

II. Évolution dans les économies industrielles avancées

Faits marquants

En 2003, l'activité s'est globalement raffermie dans les pays industriels avancés, soutenue par une politique particulièrement expansionniste aux États-Unis et une demande plus vigoureuse au Japon. Parallèlement, la croissance est restée modérée dans la zone euro. Fait caractéristique, la demande des entreprises a pris le relais de celle des ménages pendant que les craintes de déflation se dissipaient.

Cette année, la reprise mondiale devrait se renforcer et l'inflation demeurer faible (tableau II.1), avec néanmoins certains risques pour la croissance. Premièrement, compte tenu de la détérioration budgétaire observée dans plusieurs pays, il devient de plus en plus nécessaire de revenir à des stratégies crédibles de réduction des déficits. Deuxièmement, si les entreprises ont récemment vu leur situation financière s'améliorer, les ménages ont continué de s'endetter. Troisièmement, les déséquilibres mondiaux des paiements courants se sont aggravés et l'on discerne mal quelle forme prendra l'ajustement.

Pour déterminer l'importance de ces risques à moyen terme, il convient au préalable d'examiner les hypothèses concernant la productivité. Bien que les comparaisons entre pays aient leurs limites, l'amélioration constatée aux États-Unis autorise à cet égard un certain optimisme.

Croissance et inflation										
Variation annuelle moyenne, en %										
	PIB réel					Prix à la consommation ¹				
	1991-2000	2001	2002	2003	2004 ²	1991-2000	2001	2002	2003	2004 ²
Pays industriels avancés ³	2,6	1,0	1,5	2,1	3,2	2,3	2,1	1,5	1,8	1,6
États-Unis	3,3	0,5	2,2	3,1	4,6	2,8	2,8	1,6	2,3	2,2
Zone euro	2,1	1,6	0,9	0,4	1,6	2,4	2,3	2,3	2,1	1,8
Japon	1,5	0,4	-0,3	2,7	3,1	0,8	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2
Royaume-Uni	2,4	2,1	1,6	2,2	3,1	2,7	1,2	1,3	1,4	1,5
Canada	2,9	1,9	3,3	1,7	2,6	2,0	2,5	2,2	2,8	1,5
Australie	3,4	2,5	3,8	3,0	3,9	2,2	4,4	3,0	2,8	2,2
Autres ^{3, 4}	2,1	1,5	1,5	0,7	2,4	2,1	2,2	1,8	1,7	0,9

¹ Zone euro et Royaume-Uni : indice harmonisé. ² Prévisions consensuelles publiées en mai. ³ Moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁴ Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse.

Sources : Eurostat ; © Consensus Economics ; données nationales.

Tableau II.1

Reprise mondiale en 2003

Raffermissement de la croissance

La reprise amorcée en 2002 dans les pays industrialisés s'est confortée l'an dernier, notamment au second semestre. Cette amélioration était relativement inattendue, étant donné la modération du précédent ralentissement économique, la correction de l'investissement après le boum de la fin des années 90 et la forte aversion pour le risque constatée début 2003 dans un contexte de tensions géopolitiques et de scandales retentissants liés à la gouvernance d'entreprise.

Une reprise confortée

Grâce à une vive progression du commerce mondial, l'expansion s'est largement propagée parmi les grandes économies. Comme on pouvait s'y attendre, la principale impulsion est venue des États-Unis, où la reprise s'est confirmée, mais le boum dans l'Asie émergente a aussi contribué à la demande mondiale. L'essor dans cette région (chapitre III), phénomène marquant de ces dernières années, explique environ la moitié de la croissance du PIB mondial en 2003 (tableau II.2).

Deux piliers pour la croissance mondiale

Cette réorientation de la croissance mondiale n'est pas sans conséquence. D'une part, l'accélération des exportations de l'Asie émergente a fait craindre un effet négatif pour les pays industrialisés, en accentuant les pressions déjà exercées par les innovations technologiques sur la main-d'œuvre peu qualifiée. D'autre part, la demande intérieure a notablement augmenté dans certaines économies d'Asie récemment, et la région s'affirme de plus en plus comme un débouché d'exportations pour les pays industrialisés. La Chine est désormais l'un des premiers importateurs mondiaux et son excédent commercial avec les États-Unis et l'Union européenne a été redistribué en faveur de ses voisins, Japon compris. À l'échelle mondiale, en outre, la

Rôle de la Chine

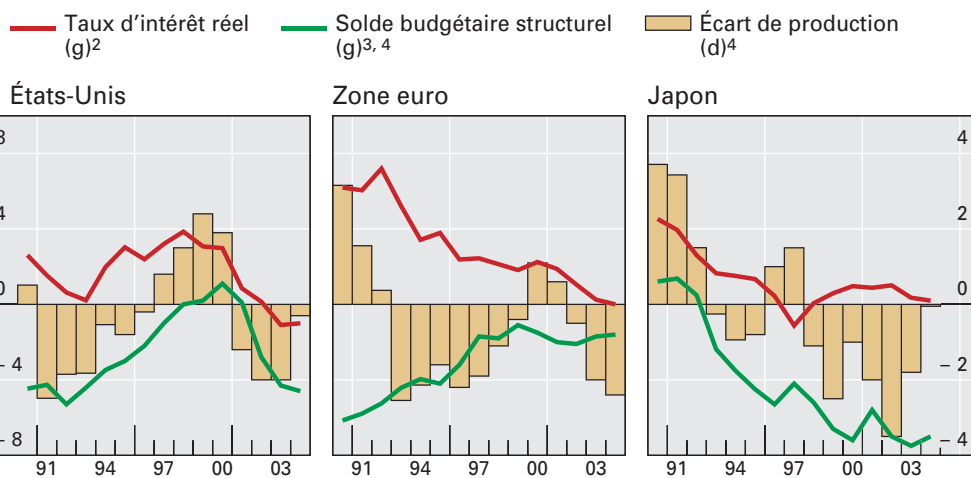
Contributions à la croissance mondiale					
En points de %					
	Moyenne 1991-2000	2001	2002	2003	2004 ¹
Pays industriels avancés	1,5	0,6	0,8	1,1	1,7
<i>Dont : Demande des ménages²</i>	1,0	0,8	0,7	0,8	1,0
<i>Demande des entreprises³</i>	0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,6
<i>Demande publique⁴</i>	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Dont : États-Unis	0,8	0,1	0,5	0,7	1,0
Zone euro	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3
Japon	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2
Asie émergente ⁵	1,6	1,3	1,6	1,9	1,9
Dont : Chine et Inde	1,2	1,0	1,2	1,5	1,5
Reste du monde	0,2	0,5	0,6	0,9	1,0
Croissance mondiale ⁶	3,3	2,4	3,0	3,9	4,6

¹ Chiffres établis sur la base des prévisions du FMI et de l'OCDE. ² Dépenses de consommation finale privée plus formation brute de capital fixe dans le secteur privé résidentiel. ³ Formation brute de capital, secteur privé non résidentiel. ⁴ Dépenses de consommation finale plus formation brute de capital fixe, administrations publiques. ⁵ Asie hors Japon. ⁶ En %.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; OCDE ; données nationales. Tableau II.2

Taux d'intérêt réel, solde budgétaire structurel et écart de production¹

En %



¹ 2004 : prévisions OCDE. ² Taux à court terme corrigé de la variation annuelle des prix à la consommation.
³ Solde financier des administrations publiques, corrigé des variations cycliques. ⁴ En % du PIB potentiel.

Sources : BCE ; OCDE ; Eurostat ; données nationales.

Graphique II.1

division accrue du travail dans le secteur manufacturier et les services devrait aller dans le sens d'une plus grande efficacité et accroître le niveau de vie de tous. En particulier, les consommateurs bénéficieront de la baisse des prix des produits manufacturés et des services, car les gains de productivité élevés réalisés en Asie y sont répercutés sur les prix à l'exportation.

En 2003, des politiques expansionnistes ont conforté la demande dans les économies avancées. Corrigés des variations cycliques, les déficits budgétaires ont augmenté, la croissance du PIB restant soutenue par la hausse des dépenses publiques et la baisse des impôts (graphique II.1). La zone euro a constitué l'exception majeure : le déficit budgétaire s'est creusé sur fond de croissance atone, même si le déficit structurel a diminué. De plus, les conditions de financement ont été favorables, avec des taux directs et longs demeurés bas. Déjà proches ou au-dessous de leurs minimums historiques, les taux d'intérêt réels se sont encore détendus. Sur les principaux marchés, les bonnes nouvelles économiques, les annonces de bénéfices et la recherche généralisée de rendement ont réduit les primes sur obligations d'entreprises et fait monter les cours des actions (chapitres IV et VI).

Malgré une interdépendance internationale accrue, la croissance a été inégale. La reprise a été forte aux États-Unis, avec des politiques particulièrement expansionnistes. Au Japon aussi, le redressement a été notable, puisque la croissance a dépassé son potentiel et que l'écart de production a rapidement diminué ; même si elle a été en grande partie favorisée par la vigueur de la demande extérieure, la reprise actuelle semble plus prometteuse que les précédentes, car, pour la première fois depuis l'éclatement de la bulle financière au début des années 90, la demande intérieure a progressé sans incitation budgétaire marquée. La principale déception est venue de la zone euro, où la demande intérieure est restée faible

Élément majeur de la reprise : les politiques économiques

Disparité des résultats entre les principales économies

et où la contribution des exportations nettes à la croissance est devenue fortement négative ; en conséquence, l'activité y a quasiment stagné, dans l'ensemble, diminuant même en Allemagne et aux Pays-Bas. La Suisse, pour sa part, a connu une récession. Le Canada a enregistré un recul important de ses exportations nettes en termes réels, l'appréciation de sa monnaie ayant largement annulé l'effet de la croissance vigoureuse aux États-Unis ; toutefois, une amélioration sensible des termes de l'échange a soutenu la demande intérieure, en dépit de chocs endogènes de grande ampleur. L'expansion rapide s'est poursuivie en Australie.

Changement dans les moteurs de la croissance

La période analysée a été marquée par le fait que la demande des entreprises a progressivement remplacé celle des ménages comme moteur de l'activité. Principale source de croissance en 2002, la consommation privée a légèrement ralenti aux États-Unis ; elle est restée faible dans la zone euro. L'investissement résidentiel, quoique soutenu par des conditions de financement favorables, ne s'est pourtant guère renforcé. L'essor de la production a été surtout alimenté par les entreprises, qui ont enfin accru l'investissement, tandis que la reconstitution des stocks continuait de jouer un rôle d'adjuvant.

La demande des entreprises prend le relais de celle des ménages

La consommation privée, qui avait étonné par sa vigueur lors du précédent fléchissement conjoncturel, est cependant demeurée assez soutenue. L'inflation restée modérée a favorisé la dépense et les ménages ont été les premiers bénéficiaires des politiques budgétaires expansionnistes. Les effets de richesse résultant du redressement des marchés des actions et de la hausse ininterrompue des prix immobiliers ont également joué un rôle. En recul de 1999 à 2002, le patrimoine net moyen des ménages rapporté à leur revenu disponible est remonté dans les principaux pays de l'OCDE en 2003, dépassant la moyenne des années 90. La faiblesse des taux d'emprunt a directement stimulé la demande de biens durables et, avec le renchérissement du logement, incité les ménages à prendre de nouvelles hypothèques pour refinancer les anciennes (et diminuer leurs paiements d'intérêts, augmentant ainsi leur capacité d'achat) ou pour se procurer des liquidités (affectées non seulement à la consommation, mais aussi au remboursement de crédits plus chers ou à l'investissement en d'autres actifs). En 2003, les liquidités mobilisées par recours à des hypothèques (différence entre emprunts hypothécaires nets et investissement résidentiel) sont montées à 3 1/2 % du revenu disponible des ménages aux États-Unis et à 7 % au Royaume-Uni.

