

II. Évolution dans les économies industrielles avancées

Faits marquants

Malgré des politiques économiques particulièrement expansionnistes, les pays industriels avancés n'ont connu qu'une reprise modeste en 2002 (tableau II.1). Si les dépenses des ménages sont restées dynamiques, l'investissement des entreprises a poursuivi son repli. L'atonie de la demande a surpris au premier trimestre 2003, mais il est difficile de savoir dans quelle mesure elle s'explique par des incertitudes géopolitiques ou par des forces plus fondamentales entravant la croissance. Selon les prévisions consensuelles, un redémarrage modéré de l'activité aura lieu plus tard cette année. La récente progression des bénéfices, le redressement de la situation financière des entreprises et la poursuite des progrès techniques sont propices à une remontée des dépenses d'équipement. Toutefois, le poids de la dette des ménages s'est alourdi et la vigueur de la consommation pourrait marquer le pas ; de fait, la demande intérieure reste faible au Japon et en Europe, particulièrement en Allemagne.

Les pressions baissières sur les prix des marchandises à travers le monde ont conduit certains commentateurs à exprimer leurs préoccupations concernant une possible déflation mondiale et les risques correspondants.

Les autorités des pays industriels avancés restent confrontées à d'autres défis majeurs : les déficits budgétaires se creusent depuis peu et, à terme, le vieillissement de la population impliquera un accroissement des dépenses publiques. L'élaboration du cadre budgétaire et le besoin d'un assainissement à moyen terme constituent donc des aspects essentiels. L'aggravation

Croissance et inflation								
Variation annuelle moyenne, en %								
	PIB réel				Prix à la consommation ¹			
	1991–2000	2001	2002	2003 ²	1991–2000	2001	2002	2003 ²
Pays industriels avancés	2,5	0,9	1,7	1,7	2,4	2,1	1,5	1,9
États-Unis	3,2	0,3	2,4	2,3	2,8	2,8	1,6	2,4
Zone euro	2,1	1,4	0,8	1,0	2,4	2,4	2,2	2,0
Japon	1,4	0,4	0,3	0,8	0,8	-0,7	-0,9	-0,6
Royaume-Uni	2,3	2,1	1,8	2,0	3,2	2,1	2,2	2,8
Canada	2,8	1,5	3,4	2,7	2,0	2,5	2,2	3,1
Australie	3,4	2,7	3,8	3,0	2,2	4,4	3,0	3,0
Autres pays ³	2,1	1,3	1,5	1,3	2,1	2,2	1,8	2,1

¹ Zone euro : indice des prix à la consommation harmonisé ; Royaume-Uni : indice des prix de détail hors paiements d'intérêts hypothécaires. ² Prévision consensuelle publiée en mai. ³ Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse.

Sources : © Consensus Economics ; données nationales. Tableau II.1

ininterrompue des déséquilibres des paiements courants depuis le milieu des années 90 s'est accompagnée de réajustements de l'épargne mondiale qui pourraient avoir des conséquences pour l'avenir.

Reprise mondiale en 2002

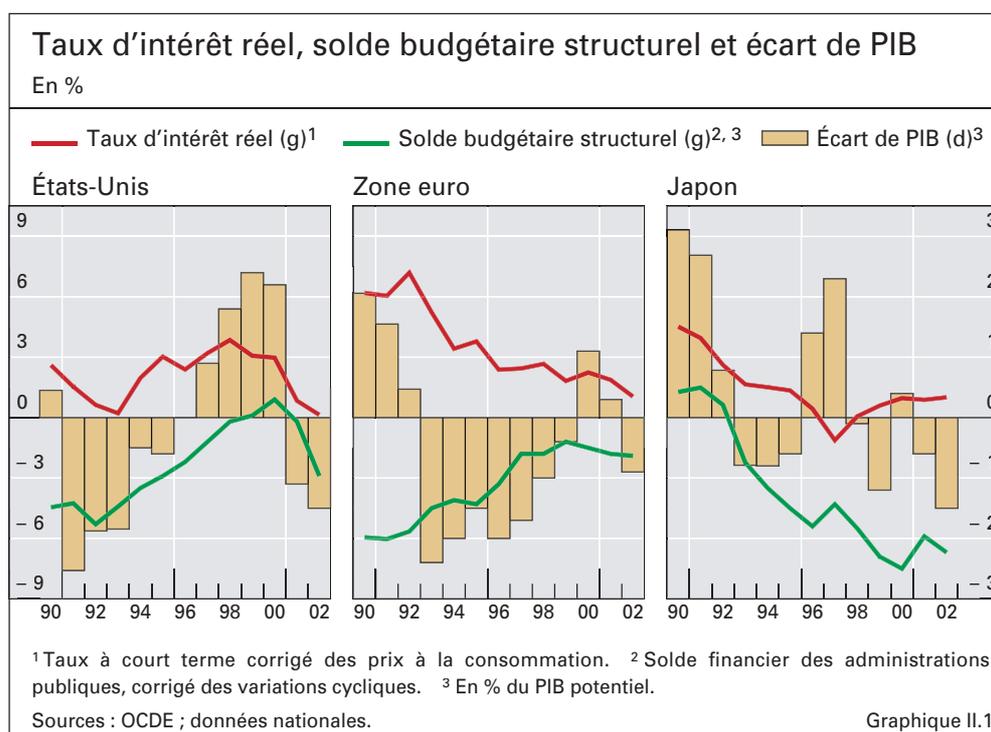
Croissance décevante malgré les politiques incitatives

L'économie mondiale s'est essoufflée en 2002 ...

Une décélération relativement modérée de l'activité dans les pays industriels avancés en 2001 a fait place à un rebond en 2002. L'économie mondiale s'est toutefois rapidement essoufflée et a terminé l'année sur une note de faiblesse, l'écart de PIB se creusant dans la plupart des régions. Le ralentissement de la demande finale a été sensible aux États-Unis. Certains autres pays industriels ont été plus dynamiques, avec une demande intérieure particulièrement vigoureuse en Australie et, dans une moindre mesure, au Canada. L'économie japonaise n'a progressé que modestement en 2002, malgré le net redressement de ses exportations. La croissance s'est révélée beaucoup plus faible que prévu dans la zone euro et s'est quasiment interrompue en Allemagne.

... malgré des politiques incitatives

Compte tenu du caractère incitatif des politiques économiques, ces résultats sont particulièrement décevants. Aux États-Unis, où les taux directeurs ont été fortement abaissés, l'excédent budgétaire s'est transformé en un déficit large et croissant (graphique II.1). Les politiques ont été moins expansionnistes dans le reste du monde industriel. L'orientation budgétaire a été globalement neutre : si les stabilisateurs automatiques ont pu jouer librement, les mesures discrétionnaires ont été limitées par l'ampleur du déficit et de la dette publique dans la zone euro et davantage encore au Japon. La marge de manœuvre pour un assouplissement monétaire a été réduite par

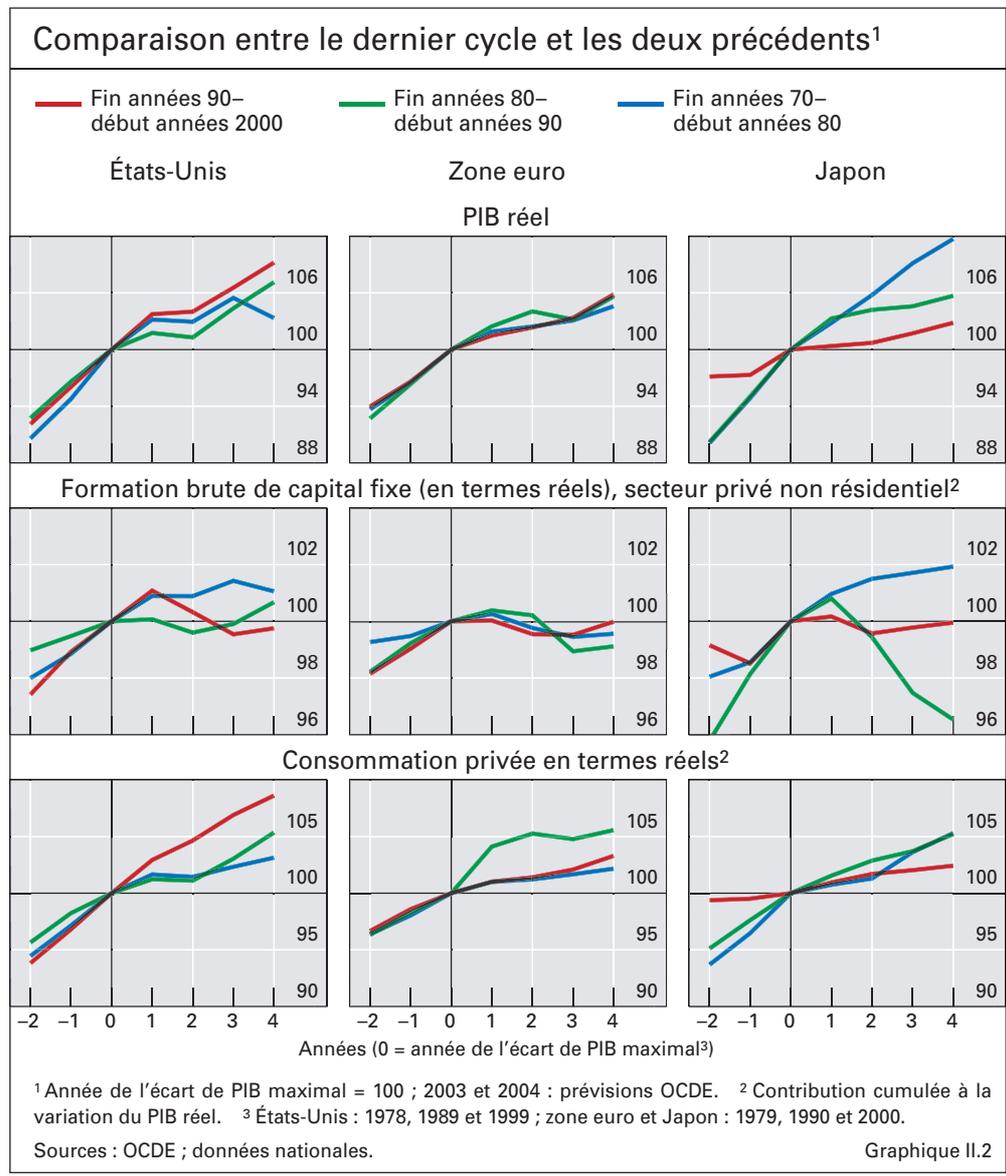


la persistance de l'inflation dans la zone euro et, au Japon, par le fait que les taux d'intérêt nominaux sont proches du seuil zéro (chapitre IV). Certains pays (notamment l'Australie et le Canada) ont même durci leur politique monétaire en réaction à la fermeté de la demande et à des tensions inflationnistes.

L'investissement des entreprises ne s'est pas redressé

L'investissement des entreprises, en baisse dans les économies industrielles avancées en 2002, a été exceptionnellement faible (graphique II.2). Cela s'explique en partie par une réaction au précédent boum, marqué par des anticipations de profit trop optimistes qui avaient suscité une expansion insoutenable du crédit et des prix des actifs. L'apparition d'importantes surcapacités dans plusieurs secteurs, en particulier celui des technologies de l'information, et la faiblesse des débouchés ont freiné la demande de nouveaux équipements. En outre, les entreprises, affectées par la dépréciation des actifs, ont dû restructurer leur bilan et reconstituer leurs bénéfices. La confiance des investisseurs a encore été ébranlée par la

Les entreprises ont assaini leur situation financière mais réduit leurs investissements



montée des préoccupations concernant la gouvernance d'entreprise, après une série de scandales financiers retentissants et de faillites spectaculaires. Les sociétés ont, en outre, eu davantage de difficultés à se procurer des capitaux, en raison du repli des cours des actions, du resserrement des conditions de crédit et de l'augmentation des primes de risque. Dans certains grands pays européens et au Japon, l'offre de crédit s'est quelque peu contractée, surtout pour les PME.

