement actuel de l'activité aux États-Unis serait passager et se limiterait peut-être essentiellement à un ajustement des stocks. En revanche, si l'estimation précédente sur l'augmentation à long terme de la production et de la productivité est trop optimiste, il est vraisemblable que les anticipations actuelles sur la croissance des bénéfices le sont tout autant. Dans un tel scénario, la consommation comme les dépenses d'investissement resteraient déprimées et pourraient même encore diminuer.

Estimations de
la composante
cyclique

Les évaluations de la composante permanente ou tendancielle de l'amélioration de la productivité du travail, effectuées à partir des observations récentes, souffrent d'un autre problème: la possibilité que la productivité du travail n'ait été dynamisée que pour un temps par une demande conjoncturelle élevée. Ce problème apparaît clairement dans les estimations actuelles, fort différentes selon les hypothèses formulées et les méthodes utilisées. D'après des estimations du US Council of Economic Advisors, l'amélioration de la productivité du travail en 1995–2000 serait presque entièrement structurelle, ce qui justifierait les évaluations les plus optimistes sur la croissance potentielle. Par contre, quelques instituts privés en attribuent entre un tiers et la moitié aux facteurs cycliques. Les indicateurs économiques les plus récents iraient dans le sens d'une composante cyclique relativement importante. L'évolution des taux d'utilisation des capacités industrielles confère un certain crédit à la thèse selon laquelle l'investissement (en particulier dans les équipements de haute technologie) pourrait se tasser, ce qui retirerait un élément de soutien à l'expansion de la productivité du travail observée jusqu'à présent. Durant ces trois dernières années, au cours desquelles la production industrielle a progressé de 5–6% l'an, le taux d'utilisation des capacités est resté inférieur à sa moyenne à long terme; il a chuté au second semestre 2000 lorsque l'activité s'est ralentie. De plus, les difficultés de financement récentes de nombreuses sociétés naissantes de la haute technologie pourraient avoir comme conséquences, outre une contribution moindre au renforcement de l'intensité en capital, des effets négatifs sur la productivité du travail en ralentissant les progrès technologiques. Les dernières données sur ces gains de productivité justifient une certaine inquiétude. Si les gains de la productivité horaire sont restés de l'ordre de 4½% lorsque l'économie s'est affaiblie l'an dernier, ils ont en fait diminué au premier trimestre 2001. Néanmoins, étant donné la rapidité de la décélération et les contraintes pour l'ajustement de l'emploi, même dans une économie dotée d'un marché du travail souple, les tout derniers chiffres ne donnent qu'une mesure partielle et imparfaite des tendances de la productivité à long terme.

Indicateurs des
marchés financiers

Les indicateurs actuels des marchés financiers aux États-Unis semblent montrer que les investisseurs – à tort ou à raison – se sont ralliés à l'idée d'une croissance potentielle proche de 4% (graphique II.7). Depuis la correction à la baisse des ratios cours/bénéfices amorcée au début de l'an dernier, la rentabilité implicite des actions suggérerait un taux de croissance à long terme de l'ordre de 3½%, guère moins que l'estimation généralement donnée. Ce constat laisse penser que les investisseurs en actions regardent la récente révision en baisse des projections de gains comme un phénomène temporaire. Les taux longs réels posent davantage de problèmes pour se représenter la



croissance à long terme, car le résultat ne dépend pas seulement du taux nominal considéré mais aussi de la mesure des anticipations d'inflation.

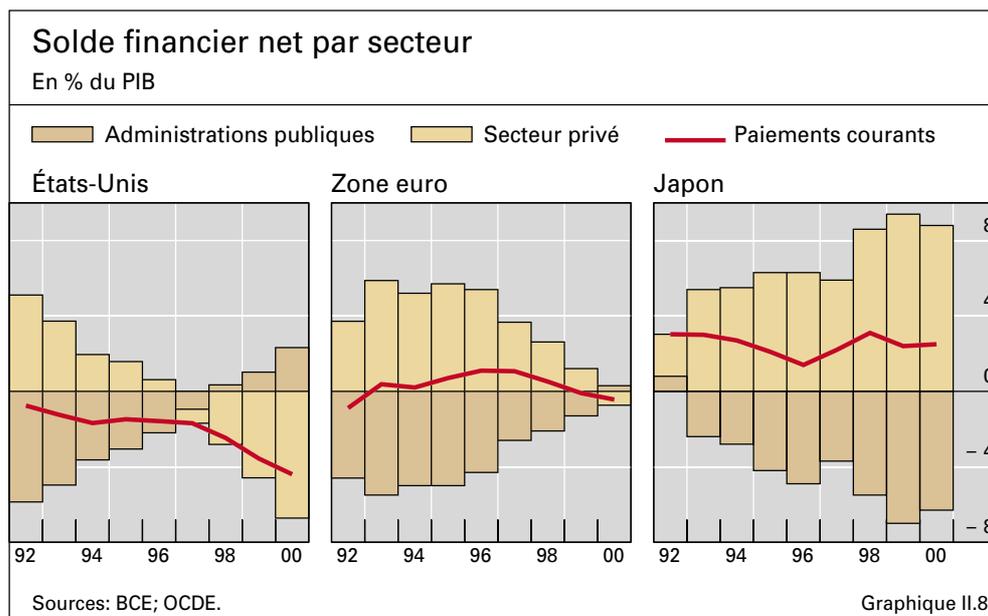
Soldes financiers, épargne et endettement

