

V. LES CHANGEMENTS EN COURS DU CYCLE ÉCONOMIQUE

Introduction et résumé

La récente période de ralentissement économique généralisé a amené à s'interroger sur le degré de synchronisation de l'activité économique dans les différents pays et sur les mécanismes de transmission qui favorisent la synchronisation. Ce chapitre rappelle la chronologie des faits à l'origine de ce débat, passant en revue les données générales sur l'évolution du cycle économique et la synchronisation dans les économies de l'OCDE ainsi que plusieurs facteurs ayant influé sur la transmission internationale dans le passé récent¹.

Le cycle économique s'est modifié ces dernières décennies

Les données générales sur l'évolution du cycle économique conduisent à penser que celui-ci a sensiblement perdu de son amplitude dans la plupart des pays de l'OCDE depuis dix ans, voire davantage. S'agissant de la longueur du cycle, les données sont, toutefois, plus divergentes. Pour la plupart des économies, elle ne semble pas avoir beaucoup changé, alors que dans plusieurs cas elle semble s'être accrue pour se rapprocher de la norme observée dans les autres économies.

Il a perdu de son amplitude...

Pour expliquer la réduction de l'amplitude du cycle économique, il importe de faire une distinction entre les modifications au niveau des impulsions (ou chocs) et les modifications au niveau des facteurs qui déterminent la transmission de ces chocs dans l'ensemble de l'économie. Il est probable qu'une partie de la réduction de la volatilité découle du fait que l'importance et la nature des chocs ont changé au fil du temps. En particulier, les années 70 et le début des années 80 ont connu d'importants chocs négatifs du côté de l'offre, comme les hausses sans précédent des prix du pétrole, tandis que les années 90 ont été caractérisées par des évolutions moins marquées et plus faibles du côté de l'offre². Pour ce qui est des facteurs affectant la transmission, thème central du présent chapitre, les principaux éléments expliquant la diminution de la volatilité pourraient être l'accroissement de la part des services dans l'économie, la réduction correspondante du rôle des stocks et l'adoption de cadres macroéconomiques de plus en plus axés sur les objectifs de stabilité à moyen terme³. En revanche, bien que les échanges internationaux se soient sensiblement accrues dans l'ensemble des pays de l'OCDE durant les dernières décennies et que les exportations nettes réduisent en général l'amplitude du cycle économique, la contribution de cet élément à la réduction globale de la volatilité paraît limitée. La déréglementation des marchés de capitaux dans les années 80 et l'arrivée de la « nouvelle

... du fait de chocs moins abrupts, de la modification des mécanismes de transmission et de l'amélioration des politiques

1. Le présent chapitre s'inspire d'une étude récente des cycles économiques : voir Dalsgaard, T., J. Elmeskov et C.-Y. Park « Ongoing changes in the business cycle – evidence and causes », *Documents de travail du Département des affaires économiques*, n° 315, disponible sur le site www.oecd.org/eco/WorkingPapers/.

2. On trouvera un examen récent du rôle des chocs dans la détermination du cycle économique dans les *Perspectives économiques mondiales du FMI* (2001) et les *Perspectives économiques de l'OCDE* (2001).

3. Le rôle des stocks dans le ralentissement récent aux États-Unis rappelle, toutefois, que cet élément du cycle n'a pas été entièrement éliminé.

économie » pourraient aussi être des facteurs importants dans la détermination du cycle ; cependant, le présent chapitre ne fournit qu'une évaluation partielle de leur incidence nette.

Les divergences internationales se sont atténuées

La perte d'amplitude du cycle économique dans les différents pays est allée de pair avec une atténuation des divergences internationales au niveau de l'activité. Les données disponibles sur les corrélations internationales du cycle économique conduisent à penser qu'en dehors de la zone euro, cela n'a pas entraîné un net renforcement de la synchronisation de l'activité⁴.

Certaines interactions internationales ont gagné en importance

Contrairement à l'expérience générale des quatre dernières décennies, les observations récentes permettent de penser que certains aspects de la synchronisation se sont sans doute renforcés. En particulier, de nouveaux mécanismes de transmission internationale sont apparus qui influent directement sur la demande intérieure dans les différents pays, par exemple le renforcement des interactions entre les marchés financiers. Le principal enjeu que représentent pour les responsables ces aspects de l'intégration économique est que les chocs importants touchant un pays, un secteur ou une branche peuvent désormais se propager plus rapidement au travers des frontières nationales.