Bonne tenue des dépenses des ménages

Les dépenses des ménages ont été dynamiques ...

Dans l'ensemble, les dépenses des ménages ont relativement bien résisté dans les économies industrielles avancées, malgré la contraction substantielle du patrimoine financier et la dégradation du marché du travail. La consommation privée et l'investissement résidentiel ont été plutôt dynamiques dans plusieurs pays, particulièrement aux États-Unis et au Royaume-Uni. La réactivité de la demande des ménages aux impulsions des politiques économiques y a joué un rôle majeur. La stimulation budgétaire a favorisé les ménages, notamment sous forme de baisses d'impôts, hausses des salaires publics ou relèvements des prestations sociales. Dans le même temps, l'abaissement généralisé des taux directeurs et le repli des taux d'intérêt à long terme ont notablement réduit le coût du crédit. Aux États-Unis, par exemple, le taux moyen des emprunts a cédé près de 1 point de pourcentage en 2002 et de généreuses conditions de crédit ont stimulé les ventes d'automobiles. Les dépenses des ménages ont été nettement moins soutenues dans la zone euro, où les taux d'épargne ont sensiblement progressé. Au Japon, la consommation a été assez résistante, mais l'investissement résidentiel a encore régressé.

... grâce à la hausse des prix immobiliers et au refinancement des prêts hypothécaires

Sur les marchés financiers de nombreux pays, des changements structurels ont stimulé l'offre de crédit et permis aux ménages d'accroître leur endettement. Un autre facteur a joué dans le même sens : l'envolée des prix immobiliers, qui s'est poursuivie, voire accélérée parfois en 2002, a fourni une source de liquidités (tableau VII.2). Cette hausse semble avoir en partie compensé l'effet des moins-values sur actions, notamment en Amérique du Nord, au Royaume-Uni et dans certaines économies d'Europe continentale. Dans ces pays, une concurrence accrue et des innovations sur les marchés hypothécaires ont élargi les possibilités d'emprunt pour les propriétaires de logements grâce à des plus-values latentes. En outre, avec la diminution du coût de refinancement des prêts hypothécaires, les débiteurs ont pu profiter plus facilement de la baisse des taux d'intérêt.

Perspectives mondiales

Expansion irrégulière mais graduelle

Les facteurs de récession pourraient s'atténuer en 2003 ...

Il semble que la montée des préoccupations sur la situation au Moyen-Orient ait contribué de façon déterminante à freiner l'expansion, tout récemment, en majorant les prix du pétrole et en déprimant la confiance. Bien que des incertitudes géopolitiques demeurent, le consensus penche pour une décade

des facteurs de récession. L'ajustement des stocks semble être achevé, les ratios stocks/ventes se situant à des niveaux exceptionnellement bas aux États-Unis. Plusieurs éléments laissent présager, par ailleurs, une remontée de la formation de capital fixe. Après deux années de recul de l'investissement, le besoin de moderniser les équipements, accentué par la rapide obsolescence des biens des nouvelles technologies, se fera vraisemblablement sentir. Les dépenses d'investissement des entreprises devraient, en outre, être soutenues par les bénéfices, qui se sont redressés en 2002, en termes de comptabilité nationale, et par l'amélioration de leur solidité financière. Plus récemment, les conditions de financement sont devenues favorables, elles aussi.

Malgré tout, la croissance est restée faible jusqu'à présent dans la plupart des régions et les signes d'un redressement du commerce mondial ne sont guère nombreux. En outre, les indicateurs récents ne laissent pas entrevoir de retour généralisé de la confiance des entrepreneurs. Les marchés financiers n'en dénotent pas moins une certaine amélioration : les courbes des rendements semblent indiquer un redémarrage de l'activité dans l'année, les primes de risque ont diminué et les cours des actions ont effacé en grande partie les pertes enregistrées peu avant la guerre. Cela étant, il faut convenir que les marchés n'avaient pas correctement prévu l'évolution économique de l'an passé, marqué par des fluctuations rapides des anticipations.

Plusieurs interrogations subsistent, malgré le consensus estimant que les dépenses des ménages se maintiendront jusqu'au redémarrage de l'investissement. D'un côté, la levée rapide des incertitudes géopolitiques pourrait ranimer la confiance et la propension à dépenser des ménages et des entreprises. Il pourrait en résulter une expansion plus vigoureuse qu'attendu. D'un autre côté, les effets des mesures de relance antérieures pourraient s'estomper avant que la demande finale ne se renforce d'elle-même. Les dépenses publiques et les composantes sensibles aux taux d'intérêt de la demande des ménages ont atteint des niveaux élevés et pourraient donc décroître prochainement. De fait, aux États-Unis, le secteur des biens de consommation durables semble avoir déjà amorcé une phase plus modérée. Dans les pays où les dépenses des ménages ont été soutenues par le dynamisme du marché immobilier, l'effet positif des refinancements hypothécaires pourrait s'émousser. Dans certaines économies, les prix immobiliers apparaissent avoir déjà touché un plafond et les taux d'intérêt à long terme semblent avoir fini de baisser.

Autre risque : les politiques incitatives pourraient commencer à s'inverser. La dégradation des perspectives budgétaires a non seulement empêché les autorités d'adopter d'importantes mesures expansionnistes supplémentaires dans de nombreux pays, mais elle a aussi engendré une certaine austérité en Europe comme (à l'échelle des collectivités locales et des États) aux États-Unis. Sur le plan monétaire, les pays où les taux directeurs et les taux d'intérêt à long terme se situent à des niveaux historiquement bas ont pratiquement épuisé leur marge de manœuvre. Certains observateurs redoutent une remontée des taux longs si l'évolution des prix ou de la situation budgétaire devenait une source de préoccupations pour les investisseurs. Enfin, de

... mais, à ce stade, les signes d'une reprise durable sont peu nombreux

Interrogations malgré le consensus

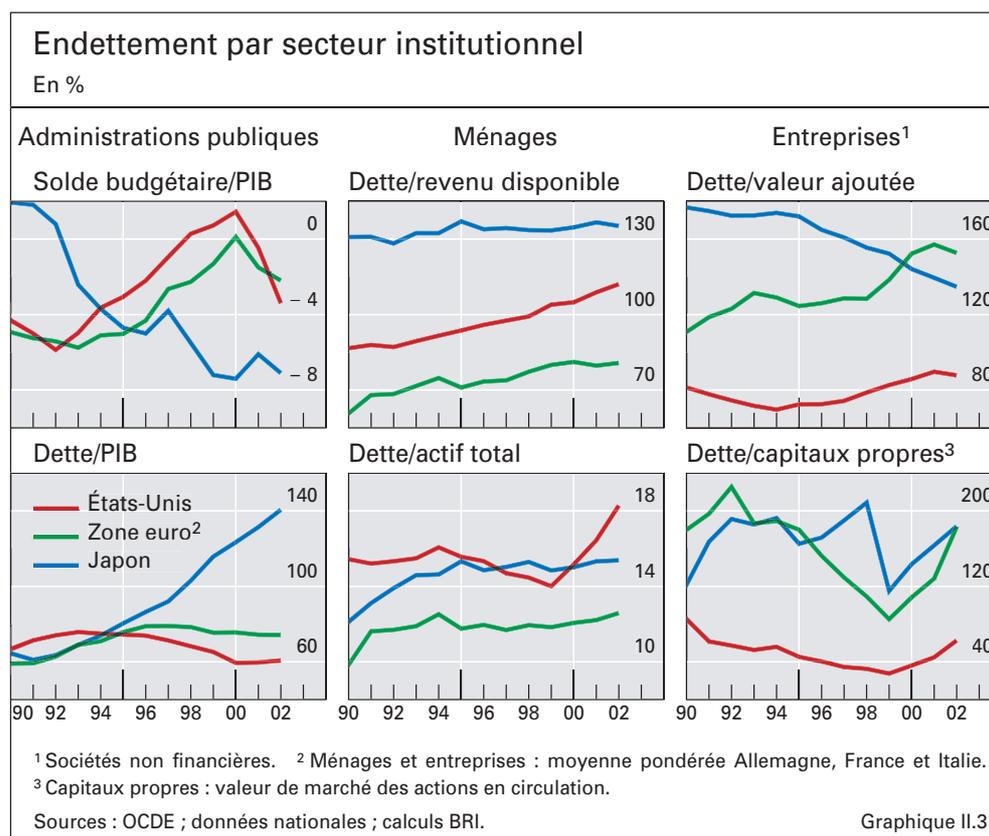
nouvelles difficultés pour les entreprises ou des faiblesses financières cachées dans quelques pays pourraient restreindre le crédit pendant un temps.

Situation financière du secteur privé

La situation financière des entreprises s'est quelque peu redressée ...

Il reste difficile de déterminer à quel point le nécessaire assainissement des bilans des entreprises freine encore l'activité, mais un certain optimisme est de mise. La faiblesse de leur investissement en capital fixe a permis une amélioration sensible de leur solde financier (différence entre épargne et investissement) dans les trois grandes régions. Au Japon, les sociétés bénéficiaires ont continué à rembourser les lourdes dettes accumulées dans le passé ; ces dix dernières années, les ratios dette/valeur ajoutée ont chuté de plus de 30 points de pourcentage (graphique II.3). Aux États-Unis, le solde financier était pratiquement en équilibre en 2002 et la dette a commencé à diminuer. Dans la zone euro, l'endettement des entreprises, qui s'était beaucoup alourdi durant la seconde moitié des années 90, s'est récemment contracté, et le déficit financier s'est réduit depuis 2000.