Le ralentissement de l'économie américaine au second semestre 2000 a conduit à se demander si certains excès et fragilités masqués par l'expansion rapide des années précédentes n'allaient pas apparaître en pleine lumière. Cette question doit être appréhendée sous des angles différents. L'un d'eux part de l'observation que l'épargne nette (épargne moins investissement) du secteur privé est tombée à $-6\frac{1}{2}\%$ du PIB l'an passé (graphiques II.8 et II.9), alors qu'elle avait été constamment positive pendant la décennie 80 et au début de la suivante. Même si ce déficit a été aisément financé par l'épargne publique et étrangère, il n'est pas exclu que des problèmes se manifestent. Historiquement, les années durant lesquelles l'épargne nette du secteur privé s'est repliée sensiblement en deçà de sa moyenne à long terme (et où l'expansion du crédit à ce secteur a été particulièrement vive; chapitre VII) ont généralement prélué à un freinage prononcé de la croissance du PIB (graphique II.9). Ce constat s'est vérifié au Danemark et en Norvège à partir de 1986, au Royaume-Uni, en Australie et en Finlande à la fin des années 80 et au Japon après 1990. En outre, dans certains autres pays industriels où l'épargne nette du secteur privé a été, l'an dernier, sensiblement inférieure à sa moyenne à long terme (Irlande, Pays-Bas et Espagne), les craintes de surchauffe et de déséquilibres financiers se sont aussi progressivement renforcées.

Le déséquilibre financier du secteur privé aux États-Unis est aussi remarquable par la rapidité avec laquelle il est apparu: près de 12 points de PIB depuis 1992. Le gonflement correspondant de l'endettement (graphique II.10) et la crainte qu'un accroissement moindre du revenu nominal et des liquidités n'aboutisse à des difficultés du service de la dette ont contribué, parmi