Les cycles économiques nationaux et la synchronisation internationale

Mesurer les cycles économiques

La décomposition de la production et des dépenses en tendance et cycle...

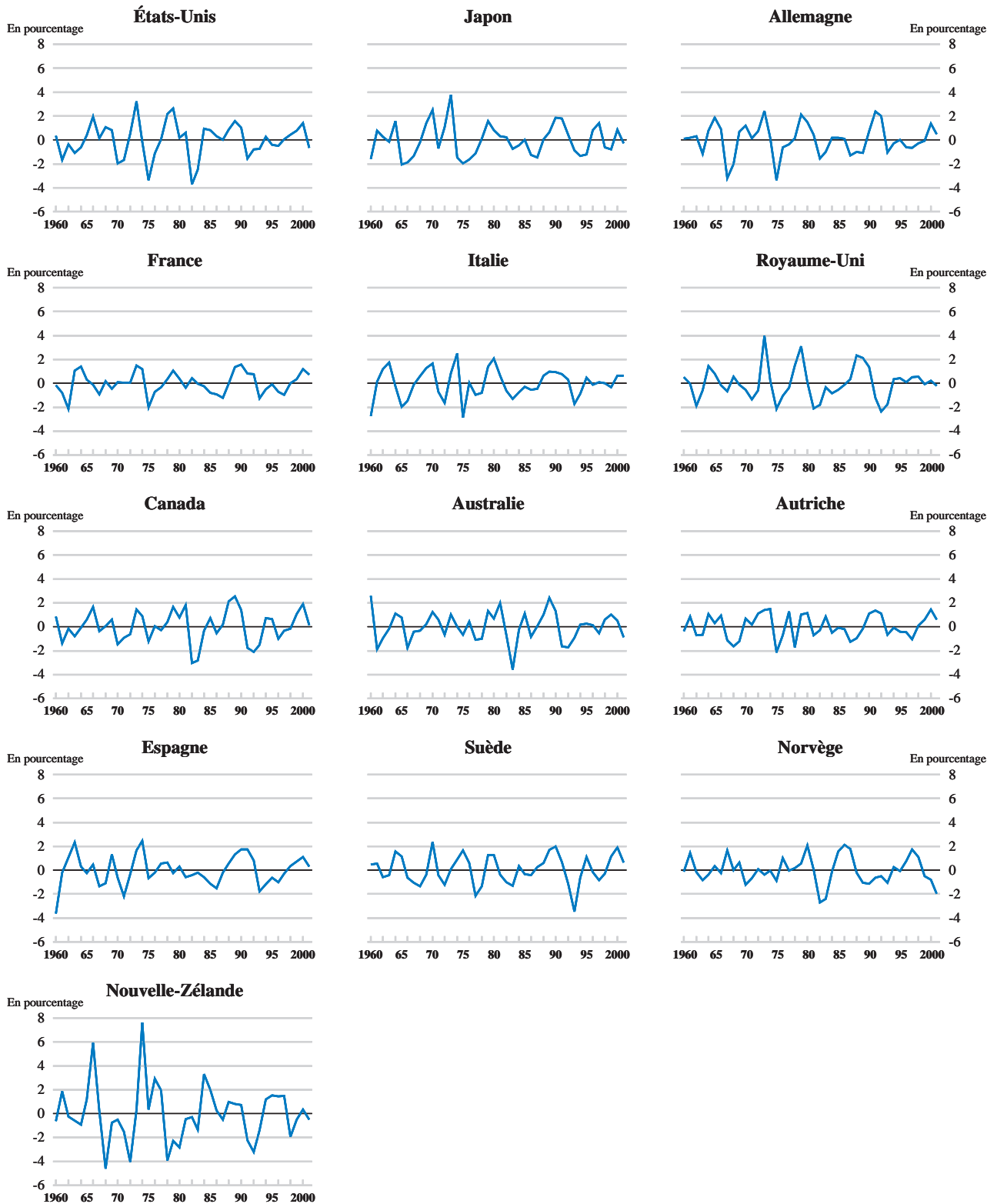
Un principe de base retenu ici est que, dans toute économie, il existe ce qu'on pourrait appeler un cycle économique « typique », représentant les mouvements des variables macroéconomiques de part et d'autre de leurs tendances de long terme. En pratique, il n'y a pas de séparation nette entre la tendance et le cycle ; les deux interagissent plutôt comme l'illustre le phénomène de la persistance du chômage. Cependant, pour construire des indicateurs conjoncturels pouvant être facilement comparés entre les pays, on suppose que la tendance et le cycle sont dissociables. Les nombreux ouvrages consacrés aux méthodes d'élimination de la tendance proposent un large éventail de techniques, la préférence pour une technique ou une autre dépendant dans une large mesure des objectifs de l'analyse et des caractéristiques spécifiques des séries chronologiques considérées⁵. Les résultats présentés ici ont été obtenus avec le filtre de Hodrick-Prescott (HP), qui permet une décomposition mécanique des cycles entre les contributions des différents éléments de dépenses. Cette approche contraste avec la méthode de la fonction de production, qui est utilisée plus généralement à l'OCDE pour mesurer la production potentielle et l'écart de production et qui permet une analyse des sources de croissance, fournissant ainsi un point de départ plus utile pour l'examen des pressions conjoncturelles, de l'inflation et des évolutions budgétaires⁶.