La consommation résiste...

Quoi qu'il en soit, la morosité des marchés du travail a quelque peu freiné la consommation privée. Si la hausse du chômage a été limitée, c'est surtout parce que le taux d'activité a baissé, notamment au Japon et aux États-Unis. Dans la zone OCDE, il n'y a presque pas eu de créations nettes de postes ces trois dernières années. Malgré un vif redressement de la demande, l'emploi a continué de régresser au Japon et n'a que peu progressé aux États-Unis. Si les mauvais résultats japonais sont imputables à la poursuite des restructurations, la faiblesse de l'embauche aux États-Unis – atypique par rapport aux cycles précédents – s'explique plus difficilement. Dans la zone euro, l'emploi a pratiquement stagné, diminuant même en Allemagne : le plus fort contenu de

...mais ne s'accélère pas, dans un contexte de marchés du travail déprimés...

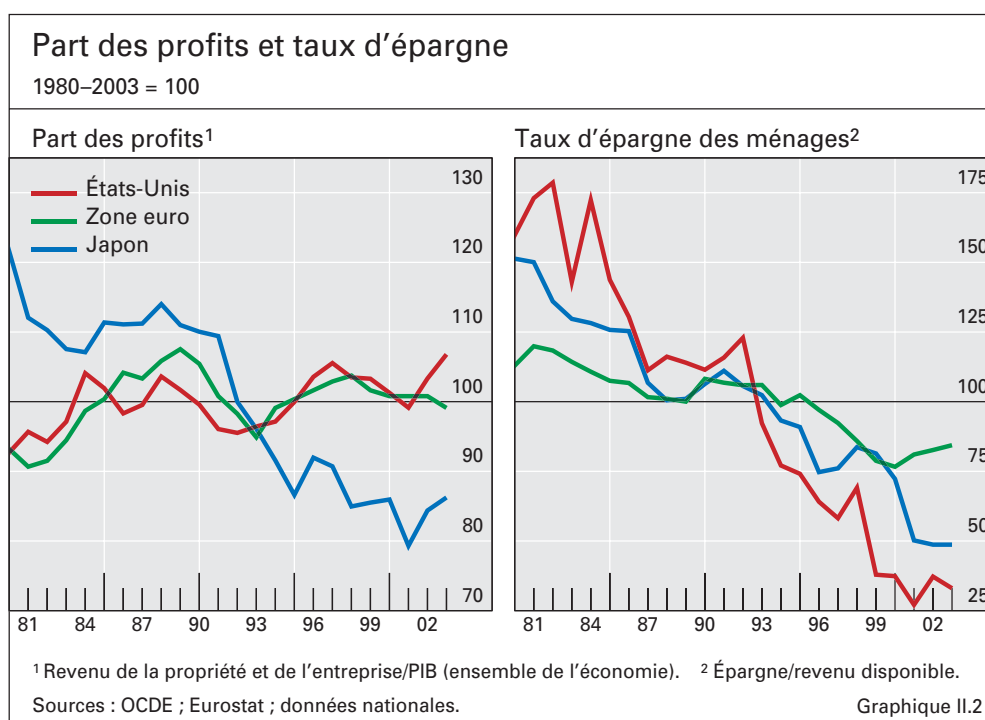
la croissance en emplois a certes protégé le marché du travail, mais il a réduit les gains de productivité mesurés.

...et de modération des salaires

L'effet négatif d'une situation de l'emploi déprimée sur le revenu des ménages a été amplifié par le comportement des salaires. Malgré des gains de productivité moyens plus importants depuis quelques années, la rémunération réelle par salarié dans la zone OCDE n'a que peu augmenté, ce qui a entraîné un recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée du secteur des entreprises. Cela est apparu clairement l'an passé aux États-Unis, où la progression des avantages extrasalariaux a été en partie neutralisée par une moindre hausse des revenus de l'activité. Au Japon, les salaires n'ont guère augmenté ; au moins ont-ils cessé de diminuer. Principale exception à la tendance générale, l'accroissement de la rémunération réelle par salarié dans la zone euro s'est accéléré, malgré la faiblesse de l'activité et des gains de productivité.

La dépense des entreprises redémarre

L'investissement des entreprises est progressivement reparti au second semestre 2003, soutenu par de meilleures perspectives pour la demande, des conditions de financement favorables et le renforcement de la part des profits dans les pays industrialisés (graphique II.2). Aux États-Unis, des allègements fiscaux temporaires ont pu inciter les entreprises à avancer leurs investissements programmés. La dépense des entreprises a également été confortée par la place croissante de l'équipement informatique, à l'origine d'une forte accélération du rythme d'obsolescence du stock de capital. Toujours aux États-Unis, l'investissement brut requis uniquement pour maintenir le ratio capital/PIB dans le secteur des entreprises a presque doublé depuis la fin des années 80. En 2003, l'investissement s'est considérablement accru au Japon et en Australie et s'est progressivement renforcé dans la zone euro.



Perspectives à court terme

De l'avis général, la reprise devrait se raffermir davantage à court terme, avec une croissance mondiale attendue à 4 1/2 % cette année. Pour les États-Unis, les dernières données sur la production industrielle et le taux d'utilisation des capacités font penser que, si le sous-emploi des ressources a déjà été en bonne partie résorbé, l'actuel stock de capital permet encore une expansion sans inflation (graphique II.3). Le Japon aussi a abordé 2004 avec beaucoup de dynamisme et l'activité y dépassera probablement sur l'année la plupart des estimations de croissance potentielle. Dans la zone euro, toutefois, les conditions d'un redémarrage significatif de la demande intérieure ne sont pas encore réunies et l'activité devrait rester moins vigoureuse qu'ailleurs.

L'expansion devrait se poursuivre...

Malgré ce tableau généralement favorable pour l'avenir, quelques incertitudes demeurent. L'appréciation du change depuis 2002 a réduit les perspectives pour les exportations nettes de la zone euro et, plus récemment, du Japon. La hausse des cours des produits de base, pétrole en particulier, pourrait également éroder le revenu réel dans les pays industrialisés, encore que les effets négatifs des termes de l'échange aient été en partie atténués dans les économies dont la monnaie s'est appréciée par rapport au dollar EU.

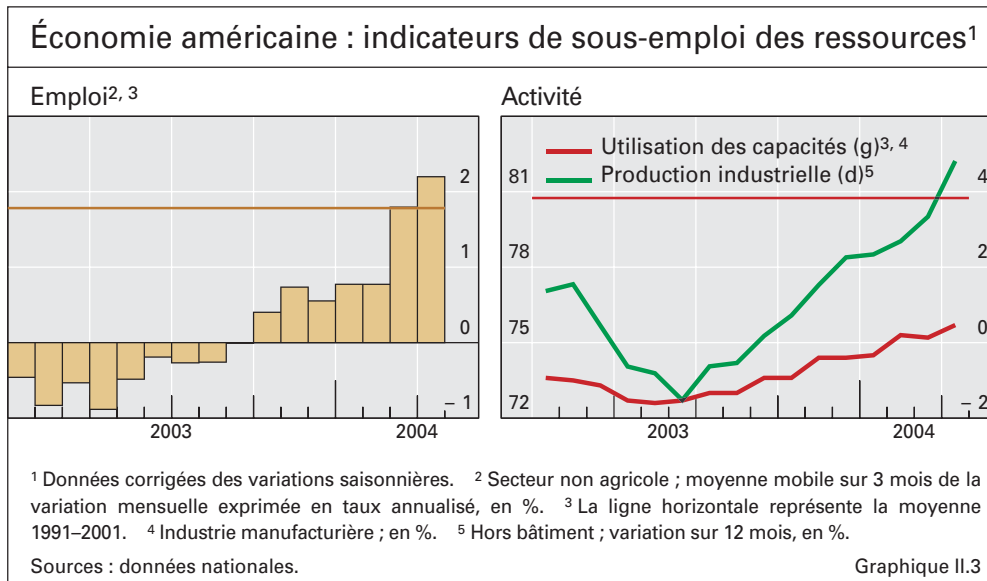
...mais des incertitudes persistent sur les facteurs externes...

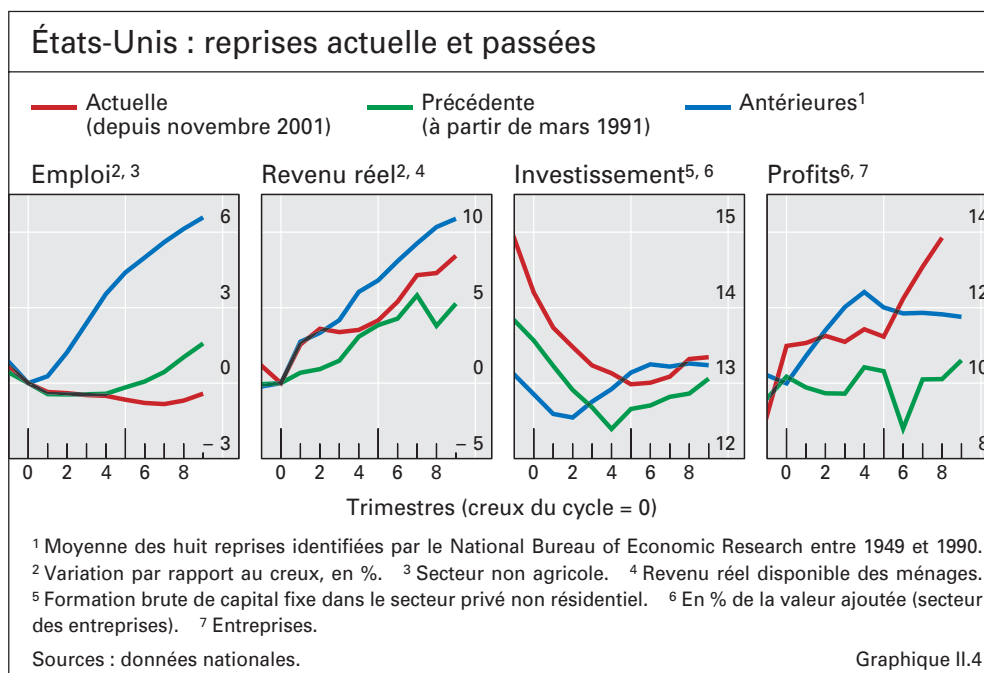
En outre, l'effet des politiques de relance devrait progressivement s'estomper, les programmes budgétaires visant à une certaine stabilisation du déficit structurel dans l'OCDE. De plus, les taux longs se sont notablement tendus depuis mars 2004 et les marchés financiers s'attendent davantage à un relèvement des taux directeurs de la Réserve fédérale.

...les politiques économiques...