Phases de baisse sensible de l'épargne nette du secteur privé

Resserrement du crédit



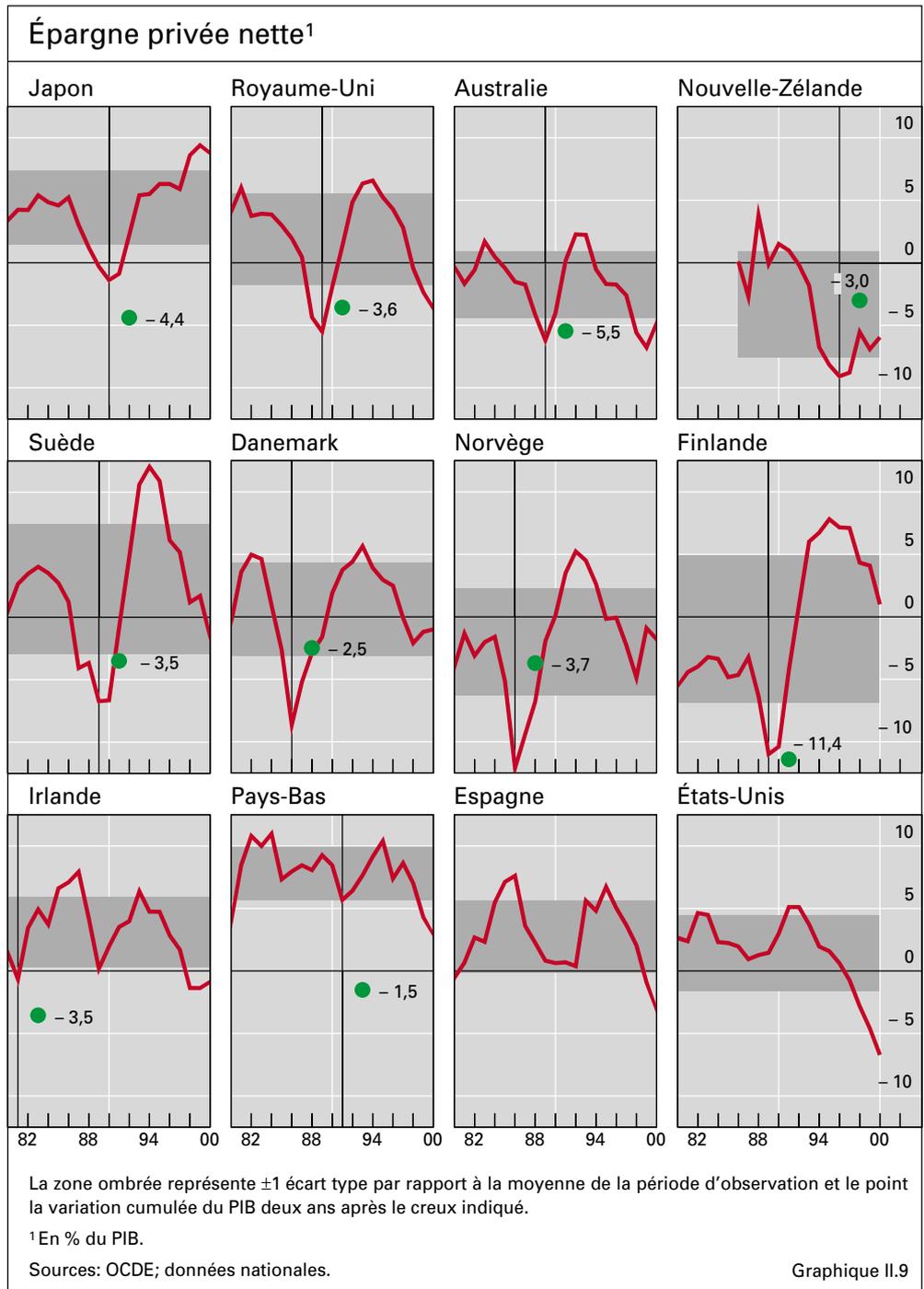
d'autres facteurs, au durcissement des conditions d'emprunt. Le pourcentage des banques ayant appliqué des normes plus strictes l'an passé est le plus élevé depuis la récession de 1990–91. Au surplus, à la fin de l'année, les primes de risque sur les obligations d'entreprise étaient plus importantes qu'à l'apogée de la crise de 1998 (chapitre VI). L'ampleur des avancées technologiques liées à la nouvelle économie, conjuguée à l'aggravation de l'endettement, a pu nourrir l'inquiétude des créanciers obligataires au sujet de la solvabilité d'emprunteurs très bien notés jusque-là. Les sociétés qui ont investi massivement dans des équipements de haute technologie se trouvent confrontées à des perspectives de profits incertaines et ne dégageront sans doute pas des recettes stables. En outre, dans un premier temps, leurs amortissements vont s'alourdir considérablement, voire brutalement, si les nouvelles technologies rendent leur stock de capital obsolète.

Épargne nationale

À l'évidence, l'évolution en termes nets de l'épargne privée et de l'endettement dans les principales économies doit être interprétée par rapport à l'évolution globale de l'épargne et de l'investissement ainsi que de leur composition par secteur. Premièrement, la part de l'épargne nationale dans le PIB des États-Unis est demeurée relativement stable pendant les années 90. Compte tenu du comportement traditionnellement procyclique de l'épargne et de la progression rapide des revenus, cette stabilité apparente pourrait masquer une détérioration sous-jacente. Il apparaît néanmoins que cette dégradation est essentiellement imputable au dynamisme des dépenses d'investissement. Cette situation contraste fortement avec ce qui s'est passé au Japon, où les incertitudes sur l'avenir ont maintenu l'épargne privée à un niveau assez élevé et empêché le taux d'épargne global de baisser autant que celui de l'investissement. La zone euro se situe dans une autre configuration, puisque les taux d'épargne et d'investissement globaux ont peu varié au cours de la dernière décennie.

Baisse généralisée de l'épargne des ménages

Deuxièmement, la baisse de l'épargne privée (et l'aggravation correspondante des déséquilibres financiers et de l'endettement) a, dans l'ensemble, été plus prononcée chez les ménages (tableau II.3). Depuis son



maximum de 1992, le taux d'épargne des ménages a fléchi de près de 9 points de pourcentage aux États-Unis et davantage encore au Canada, en Finlande et en Suède. L'endettement des ménages américains rapporté au PIB s'est accru plus fortement que celui des entreprises. Une évolution similaire s'est produite aux Pays-Bas et en Australie ainsi que, dans une moindre mesure, en Italie et au Canada. Malgré tout, la décreue des taux hypothécaires dans maints pays a aidé à limiter le coût du service de cet endettement plus élevé. De surcroît, l'endettement des ménages s'est stabilisé ou a diminué par rapport à leur patrimoine, même si, dans certains cas, cette situation peut s'être modifiée en raison de la chute récente des cours des actions.