4. L'absence de données sur le renforcement de la synchronisation générale est vraisemblablement imputable, toutefois, à deux événements relativement importants spécifiques à des pays intervenus au début des années 1990, à savoir la réunification de l'Allemagne et l'éclatement de la bulle des prix des actifs au Japon.

5. Voir, par exemple, Canova (1998).

6. Voir Giorno *et al.* (1995). Les résultats globaux concernant le cycle économique sont à peu près semblables sur la base des deux mesures.

Graphique V.1. Écarts de production



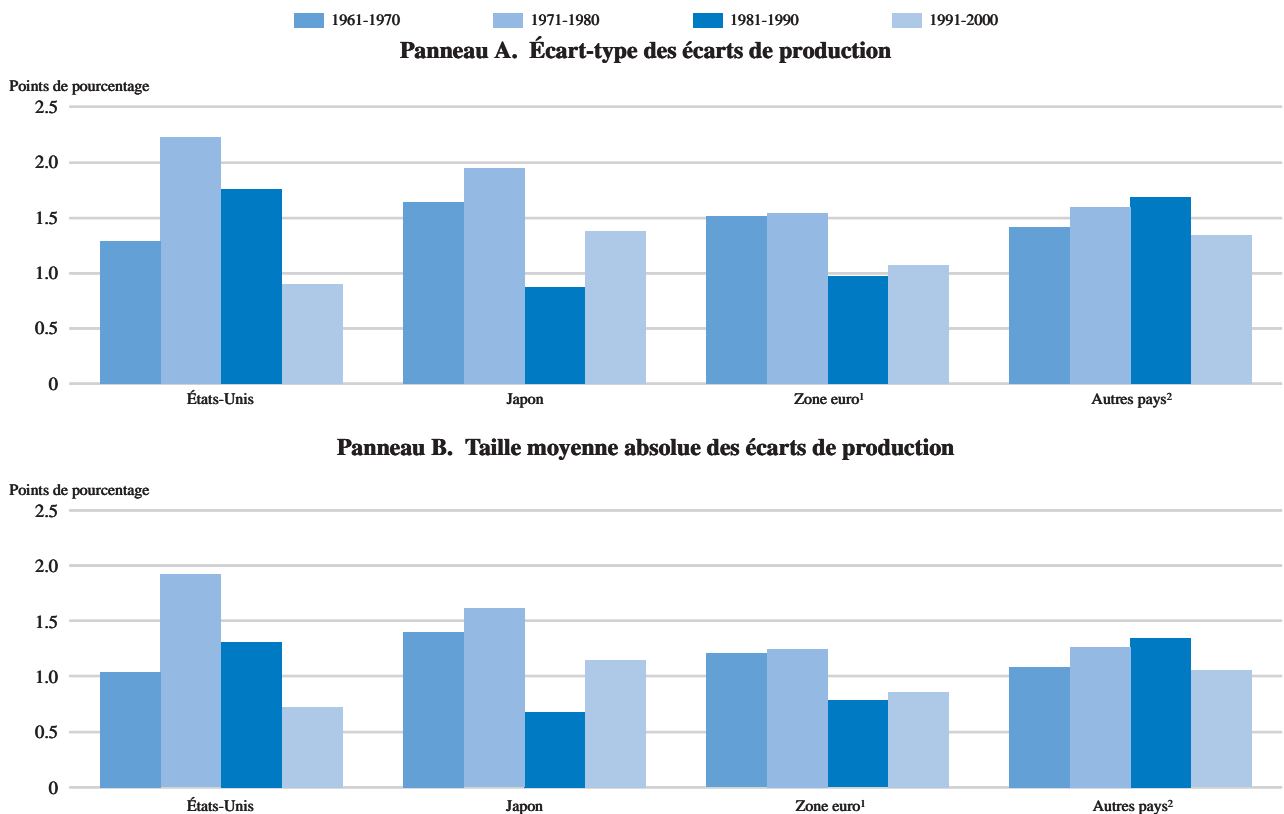
Note : Les écarts sont calculés en utilisant un filtre Hodrick-Prescott du fait des objectifs de ce chapitre discutés dans le texte.
 Source : OCDE.