Aux États-Unis, la dépense des entreprises devrait encore se renforcer. Cependant, le lien entre bénéfices et investissement s'est relâché depuis quelques années et le degré de sous-utilisation des capacités est à présent difficile à estimer avec précision. Au Japon, les perspectives pourraient s'avérer moins favorables : le ratio investissement/PIB demeure plus élevé qu'ailleurs et le stock de capital a continué d'augmenter régulièrement. Dans

...les décisions d'investissement...





la zone euro, le tableau est mitigé : les ratios d'investissement apparaissent raisonnables, mais la productivité du capital et les bénéfices ont été faibles.

...et les perspectives en matière d'emploi

Les signes de redémarrage des marchés du travail étant plutôt rares, y a-t-il lieu de s'inquiéter de l'importance des gains de productivité ? La « reprise sans emploi » (sauf tout récemment) aux États-Unis a retenu l'attention (graphique II.4). D'une part, les perspectives apparemment moroses pour les revenus salariaux pourraient entamer la confiance et les entreprises pourraient décider d'affecter les profits à la réduction de la dette. Mais, d'autre part, l'accroissement du revenu réel découlant de la croissance du PIB tirée par les gains de productivité devrait peu à peu stimuler la dépense, quelle qu'ait été la répartition initiale de ces gains de revenus. Par exemple, la faiblesse récente du revenu nominal des salariés pourrait finalement déboucher sur une baisse des prix à la consommation et une amélioration du pouvoir d'achat. Ou bien, la modération salariale pourrait, dans une certaine mesure, être compensée par une augmentation des dividendes, qui profiterait aux ménages, *in fine* propriétaires des entreprises. De fait, le revenu non salarial des ménages américains a beaucoup progressé ces dernières années, grâce surtout aux revenus des entrepreneurs individuels et sous forme de dividendes. Ou encore, l'augmentation des bénéfices devrait faire monter les cours des actions, ce qui entraînerait des effets de richesse propices à la dépense.

Interrogations sur la poursuite de la reprise

En ce qui concerne la poursuite de la reprise au-delà du court terme, trois questions reviennent fréquemment. La stimulation budgétaire et monétaire pourrait-elle, à la longue, engendrer des tensions inflationnistes ? La situation financière des agents privés et publics est-elle suffisamment solide pour alimenter la dépense, étant donné les niveaux d'endettement déjà élevés ? Le poids des actuels déséquilibres extérieurs est-il soutenable ? La réponse à ces interrogations dépend fondamentalement de l'ampleur des gains de productivité que les pays industrialisés pourront engranger sur le long terme.

Perspectives en matière de productivité

Niveaux de productivité

On ne saurait surestimer la portée macroéconomique des tendances de la productivité du travail. La production par unité de travail est déterminante pour le niveau de vie d'un pays ; comme elle influence les anticipations de bénéfices et, par là, les cours des actions, elle représente aussi une donnée capitale pour les marchés financiers. Les autorités se fondent largement sur les estimations de gains de productivité et donc de production potentielle pour évaluer les tensions inflationnistes (et leur effet sur les taux d'intérêt), l'orientation de la politique budgétaire et la viabilité des comptes publics. À l'échelle mondiale, les écarts de croissance de la productivité entre pays conditionnent leurs résultats économiques relatifs, même si interviennent d'autres facteurs structurels, comme le dynamisme de la main-d'œuvre. À son tour, l'incidence des différentiels de gains de productivité sur les rendements relatifs anticipés oriente fortement les flux internationaux de capitaux. Et la croissance mondiale dépend également des possibilités de certains pays d'atteindre les niveaux ou les gains de productivité obtenus dans d'autres.

Rôle crucial de la productivité

Le tableau II.3 souligne les larges écarts de PIB par tête (calculé sur la base des standards de pouvoir d'achat – SPA), les États-Unis venant au premier rang, avec une avance d'environ 30 % sur les principales autres économies industrialisées. Selon le critère de la productivité par personne occupée, le décalage de la zone euro est moindre, ce qui s'explique surtout par des taux d'activité inférieurs, qui reflètent des choix de société (avancement de l'âge de la retraite, par exemple) mais aussi un chômage structurel plus élevé. Sur le plan de la productivité par heure travaillée, le désavantage de la zone euro se réduit à 10 % environ, car le temps de travail est inférieur en Europe. En d'autres termes, si la zone euro est en retrait pour

Productivité élevée aux États-Unis

Niveaux de productivité ¹						
États-Unis = 100						
	PIB par tête		Productivité du travail			
			par personne occupée		par heure travaillée	
	1995	2003	1995	2003	1995	2003
Zone euro	69	70	86	84	90	88
Dont : Allemagne	74	71	82	79	92	90
France	72	75	95	96	101	106
Italie	72	71	95	87	98	88
Espagne	54	63	80	80	74	72
Irlande	62	87	88	99	81	97
Japon	81	74	78	74	70	67
Royaume-Uni	69	79	74	81	72	77
Canada	80	87	91	92	87	84
Suède	73	75	80	80	84	84

¹ Ensemble de l'économie ; calculs sur la base des standards de pouvoir d'achat (SPA).
Source : Eurostat.

Tableau II.3

le PIB par tête, c'est en partie parce que ses travailleurs sont légèrement moins productifs, mais principalement par suite de rigidités structurelles et d'un temps libre plus important. Le Japon est encore plus en retard pour la productivité du travail.

Gains de productivité

Les États-Unis ont récemment progressé par rapport aux autres pays

Durant la majeure partie de l'après-guerre, les niveaux de productivité de l'Europe et du Japon n'ont cessé de se rapprocher de ceux des États-Unis. Au début des années 90, cependant, cette convergence paraît s'être arrêtée, puis même inversée. Les écarts ont été particulièrement sensibles depuis le dernier ralentissement économique, avec une hausse marquée de la productivité américaine en 2002 et 2003.

Évolution traditionnellement cyclique des gains de productivité

Cette inversion de tendance est-elle réelle ou reflète-t-elle des différences cycliques et/ou des erreurs de mesure ? En raison du délai nécessaire pour ajuster le facteur travail aux variations de la production, la productivité du travail suit l'évolution conjoncturelle. Ainsi, les entreprises qui ont conservé leur main-d'œuvre en période de récession peuvent augmenter la production sans guère embaucher quand la demande repart : la productivité monte donc en flèche pendant la phase ascendante. Les études empiriques font penser que le cycle influence favorablement la productivité dans la quasi-totalité des pays industrialisés. Comme les États-Unis ont enregistré la plus forte hausse de l'activité ces dernières années, la « composante cyclique » de leurs gains de productivité a pu s'en trouver renforcée par rapport aux autres pays.

Les comparaisons de productivité sont imprécises en termes de niveau et de variation...

En ce qui concerne les erreurs de mesure, comme l'évaluation de la productivité en niveau est notoirement imprécise, la plupart des comparaisons internationales portent sur sa variation, dont l'estimation n'est pourtant pas non plus exempte de difficultés. Les méthodes de calcul de la valeur ajoutée diffèrent dans certains secteurs, ce qui peut modifier leur poids dans le PIB et, partant, leur contribution à la croissance. Le fait que le commerce (gros et détail), secteur où la valeur ajoutée pourrait être plus difficile à saisir, ait fortement aidé à la hausse des gains de productivité américains ces dernières années en est l'illustration. En outre, les pays ont, semble-t-il, des méthodes assez dissemblables pour mesurer la croissance de la production. Un premier problème fréquemment évoqué à cet égard est l'utilisation d'indices de prix dits « hédonistes », qui permettent de mieux prendre en compte les améliorations de la qualité – notamment, mais pas exclusivement, dans l'informatique. L'acquisition de logiciels pose un deuxième problème ; les États-Unis auraient nettement plus tendance que les autres grands pays industrialisés à la comptabiliser comme investissement (ce qui contribue à la croissance du PIB) et non comme dépense de consommation intermédiaire. Un troisième problème réside dans l'utilisation d'indices chaîne plutôt que d'indices à pondération fixe pour déflater le taux de croissance nominal. Plusieurs calculs portent à croire que les taux de croissance mesurés en Europe seraient supérieurs de près d'un demi-point de pourcentage l'an si les méthodes statistiques employées étaient plus proches des pratiques américaines. Enfin, une grande incertitude entoure la mesure de l'évolution de l'emploi, ce qui, d'après d'autres estimations, pourrait influencer le calcul des

gains de productivité du travail à hauteur d'un demi-point supplémentaire l'an pour certains pays.

Si les méthodes statistiques restent homogènes, les principales distorsions affectant l'estimation de la croissance du PIB et du facteur travail tendent à disparaître, ce qui signifie que la mesure de l'évolution des gains de productivité devrait être plus comparable. Même ainsi, les disparités peuvent s'accroître au fil du temps, mais il semble que leur contribution à la variation de la mesure des écarts de gains de productivité annuels entre les grands pays industrialisés ait été inférieure à un demi-point de pourcentage ces dernières décennies.

...mais devraient être plus significatives en termes d'évolution des gains

Mesures de la productivité dans le secteur des entreprises

En limitant les comparaisons au secteur des entreprises, on évite les difficultés spécifiques à la mesure de la production dans le secteur public. Sur cette base, il apparaît que, dans le monde industrialisé, les gains de productivité du travail sont généralement orientés à la baisse depuis les années 60. Ce ralentissement a touché pratiquement tous les pays, mais selon un schéma très différent (tableau II.4). Il a été constant dans certains cas (Belgique et Espagne, par exemple) et plus inégal dans d'autres, avec une accélération transitoire dans les années 80 (Allemagne, Italie et Japon, notamment). Dans un troisième