Deux autres éléments sont également positifs. Premièrement, les ratios dette/capitaux propres restent modérés, le recul des cours des actions ayant été en partie compensé par un effort de désendettement. Deuxièmement, la faiblesse des taux d'intérêt a permis aux sociétés d'alléger le poids du service de leur dette. Aux États-Unis, par exemple, les charges d'intérêts représentaient, fin 2002, quelque 14 % de la trésorerie des sociétés non financières, soit une baisse de presque 2 points de pourcentage depuis le dernier sommet de début 2001 et de plus de 5 points par rapport au

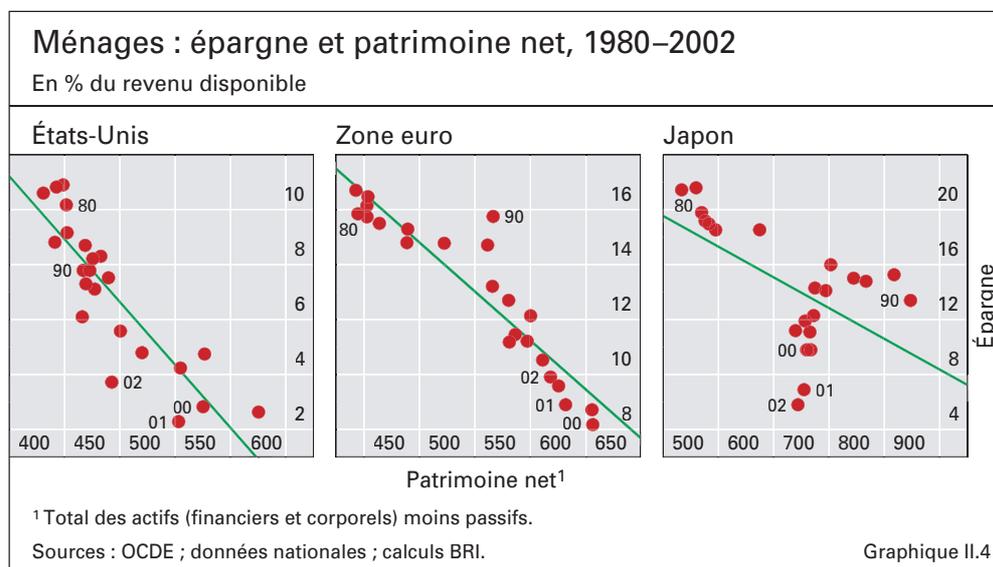


commencement des années 90. Cependant, si les taux d'intérêt s'élevaient, les entreprises pourraient être tentées, pour réduire le fardeau, de différer davantage l'investissement financé par emprunt. En outre, l'assainissement des bilans est un processus de longue haleine. Le fait que le ratio dette/valeur ajoutée des sociétés américaines s'établisse aujourd'hui à 88 % (contre 80 % au début des années 90) pourrait induire une poursuite du désendettement, risque qui semble encore plus grand en Europe. Enfin, la situation des entreprises pourrait être moins saine que ne le suggèrent les chiffres publiés, en raison de passifs latents (sous-capitalisation des fonds de pension, par exemple).

À l'inverse, les ménages des économies industrielles avancées ont, dans l'ensemble, continué à emprunter et à dépenser durant la récente phase du cycle, malgré une modération notable dans la zone euro. En conséquence, leur endettement n'a cessé de croître à un rythme plus rapide que leur revenu en 2002. Cette tendance a été particulièrement marquée dans les pays où la baisse des taux d'intérêt nominaux a soutenu la demande de logements et d'autant plus incité les ménages à refinancer leurs hypothèques que les prix des logements ont nettement augmenté. Les fonds ainsi dégagés ont stimulé la consommation.

... mais la dette des ménages s'est accrue

Rapportée à la valeur de leurs actifs, la dette des ménages ne paraît pas particulièrement élevée. Dans les pays du G 7 (Japon excepté), leur ratio moyen par rapport au patrimoine est quasiment stable, aux alentours de 15 % depuis de nombreuses années. Les passifs se sont néanmoins accrus, pour représenter plus de 105 % de leur revenu disponible, soit une hausse de près de 15 points de pourcentage vis-à-vis du début des années 90. Le service de la dette s'est alourdi, lui aussi. Aux États-Unis, par exemple, il a absorbé quelque 14 % du revenu disponible des ménages en 2002, sensiblement plus que dix ans auparavant, malgré une amélioration substantielle des conditions de crédit. Même si, dans l'ensemble, les ménages sont relativement protégés par des taux hypothécaires fixes, ils pourraient se trouver exposés en cas de hausse des taux d'intérêt ou de détérioration du marché du travail. La faiblesse



de l'inflation pourrait en avoir conduit certains à sous-estimer le fardeau réel des remboursements à venir.

Si leur situation financière ne semble pas faire peser de menace immédiate sur la consommation, les ménages pourraient, en revanche, accroître leur taux d'épargne. Celui-ci a déjà sensiblement augmenté dans la zone euro ces dernières années, mais son évolution est plus préoccupante au Japon puisqu'il n'a cessé de fléchir (graphique II.4), malgré l'accumulation de lourdes pertes patrimoniales pendant la décennie passée. Aux États-Unis, il paraît encore faible, même s'il a déjà commencé à se redresser en 2002, grâce aux allègements fiscaux ; il est toutefois probable que le niveau d'équilibre de l'épargne des ménages se soit abaissé depuis une vingtaine d'années, en raison de l'accroissement de leur patrimoine net.

Perspectives à plus long terme

Ce qui est frappant dans le ralentissement économique récent, c'est qu'il a été également ressenti dans des régions (Europe continentale et Japon notamment) qui n'avaient pas connu le précédent boum des dépenses. Le degré de synchronisation élevé du cycle conjoncturel dans les économies industrielles résulte d'une transmission par les circuits financiers, la confiance et les flux commerciaux. Selon certains observateurs, ces liens se sont amplifiés ces dernières années, l'évolution aux États-Unis ayant un rôle déterminant (*72^e Rapport annuel*). Premièrement, les relations supranationales au niveau des entreprises se sont développées suite à une vague de fusions et acquisitions internationales dans les années 90. Deuxièmement, l'aggravation du déséquilibre des paiements courants des États-Unis s'est accompagnée d'une augmentation des entrées de capitaux. De ce fait, certaines sociétés étrangères, financières ou non, qui avaient participé au financement de la croissance américaine, ont subi de lourdes pertes et ont été contraintes de réduire leurs coûts pour renouer avec les bénéficiaires.

Cela étant, si les États-Unis semblent de plus en plus influencer l'activité mondiale, c'est peut-être aussi parce que les autres régions présentent des faiblesses spécifiques. Ces dix dernières années, le Japon a enregistré un taux de croissance moyen de seulement 1 % l'an, ce qui donne à penser que le taux potentiel pourrait être bien inférieur aux 4 % estimés dans les années 80. Celui-ci a également baissé dans certains grands pays européens (notamment en Allemagne, examinée en détail ci-après). Ces tendances sont importantes, et pas uniquement en raison de ce qu'elles impliquent pour les niveaux de vie à long terme. Le bas niveau des taux de croissance potentielle hors d'Amérique du Nord pourrait compliquer le processus d'ajustement des paiements courants nécessaire à la correction des déséquilibres extérieurs actuels. En outre, il traduit souvent des rigidités structurelles et un manque de résistance aux chocs. Il suffit d'observer que les États-Unis, où le potentiel de croissance reste élevé, ont bien résisté au dernier ralentissement conjoncturel ; le dynamisme de l'offre a semblé ouvrir davantage de nouvelles sources de croissance, permettant une plus grande réactivité aux mesures de relance de la demande.

Le premier élément qui sous-tend la croissance à long terme est la population active. Toujours en vive progression aux États-Unis, celle-ci a déjà

L'évolution aux États-Unis reste déterminante ...

... mais faiblesses intrinsèques au Japon et en Europe ...

amorcé un repli au Japon et fléchira aussi prochainement dans certaines économies européennes en phase de vieillissement rapide. En outre, le fonctionnement du marché du travail révèle des disparités frappantes. Le chômage structurel, en recul constant aux États-Unis depuis la moitié des années 70, a augmenté au Japon ; il présente une situation plus nuancée dans la zone euro : après avoir atteint de hauts niveaux jusqu'à la moitié des années 90, il a été réduit depuis dans certains pays – à l'exception notable de l'Allemagne – grâce aux initiatives pour l'emploi. Un second élément important est lié aux gains de productivité du travail : ceux-ci ont été relativement élevés aux États-Unis, surtout en 2002, année marquée par une hausse sensible de la production par ouvrier, mais plus faibles dans la zone euro et au Japon, ces dernières années.

... dues à une progression plus lente de la population active ...

La supériorité des résultats économiques américains semble essentiellement attribuable à des progrès technologiques constants, mesurés par l'élévation de la productivité totale des facteurs (PTF), hausse du PIB non attribuable à l'augmentation de la main-d'œuvre ou du capital. De fait, les gains de PTF se sont nettement accélérés aux États-Unis depuis la période de croissance faible des années 70, se démarquant de façon spectaculaire des évolutions observées en Europe et au Japon. En Europe, certains signes montrent que les récentes réformes sur le marché du travail ont favorisé la création d'emplois et minoré ainsi la productivité mesurée. Au Japon, le dysfonctionnement du système financier, souvent considéré comme le plus grand obstacle à une croissance durable, a surtout retenu l'attention.

... et à des gains de productivité inférieurs

Bien qu'elle risque d'induire une hausse du chômage à court terme, la mise en place de certaines réformes structurelles pourrait aussi libérer une demande latente (dans les services domestiques, par exemple) et, à terme, favoriser l'emploi. En outre, l'annonce d'un programme de réformes pourrait, à elle seule, accroître la confiance, notamment des entrepreneurs. Par ailleurs, il est peut-être plus urgent qu'on ne le pense généralement d'améliorer le fonctionnement des marchés, pour plusieurs raisons. Premièrement, des rigidités peuvent rester longtemps cachées avant que n'apparaissent leurs effets négatifs sur l'offre. Deuxièmement, les gains de productivité à long terme pourraient être remis en cause si des risques géopolitiques accrus conduisaient à une hausse des dépenses de défense et de sécurité, qui constituent un impôt occulte pour l'économie. Enfin, un renforcement des gains de productivité sera nécessaire dans presque tous les pays industriels pour compenser l'incidence défavorable du vieillissement démographique sur le revenu par habitant.

Des réformes sont nécessaires sur les marchés du travail et des produits

Morosité des perspectives à long terme en Allemagne

Pour de nombreux observateurs, l'Europe continentale offre actuellement l'exemple d'une expansion freinée par des fragilités structurelles sur le long terme. Le degré et la nature des obstacles varient d'un pays à l'autre ; le cas de l'Allemagne, première économie de la région, est d'un intérêt particulier. La croissance de son PIB a été exceptionnellement faible dans le passé récent, ce qui semble surtout dû à l'atonie de la demande intérieure. Ces cinq dernières

Atonie de l'activité en Allemagne ...

années, la part des exportations a représenté, en moyenne, plus de 2 points de pourcentage de la croissance du PIB total, chiffre supérieur à celui des années 80 et à ceux de la France et de l'Italie. En revanche, la consommation privée a ralenti et l'investissement a constitué un frein notable, contribuant à ramener le taux de croissance potentielle à seulement 1 1/2 % (près de 2 1/2 % dans le reste de la zone euro).

... malgré une amélioration récente de la compétitivité

Plusieurs explications, plus ou moins fondées, ont été avancées. Des observateurs ont fait valoir que l'Allemagne a adhéré à l'UEM avec un cours de change surévalué. Elle a, certes, enregistré des pertes de compétitivité et de parts de marché à l'exportation dans la première moitié des années 90, mais le cours de change effectif réel a nettement diminué depuis (graphique II.5, cadre du haut). En conséquence, l'Allemagne a regagné des parts de marché, et son ratio exportations/PIB s'inscrit à un niveau record. De même, certains ont soutenu que le tassement des dépenses d'investissement et de la croissance en général s'explique par des taux d'intérêt réels élevés. À première vue, cette hypothèse ne vaut pas non plus. Depuis 1997, le taux obligataire réel à long terme (corrigé de l'indice IPC) avoisine 3 1/2 % en moyenne, contre 4 % depuis les années 60. Toutefois, le taux de croissance potentielle a baissé et le taux d'intérêt « naturel » (qui équilibre épargne et investissement) pourrait donc bien avoir fait de même.