Évolution du taux d'épargne des ménages								
	en % et points de %							
	Canada	Suède	Finlande	États-Unis	Italie	Nouvelle-Zélande	Danemark	Royaume-Uni
Maximum décennie 90 (année)	13,2 (1991)	11,5 (1993)	10,0 (1992)	8,7 (1992)	18,7 (1991)	5,5 (1991)	11,2 (1990)	11,4 (1992)
2000	3,2	2,0	0,7	-0,1	10,4	-1,9	4,2	4,4
Variation ¹	-10,0	-9,5	- 9,3	-8,8	-8,3	-7,4	-7,0	-7,0
<i>Endettement/ PIB²</i>	16,2	-4,7	-15,8	18,2	14,3	...	8,2	16,4
	Australie	Pays-Bas	Japon	Belgique	Allemagne	Espagne	Suisse	France
Maximum décennie 90 (année)	9,3 (1990)	14,9 (1995)	15,4 (1991)	18,4 (1992)	13,1 (1991)	14,4 (1993)	10,8 (1993)	16,2 (1997)
2000	3,1	9,4	11,1	14,3	9,8	11,6	8,1	15,8
Variation ¹	- 6,2	-5,5	- 4,3	-4,1	-3,3	-2,8	-2,7	-0,4
<i>Endettement/ PIB²</i>	30,0	22,4	12,6	13,5	18,8	16,0	...	-0,2

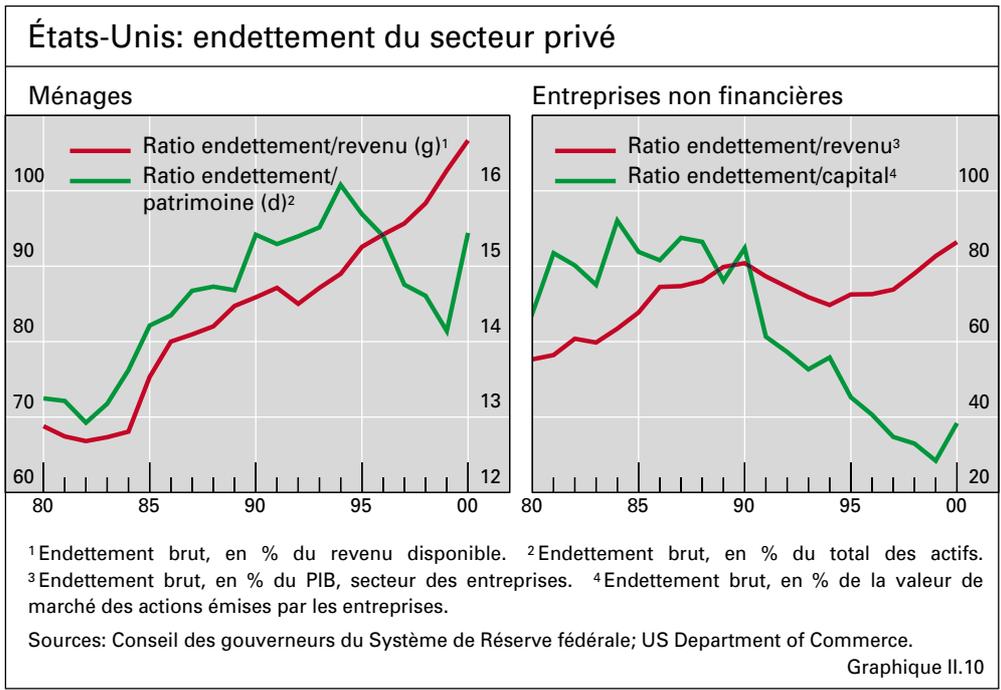
¹Du maximum de la décennie 90 à 2000. ²Variation du ratio endettement des ménages/PIB, de 1981-90 (Finlande: 1992; Danemark et Pays-Bas: 1995; Royaume-Uni: 1987; Australie: 1988; Allemagne: 1991) jusqu'à l'observation la plus récente.
Sources: OCDE; données nationales. Tableau II.3

Augmentation
de l'endettement
des sociétés
américaines

Troisièmement, alors que le ratio endettement/valeur ajoutée des sociétés américaines a été porté à un record absolu, le ratio endettement/capital s'est sensiblement replié durant la dernière décennie, en dépit d'importants rachats d'actions financés par l'emprunt (graphique II.10). Dans l'hypothèse d'un investissement excessif et de cours des actions allant au-delà des perspectives de profits, ce dernier ratio donnerait, bien sûr, une fausse image de la situation. Cependant, sur la base des valeurs comptables et non du marché, il apparaît inférieur, l'an passé, à sa moyenne à long terme. De plus, les ratios des paiements d'intérêts nets aux recettes financières et aux actifs circulants n'ont guère varié pendant les années 90. Néanmoins, une décomposition des indicateurs d'endettement et de liquidité en fonction de la taille des entreprises montre clairement que les petites sont devenues plus vulnérables; en effet, elles risquent davantage que les grandes d'être «étranglées» sur les marchés financiers, en particulier si elles n'ont pas d'antécédents à faire valoir en matière de profits.

La comparaison
avec le Japon
de la fin des
années 80 révèle
des similitudes ...