Dans les pays OCDE, tendances divergentes des gains de productivité du travail

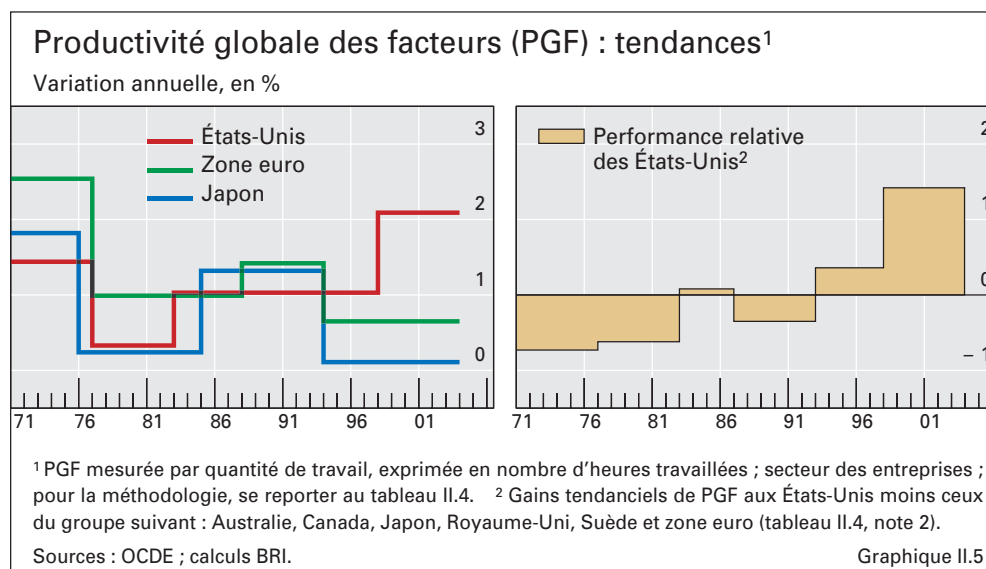
Gains de productivité ¹								
	Productivité du travail				Productivité globale des facteurs			
	Tendance antérieure		Tendance actuelle		Tendance antérieure		Tendance actuelle	
	Début	Moyenne	Début	Moyenne	Début	Moyenne	Début	Moyenne
États-Unis	1974	1,2	1998	2,8	1983	1,0	1998	2,1
Zone euro ²	1979	2,6	1996	1,5	1988	1,4	1994	0,7
Allemagne	1989	3,5	1995	1,6	1988	2,4	1994	1,0
France	1993	1,7	2001	2,8	1992	0,4	1998	1,2
Italie	1991	2,8	1997	0,8	1990	0,9	1997	-0,2
Espagne	1986	2,0	1996	0,7	1982	2,2	1988	0,2
Pays-Bas	1983	3,6	1993	1,5	1993	1,2	2000	0,4
Belgique	1976	4,0	1982	2,1	1976	1,8	1982	0,9
Finlande	1989	4,4	1995	3,0	1993	3,7	2001	1,8
Irlande	1978	3,5	1988	4,8	1995	5,4	2001	2,7
Japon	1986	4,0	1994	2,0	1985	1,3	1994	0,1
Royaume-Uni	1985	0,8	1991	2,0	1970	2,1	1984	1,0
Canada	1973	1,2	1998	1,8	1974	0,6	1996	1,6
Australie	1991	2,3	2002	0,3	1992	1,9	2000	0,4
Suède	1976	1,7	1991	2,3	1976	0,7	1992	1,6
Norvège	1980	1,9	1989	2,9	1990	2,9	1996	2,1
Ensemble	1971	3,5	1977	2,0	1993	0,9	1999	1,4

Les tendances de la productivité du travail et de la productivité globale des facteurs sont estimées en régressant leurs logarithmes sur des tendances temporelles T^i (sachant que I ruptures de tendances sont autorisées dans la spécification de l'équation si elles présentent un niveau de signification de 95 %) et sur un indicateur de la position dans le cycle conjoncturel CY (capacités d'utilisation dans l'industrie, en termes normalisés). Pour la PGF , par exemple, l'équation se présente ainsi : $\log PGF = \sum_{i=1}^{I+1} \alpha^i T^i + \beta + \gamma CY + U$, où α , β et γ sont les paramètres et U le résidu de l'équation.

¹ Secteur des entreprises ; gains mesurés par quantité de travail, exprimée en nombre d'heures travaillées. ² Moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 2000, des pays suivants : Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie et Pays-Bas.

Sources : OCDE ; calculs BRI.

Tableau II.4



groupe (Canada, France et pays nordiques), une chute de la productivité horaire après les années 60 a été suivie d'une remontée plus récemment. Les États-Unis font figure d'exception : la productivité par heure travaillée s'y est accélérée et augmente désormais au même rythme qu'avant les années 70.

Progrès
technologique et
accumulation de
capital ont connu
des évolutions
différentes

Ces divergences pourraient provenir de différences sur le plan de l'accumulation de capital (« renforcement de l'intensité en capital ») ou du rythme du progrès technologique (mesuré par le taux de croissance de la productivité globale des facteurs – PGF). Après correction des influences cycliques, l'accroissement tendanciel de la PGF présente de fortes disparités. Un premier groupe de pays (Canada, États-Unis, France et Suède) montre une amélioration sensible ; aux États-Unis, en particulier, la PGF s'est accélérée dans les années 80, puis 90, pour atteindre un rythme actuellement estimé à 2 % l'an (graphique II.5). Dans un second groupe, qui comprend de nombreux pays de la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni, la PGF tendancielle a marqué un net ralentissement. Au Japon et en Italie, où la croissance du PIB résulte essentiellement d'une utilisation accrue du facteur travail et d'un renforcement de l'intensité capitaliste, elle a stagné, voire diminué.

Résultats
remarquables
des États-Unis

Pour résumer, c'est, parmi les pays industrialisés, aux États-Unis que la productivité du travail est la plus élevée et a progressé le plus ces dernières années. Plutôt que simple reflet d'une accumulation croissante de capital, ce résultat est lié à l'accélération du progrès technologique, maintenue durant la dernière récession. Fait peut-être plus important, les résultats des États-Unis se sont améliorés en termes relatifs, puisque la croissance de la PGF s'y est accélérée, tandis qu'elle ralentissait pratiquement partout ailleurs.

Perspectives

Rôle de
l'investissement
en informatique...

Il est difficile de savoir si l'écart grandissant de la PGF entre les États-Unis et les autres pays va se réduire. Une chose est certaine : l'accroissement continu de la productivité américaine depuis les années 80 ne provient pas simplement d'une informatisation plus poussée. Le recours accru aux technologies de l'information n'a pas empêché un brusque ralentissement de la PGF dans les

autres pays. L'accélération de la PGF tendancielle américaine pourrait plutôt s'expliquer en grande partie par la déréglementation antérieure des marchés des biens et des services. L'intensification de la concurrence qui en a résulté a pu stimuler l'innovation en incitant fortement à réduire les coûts de production et de distribution. Dans le secteur informatique, précisément, où la concurrence est sévère et le progrès technologique particulièrement rapide, le marché américain a vu naître de grands producteurs mondiaux. D'importants gains de productivité ont également été enregistrés dans le commerce de gros et de détail, secteurs eux aussi très concurrentiels. Le marché du travail a, en outre, contribué à la performance américaine : le chômage structurel n'a cessé de diminuer depuis les années 70 et les transferts de main-d'œuvre entre secteurs en déclin et secteurs en expansion se font sans difficulté. Autrement dit, il serait peut-être indispensable de conduire des réformes structurelles pour pouvoir renforcer les incitations de marché et reproduire le processus d'innovation américain.

...et des réformes structurelles dans l'élévation du niveau de productivité

Toutefois, il n'est pas assuré que les gains de productivité récents soient maintenus, ni que les pays industrialisés soient en mesure d'accroître leur potentiel de croissance. D'un côté, les résultats des États-Unis ne vont pas nécessairement se répéter. En particulier, la volonté des entreprises de comprimer les coûts et l'incidence différée des gros investissements déjà effectués en équipement informatique ont sans doute relevé le niveau de productivité et, temporairement, sa croissance mesurée, mais ces effets pourraient s'estomper. D'un autre côté, les réformes structurelles mises en œuvre ces deux dernières décennies pour accroître la demande de main-d'œuvre peu qualifiée ont pu limiter notablement les gains de productivité globaux mesurés aux États-Unis et dans certains pays européens (Irlande, Pays-Bas et Royaume-Uni, par exemple). Une des conséquences positives en est que le chômage structurel a été réduit. À terme, ces effets transitoires pourraient commencer à se dissiper, laissant peut-être apparaître une hausse sous-jacente des gains de productivité. Dans l'ensemble, l'analyse qui précède montrerait que les taux de croissance tendancielle du PIB divergent notablement parmi les grandes économies industrialisées. D'après plusieurs estimations, ils pourraient s'échelonner entre près de 3½ % l'an aux États-Unis et 1½ % au Japon, avec quelque 2½ % au Royaume-Uni et 2 % dans la zone euro.

La croissance potentielle va-t-elle s'accroître à long terme ?

Inflation

Les craintes de pressions déflationnistes apparues début 2003 se sont atténuées pendant la période analysée. Même au Japon, où les prix à la consommation et la valeur des terrains n'ont cessé de diminuer ces dernières années, les observateurs ont progressivement pris conscience que la lutte contre la déflation pourrait marquer un tournant décisif. Le rebond des prix des produits manufacturés en 2003 et la poussée des cours des matières premières ont contribué à dissiper les craintes.

Dissipation des craintes de déflation

L'inflation mondiale reste faible, néanmoins, en particulier du fait d'écarts de production négatifs. Les pressions à la baisse sur les prix qui en découlent

Une inflation mondiale restée faible

ont été récemment amplifiées par les gains de productivité (supra) et par une évolution modérée des salaires. Dans une certaine mesure, la zone euro, où les prix ont tardé à réagir au creusement de l'écart de production, constitue une exception : l'inflation est restée proche du seuil de 2 % fixé par la BCE, alimentée en partie par les effets décalés de l'introduction de l'euro, dans certains pays, et, plus encore, par la rigidité des coûts de main-d'œuvre et par la volonté des pouvoirs publics d'augmenter leurs recettes en relevant les impôts indirects et les tarifs publics.

Des anticipations d'inflation bien ancrées

Les anticipations d'inflation restent, elles aussi, bien ancrées à de bas niveaux. L'écart de rendement entre obligations indexées et classiques fait penser que les attentes d'inflation à horizon de 10 ans se sont maintenues dans une fourchette de 1½–2½ % dans la zone euro et aux États-Unis. Cette relative stabilité a été obtenue en dépit d'un infléchissement marqué des perspectives de croissance et d'amples ajustements de change. Il est à noter que, dans les principales économies industrialisées, l'incidence des variations de change sur les prix est restée relativement limitée jusqu'à présent. La hausse des prix à la consommation est demeurée faible aux États-Unis, en dépit du repli du dollar. De même, malgré l'appréciation de la monnaie, l'inflation n'a pas fléchi dans la zone euro, et la déflation ne s'est pas aggravée au Japon. Au Canada et en Australie, toutefois, la décélération des prix à la consommation induite par la baisse – liée au change – des prix des importations a relancé le débat sur l'ampleur et la dynamique des effets de change sur les petites économies ouvertes.