Coûts de la réunification

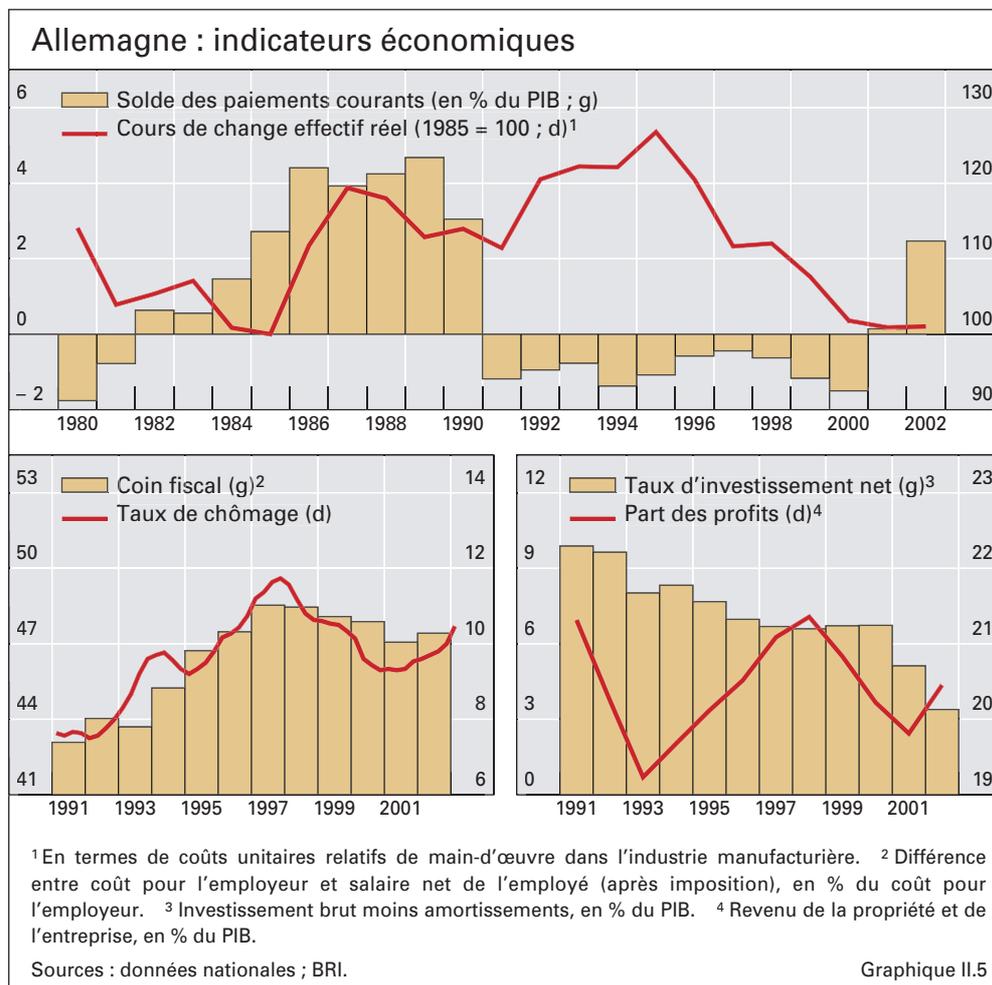
Un argument beaucoup plus plausible est que l'Allemagne souffre encore des coûts directs et indirects liés à la réunification de 1989–90. La plupart des entreprises de l'ex-RDA se sont effondrées, entraînant une détérioration durable du marché du travail. Il apparaît que les transferts budgétaires qui en ont résulté (près de 4 % du PIB par an dans les années 90) ont provoqué une dégradation structurelle du solde budgétaire allemand, réduisant nettement la marge de manœuvre des autorités. Les hausses d'impôts qui ont permis de financer la réunification semblent aussi avoir exercé une influence négative sur le marché du travail, en augmentant fortement le « coin fiscal » (graphique II.5, cadre inférieur gauche). Par ailleurs, la réunification a engendré une hausse excessive des dépenses de construction, dont la contraction ultérieure a amputé la croissance du PIB réel de près de 1/3 de point de pourcentage par an depuis 1995. En outre, les prix des logements ont diminué dans la seconde moitié des années 90 et n'ont quasiment pas varié ces dernières années. Les ménages allemands ont ainsi été privés de cette compensation des moins-values sur actions dont ont bénéficié les résidents de la majorité des autres économies industrielles.

Contraction de l'investissement des entreprises ...

Le signe le plus manifeste (si ce n'est la cause) des résultats médiocres de l'économie allemande a peut-être été la capacité ou volonté limitée des entreprises à investir. Depuis le début des années 90, la part de l'investissement net dans le PIB a nettement baissé (graphique II.5, cadre inférieur droit). Bien que le réinvestissement (remplacement de l'équipement obsolète) puisse aussi servir à acquérir de nouvelles techniques productives, ce recul ne laisse pas de préoccuper. S'il se prolongeait, le potentiel de croissance de l'Allemagne continuerait vraisemblablement à se réduire.

... et difficultés pour les PME

Bien que la faible propension à investir soit, en partie, de nature cyclique, il apparaît que d'autres causes plus fondamentales ou structurelles jouent



aussi un rôle. D'une part, les entreprises considèrent que leurs investissements ne seraient pas suffisamment rentables pour couvrir leurs risques, ce qui donne à penser que leurs bénéfices sont trop faibles. D'autre part, certains signes montrent que les PME, traditionnellement le principal gisement d'emplois, mais essentiellement tournées vers le marché intérieur, ont été plus durement touchées que les grandes sociétés qui exportent une proportion substantielle de leur production. Le problème peut s'être amplifié ces dernières années, le durcissement des conditions du crédit bancaire ayant pu affecter particulièrement les entreprises de moindre taille.

Les rigidités sur les marchés du travail et des produits sont également susceptibles d'avoir affecté la propension des entreprises à investir ainsi que la croissance en général. Diverses restrictions (sur les heures d'ouverture des magasins, par exemple) pourraient bien avoir pesé sur le secteur des services, limitant en particulier sa capacité à absorber les agents licenciés par l'industrie. Les créations d'entreprises, avec leur potentiel d'offre d'emplois, se heurtent à des obstacles d'ordre réglementaire. Parallèlement, d'importantes rigidités subsistent sur le marché du travail. Outre l'élargissement du coin fiscal mentionné ci-dessus, les dispositions rigoureuses pour la protection de l'emploi pourraient avoir constitué un frein à l'embauche. La fiscalité, les allocations de chômage et les prestations sociales ont tendance à décourager la recherche d'emploi, surtout chez les personnes peu qualifiées et à faibles

Rigidités sur les marchés du travail et des produits

ressources. Par ailleurs, les possibilités d'accords salariaux liés aux résultats des entreprises ou des employés restent très limitées.

Des signes positifs

Si les perspectives à court terme ne semblent pas très favorables actuellement pour l'Allemagne, il convient de ne pas négliger certains signes positifs. Le dynamisme des exportations montre que les entreprises sont compétitives, malgré une conjoncture mondiale difficile. Les séquelles de la réunification devraient s'estomper avec le temps. La nécessaire contraction du secteur du bâtiment semble bien avancée et ses répercussions sur les banques et autres établissements financiers paraissent avoir été maîtrisées (chapitre VII). Le gouvernement se veut déterminé à appliquer plusieurs réformes structurelles importantes. Ainsi, les craintes d'un ralentissement prolongé en Allemagne, comparable à celui du Japon, ne semblent guère fondées.

Inflation

Évolutions récentes

Pressions
modérées
sur les prix

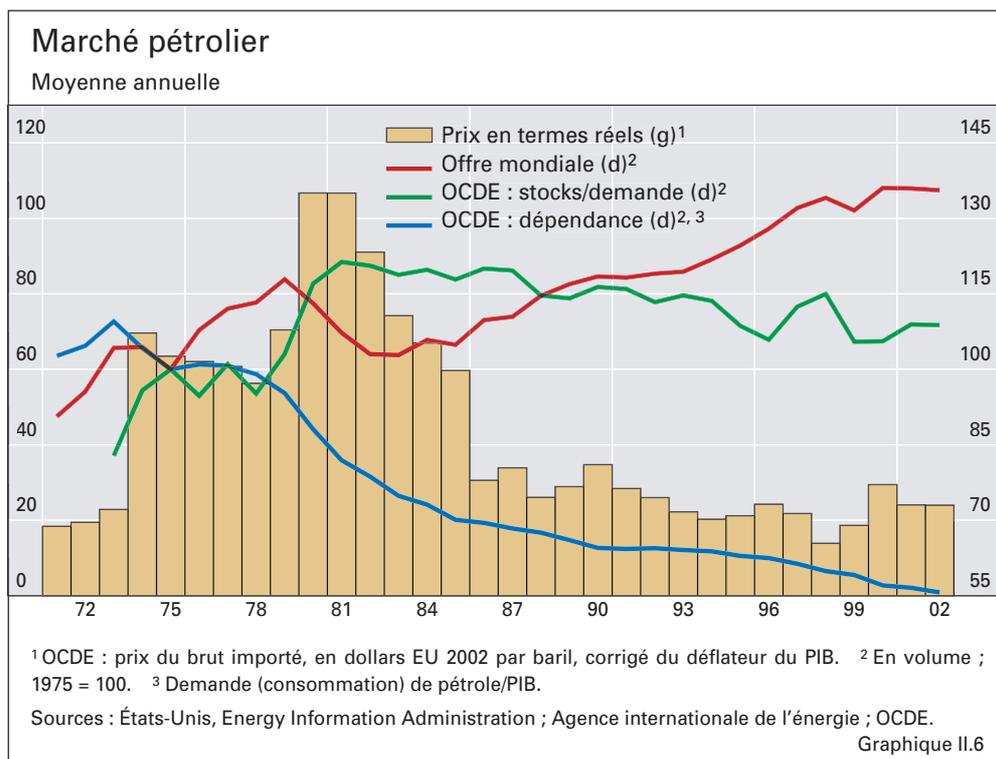
À l'échelle mondiale, les pressions sur les prix sont restées modérées en 2002, mais ce constat recouvre des évolutions diversifiées. La hausse des prix s'est accrue dans les pays à croissance plus rapide, menaçant ainsi les objectifs d'inflation au Canada et au Royaume-Uni vers le début de 2003. L'inflation sous-jacente (IPC) s'est élevée au-delà du seuil de 2 % dans la zone euro en 2002, alors qu'elle s'est sensiblement atténuée aux États-Unis. Les prix à la consommation sont demeurés pratiquement stables en Suisse et ont baissé au Japon pour la quatrième année consécutive.

Des divergences sensibles ont également été observées au sein des régions, en particulier dans la zone euro, avec une augmentation des prix à la consommation d'à peine plus de 1 % en Allemagne en 2002 mais de près de 5 % en Irlande. Il en est allé de même aux États-Unis, où les hausses de prix se sont inscrites dans une fourchette allant d'environ 0 % dans la région de Cleveland à près de 3 % dans celle de Los Angeles. Enfin, des différences notables sont apparues d'un secteur à l'autre, avec des écarts souvent marqués entre les prix des services tournés vers le marché intérieur et ceux des biens manufacturés. Ainsi, aux États-Unis, les prix des produits non alimentaires ont fléchi de 2 % en 2002, alors que ceux des services sont montés de 3 %.