Il est intéressant de comparer l'évolution aux États-Unis depuis le milieu des années 90 et celle du Japon pendant la seconde moitié de la décennie 80. Comme le montre le tableau II.4, s'il existe des analogies, des différences significatives apparaissent également. Dans les deux cas, la croissance moyenne du PIB a augmenté par rapport aux cinq ans précédents et les gains de productivité ainsi que le rythme des progrès technologiques se sont intensifiés. De même, le poids des investissements en équipements productifs dans le PIB s'est accru, le renforcement de l'intensité en capital contribuant de façon notable à l'amélioration de la productivité du travail. Il est probable que,



dans ces deux pays, le bond de l'investissement soit dû à l'élévation de son taux de rentabilité attendu dans un environnement caractérisé par un faible coût du capital. Les taux longs réels sont restés stables ou ont fléchi pendant la phase d'expansion et, si la hausse des ratios cours/bénéfices (ou l'érosion implicite de la prime des actions) est aussi prise en compte, il est vraisemblable que le coût du capital a été très bas. Dans les deux pays, l'inflation a baissé en dépit de l'accélération de la croissance, la progression des gains de productivité et l'appréciation de la monnaie ayant freiné la dérive des coûts; le solde budgétaire s'est amélioré et l'épargne nette du secteur privé a diminué.

S'agissant des différences, la croissance, en moyenne annuelle, de la masse monétaire au sens large a dépassé celle du PIB nominal, en période de haute conjoncture, de façon plus nette au Japon (4,1 points) qu'aux États-Unis (2,6 points). En outre, les liquidités supplémentaires ont davantage stimulé les prix des actifs au Japon, notamment pour l'immobilier mais aussi pour les actions. De même, l'augmentation de l'endettement du secteur privé a été plus marquée au Japon et, comme la majeure partie de l'expansion correspondante du crédit sur la période 1986-90 est imputable aux prêts bancaires, les banques nippones ont plus accru leur exposition au risque que leurs homologues américaines entre 1996 et 2000. Cela est particulièrement vrai lorsqu'on considère la répartition par secteur des prêts, les concours accordés par les banques au Japon étant étroitement corrélés à la hausse spéculative des prix de l'immobilier. Aux États-Unis, en revanche, la progression du crédit bancaire s'explique essentiellement par les prêts aux producteurs de biens et services.

Une autre différence essentielle concerne l'évolution de la balance des paiements. Alors que l'excédent des transactions courantes et les sorties nettes de capitaux du Japon ont augmenté entre 1986 et 1990, l'expansion aux États-Unis s'est accompagnée d'un alourdissement du déficit courant et a

... mais aussi des différences ...

... notamment au niveau de la balance des paiements

États-Unis et Japon: évolution comparative					
	États-Unis		Japon		
	1991–95	1996–2000	1981–85	1986–90	1991–95
PIB en volume ¹	2,4	4,3	3,3	4,9	1,4
Productivité du travail ¹	1,4	2,7	2,3	3,4	0,8
Prix à la consommation ¹	3,1	2,5	2,8	1,3	1,4
Investissement non résidentiel/PIB ²	10,4	12,5	15,7	17,9	16,7
Taux d'intérêt réel ³	4,2	4,1	4,8	4,2	3,6
Ratio cours/bénéfices ⁴	17,5	32,4 ⁵	35,2	69,5 ⁵	86,5
Importation/PIB ²	11,1	13,2	12,5	8,1	7,5
Prix immobilier résidentiel ⁶	113	147	131	190	172
Cours des actions ⁶	187	452 ⁵	211	563 ⁵	314
Cours de change effectif nominal ⁶	99	122	129	154	208
Épargne privée nette/PIB ²	3,5	-2,8	4,7	1,6	3,7
Solde budgétaire/PIB ²	-4,5	0,1	-2,8	1,3	-1,1
Paiements courants/PIB ²	-1,0	-2,7	1,8	2,8	2,6
Entrées nettes de capitaux/PIB ^{2, 7}	0,1	3,3	-1,3	-3,6	-0,9
Taux d'épargne des ménages ²	7,2	3,1	22,0	17,6	14,0
Endettement ménages/PIB ⁸	67	74	47	61	63
Endettement entreprises/PIB ⁸	69	73	99	131	132
Masse monétaire au sens large ¹	1,8	8,7	8,3	10,4	2,1

¹Variation annuelle moyenne, en %. ²Moyenne sur la période, en %. ³Taux nominal dix ans moins taux annuel d'inflation (déflateur de la consommation privée), moyenne sur la période. ⁴Fin de période. ⁵Maximum de la dernière année. ⁶Indice (États-Unis: 1990 = 100; Japon: 1980 = 100), fin de période. ⁷Flux nets d'IDE et de portefeuille. ⁸Fin de période, en %.