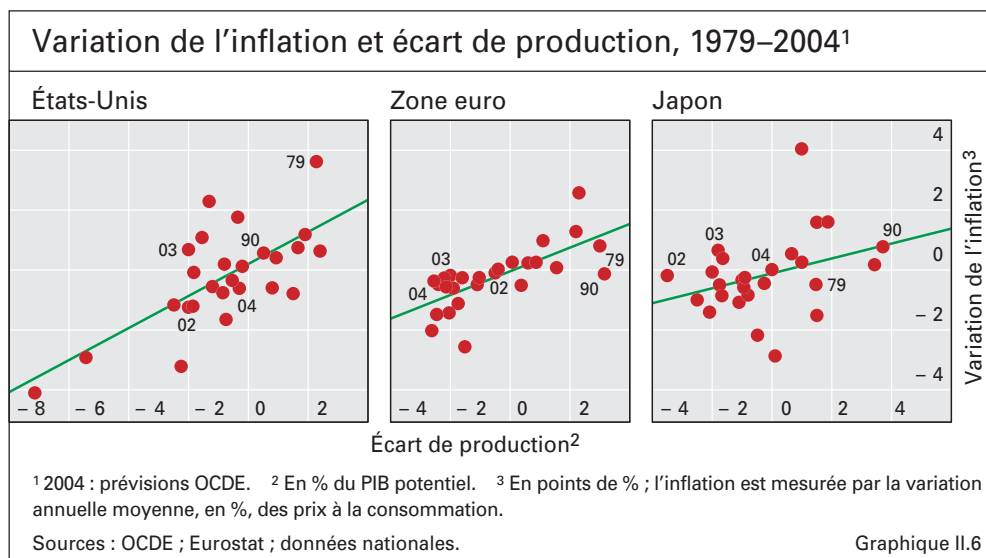
Perspectives d'inflation

L'inflation devrait rester modérée, malgré le renchérissement des produits de base

Le principal risque d'inflation à brève échéance, s'il existe, viendrait d'une envolée des cours des produits de base (tableau II.5), qui pourrait se poursuivre si la production industrielle en Chine continuait de croître au même rythme et si les grands pays industrialisés amorçaient une croissance synchrone. En outre, les prix des exportations chinoises à forte intensité de matières premières pourraient augmenter à leur tour. Toutefois, les produits de base hors pétrole représentent une faible proportion des coûts totaux dans les économies avancées ; leur renchérissement en dollars EU est nettement

Commerce mondial : volume et prix ¹					
Variation annuelle moyenne, en %					
	1991–2000	2001	2002	2003	2004 ²
Volume	7,3	–0,5	3,1	5,2	7,1
Prix (en dollars EU)	–0,8	–3,5	0,9	11,6	6,1
Produits manufacturés	–0,9	–2,8	2,4	14,5	7,7
Pétrole	2,1	–13,8	2,5	15,8	3,8
Autres produits de base	–0,5	–4,0	0,5	7,1	7,6
Termes de l'échange, économies avancées ³	0,0	0,4	1,1	1,3	0,3

¹ Marchandises uniquement. ² Prévisions FMI. ³ Pays industriels avancés plus économies d'Asie nouvellement industrialisées (Corée, Hong-Kong RAS, Singapour et Taiwan, Chine).
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.5



moins sensible dans les pays dont la monnaie s'apprécie, et la montée récente des cours du pétrole a déjà été en bonne partie répercutée. Des analystes ont souligné que l'expansion de la liquidité dans l'économie mondiale pourrait aviver l'inflation ou faire monter les prix des actifs (chapitres IV et VII). Il est toutefois rassurant de constater que la croissance des agrégats monétaires s'est ralentie, dernièrement, dans les principaux pays industrialisés.

Inversement, les forces désinflationnistes sous-jacentes continueront d'exercer leur influence pendant quelque temps encore. L'expérience montre que des écarts de production négatifs devraient s'accompagner d'un recul de l'inflation (graphique II.6). Or, les capacités excédentaires sont particulièrement importantes dans le secteur manufacturier, peut-être même davantage que ne le laissent penser les statistiques nationales, étant donné l'intégration internationale plus poussée et l'essor rapide des capacités de production en Asie. Un degré notable de sous-emploi des ressources persiste également sur les principaux marchés du travail, indiquant que l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre restera modérée, surtout dans les pays ayant enregistré des gains de productivité élevés.

Forces désinflationnistes encore à l'œuvre à ce stade du cycle

Situation financière du secteur privé

Situation financière des entreprises

De nombreuses entreprises se sont employées à alléger leur dette après le dernier ralentissement de l'activité, avec des résultats notables à l'échelle mondiale. Une demande en hausse, un taux d'embauche limité, des augmentations de salaire restreintes et (éventuellement) un pouvoir de marché accru ont élargi les bénéficiaires. La réticence des entreprises à investir en capital fixe, conjuguée à l'incidence du bas niveau des taux d'intérêt sur le coût du service de la dette, a aussi amélioré leur situation financière, comme l'a fait la remontée des prix des actifs financiers ; les ratios dette/fonds propres

Une certaine amélioration de la situation financière des entreprises...

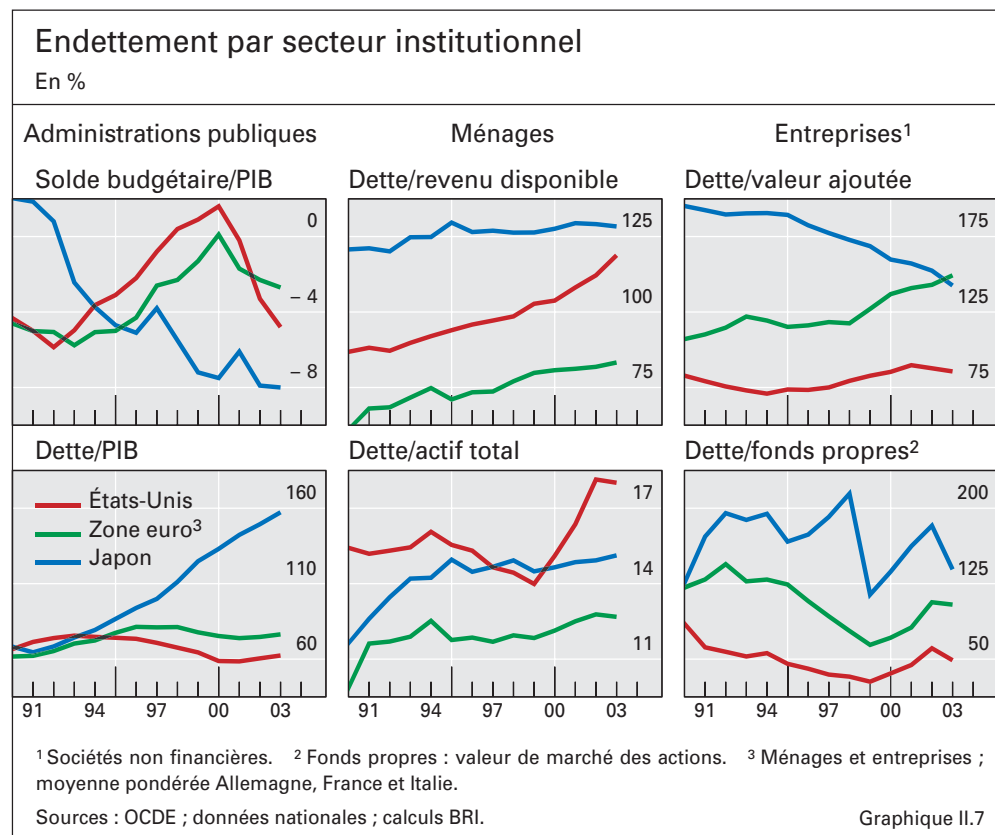
ont en général chuté (graphique II.7), même s'ils restent bien supérieurs à ce qu'ils étaient au plus haut des indices boursiers.

...en particulier
au Japon

Cette amélioration est particulièrement sensible au Japon. Malgré une reprise marquée de l'investissement, l'excédent du solde financier des entreprises s'est accru à 7 % du PIB en 2003. Leur endettement est tombé à environ 140 % de la valeur ajoutée du secteur, contre près de 200 % au début des années 90. On observe un mieux aux États-Unis également. De solides gains de productivité ont directement servi à renforcer les bénéficiaires, et la part des profits a récemment retrouvé le sommet de 1997 – bien supérieur à sa moyenne de longue période (graphique II.2, cadre de gauche). L'augmentation de la dette des entreprises (plus de 10 % par an à la fin des années 90) s'est ralentie, ramenant le ratio dette/valeur ajoutée à des niveaux plus proches de la moyenne des années 90. Dans la zone euro, la rentabilité des entreprises n'a pas beaucoup progressé, en raison de la faiblesse de la demande, de l'appréciation de la monnaie, de la rigidité des coûts de main-d'œuvre et de gains de productivité modestes. En conséquence, le ratio dette/valeur ajoutée a continué de s'élever.

Des risques
subsistent

Même si la situation des entreprises s'est améliorée depuis le dernier repli conjoncturel, plusieurs incertitudes demeurent. Premièrement, d'importants écarts persistent d'un secteur d'activité à l'autre. Aux États-Unis, ce sont surtout les établissements financiers et les sociétés d'informatique qui ont enregistré de fortes hausses des bénéficiaires, alors que, dans les secteurs du commerce, des services aux collectivités et des producteurs de biens durables hors informatique, ils ont pratiquement stagné. Au Japon, les progrès se



sont concentrés sur les grandes sociétés manufacturières exportatrices. Deuxièmement, les conditions de crédit sont restées difficiles pour les petites et moyennes entreprises au Japon et dans certains pays européens. Troisièmement, la valorisation des fonds propres (avec, en corollaire, le ratio d'endettement) et le service de la dette ont jusqu'à maintenant bénéficié des taux d'intérêt exceptionnellement bas sur les actifs sans risque. Enfin, les doutes relatifs à l'ampleur des engagements des entreprises au titre des régimes de retraite et les récents scandales comptables assombrissent encore les perspectives.

Situation financière des ménages

La situation financière des ménages se révèle encore plus mitigée. Leur ratio dette/revenu s'est progressivement alourdi dans les principaux pays OCDE ces dix dernières années, en raison surtout de la forte croissance des emprunts hypothécaires dans un contexte d'innovation financière permanente. L'importance grandissante de ce type d'emprunt donne à penser que l'augmentation du passif des ménages a été généralement contrebalancée par un accroissement correspondant de leurs actifs immobiliers, sans répercussion sur leur patrimoine net total. Aux États-Unis, par exemple, la propriété individuelle a progressé de près de 5 points entre le milieu des années 90 et 2003. De surcroît, la montée de l'endettement doit être replacée dans le contexte de la tendance longue à la baisse des taux d'intérêt, qui a relevé le niveau d'emprunt « supportable » pour les ménages.

Accroissement de la dette des ménages...

L'alourdissement de la dette des ménages est intervenu parallèlement à une chute de leur taux d'épargne dans la plupart des pays industrialisés ces dix dernières années (graphique II.2, cadre de droite). L'attention s'est surtout portée sur les États-Unis et le Royaume-Uni, où la consommation privée s'est révélée la plus dynamique récemment. Le taux d'épargne des ménages y paraît très faible, en effet, par rapport au reste de l'ensemble OCDE. Il a aussi nettement diminué au fil des ans en Australie, au Canada et au Japon. La zone euro constitue la principale exception à cette tendance mondiale. Le taux d'épargne des ménages a augmenté constamment en France depuis la fin des années 80 ; dans le reste de la zone, il remonte depuis quelques années, ce qui peut s'expliquer par une perception plus aiguë de l'inflation après l'avènement de l'euro et par l'évolution défavorable du marché du travail, mais aussi par les incertitudes concernant les régimes de retraite et les finances publiques et, plus généralement, l'adoption de réformes structurelles.

...alors que leur taux d'épargne baisse régulièrement

Le fait que le taux d'épargne des ménages OCDE soit historiquement si bas pourrait faire penser qu'une partie de la demande passée a été « empruntée » sur l'avenir, et qu'un retour à un comportement « normal » réduirait la dépense. Toutefois, les normes historiques pourraient être devenues caduques. La hausse constante du patrimoine net des ménages dans la plupart des pays, ces dernières décennies, pourrait refléter une diminution du niveau d'équilibre de leur épargne. Le Japon représente une exception de taille à cet égard, puisque le taux d'épargne y a été divisé par deux depuis 1991, parallèlement à une érosion marquée du patrimoine net. L'évolution récente de l'épargne s'explique peut-être également par une plus grande

Une hausse des taux d'épargne n'est pas forcément nécessaire...

efficience dans l'offre de crédits hypothécaires, en particulier aux États-Unis et dans d'autres économies où les ménages peuvent plus facilement obtenir des liquidités en gageant leur bien immobilier, voire garantir leur emprunt par des plus-values latentes. Le recours à de telles sûretés peut fortement réduire le coût du crédit, favoriser le lissage de la consommation dans le temps et accroître ainsi la prospérité.