Perspectives

Perspectives
incertaines pour
les prix pétroliers

L'inflation devrait rester faible en 2003. La flambée des prix du pétrole observée en début d'année, essentiellement imputable à la guerre en Irak et aux perturbations de la production au Venezuela, a déjà commencé à s'inverser. Toutefois, les perspectives concernant les prix pétroliers restent soumises à des incertitudes. À l'horizon d'un an environ, leur volatilité pourrait perdurer, en fonction de la croissance mondiale, de l'offre des pays hors OPEP et de la capacité de celle-ci à compenser rapidement d'éventuels déséquilibres soudains entre l'offre et la demande. En outre, le ratio entre stocks de pétrole et demande dans les pays industriels diminue depuis le début des années 80,



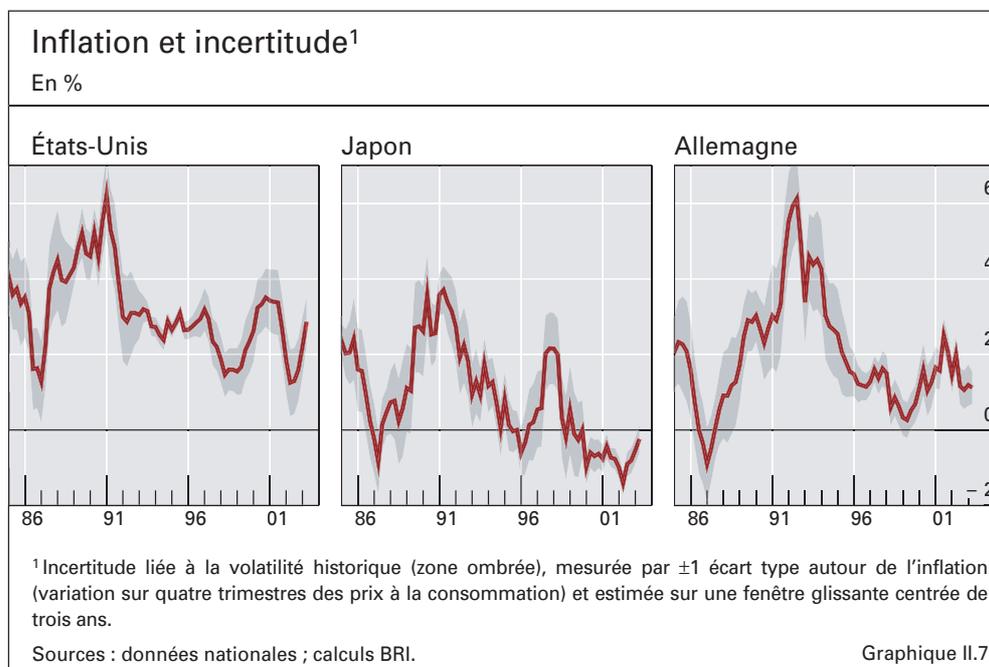
de sorte qu'une nouvelle perturbation du marché pourrait provoquer des fluctuations de prix plus marquées (graphique II.6). Enfin, reste la question de savoir dans combien de temps et à quelle échelle le pétrole irakien fera son retour sur le marché mondial.

Il y a de bonnes raisons de penser que l'inflation mondiale demeurera peu élevée et stable dans les mois qui viennent, par suite des faibles tensions sous-jacentes. L'une d'elles tient au fait que la sensibilité de l'inflation aux variations cycliques de la production semble avoir généralement diminué. Aux États-Unis, par exemple, l'inflation est restée modérée sur la dernière décennie, malgré d'amples fluctuations du chômage et l'utilisation des capacités de production. Au Japon, la déflation est relativement contenue depuis quelques années. Certains éléments indiquent également que les répercussions de change se sont atténuées dans les économies connaissant peu d'inflation. Comme les pays industriels ne cessent d'enregistrer de faibles taux d'inflation, les anticipations en matière de prix apparaissent plutôt bien ancrées, ce qui devrait contribuer à réduire la persistance de chocs ponctuels sur les prix. L'intensification de la concurrence, à la fois intérieure et extérieure, peut aussi avoir modifié les modalités de fixation des prix et des salaires sur les différents marchés, ce qui pourrait avoir engendré une plus grande résistance aux hausses de prix.

L'inflation devrait rester faible

Risques de déflation ?

Devant la faiblesse de l'inflation, l'ampleur des surcapacités et la perspective d'une croissance mondiale inférieure à son potentiel dans les grandes économies industrielles avancées, certains analystes sont davantage préoccupés par la déflation – définie comme une baisse du niveau général des



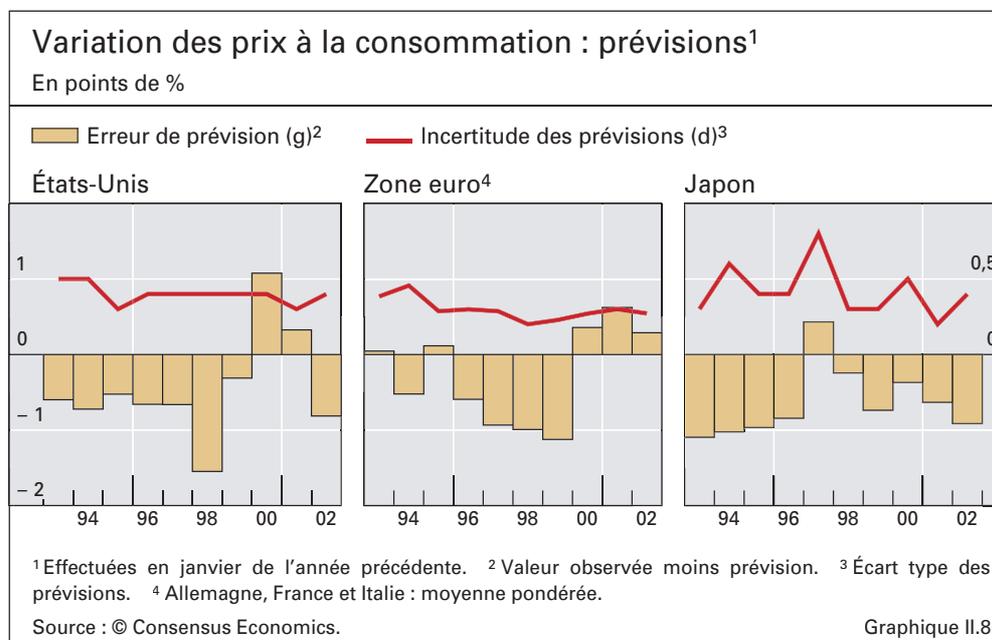
prix – que par l'inflation. Le fait qu'au Japon le déflateur du PIB perd 1 % par an depuis le milieu des années 90 et que les prix ont récemment diminué dans plusieurs autres pays d'Asie a également retenu l'attention. La déflation peut être à l'origine de problèmes économiques, parce que la plupart des contrats de prêt sont définis en termes nominaux, que les salaires nominaux sont plutôt rigides à la baisse et que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent être négatifs (chapitre IV). Partant de là, quels sont les risques, à ce stade, de voir l'économie mondiale sombrer dans la déflation ?

Prévisions d'inflation souvent inexactes

La première remarque, évidente, c'est que lorsque l'inflation est très faible, la déflation n'est mathématiquement pas loin. En outre, l'inflation reste sujette à une forte volatilité, compte tenu surtout de son niveau actuellement modéré (graphique II.7), et s'est même accrue en termes relatifs dans certains pays. L'incertitude qui pèse sur les anticipations en matière de prix – mesurée par l'écart type de ces prévisions – représente encore, selon les pays, près d'un tiers de point d'inflation (graphique II.8). Pendant de longues périodes au cours des années 90, l'inflation effective s'est située bien en deçà des prévisions consensuelles.

De nombreuses mesures surestiment l'inflation

Un autre aspect essentiel réside dans le fait que les taux d'inflation mesurés surestiment généralement le véritable rythme de hausse des prix, selon les indices et méthodes statistiques utilisés. Aux États-Unis, par exemple, la prise en compte des modifications des dépenses de consommation en fonction de l'évolution des prix relatifs aurait eu pour effet de réduire l'inflation en termes d'IPC (mesurée à l'aide de pondérations fixes) de près d'un demi-point en 2002. De même, au Japon, la déflation paraîtrait plus importante en la calculant à partir du déflateur de la consommation privée plutôt que de l'IPC. Certains éléments montrent, en outre, que les indicateurs majorent l'inflation car il est difficile de tenir compte des améliorations qualitatives des produits. Cette difficulté peut encore être accrue par le lancement de produits innovateurs ainsi que par l'apparition de nouveaux



circuits de distribution. En raison de la faiblesse actuelle de l'inflation et des incertitudes entourant les prévisions, des épisodes de baisse des prix (comme en Allemagne au milieu des années 80) ne sont pas à exclure. Du fait des distorsions dans les statistiques (Déflation effective, tableau IV.1), cette possibilité apparaît encore plus grande, même si l'inflation mesurée a déjà été nettement réduite dans certains pays, ces dernières années, par suite de modifications importantes de son mode de calcul, en particulier l'utilisation croissante d'indices hédoniques. L'expérience japonaise démontrant clairement que la déflation peut s'ancre durablement, malgré une politique macroéconomique très accommodante, il importe de procéder à une évaluation des facteurs de déflation qui pourraient actuellement affecter d'autres pays.

L'éclatement spectaculaire de la bulle informatique dans les années 90 a semblé traduire l'existence de surcapacités plus larges. Ce phénomène pourrait, en principe, exercer des effets déflationnistes significatifs sur l'économie mondiale – surtout si la baisse des prix se conjugait à un endettement élevé en termes nominaux. Ce point de vue est d'ailleurs conforté par des signes indiquant un surinvestissement dans les économies en développement d'Asie ainsi qu'un très faible degré d'utilisation des capacités dans de nombreux secteurs, à la suite du récent ralentissement de l'activité. Cela étant, il existe peu de preuves de surcapacités généralisées à l'échelle mondiale. Le ratio capital/PIB des entreprises américaines a même régressé en volume durant les années 90, en raison essentiellement d'un amortissement accéléré des équipements. Comme mentionné précédemment, les entreprises japonaises ont eu tendance à consacrer leurs bénéfices à la réduction de leur endettement plutôt qu'à l'accroissement de leurs investissements.

De nombreux observateurs ont également évoqué les modifications des prix relatifs comme source de déflation, en laissant entendre que, dans un contexte d'inflation modérée, elles étaient plus susceptibles d'entraîner des baisses effectives en termes nominaux dans les secteurs bénéficiant du

Parmi les facteurs déflationnistes figurent les surcapacités ...

... les modifications des prix relatifs ...

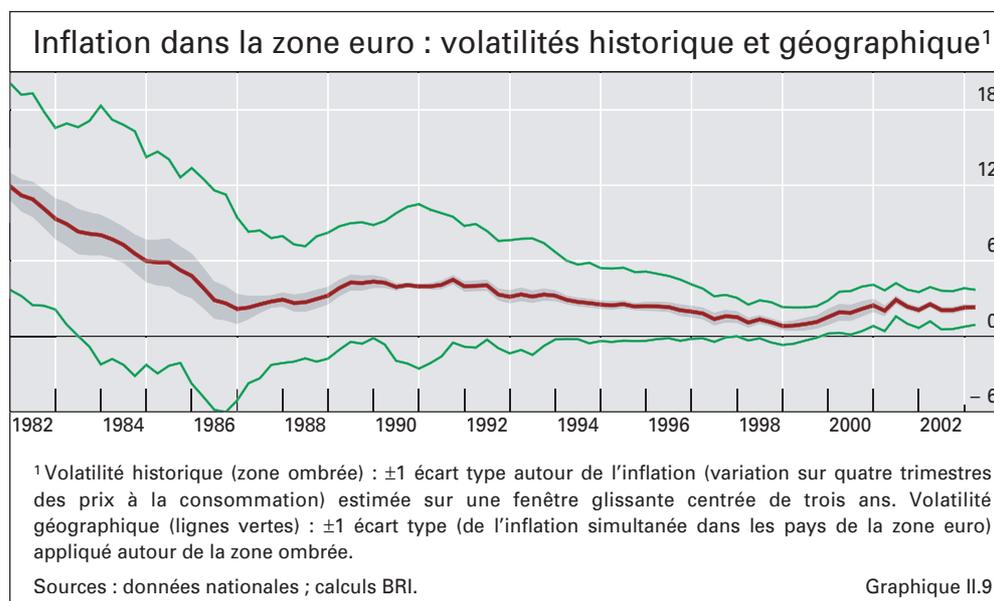
progrès technique, comme les technologies de l'information. Cela pourrait accroître le risque de fléchissement du niveau global des prix, compte tenu de leur rigidité dans d'autres secteurs. De tels chocs d'offre doivent toutefois être généralement considérés comme positifs, dans la mesure où ils reflètent essentiellement des gains de productivité importants, dont le consommateur profite sous la forme d'une augmentation de son revenu réel. Même s'ils engendrent des valeurs négatives pour les indices des prix mesurés, ils ne constituent pas une menace pour les bénéfices et la croissance comme le ferait une déflation plus généralisée.