Sources: OCDE; données nationales; BRI. Tableau II.4

nécessité davantage de capitaux étrangers. S'il n'est probablement pas soutenable à long terme, le déséquilibre extérieur peut avoir été bénéfique, en ce sens que les entreprises américaines ont été soumises à une pression constante – sur le plan interne et à l'échelle internationale – pour améliorer leurs bénéfices et leur rentabilité. Les entreprises japonaises, aussi, ont été exposées à la concurrence, émanant en particulier des autres pays d'Asie. Néanmoins, leur priorité a consisté à rechercher à l'étranger des possibilités d'investissement intéressantes.

La baisse du taux d'investissement au Japon entre 1991 et 1995 pourrait indiquer que le boum de l'investissement, qui a porté aussi bien sur les machines que sur les structures, est allé trop loin et que la correction du stock de capital d'une durée de vie relativement longue demande du temps et des sacrifices. À l'inverse, l'expansion de l'investissement aux États-Unis a été essentiellement confinée aux équipements de haute technologie à durée de vie relativement courte; par conséquent, les excès éventuels pourront être résorbés plus promptement, même si les pertes des investisseurs et des créanciers risquent d'être lourdes.

Commerce mondial et soldes extérieurs

À la faveur de l'accélération de la croissance mondiale, dont le rythme n'a jamais été aussi élevé depuis plus de quinze ans, le commerce international s'est accru (en volume) de 13½% par rapport à 1999 (tableau II.5). Sa part dans

Ajustement du stock de capital

Commerce mondial: volume et prix				
	1991-97	1998	1999	2000
	variation annuelle, en %			
Volume	7,1	4,6	5,6	13,4
Prix (en dollars EU)	0,2	- 6,1	-1,5	-0,3
Produits manufacturés	0,1	- 1,7	-2,0	-6,2
Pétrole	-2,5	-32,1	37,5	56,9
Autres produits de base	1,8	-14,7	-7,1	1,8
Termes de l'échange				
Pays industriels	0,3	1,7	0,1	-3,4
Économies émergentes	-0,7	- 7,1	5,0	6,4

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.5

la production mondiale a donc continué d'augmenter, prolongeant une tendance qui ne s'est jamais démentie depuis la dernière guerre. Dans une large mesure, elle reflète les changements affectant les processus de production des entreprises (tableau II.6). Sous l'effet de l'intensification de la concurrence sur le marché mondial des biens, ainsi que des efforts des entreprises pour récolter les bénéfices d'économies d'échelle dans leurs usines, les processus de production sont de plus en plus désagrégés, sur le plan à la fois vertical et horizontal. Chacun d'eux incorpore dorénavant un nombre croissant d'étapes intermédiaires, qui sont dispersées sur plusieurs pays et contribuent ainsi à accroître la part de ces pays dans les échanges. Grâce aux avancées technologiques et à la baisse du coût des télécommunications, davantage de services entrent également dans le champ du commerce international, ce qui concourt aussi à l'élargissement de la part du commerce extérieur. Néanmoins, et de façon assez paradoxale, la part mesurée des services dans les échanges mondiaux est demeurée remarquablement stable.

Expansion marquée du commerce mondial et de la part des échanges dans la production

Malgré le gonflement de plus en plus rapide du volume des échanges, la baisse des prix internationaux (exprimés en dollars ou DTS) des produits

Part du commerce extérieur ¹				
	1981-90	1995	1999	2000
	en % du PIB			
États-Unis	7,9	11,6	13,9	14,8
Zone euro	11,9	14,3	17,6	19,0
Japon	7,1	8,4	9,1	9,9
Royaume-Uni	22,9	28,5	33,9	35,9
Canada	23,7	35,9	43,7	46,3
Australie	13,3	18,4	20,5	21,6
Suède	28,4	37,1	45,0	47,7
Suisse	28,8	33,1	39,2	41,4
<i>Services/total des échanges</i>	<i>21,5</i>	<i>20,4</i>	<i>21,2</i>	<i>19,9</i>

¹ Moyenne des exportations et importations de biens et services, définition de la comptabilité nationale (en termes réels).
Sources: OCDE; données nationales. Tableau II.6

Trois principales zones économiques: balance des paiements									
	Paiements courants			Flux nets d'IDE et de portefeuille			Solde global ¹		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
	en milliards de dollars EU								
États-Unis	-217	-331	-435	174	338	487	- 43	7	52
Zone euro	35	- 7	- 32	-218	-166	-144	-183	-173	-176
Japon	120	109	118	- 63	- 36	- 60	57	73	58

¹ Somme des deux postes précédents.
Sources: BCE; données nationales. Tableau II.7

Poursuite de la baisse des prix des produits

manufacturés observée tout au long de la décennie 90 s'est poursuivie l'an dernier, confirmant ainsi l'amenuisement du pouvoir de fixation des prix des entreprises sur le marché mondial des biens. Du fait de la flambée des prix du pétrole et de la remontée des cours des autres matières premières, les termes de l'échange des pays industriels se sont dégradés. Inversement, l'évolution des prix du commerce extérieur a sensiblement stimulé, en termes réels, les recettes des pays exportateurs de pétrole et de métaux.