...mais les ménages restent exposés à des chocs

Il n'est pas exclu, néanmoins, que certains propriétaires aient surévalué leur patrimoine et accru leur vulnérabilité aux chocs en accumulant des dettes (chapitres VI et VII). Une hausse soudaine des taux d'intérêt exposerait fortement les propriétaires au Royaume-Uni, en Australie et en Espagne, où les crédits hypothécaires sont le plus souvent assortis d'un taux variable. Toutefois, si une remontée des taux traduisait l'anticipation d'une activité plus soutenue, d'une accélération des revenus des ménages et d'une décrue du chômage, ces évolutions rendraient l'endettement plus supportable.

Perspectives budgétaires

Préoccupations quant à la faiblesse des positions budgétaires

Le recours à la politique budgétaire pour soutenir la croissance mondiale ces dernières années a amené à s'interroger sur la soutenabilité de la dette publique. Aux États-Unis, l'excédent du solde des administrations publiques a fait place, en trois ans seulement, à un déficit équivalent à 5 % du PIB. Les situations budgétaires se sont également détériorées en Europe, quoique dans une moindre mesure. Au Japon, le déficit des administrations publiques est demeuré substantiel, à près de 8 % du PIB.

Les déficits publics ont contribué à amortir le ralentissement...

Tout déficit budgétaire appelle une surveillance attentive, mais les niveaux actuels ne sont pas sans précédent, sauf au Japon principalement. De plus, la politique budgétaire a été utilisée de manière opportune (mais peut-être fortuite) pour amortir le récent ralentissement. C'est précisément pour être en mesure de mener une politique anticyclique en période difficile que les pouvoirs publics doivent disposer d'un cadre à moyen terme assurant une discipline en période favorable. Heureusement, l'élargissement récent des déficits publics s'est produit essentiellement dans des pays, en particulier États-Unis et Royaume-Uni, qui s'étaient dotés d'une marge de manœuvre suffisante au cours de la phase d'expansion précédente.

...et les niveaux d'endettement ne sont pas encore manifestement excessifs

Dans de nombreux cas, les niveaux de dette publique ne sont pas encore manifestement excessifs. Aux États-Unis, l'endettement brut des administrations publiques, en pourcentage du PIB, reste nettement inférieur à celui du début des années 90. Dans la zone euro, la situation s'est même améliorée dans les pays où la soutenabilité de la dette publique était la plus menacée (Belgique, par exemple) ; toutefois, les engagements publics ont augmenté, en moyenne, ces dix dernières années et, dans les trois principales économies, dépassent maintenant le plafond de 60 % du PIB stipulé par le traité de Maastricht. Au Japon, la dette publique devrait atteindre 160 % du PIB cette année, et continue de grossir au rythme d'environ 5 points de pourcentage par an.

Il est évident que la dette du secteur public ne peut croître indéfiniment. Lorsque les marchés n'en anticipent pas une correction, la faiblesse des positions budgétaires peut engendrer une tension des taux d'intérêt à long terme et évincer l'investissement privé. Si les pouvoirs publics cherchaient à neutraliser ce processus par la création monétaire, des tensions inflationnistes pourraient apparaître. Les dernières décennies nous ont enseigné que plus l'assainissement des finances publiques est retardé, plus l'ajustement requis est sévère. Les mesures d'assainissement mises en œuvre dans plusieurs pays européens lourdement endettés, comme la Belgique et l'Italie dans les années 90, ont nécessité des coupes drastiques dans les dépenses publiques et de fortes hausses d'impôts.

Mais les engagements des pouvoirs publics ne peuvent croître indéfiniment...

Une simple stabilisation, à terme, du ratio endettement net/PIB à son niveau actuel exigera, dans nombre de grands pays, une amélioration notable des positions budgétaires (tableau II.6). De plus, les taux d'intérêt sont aujourd'hui très bas, et le retour vers les moyennes historiques renchérirait le service d'une dette croissante. Une marge de précaution doit aussi être

...ce qui rend l'assainissement d'autant plus nécessaire...

Indicateurs budgétaires en 2003							
	Solde financier	Solde structurel ¹	Solde cyclique ²	Endettement net	Endettement brut	Effort de stabilisation de la dette ³	Risque sur charges d'intérêts ⁴
États-Unis	-4,9	-3,9	-1,0	47	63	2,7	0,6
Zone euro	-2,8	-1,6	-1,2	55	76	0,6	-0,3
Allemagne	-4,0	-2,4	-1,6	52	65	2,7	-0,5
France	-4,1	-2,9	-1,2	43	70	2,5	-0,8
Italie	-2,4	-1,4	-1,0	94	117	-1,5	0,4
Espagne	0,3	1,0	-0,7	36	63	-2,6	0,9
Pays-Bas	-3,2	-2,1	-1,1	43	54	1,4	-0,8
Belgique	0,2	-1,0	1,2	93	102	-4,4	0,3
Autriche	-1,2	0,1	-1,3	45	67	-0,6	-0,3
Grèce	-2,7	-2,6	-0,1	...	103	-4,5	1,7
Portugal	-2,8	-0,9	-1,9	...	60	0,3	-1,6
Finlande	2,1	2,8	-0,7	-47	53	-0,7	-1,4
Irlande	-0,3	1,0	-1,3	...	32	-2,0	-2,4
Japon	-8,2	-7,2	-1,0	79	155	9,2	1,1
Royaume-Uni	-3,0	-2,7	-0,3	32	54	1,3	0,3
Canada	1,2	1,8	-0,6	35	76	-3,3	1,1
Australie	-0,6	-0,5	-0,1	3	18	0,4	-0,2
Suède	0,2	1,2	-1,0	3	63	-0,3	0,8
Danemark	1,2	2,3	-1,1	5	51	-1,4	-0,7
Norvège	9,3	-3,0	12,3	-90	24	-5,3	-1,2
Nouvelle-Zélande	2,4	3,7	-1,3	15	38	-3,1	-0,2
Ensemble ⁵	-4,1	-3,2	-0,9	50	79	2,5	0,4

Administrations publiques, données exprimées en % du PIB.

¹ Solde financier corrigé des variations cycliques. Norvège : hors recettes pétrolières. ² Solde financier moins solde structurel.

³ Variation de la position financière nécessaire à la stabilisation de l'endettement net (brut pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal), avec une croissance du PIB nominal à son taux potentiel. ⁴ Charges d'intérêts potentielles moins charges d'intérêts effectives, en termes bruts ; charges d'intérêts potentielles : calculées sur la base d'un écart entre croissance du PIB nominal et taux d'intérêt apparent sur l'endettement brut (net pour la Grèce) égal à sa moyenne de 1994-2003. ⁵ Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 2000.

Sources : FMI ; OCDE ; calculs BRI.

Tableau II.6

restaurée, notamment dans les pays à déficit structurel relativement élevé. Cela est d'autant plus indispensable que les prévisions budgétaires officielles pèchent par optimisme, comme on l'a bien vu ces dernières années, et que les tendances de la croissance potentielle restent incertaines (supra).

...avec une
stratégie à moyen
terme crédible

Plusieurs gouvernements ont déjà exprimé leur intention de comprimer le déficit public, dans l'hypothèse d'une poursuite de la reprise. Néanmoins, certains de ces projets semblent plutôt ambitieux et les marchés pourraient les juger insuffisants, voire irréalistes. Cela renforce les arguments en faveur de l'adoption d'une stratégie budgétaire crédible à moyen terme dans les principales économies industrialisées, sans pour autant écarter une certaine latitude pour des mesures discrétionnaires. Le récent assouplissement des règles budgétaires qui avaient fortement contribué à l'assainissement des finances publiques dans les années 90 constitue donc un sujet de préoccupation. Dans plusieurs pays de la zone euro, par exemple, le déficit a dépassé les limites fixées par le Pacte de stabilité et de croissance. Aux États-Unis, les autorités ont abandonné le plafonnement des dépenses discrétionnaires introduit dans les années 90. Au Japon, l'adoption d'une stratégie à long terme visant à remédier au gonflement de la dette publique semble plus nécessaire que jamais.

Conséquences du vieillissement démographique

Conséquences
budgétaires
préoccupantes
du vieillissement

Il est de plus en plus admis, non sans réticence, que les pouvoirs publics des pays industrialisés ne pourront honorer leurs engagements au titre des retraites et des soins de santé pour personnes âgées s'ils ne prennent pas de nouvelles mesures. Ce problème doit être replacé dans le contexte plus vaste des conséquences macroéconomiques du vieillissement. En supposant constantes les tendances actuelles de la natalité et de l'immigration, le ratio actifs/inactifs se dégradera de façon spectaculaire dans les décennies à venir, ce qui entraînera un net alourdissement des droits à prestations des futurs retraités. Le fardeau fiscal implicite qui pèsera alors sur une génération de travailleurs plus restreinte risque donc de se révéler excessif, avec pour résultat une réduction draconienne, et perturbatrice, des prestations, ou leur érosion de fait via l'inflation.

Trois actions peuvent être envisagées pour éviter ces scénarios. La première, cruciale, vise à sensibiliser la population à cette arithmétique simple. Cela passe par la reconnaissance comptable de tous les engagements implicites induits par le vieillissement démographique, souvent occultés par le cadre actuel de comptabilité publique. Dans le prolongement, une deuxième action consisterait à réduire de manière ordonnée les droits à prestations, de façon à limiter les transferts entre les générations actives actuelle et future. La troisième, fréquemment préconisée, serait de compléter les engagements publics par l'épargne privée, encore que, pour les régimes de retraite, une telle révision ne résoudrait pas le problème des droits acquis.

Enjeu fondamental :
comment accroître
le niveau de vie
moyen

Toutefois, l'enjeu fondamental est d'amplifier le montant des ressources (à savoir le revenu national) qui financeront les prestations sociales futures. Plusieurs solutions sont proposées. L'une préconise de relever le taux d'épargne et, par là, le capital disponible pour les futurs travailleurs, en

élargissant le recours à des plans privés d'épargne retraite par capitalisation, souvent jugés plus adaptés. Mais il n'est pas assuré que, globalement, l'épargne nationale augmentera effectivement, ni qu'il en résultera effectivement une hausse des revenus futurs. En outre, les premières économies à être confrontées aux conséquences du vieillissement (Europe et Japon) affichent un niveau élevé d'épargne privée ; un surcroît d'investissement n'est donc peut-être pas un moyen très efficace d'accroître le PIB potentiel. Une deuxième solution prône un renforcement de la main-d'œuvre au moment où l'augmentation des transferts publics s'imposera. De nombreux pays ont déjà adopté des mesures visant à retarder l'âge de la retraite et certains pourraient bien envisager d'accepter davantage de travailleurs étrangers. L'expérience montre qu'une action destinée à réduire le chômage structurel et à relever le taux de participation au travail pourrait aussi exercer une influence majeure sur le niveau du PIB potentiel. Une troisième solution consisterait à accroître le volume de production pour une quantité donnée de main-d'œuvre et de capital. Une hausse globale de la productivité dégagerait des ressources supplémentaires pour la consommation d'une population active en diminution et d'une population inactive en augmentation. La divergence des gains de productivité tendanciels (supra), si elle persiste, fait penser que les États-Unis se trouvent, à cet égard, dans une situation plus favorable que la plupart des autres pays industrialisés.