... la mondialisation ...

Les mouvements des prix relatifs liés au commerce international ont également été mentionnés comme source possible de déflation. La mondialisation a permis aux économies émergentes dont les coûts unitaires de main-d'œuvre sont moins élevés de faire baisser les prix et donc d'« exporter la déflation ». En effet, exprimés en DTS, les prix des produits manufacturés ont sensiblement diminué sur les marchés internationaux depuis le milieu des années 90. La Chine, qui a plus que doublé sa part du commerce mondial ces dix dernières années, retient particulièrement l'attention (chapitre III) ; cela étant, elle ne représente toujours que quelque 5 % du commerce mondial. En outre, dans un contexte de faible inflation mondiale, le recul des prix des biens soumis à la concurrence étrangère ne devrait pas être nécessairement interprété comme une source préoccupante de déflation. En fait, c'est la manière la plus souhaitable pour transmettre progressivement les avantages découlant d'évolutions divergentes de la productivité, à la fois entre partenaires commerciaux dans le monde et entre secteurs au sein d'un pays. Cela ne doit pas faire oublier pour autant que les secteurs touchés pourraient avoir beaucoup de difficultés en présence d'un besoin d'ajustement soudain.

... et, dans la zone euro, les écarts d'inflation

Un dernier facteur de modification des prix relatifs pouvant avoir des effets déflationnistes est plus spécifique à la zone euro. Bien que les écarts d'inflation entre les États membres soient nettement moindres qu'au cours des décennies précédentes, ils restent importants en termes relatifs

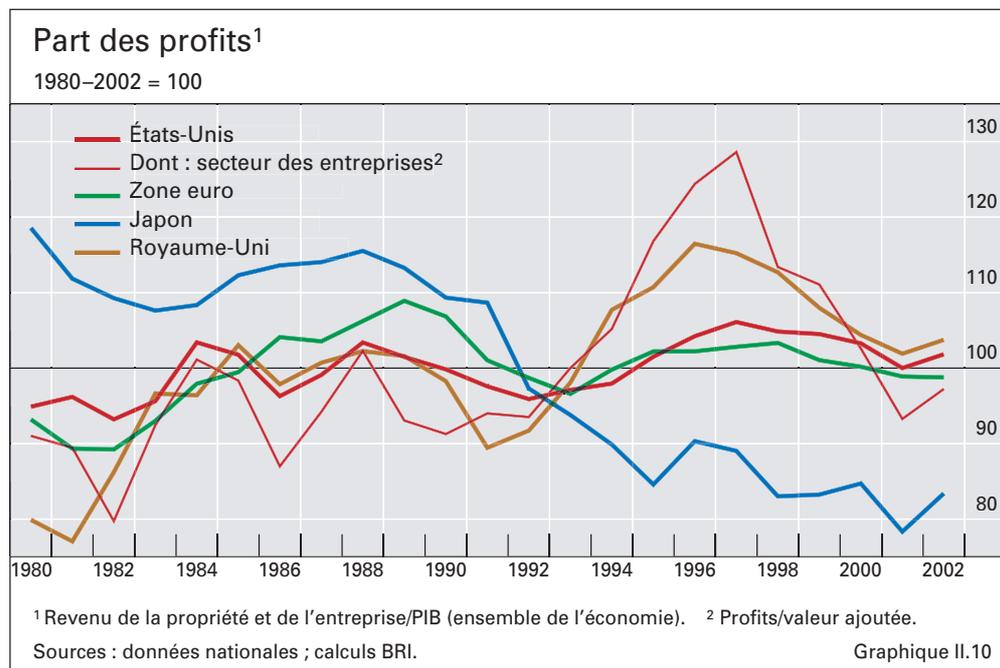


(graphique II.9). L'idée est donc émise qu'un objectif de faible inflation pour la zone pourrait faire basculer les pays à faible croissance dans la récession, voire dans la déflation. Cela se répercuterait alors sur leurs taux d'intérêt en termes réels si les taux nominaux sont fixés pour l'ensemble de la zone euro ; même si la vigilance s'impose face à ces risques en raison du peu de mobilité de la main-d'œuvre, ils ne doivent pas être surestimés. Comme indiqué plus haut, les divergences en termes de niveau des prix ou de leur évolution sont relativement courantes au sein des pays, car les prix mettent du temps à s'ajuster. En outre, les pays affichant des coûts moins élevés que leurs voisins bénéficient d'une amélioration de leur compétitivité.

Marges bénéficiaires et pouvoir de marché des entreprises

Ces dernières années, les bénéfices ont suivi des évolutions d'une diversité surprenante dans les grands pays industriels. Au Japon, malgré une forte décélération des coûts unitaires de main-d'œuvre, la part des profits (définie comme le ratio du revenu de la propriété et de l'entreprise au PIB) n'a cessé de baisser durant les années 90 et ne s'est redressée que modestement en 2002 (graphique II.10). Ce ratio a mieux résisté dans la zone euro pendant la dernière décennie mais s'est quelque peu détérioré récemment. Le cycle conjoncturel a pesé sur la productivité et les salaires européens ont fait preuve d'une certaine rigidité. La situation a été plus changeante pour les entreprises américaines, dont la part dans le revenu national s'est améliorée de façon remarquable au début des années 90, pour atteindre un niveau relativement élevé en 1997 ; par la suite, elle est retombée rapidement, décevant alors les attentes des marchés. Grâce à des compressions de coûts spectaculaires, un léger mieux s'est produit en 2002, et ce ratio ne se situe désormais qu'un peu au-dessous de sa moyenne des deux décennies précédentes. Au niveau sectoriel, il est resté relativement stable dans les

Amélioration des bénéfices des entreprises en 2002 ...



Coûts unitaires de main-d'œuvre, productivité et bénéfices							
Variation annuelle moyenne ¹							
	Rémunération du travail ²	Productivité du travail ²	Coûts unitaires de main-d'œuvre	Marge bénéficiaire ³	Part du travail ⁴	Rémunération du travail en termes réels ^{2, 5}	
États-Unis	1981–1990	5,4	1,3	4,0	0,2	-0,1	0,9
	1991–2000	3,7	1,5	2,2	-0,1	0,1	1,4
	2001–2003	3,0	1,7	1,3	0,4	-0,2	1,2
Zone euro	1981–1990	7,3	1,7	5,5	0,7	-0,4	1,1
	1991–2000	3,7	1,4	2,3	0,3	-0,2	0,8
	2001–2003	3,1	0,7	2,4	-0,2	0,2	1,0
Japon	1981–1990	4,4	2,8	1,5	0,4	-0,2	2,3
	1991–2000	1,6	1,1	0,5	-0,4	0,2	1,2
	2001–2003	-1,1	0,8	-1,8	0,0	-0,3	0,5

¹ En % ; part du travail : en points de % ; 2003 : prévisions. ² Par personne occupée. ³ Ratio déflateur du PIB/coûts unitaires de main-d'œuvre. ⁴ Ratio rémunération des salariés/PIB. ⁵ Corrigée du déflateur de la consommation privée.

Source : OCDE. Tableau II.2

services et le commerce de détail, ces dernières années, alors que dans les industries manufacturières il s'est généralement inscrit en net recul sous l'effet de la concurrence internationale.

... malgré l'absence de pouvoir de marché dans l'industrie manufacturière

Cette évolution laisse également penser qu'à l'échelle mondiale les entreprises ont perdu une partie de leur pouvoir de marché. Ce constat est particulièrement manifeste pour le Japon, où elles ont réduit les salaires nominaux mais ont dû comprimer leurs prix encore davantage depuis le début des années 90 (tableau II.2). Aux États-Unis, les gains de productivité importants ont contribué à freiner l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre au cours de la décennie 90 mais sont restés globalement sans effet sur les bénéfices. Les ajustements de prix ont été limités, en raison de l'intensification de la concurrence, en particulier dans les secteurs déréglementés depuis peu comme les télécommunications, et, récemment encore, de la vigueur du dollar. Les marges bénéficiaires ont néanmoins mieux résisté que ces dernières années, les coûts unitaires de main-d'œuvre s'étant nettement ralentis et ayant même diminué en 2002.

Le débat budgétaire

La détérioration des soldes budgétaires reflète notamment des politiques fiscales discrétionnaires

Les déficits budgétaires se sont creusés ces dernières années, après une décennie d'assainissement des finances publiques dans tous les grands pays sauf au Japon. Les pays de l'OCDE ont enregistré, dans l'ensemble, un déficit public moyen de 3 % du PIB en 2002, alors que leur position était en équilibre en 2000. Le ratio endettement brut des administrations publiques/PIB a atteint 75 % en 2002, contre quelque 60 % quinze ans plus tôt. Cette détérioration récente reflète notamment la faiblesse de la croissance mondiale et la baisse des prix des actifs financiers ; elle est aussi largement imputable à des mesures discrétionnaires, en particulier des réductions d'impôts aux États-Unis et dans certains pays européens. L'évolution de la situation géopolitique a également

gonflé les dépenses d'équipement militaire et de sécurité, inversant en partie les « dividendes de la paix » dans les années 90. Plus fondamentalement peut-être, l'utilisation de l'instrument budgétaire est apparue comme une solution rapide et prévisible face au ralentissement économique.

L'efficacité de la politique budgétaire dans le lissage des évolutions conjoncturelles suscite des avis divergents. La plupart des observateurs estiment que le budget de l'État a tendance naturellement à amortir le cycle conjoncturel et qu'il faudrait laisser jouer les « stabilisateurs automatiques », en particulier dans les pays où l'endettement public n'est pas excessif. L'accroissement des emprunts d'État en période de récession serait compensé par leur diminution, voire des réductions de dette, lorsque la croissance est plus rapide. De fait, les dépenses publiques semblent avoir évolué de manière anticyclique dans les principaux pays de l'OCDE (tableau II.3). Du côté des recettes, toutefois, l'incidence des stabilisateurs automatiques a été moins nette. C'est ainsi que les rentrées fiscales ont souvent révélé une tendance procyclique, comme en Europe, où elles se contractent plutôt qu'elles n'augmentent lorsque l'activité se redresse, en raison de l'adoption d'allègements fiscaux.