Détérioration du solde extérieur de la zone euro

S'agissant de l'évolution des soldes extérieurs, l'un des faits les plus surprenants de ces dernières années est la détérioration de la balance des paiements courants de la zone euro qui, d'un excédent d'environ \$70 milliards en 1997, est devenue déficitaire de plus de \$30 milliards en 2000 (tableau II.7). Au cours de la période 1997-99, où l'accroissement de la demande était relativement faible dans la zone euro, l'augmentation des importations (en termes nominaux et réels) a été de loin supérieure à celle des exportations. L'an passé, en outre, alors que la dépréciation de l'euro a contribué notablement à stimuler les ventes à l'étranger, la valeur des importations s'est accrue encore plus rapidement sous les effets conjugués du renchérissement du pétrole et de la baisse du cours de change. L'Italie entre approximativement pour un tiers dans cette dégradation depuis 1997, en raison de pertes substantielles de parts de marché à l'exportation et d'une assez forte dépendance à l'égard du pétrole importé, l'Allemagne et l'Espagne représentant quelque 20% dans chaque cas. Pour l'Allemagne, les mauvais résultats sont dus essentiellement à l'alourdissement du déficit des soldes des

Relation entre épargne et investissement (estimations) ¹				
	α	β	R ²	$\Sigma Bdp/P$
1980-1989	10,5**	0,58**	0,62	2,3
1990-1995	9,3**	0,56**	0,68	2,0
1996-2000	17,2**	0,19*	0,08	3,6
2000	21,9**	0,01	-0,05	4,9

¹ La relation est estimée, sur 22 pays industriels, par l'équation $I/P = \alpha + \beta(E/P)$ où I/P et E/P représentent respectivement l'investissement global et l'épargne globale par rapport au PIB moyen sur les années indiquées dans la première colonne. $\Sigma Bdp/P$ est le ratio moyen balance des paiements/PIB, calculé sans tenir compte du signe; * et ** indiquent respectivement les niveaux de signification de 90% et 99%. Tableau II.8

services et des investissements, tandis que l'accroissement du déficit commercial de l'Espagne résulte d'une expansion exceptionnelle des importations.

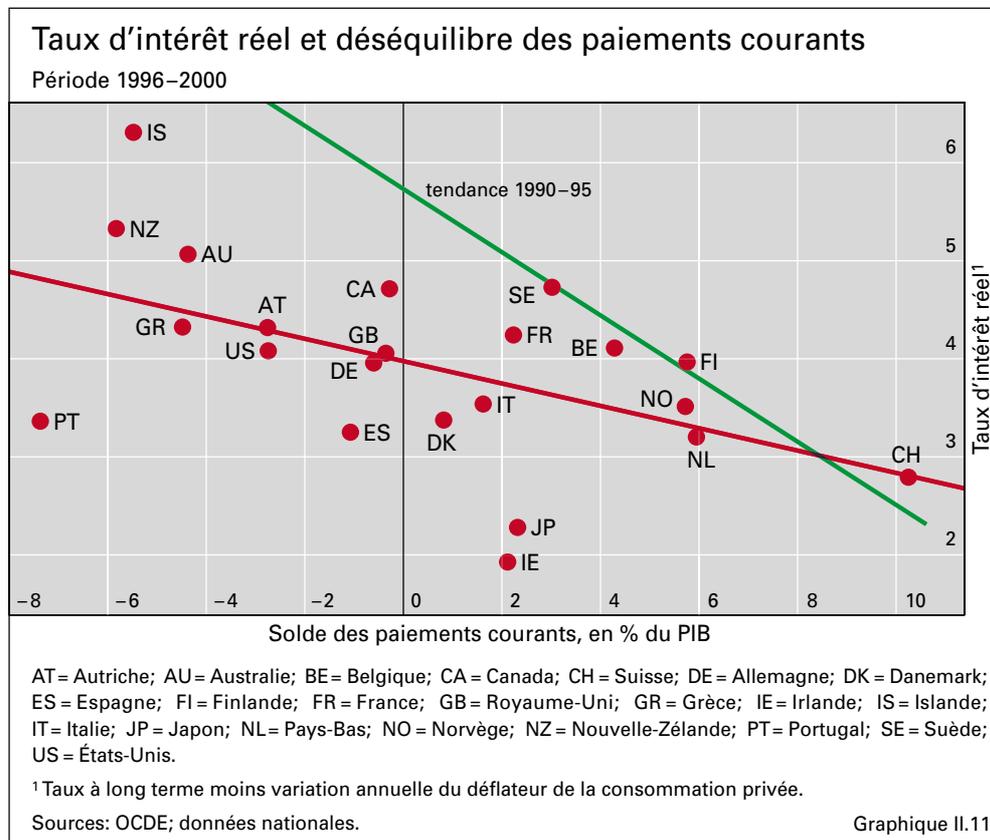
Le Royaume-Uni a également enregistré une détérioration marquée de ses paiements courants (2¼% en termes de PIB depuis 1997), imputable pour l'essentiel au gonflement du déficit commercial. À l'inverse, le solde courant du Canada et de la Norvège s'est respectivement amélioré de 3½% et de 8¼% du PIB. Dans ce dernier cas, cette performance est principalement due au renchérissement du pétrole, le Canada, pour sa part, ayant bénéficié d'une forte expansion de la demande aux États-Unis, d'une évolution favorable des termes de l'échange et d'une diminution de ses paiements d'intérêts nets.