Évolution des paiements courants

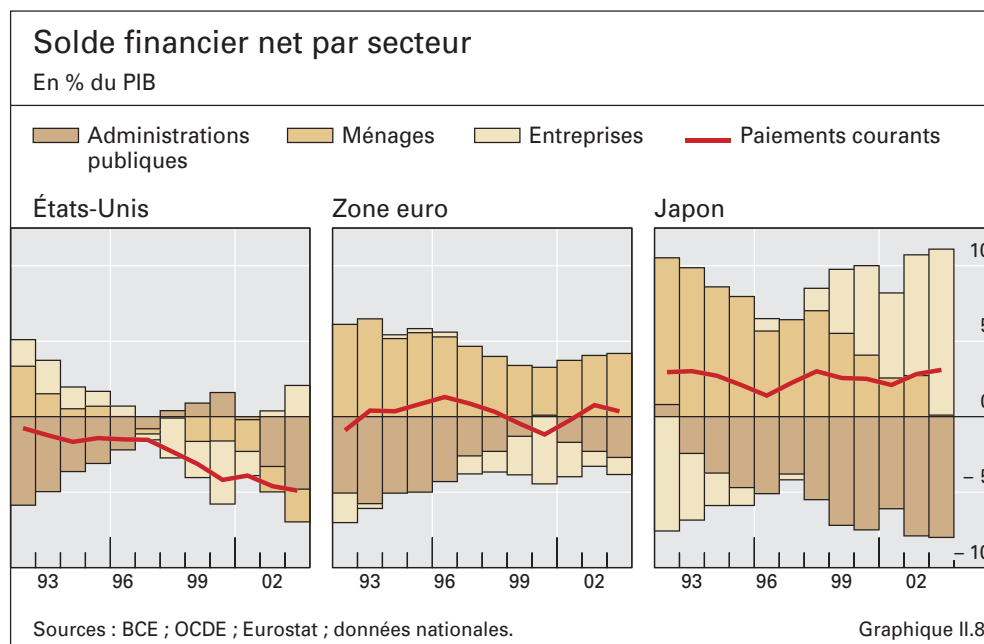
Creusement des déséquilibres

En 2003, l'économie mondiale a continué d'afficher d'importants déséquilibres des paiements courants (tableau II.7). Aux États-Unis, le déficit s'est creusé à près de \$550 milliards, soit environ 5 % du PIB. C'est essentiellement en Asie, mais aussi dans certains pays d'Europe (surtout Allemagne, Suisse et Norvège), que des excédents ont été enregistrés. En raison de l'imperfection

Le déficit courant américain...

Solde des paiements courants des principales zones					
En milliards de dollars EU					
	Moyenne 1991–2000	2001	2002	2003	2004 ¹
États-Unis	-150	-394	-481	-542	-496
Union européenne	9	-6	67	36	48
Japon	107	88	113	138	144
Autres pays industriels avancés	4	56	46	41	44
Asie émergente	22	90	132	148	128
Reste du monde	-72	-3	13	58	33
<i>Monde²</i>	<i>-80</i>	<i>-169</i>	<i>-110</i>	<i>-121</i>	<i>-99</i>

¹ Prévisions FMI. ² Reflète les erreurs, omissions et asymétries dans les statistiques de balance des paiements.
Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; données nationales. Tableau II.7



des statistiques, plus de \$100 milliards de déficit n'ont pu être attribués en 2003 ; cette lacune, qui persiste depuis la fin des années 90, complique l'analyse.

...a triplé depuis le milieu des années 90...

Depuis le milieu des années 90, le déficit des États-Unis a plus que triplé, en points de pourcentage du PIB, avec l'essentiel de la contrepartie dans les économies émergentes (Asie notamment). La situation est restée plus stable dans les principales autres économies industrialisées : le Japon a fait état d'un excédent substantiel et durable de 2-3 % du PIB ; la zone euro a enregistré en moyenne un léger surplus récurrent sur la décennie écoulée.

Aux États-Unis, la forte progression de la demande et la vigueur du dollar ont accentué le déficit à la fin des années 90. Néanmoins, ce creusement s'est poursuivi depuis, malgré le repli de la monnaie. Un effet de courbe en J classique (le déficit commercial s'aggrave en phase initiale de dépréciation) en est peut-être responsable, ainsi que le renchérissement du pétrole. Mais les prix à l'importation ont suivi une évolution plutôt modérée, les exportateurs étrangers ayant généralement adapté leurs tarifs aux prix pratiqués sur le marché américain. Il semble, en réalité, que le déficit commercial ait une double origine : l'économie des États-Unis croît plus vite que celles de leurs principaux partenaires commerciaux ; l'élasticité des importations par rapport à la demande intérieure est plus grande que celle des exportations à l'égard de la demande extérieure.

...en raison d'un écart grandissant entre investissement et épargne

Par définition, la forte progression des besoins d'emprunts extérieurs des États-Unis depuis le milieu des années 90 a été associée à un écart croissant entre investissement et épargne. Avant le dernier repli conjoncturel, l'épargne des ménages fléchissait, alors que l'investissement augmentait en proportion du PIB. Ces deux facteurs avaient aggravé le déficit courant, malgré le net redressement des soldes budgétaires (graphique II.8). Après la récession, à l'inverse, l'investissement a baissé et les entreprises ont accumulé de l'épargne. Les États-Unis ont néanmoins continué d'intensifier leurs emprunts

Soldes épargne-investissement									
En % du PIB									
	Investissement			Paiements courants			Épargne intérieure		
	Variation		Niveau	Variation		Niveau	Variation		Niveau
	1997–2000	2000–2003	2003	1997–2000	2000–2003	2003	1997–2000	2000–2003	2003
États-Unis	1,0	-2,4	18,4	-2,7	-0,7	-4,9	-1,6	-3,2	13,4
Zone euro	1,7	-2,1	19,9	-2,0	1,6	0,4	-0,4	-0,5	20,3
Autres pays européens ¹	0,4	-1,8	16,6	-0,4	0,5	2,0	-0,1	-1,3	18,6
Autres pays avancés ²	0,1	0,9	22,1	2,5	-1,3	-1,1	2,5	-0,4	21,0
Japon	-2,4	-2,3	24,0	0,2	0,7	3,2	-2,1	-1,6	27,2
Asie émergente, principales économies ³	-3,9	1,4	30,7	2,3	0,9	4,0	-1,6	2,3	34,6
Autres grandes économies émergentes ⁴	-1,0	-1,2	20,6	1,3	2,0	0,7	0,2	0,8	21,3
Total	-0,2	-1,8	21,0	-0,9	0,4	-0,5	-1,1	-1,3	20,5

¹ Danemark, Norvège, Royaume-Uni, Suède et Suisse. ² Australie, Canada et Nouvelle-Zélande. ³ Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. ⁴ Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Hongrie, Mexique, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie.

Sources : BCE ; Eurostat ; CEIC ; données nationales.

Tableau II.8

à l'étranger avec l'apparition d'un important déficit d'épargne publique. Les observateurs ont alors craint le retour des « déficits jumeaux » des années 80. On note toutefois une tendance plus ancrée : la conjonction d'un ample déficit courant avec une épargne nette des ménages durablement faible.

L'épargne se révèle un peu plus constante en Europe, même si des évolutions marquées sont intervenues au sein de la zone euro depuis le milieu des années 90. En Allemagne, un solide excédent courant est apparu avec le recul de l'investissement. Le ratio investissement/PIB semble plus stable en Italie, mais l'accumulation d'un déficit courant substantiel est allée de pair avec un tassement de l'épargne des ménages. Au Japon, l'épargne et l'investissement restent parallèlement orientés à la baisse (tableau II.8). Dans les économies émergentes d'Asie, l'investissement s'est contracté après la crise financière de 1997–98 et n'a que modestement progressé ces dernières années, tandis que les taux d'épargne remontaient. Les autres grandes économies émergentes ont enregistré un redressement de leur solde courant agrégé, avec une hausse de l'épargne et un repli de l'investissement.

Situation de l'épargne et de l'investissement hors des États-Unis

Grandes incertitudes à moyen terme

L'accentuation des déséquilibres extérieurs et le sentiment que, dans les économies développées, l'emploi est menacé par l'offre de biens et de services peu coûteux en provenance des économies d'Asie à forte croissance amplifient le risque de protectionnisme. Ce penchant protectionniste pourrait également être renforcé par la suppression prévue des quotas sur les importations de textile et par la délocalisation, de plus en plus médiatisée, de services informatisés (vers l'Inde, par exemple). Les craintes sont de toute évidence exagérées, étant donné la taille relativement restreinte des secteurs concernés.

Risque de protectionnisme

En outre, de nombreux pays ont montré qu'ils étaient capables de s'adapter, année après année, à la réduction tendancielle de l'emploi peu qualifié dans les activités manufacturières. D'ailleurs, le chômage structurel dans la zone OCDE régresse depuis le milieu des années 90.

Financement des
besoins d'emprunt
des États-Unis

Le financement des déséquilibres extérieurs constitue un second sujet d'incertitude (chapitre V). Les entrées de capitaux aux États-Unis ont vu leur composition se modifier ces dernières années : autrefois dominées par les flux privés (investissement direct et achat d'actions), elles reflètent désormais davantage l'acquisition de titres d'État par des organismes officiels, notamment les banques centrales d'Asie. Le repli du dollar jusqu'en février 2004 pourrait signaler une dépendance accrue à l'égard de tels flux.

Nul ne peut dire à quel point ces entrées de capitaux aux États-Unis sont sensibles aux fluctuations du sentiment des intervenants. Certains observateurs craignent que la demande d'actifs en dollars fléchisse si les investisseurs étrangers commencent à être préoccupés par l'accumulation de dette ou par des perspectives de croissance moins favorables aux États-Unis. De ce point de vue, il importe de savoir que, fin 2002, les engagements internationaux nets des États-Unis s'établissaient à 25 % du PIB (en valeur de marché). Ce chiffre va très vraisemblablement augmenter dans les prochaines années, puisque la stabilisation du ratio endettement net/PIB supposerait une forte réduction du déficit courant, qui semble aujourd'hui peu probable.

Il existe toutefois certains éléments plus positifs. Bien qu'élevée au regard du passé, la dette extérieure des États-Unis reste inférieure à celle d'autres économies industrialisées (60 % du PIB pour l'Australie, par exemple). De plus, l'augmentation de leurs engagements internationaux s'inscrit dans un contexte de libéralisation financière accrue, accompagnée d'un essor des acquisitions transfrontières. Cela donne à penser qu'il est devenu beaucoup plus facile que pendant les décennies précédentes de financer à l'étranger des écarts, même importants, entre épargne et investissement.

Effets de
valorisation sur la
position extérieure
nette...

Il convient également de noter que les flux financiers au titre des opérations courantes ne constituent pas le seul facteur d'influence des positions extérieures nettes. Les effets de valorisation comptent aussi. Par exemple, l'alourdissement de la dette extérieure nette des États-Unis entre 1983 et 1990 (plus de \$400 milliards) représente moins de la moitié des déficits courants cumulés. Il tient, pour beaucoup, à la hausse de la valeur en dollars des actifs américains libellés en d'autres monnaies, le dollar s'étant déprécié sur la majeure partie de la période.