Le recours à des mesures de relance budgétaire reste plus controversé. Ce genre d'action risque d'exercer des tensions sur les taux longs et d'affaiblir ainsi l'investissement privé, surtout si elle ne s'inscrit pas dans un cadre à moyen terme crédible. L'efficacité d'une politique budgétaire discrétionnaire se heurte à un autre obstacle constitué par toute une série de décalages : le temps nécessaire pour évaluer la situation, puis pour décider des mesures à prendre et les mettre ensuite en œuvre et, enfin, pour que leurs effets se fassent sentir. Tout cela fait qu'une intervention destinée, au départ, à lisser une variation marquée de la production peut fort bien ne porter pleinement ses fruits que lorsque l'économie aura déjà amorcé un retournement. L'expérience globale des pays de l'OCDE montre que, en moyenne, les modifications délibérées de l'orientation budgétaire – reflétée par le solde primaire

Laisser jouer les stabilisateurs automatiques

Une politique budgétaire discrétionnaire se heurte à des limites ...

Indicateurs budgétaires et cycle conjoncturel ¹				
	Dépense publique	Recettes publiques	Solde budgétaire	Orientation budgétaire ²
États-Unis	-0,31**	0,12**	0,46**	0,26**
Japon	-0,06	0,11*	0,16*	0,06
Allemagne	-0,13	-0,01	0,14	-0,18**
France	-0,17	-0,11	0,17	-0,05
Royaume-Uni	-0,41**	-0,13*	0,20*	-0,09
Italie	-0,35*	-0,08	0,11	-0,08

Le tableau indique l'élasticité (β_2) estimée par l'équation $X = \alpha + \beta_1 X_{-1} + \beta_2 \text{Écart}$, où X désigne successivement la dépense publique, les recettes publiques, le solde budgétaire, l'orientation budgétaire, tous ces indicateurs étant exprimés en % du PIB ; *Écart* désigne l'écart de PIB, en % du PIB potentiel ; * et ** représentent respectivement les niveaux de signification de 90 % et 99 %. La dépense publique évolue de manière anticyclique quand l'élasticité est négative (mais positive pour les trois autres indicateurs).

¹ 1972–2002. ² Définie comme le solde primaire des administrations publiques corrigé des variations cycliques.

Sources : OCDE ; calculs BRI.

Tableau II.3

structurel – ne semblent pas être allées dans un sens anticyclique au cours des dernières décennies. Cela pourrait confirmer qu'une politique budgétaire active est difficilement capable par elle-même de lisser l'activité économique. Mais il est possible également que des mesures budgétaires aient rarement été prises dans cette intention.

... mais peut s'avérer utile dans des circonstances particulières

En dépit de ces limites importantes, une action budgétaire peut apparaître indiquée dans des circonstances particulières. Premièrement, l'incidence d'une relance budgétaire temporaire sur les taux d'intérêt devrait être relativement réduite, pour autant que ces mesures sont censées disparaître dès que la situation le justifiera. Dans ce cas, les inquiétudes suscitées par les tensions inflationnistes et les besoins de financement de l'État resteraient limitées. Deuxièmement, la politique budgétaire pourrait être indiquée en cas de sérieuse détérioration de la situation financière des agents privés. La recapitalisation par l'État d'un système bancaire en difficulté en est une illustration. Un autre exemple, plus courant, est celui des baisses d'impôts décrétées par l'actuel gouvernement américain et qui ont aidé les ménages à accroître leur taux d'épargne en 2002. Les allègements fiscaux ont également permis aux sociétés américaines de réduire leur important besoin de financement (autrement dit, la différence entre les dépenses d'investissement et la capacité d'autofinancement). Troisièmement, des situations extrêmes pourraient amener les pouvoirs publics à prendre des mesures qui ne seraient pas recommandées en temps normal. Le recours à la politique budgétaire pourrait fort bien s'avérer utile pour restaurer la confiance après des perturbations exceptionnelles (telles que des attentats, un risque géopolitique, etc.) ou pour contrôler les anticipations afin d'échapper aux cas de figure les plus défavorables. Dans cet esprit, certains observateurs ont fait valoir que l'accentuation récente des déficits publics a permis d'éviter un effondrement de la demande qui, sinon, aurait été provoqué par une correction des déséquilibres accumulés durant l'expansion de la fin des années 90. De ce point de vue, une inversion trop rapide des mesures de relance budgétaire aurait aussi pour effet de différer la reprise de l'investissement.

La confiance dans la viabilité de la situation budgétaire ...

Il est cependant primordial de préserver la confiance dans la viabilité à long terme de la situation budgétaire. La qualité des dépenses est importante à cet égard. Lorsque les déficits budgétaires sont dus à des investissements de grande ampleur en infrastructure ou en capital humain, les pays sont souvent mieux armés pour l'avenir que s'ils avaient alimenté la consommation. Les baisses d'impôts qui atténuent les distorsions entraînent également une augmentation de la croissance potentielle. Pour évaluer l'orientation actuelle de la politique, il faut aussi se souvenir que les projections budgétaires dénotent fréquemment une tendance à un « optimisme officiel » ; en fait, la situation budgétaire initiale peut fort bien être moins saine qu'elle n'apparaît au moment. De plus, les engagements antérieurs des pouvoirs publics, ainsi que les effets du vieillissement de la population, représentent pour l'avenir des charges assez lourdes, qui pourraient même s'avérer supérieures aux évaluations actuelles de l'endettement public dans certains pays.

Pour toutes ces raisons, la politique budgétaire doit s'inscrire dans un cadre crédible à moyen terme. Durant les années 90, plusieurs pays ont adopté des règles visant à renforcer la discipline budgétaire. Beaucoup ont ainsi plafonné les dépenses publiques, les soldes budgétaires ou l'endettement. Aux États-Unis, des limites chiffrées ont été imposées aux dépenses publiques discrétionnaires. L'adoption de critères clairement définis dans le traité de Maastricht a favorisé la réduction des déficits publics au sein de l'Union européenne. Au Japon, où aucune réglementation contraignante n'a été adoptée, l'élaboration d'orientations à moyen terme peut avoir contribué à maintenir les taux longs à des niveaux particulièrement bas, malgré l'accroissement considérable de la dette publique.

... nécessite un cadre à moyen terme

Nombre de ces règles reposaient sur des engagements à court terme plutôt qu'à moyen terme. De plus, elles ont souvent été définies en valeur absolue, sans considérer le cycle conjoncturel ou l'éventualité de chocs exogènes. Du fait de ces défauts de conception, il était tentant de les assouplir dans des circonstances défavorables, voire de les supprimer purement et simplement. Ce phénomène a été particulièrement manifeste au Japon récemment, de même qu'aux États-Unis où les restrictions sur les dépenses ont été atténuées ces dernières années. Dans la zone euro, le cadre du Pacte de stabilité et de croissance est davantage axé sur le moyen terme. Toutefois, en se concentrant sur le déficit budgétaire courant, qui se réduit dans les périodes fastes, plusieurs pays ont omis de prendre les mesures encore plus restrictives qui s'imposaient pour améliorer leur situation d'endettement sous-jacente. Dans certains cas, les efforts d'assainissement budgétaire ont souvent été financés au détriment de l'investissement plutôt que par une diminution des subventions.

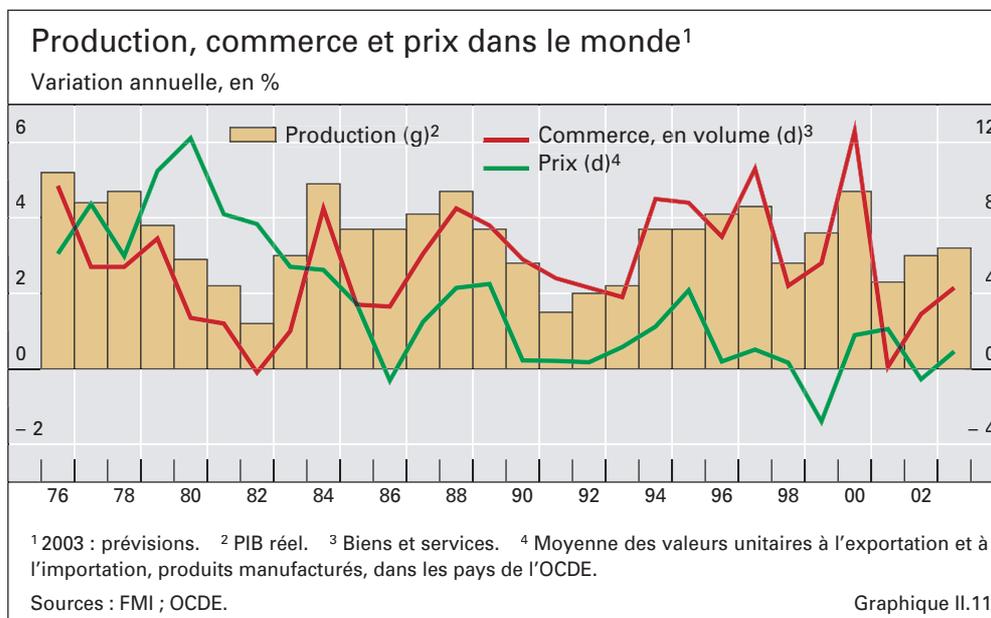
Les règles budgétaires ont été assouplies ...

L'adoption d'un cadre assujettissant la politique budgétaire à des orientations crédibles à moyen terme présenterait plusieurs avantages. Premièrement, la tendance des taux d'intérêt à s'accroître sera moindre si l'on sait qu'une mesure budgétaire de court terme sera supprimée par la suite. Deuxièmement, des directives peuvent aussi aider les pouvoirs publics à résister aux pressions visant à « distribuer » l'excédent budgétaire en période de forte croissance. Troisièmement, un cadre à moyen terme permet de constituer une marge de manœuvre – ce qui est particulièrement intéressant dans une zone d'union monétaire en cas de choc asymétrique. Enfin, de telles règles renforcent la transparence et atténuent les incertitudes, ce qui peut favoriser une meilleure coordination tant entre les autorités publiques qu'au sein des marchés privés.

... mais restent souhaitables

Échanges commerciaux et paiements courants

Ces trois dernières années, le commerce mondial apparaît avoir été surtout marqué par l'évolution des investissements de haute technologie et des stocks, deux composantes très présentes dans les échanges commerciaux. La fin du mouvement de déstockage aux États-Unis au début de l'an passé a eu un effet stimulant. Le redressement s'est cependant avéré de courte durée, car les entreprises ont hésité à renforcer leurs stocks et ont continué à réduire leurs investissements. La lenteur de la reprise mondiale a également eu des



répercussions sur les prix des produits manufacturés entrant dans le commerce international, qui ont quasiment stagné en 2002 (graphique II.11).

Accentuation des déséquilibres des paiements courants

Les déséquilibres des paiements courants dans les pays industriels se sont sensiblement accentués en 2002. Le déficit américain s'est accru à près de 5 % du PIB tandis que l'Europe, mais surtout le Japon, ont enregistré des excédents notables, à cause notamment d'une croissance décevante. Aux États-Unis, la détérioration a été principalement imputable à l'alourdissement du déficit commercial ; il convient de noter également que le compte annuel du revenu net des investissements est devenu, lui aussi, déficitaire, ce qui n'était jamais arrivé depuis la Première Guerre mondiale.