Il est intéressant, et même étonnant, de constater que la relation historique entre les taux nationaux d'investissement et d'épargne paraît s'être modifiée ces dernières années. Ainsi que le montre la baisse des coefficients de régression estimés, tombés d'environ 0,6 pendant les années 80 et au début de la décennie suivante à seulement 0,2 pour la seconde moitié des années 90 (tableau II.8), les ratios d'investissement se sont progressivement démarqués des ratios d'épargne. Comme cette évolution a eu sa contrepartie dans l'aggravation sans précédent des déséquilibres des paiements courants, il convient de s'interroger sur ses causes.

L'une des raisons possibles de ce phénomène serait que, à mesure que les déficits budgétaires se sont réduits, les marchés sont devenus moins soucieux des déséquilibres extérieurs. Deuxièmement, si la marche vers l'union monétaire en Europe a sensiblement renforcé les échanges au sein de

Le relâchement de la corrélation, au niveau des pays, entre épargne et investissement ...

... peut être la conséquence de l'union monétaire ...



Solde des paiements courants des principaux groupes de pays					
	1997	1998	1999	2000	Variation 1997-2000
	en milliards de dollars EU				
Pays industriels	78	-33	-198	-298	-376
Pays émergents d'Asie	26	114	112	88	62
Amérique latine	-67	-90	- 56	- 48	19
Moyen-Orient et Afrique	- 2	-49	- 9	58	60
Économies en transition	-24	-28	- 2	27	51
Total	11	-86	-153	-173	-184

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.9

la région, elle s'est accompagnée d'une aggravation notable des déséquilibres des transactions courantes des pays membres. Ceux-ci expliquent pour près de moitié, en effet, la dégradation globale constatée entre 1990-95 et 1996-2000.

Une troisième explication, liée à la précédente, est que l'évolution des paiements courants aurait été induite ou facilitée par l'expansion spectaculaire des flux transfrontières d'investissement et de portefeuille. Cela vaut tout particulièrement pour les mouvements de capitaux à l'intérieur de la zone euro, mais aussi entre les trois grandes zones économiques du monde. Comme le montre le tableau II.7, les entrées nettes aux États-Unis au titre de l'investissement direct étranger et des flux de portefeuille à long terme se sont accrues parallèlement à l'aggravation du déséquilibre des transactions courantes au cours des trois dernières années. Le solde global du Japon a aussi été relativement stable, tandis que le déficit de la zone euro a progressivement diminué, malgré la détérioration des paiements courants. L'hypothèse selon laquelle les marchés internationaux des capitaux accepteraient mieux des déséquilibres épargne/investissement est corroborée par le fait que la sensibilité des taux d'intérêt réels aux déséquilibres des paiements courants paraît s'être atténuée pendant les années 90 (graphique II.11). En d'autres termes, il semble que les différentiels de taux d'intérêt réels ou de taux de rentabilité escomptés, nécessaires pour acheminer l'excédent d'épargne vers les pays à déficit courant présentant des possibilités d'investissement intéressantes, se soient réduits par rapport aux périodes antérieures.

Il existe néanmoins une quatrième possibilité: la rupture apparente de la relation entre épargne et investissement pourrait être la principale conséquence d'erreurs de mesure dans les statistiques mondiales des balances des paiements. L'émergence d'un ample déficit dans le solde agrégé des paiements remonte, à tout le moins, au début des années 80. Il est particulièrement important depuis 1997, puisque seulement la moitié environ de la détérioration du solde total des pays industriels est la contrepartie d'une amélioration ailleurs (tableau II.9). Cependant, l'expérience montre également que, au fur et à mesure que les données deviennent plus complètes et qu'un nombre croissant de pays déclarent leurs transactions externes, l'écart

... de marchés
des capitaux plus
accommodants ...

... ou d'une
augmentation de
l'écart statistique
mondial

a tendance à se rétrécir par rapport aux prévisions et estimations initiales. Par conséquent, l'accentuation de l'écart ressortant du tableau pourrait se révéler exagérée, ce qui signifierait que le solde extérieur global des pays industriels est peut-être relativement meilleur que ne l'indiquent les données actuelles, mais aussi que la relation récente entre investissement et épargne dans le monde correspond davantage aux schémas antérieurs.