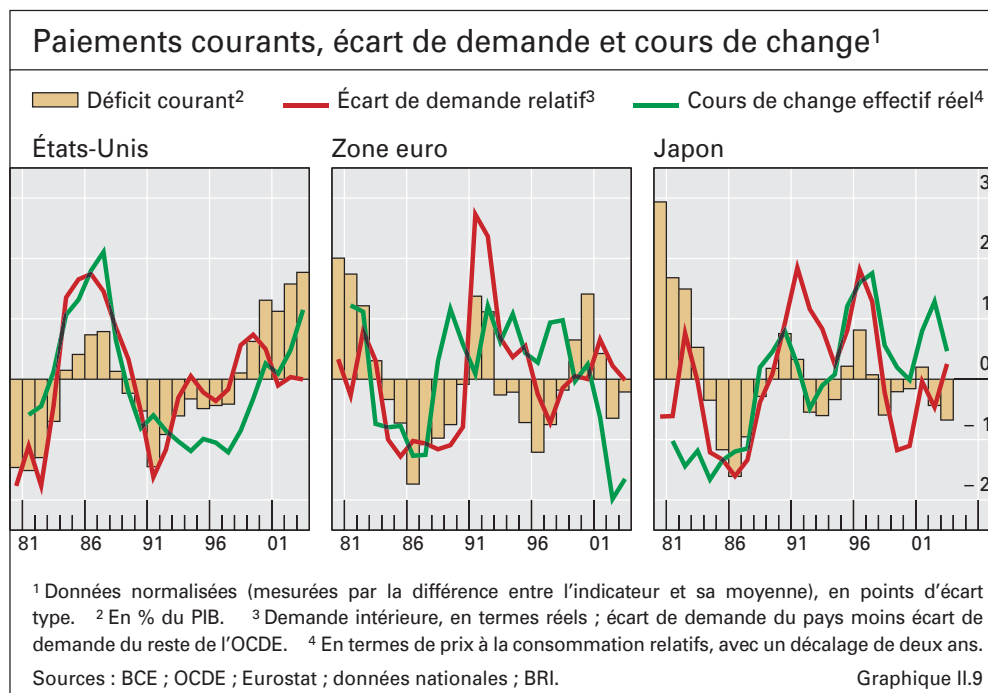
...et situation
unique des
États-Unis...

Qui plus est, la situation des États-Unis est unique, pour trois raisons. Premièrement, le dollar joue un rôle international de premier plan en tant que monnaie d'ancrage, de réserve et d'intervention (chapitre V), ce qui peut avoir engendré une distorsion structurelle en faveur des actifs américains au moment où l'ensemble des pays étoffent leurs portefeuilles d'actifs étrangers. Deuxièmement, le revenu net des investissements étrangers des États-Unis reste légèrement positif, malgré une dette extérieure importante et croissante. Bien que le bas niveau actuel des taux d'intérêt ait certainement favorisé les débiteurs au détriment des créanciers, il faut tenir compte d'un élément plus

structurel : le rendement de l'investissement direct des États-Unis à l'étranger est constamment supérieur à celui des actifs américains détenus par les non-résidents. Cela porte à croire que les entreprises américaines implantées de longue date à l'étranger bénéficient d'un avantage structurel en termes de rentabilité. Troisièmement, les États-Unis ont pu attirer des flux de capitaux à long terme substantiels et croissants pendant la dernière décennie. La récente accentuation de l'écart des gains de productivité avec les autres pays industrialisés pourrait, à moyenne échéance, favoriser de telles entrées de capitaux.

Des déficits courants américains importants et persistants ne sont pas incompatibles avec une stabilisation du ratio endettement extérieur net/PIB à plus long terme, mais à un niveau bien plus élevé qu'aujourd'hui. Le coût du service de la dette s'en trouverait alourdi, d'autant que, au fil du temps, le taux de rendement réel des actifs américains détenus par les non-résidents devrait se rapprocher du rythme de croissance aux États-Unis, et aussi du taux de rendement réel des actifs étrangers détenus par les résidents américains. Dans ces conditions, une stabilisation du ratio d'endettement extérieur net exigerait un solde des paiements courants plus équilibré, hors revenus des investissements, et donc un déficit commercial bien moindre, correspondant à des excédents commerciaux inférieurs ailleurs. Étant donné que les États-Unis ont un écart de production plus faible, leur déficit commercial serait assurément réduit si leurs principaux partenaires commerciaux retrouvaient un niveau de croissance égal à leur potentiel. Néanmoins, toute réduction significative de ce déficit nécessitera vraisemblablement un ajustement supplémentaire des prix relatifs (c'est-à-dire des cours de change réels, par exemple) et un rééquilibrage de la demande mondiale par un plus grand dynamisme des économies en situation d'excédent (graphique II.9).

...mais le déficit commercial américain doit être réduit



Processus d'ajustement

Modification des
cours de change

De toute évidence, un dollar plus bas contribuerait au rééquilibrage du déficit commercial américain. Le reste du monde réduirait ses excédents commerciaux vis-à-vis des États-Unis, où la demande intérieure baisserait en proportion de la production, parallèlement à la diminution du déficit. Cependant, l'ampleur et la rapidité de ces ajustements dépendraient des élasticités relatives du commerce extérieur. L'incidence de tout ajustement de change pourrait également se révéler plus faible qu'on ne le pense généralement, puisque les variations des cours de change nominaux ne se répercutent souvent qu'en partie sur la compétitivité. Ainsi, le dollar s'est apprécié de 34 % en termes effectifs nominaux entre 1995 et 2001, mais la hausse du cours de change effectif réel des États-Unis (mesuré par les coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre dans le secteur manufacturier) n'a atteint que 23 %. En outre, les exportateurs américains n'ont commencé à perdre des parts de marché qu'en 1998, ce qui montre que l'appréciation du dollar a tardé à se faire sentir. De plus, si, de 1998 à 2003, les résultats des États-Unis à l'exportation se sont fortement détériorés, leurs importations n'ont pas pour autant progressé plus rapidement. Enfin, comme les importations américaines dépassent actuellement d'environ 50 % les exportations, une dépréciation significative du dollar pourrait être nécessaire pour comprimer le déficit commercial du pays.

Conséquences
financières d'un
ajustement du
dollar

Un ajustement du dollar pourrait avoir des répercussions bien au-delà des États-Unis. Tout d'abord, la demande pourrait fléchir ailleurs. Dans de nombreuses économies industrialisées, la croissance a été tirée par les importations américaines, alors que, dans le secteur abrité, la demande de biens n'a pas créé de dynamique propre. En outre, une chute du dollar pourrait entraîner des tensions inflationnistes aux États-Unis et conduire ainsi à un relèvement des taux d'intérêt dans ce pays et dans le monde entier ; le revenu net des investissements américains à l'étranger s'en trouverait réduit. Enfin, une dépréciation excessive du dollar pourrait induire, chez les principaux partenaires commerciaux des États-Unis, des pressions désinflationnistes allant bien au-delà de l'incidence directe d'un renchérissement de la monnaie sur les prix. Pour moitié environ, les actifs américains détenus à l'étranger sont libellés en devises, tandis que les passifs des États-Unis le sont presque tous en dollars. Une dépréciation du dollar améliorerait donc la position extérieure nette des États-Unis, pourtant en situation de débiteur net. Étant donné que les encours d'actifs et passifs américains ont grimpé respectivement à 62 % et 87 % du PIB ces deux dernières décennies, l'effet de valorisation résultant d'un repli de 10 % du dollar allégerait l'endettement extérieur net d'environ 3 % du PIB, toutes choses égales par ailleurs. Une telle évolution aurait des répercussions financières négatives pour les pays créanciers, ce qui pourrait y freiner la dépense et entraver le processus d'ajustement.

Accroître l'épargne
dans les pays à fort
déficit extérieur

Pour rééquilibrer la demande intérieure, il serait également possible de renforcer l'épargne dans les pays à important déficit extérieur et de la réduire dans les pays en excédent. Les flux commerciaux réagissent davantage aux variations de la demande qu'à celles des prix relatifs. Aux États-Unis, tout au moins, le recours à la politique budgétaire aurait donc un attrait

évident, d'autant qu'il faciliterait la résolution des problèmes à long terme posés par l'accumulation de dette publique. Un assainissement budgétaire rapide et vigoureux pourrait avoir toutefois un effet récessif mondial, et l'autre option – un degré d'assouplissement budgétaire là où l'épargne semble trop élevée – paraît peu envisageable, car les pays concernés affichent, pour la plupart, un haut niveau de dette publique.

La configuration actuelle de l'épargne privée offre également une certaine marge d'ajustement, bien qu'il soit plus difficile de déterminer quelles mesures préconiser. Le taux d'épargne des ménages est particulièrement faible dans les pays en déficit courant, comme les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Australie, mais pourrait se redresser, par exemple si les taux d'intérêt remontaient. Par symétrie, on pourrait encourager une baisse du taux d'épargne dans certains pays présentant de larges excédents courants, notamment en Asie émergente. Dans la zone euro, où l'épargne des ménages s'est accrue récemment, il serait possible d'inverser la tendance. Au Japon, le taux d'épargne des ménages a déjà chuté et nul ne sait si ce mouvement peut durer, ni même si cela serait souhaitable. Enfin, il semble qu'il y ait moins de latitude pour une correction du côté de l'investissement. La possibilité de faire baisser davantage le ratio investissement/PIB aux États-Unis paraît restreinte, car une forte correction a eu lieu. En Asie, les ratios investissement/PIB restent relativement élevés par comparaison internationale ; il ne serait pas surprenant que certains investissements s'avèrent improductifs. Dans les économies en phase initiale de développement économique, en revanche, une hausse de l'investissement pourrait assurément renforcer le potentiel de croissance.

L'analyse qui précède amène à envisager trois scénarios pour l'évolution des déséquilibres extérieurs dans les années à venir. Le premier, qui n'est pas souhaitable, est celui d'un ajustement ample et désordonné des cours de change dû, par exemple, à une désaffection des non-résidents pour les actifs américains. La consommation d'importations ainsi renchériées aux États-Unis ralentirait probablement, tandis que les taux d'intérêt à long terme pourraient remonter. Dans le deuxième scénario, la situation actuelle se prolonge et les banques centrales asiatiques, par exemple, continuent d'accumuler des réserves de change. Il en résulterait cependant une distorsion de l'allocation mondiale des capitaux et le risque d'une correction ultérieure plus marquée et plus perturbatrice, puisque l'ajustement nécessaire est différé. Quoi qu'il en soit, il serait sans doute impossible d'éviter d'amples modifications des cours bilatéraux, particulièrement entre pays industrialisés à régime de change flottant. Le troisième scénario, le plus favorable, voit les déséquilibres extérieurs mondiaux se résorber progressivement grâce à l'effet retardé d'une dépréciation modérée du dollar sur le commerce des États-Unis, à une hausse assez sensible de l'épargne intérieure dans ce pays (épargne des ménages et rigueur budgétaire), à une plus grande flexibilité des changes en Asie et à un essor de la demande intérieure hors des États-Unis.

Trois scénarios
d'ajustement