Chute des flux d'IDE vers les États-Unis

Plus de la moitié des contreparties *extérieures* à la détérioration du solde des paiements courants des États-Unis en 2002 se trouvent dans les économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine. Ce premier groupe a renforcé sa part des échanges mondiaux ainsi que son excédent courant. Pour l'Amérique latine, la diminution du déficit a surtout été due à la contraction des

Trois principales zones économiques : balance des paiements									
En milliards de dollars EU									
	États-Unis			Zone euro			Japon		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Paiements courants	-410	-393	-503	-70	-17	60	119	89	112
Capitaux à long terme (chiffres nets)	422	335	285	-113	-22	53	-35	-73	-142
Investissement direct	129	3	-93	-5	-92	-43	-23	-32	-23
Actions	90	15	35	-228	110	46	-21	28	-54
Obligations	203	317	343	120	-40	50	9	-69	-65
Balance de base ¹	12	-58	-218	-183	-39	113	84	16	-30

¹ Paiements courants plus capitaux à long terme (chiffres nets).

Sources : BCE ; données nationales.

Tableau II.4

importations (chapitre III). En outre, des changements notables sont intervenus dans l'ampleur et la composition des flux de capitaux entre les trois principales zones économiques. Avec la fin du boum de l'investissement, les cours des actions ont diminué et les entreprises américaines ont réduit leur besoin de financement, contribuant à la chute des flux d'investissement direct vers les États-Unis (tableau II.4). Ce phénomène a été amplifié, en termes de dollars, par la dépréciation de la monnaie américaine. En outre, l'augmentation des entrées de capitaux liées à des placements en obligations a correspondu de plus en plus à des achats de titres du Trésor et d'agences paragouvernementales plutôt que de titres de sociétés. L'an dernier également, la zone euro est devenue bénéficiaire net de flux de capitaux, du fait de la contraction des sorties nettes d'IDE et d'une inversion des sorties nettes sous forme de placements obligataires (chapitre V).

Tendances récentes de l'épargne mondiale

Depuis le milieu des années 90, les profonds bouleversements intervenus dans la position des pays ou régions en tant que fournisseurs ou utilisateurs d'épargne sont à l'origine de l'accentuation continue des déséquilibres des paiements courants (tableau II.5). La part de l'épargne mondiale nécessaire au financement du déséquilibre extérieur américain a plus que triplé depuis 1997. En revanche, les économies émergentes sont devenues pourvoyeurs nets d'épargne, le changement étant particulièrement spectaculaire en Asie. Après la crise de 1997-98, la balance des paiements courants de cette région a affiché une amélioration équivalant à plus de 5 % du PIB en deux ans seulement. Avec l'Europe, l'Asie (y compris le Japon) a couvert près des deux tiers du besoin de financement des États-Unis en 2002. Cependant, compte tenu de l'écart statistique du solde mondial des paiements courants, les sources de l'épargne mondiale ne sont pas toutes identifiées. Cet écart statistique, qui était pratiquement résorbé en 1997, est réapparu depuis à hauteur de près de 1/2 % du PIB mondial, son niveau d'il y a dix ans.

Profonds bouleversements dans l'offre et l'utilisation de l'épargne

Plusieurs facteurs ont contribué à modifier la configuration de l'offre et de l'utilisation de l'épargne ainsi que la dynamique correspondante des déséquilibres des balances des paiements courants. Les taux d'épargne ont plutôt fléchi ces dernières années, en partie à cause du ralentissement généralisé depuis 2000.

Recul sensible des taux d'épargne ...

Solde des paiements courants, épargne et PIB									
En %									
	Solde des paiements courants ^{1, 2}			Épargne ^{1, 3}			PIB ⁴		
	1992	1997	2002	1992	1997	2002	1992	1997	2002
États-Unis	-0,8	-1,5	-4,8	16,5	18,4	13,8	26,5	28,2	32,5
Zone euro	-1,2	1,6	1,1	20,5	21,9	21,2	26,5	22,1	20,7
Japon	2,9	2,2	2,8	33,7	30,8	26,5	15,9	14,6	12,4

¹ En % du PIB national ou régional. ² Zone euro : somme des divers pays. ³ Définie ici comme la somme de l'investissement et du solde des paiements courants. ⁴ PIB national ou régional en termes de dollars EU, en % du PIB mondial.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; données nationales.

Tableau II.5

... en particulier
au Japon ...

C'est au Japon que l'on peut observer les changements les plus spectaculaires. Pendant la décennie passée, le taux d'épargne a régressé de plus de 7 points de pourcentage, à 26¹/₂ %, contribuant fortement au recul du taux mondial. Par ailleurs, comme la propension à l'épargne reste supérieure à la moyenne dans le monde, la modification dans la répartition du revenu mondial au détriment du Japon a amplifié la baisse du taux d'épargne mondial. L'un des principaux aspects de cette tendance réside dans l'impact négatif exercé par la situation aux États-Unis. La moindre propension à épargner dans ce pays (en particulier ces deux dernières années) a coïncidé avec une modification dans l'allocation du revenu des pays industriels avancés en faveur des États-Unis. Tandis que l'évolution en Europe a été plus ou moins neutre, la nouvelle répartition du PIB mondial au profit des économies émergentes d'Asie à taux d'épargne élevé a contrebalancé en partie les effets liés au Japon et aux États-Unis. L'Amérique latine a connu assez peu de changements et reste une région à faible épargne.

... mais
contribution
croissante
des économies
émergentes d'Asie

Par suite des développements évoqués, les États-Unis ont accru leur dépendance à l'égard de l'épargne mondiale ces dix dernières années. Les économies émergentes d'Asie s'affirment de plus en plus comme exportateurs de capitaux et contribuent à présent davantage que le Japon à l'épargne mondiale.

Perspectives à court terme

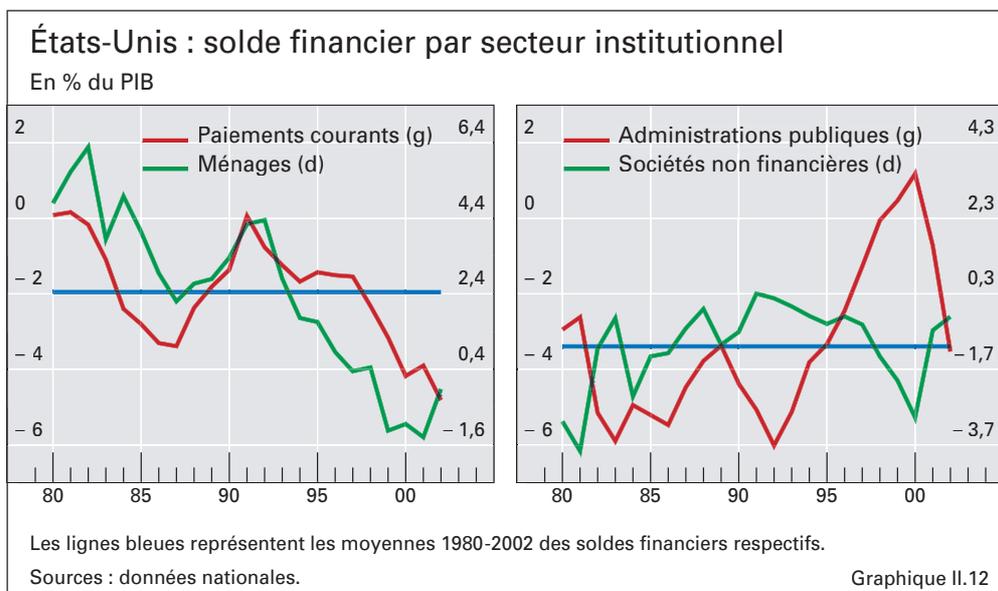
L'aggravation
du déficit des
paiements courants
américains depuis
le milieu des
années 90 ...

Partant de l'hypothèse que, sur le court terme, la croissance aux États-Unis restera plus élevée que dans les autres pays industriels, la plupart des prévisionnistes tablent à présent sur une augmentation du déficit des paiements courants américains et un alourdissement correspondant de leur endettement extérieur net. Une telle évolution conduit à s'interroger sur la viabilité de cette situation et sur les ajustements extérieurs et variations de change qui pourraient en résulter (chapitre V). Tout cela s'accompagnerait, par définition, de changements au niveau des contreparties nationales au déficit des paiements courants.

Il a été mentionné précédemment qu'aux États-Unis les ménages et les sociétés non financières sont parvenus à assainir leur situation financière au cours des deux dernières années. En revanche, le solde des finances publiques a connu une détérioration sensible, de sorte que le besoin de financement représentait près des trois quarts du déficit extérieur l'an passé. Du reste, évoquant la période des années 80, lorsque les déficits budgétaire et extérieur se creusaient en parallèle, certains observateurs ont exprimé leurs préoccupations à l'idée de l'apparition d'un problème de « double déficit » aux États-Unis. Dans ce cas, une réduction du déficit extérieur exigerait une amélioration du solde budgétaire.

... traduit
notamment le recul
de l'épargne des
ménages

L'évolution du taux d'épargne des ménages joue aussi un rôle déterminant, car elle affecte à la fois le solde des paiements courants et celui des finances publiques. Ce phénomène s'est manifesté durant la seconde moitié des années 80 : une augmentation significative de l'épargne des ménages avait abouti à une réduction du déficit courant aux États-Unis, tandis que le déficit structurel des finances publiques était resté quasiment



inchangé à un niveau relativement élevé. L'impression que l'épargne (ou la consommation) des ménages est un facteur important de l'évolution des paiements courants aux États-Unis vaut encore plus pour les années 90 (graphique II.12). De 1991 à 2000, la capacité financière des ménages américains s'est détériorée de près de 5 points de pourcentage du PIB. Par contre, la balance des paiements courants est passée d'un petit excédent à un déficit de 4 % du PIB, tandis que l'important déficit (-5 %) des comptes publics faisait place à un léger excédent (+1 %). Depuis, le solde financier des ménages s'est un peu amélioré, mais il reste sensiblement inférieur à sa moyenne à long terme, et le déficit des paiements courants s'est encore accru.

Une diminution du déficit budgétaire contribuerait à réduire le déséquilibre des paiements courants, mais un ajustement marqué semble peu probable au vu des allègements d'impôts accordés récemment et envisagés et de l'augmentation des dépenses publiques pour la défense et la sécurité intérieure. En outre, les besoins de financement des sociétés non financières ne sont pas loin de leurs moyennes des vingt dernières années. À première vue, cela paraît limiter les possibilités d'une ample correction de ce côté. En tout cas, un niveau plus bas pour les investissements des entreprises ne saurait être la clé d'un ajustement des paiements courants, car il pourrait nuire aux perspectives de croissance. Cette analyse implique que, à plus long terme, une réduction durable du déficit courant aux États-Unis devrait peut-être s'accompagner d'une augmentation du taux d'épargne des ménages.

Ces cinq dernières années, la détérioration du déficit courant des États-Unis a été presque « égale » par l'accentuation de l'écart statistique du solde mondial des paiements courants et l'accumulation d'excédents dans les économies émergentes, d'Asie en particulier. En revanche, au Japon et dans la zone euro, les soldes n'ont pas varié de manière significative durant la même période. La position extérieure de la zone euro est restée quasiment équilibrée, même si l'excédent a légèrement augmenté en 2002, l'épargne nette du secteur privé ayant largement compensé la désépargne accrue du

Stabilité des soldes des paiements courants dans la zone euro et au Japon

secteur public. Au Japon, l'excédent courant – sensiblement supérieur à celui de la zone euro – demeure également assez stable depuis 1995 environ. Cette stabilité est la conjonction d'un ajustement notable dans le secteur des entreprises, sous la forme surtout d'une baisse des investissements, et d'un recul substantiel du taux d'épargne des ménages. Le déficit des finances publiques s'est aussi fortement creusé durant les années 90, mais il s'est plutôt stabilisé à des niveaux très élevés ces dernières années.