Les cycles nationaux sont devenus moins prononcés au fil du temps

... montre que le cycle de production s'est raccourci au fil du temps

L'examen visuel des écarts de production présentés dans le graphique V.1 ci-dessus donne à penser, qu'en général, il y a eu une baisse d'amplitude au fil du temps, ce qui est confirmé par le graphique V.2, cadres A et B, qui représente l'écart type et la taille moyenne absolue du différentiel entre production effective et production potentielle sur des périodes de dix années⁷. Par rapport à il y a 30 ans, la volatilité des

Graphique V.2. L'amplitude des écarts de production a diminué



Note : L'écart est calculé en utilisant un filtre HP 1600.

1. Moyenne de l'Allemagne, de l'Autriche, de l'Espagne, de la France et de l'Italie.

2. Moyenne de l'Australie, du Canada, du Royaume-Uni et de la Suède.

Source : OCDE.

7. Les données utilisées sont des données trimestrielles ajustées des fluctuations conjoncturelles tirées de la base de données analytiques de l'OCDE. Les 13 pays de l'OCDE pour lesquels on dispose de manière générale de données trimestrielles des comptes nationaux depuis 1960 sont les suivants : États-Unis, Japon, Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni, Canada, Australie, Autriche, Espagne, Suède, Norvège et Nouvelle-Zélande. On notera qu'en raison de contraintes de données, la Norvège et la Nouvelle-Zélande ne sont pas prises en compte dans certaines des analyses. A défaut, un titre achevé où $\lambda = 1\ 600$ est utilisé conformément pour toutes les séries chronologiques et pour tous les pays. Les écarts sont calculés à l'aide de la formule $100 * [\log(X) - \text{HP}(\log(X))]$, sauf pour les ratios où le filtrage HP est appliqué directement. Pour filtrer les séries chronologiques, les données ont été projetées en avant jusqu'au quatrième trimestre 2006 et en arrière jusqu'au quatrième trimestre de 1955, afin d'atténuer le biais potentiel aux deux extrémités de l'échantillon. Pour ces extensions des séries de données, on a repris le profil de croissance observé les 20 trimestres précédents/suivants.

Tableau V.1. Contributions à la variance des écarts de production

	Variance totale des écarts de production ^a	Contribution de la demande intérieure totale	Contribution des échanges	Résidu
États-Unis				
1961-1970	1.8	2.1	-0.2	0.0
1971-1980	4.6	6.7	-1.6	-0.5
1981-1990	3.1	4.2	-1.0	-0.1
1991-2000	0.7	1.3	-0.6	0.0
Japon				
1961-1970	2.9	2.7	-0.4	0.5
1971-1980	3.3	5.2	-1.8	-0.1
1981-1990	1.1	1.5	-0.3	0.0
1991-2000	1.8	2.2	-0.4	0.0
Pays de la zone euro ^b				
1961-1970	2.1	3.1	-0.9	-0.1
1971-1980	2.8	4.5	-1.7	0.0
1981-1990	0.9	1.5	-0.6	0.0
1991-2000	1.0	2.0	-1.0	0.0
Autres pays ^c				
1961-1970	1.9	2.5	-0.7	0.1
1971-1980	2.8	3.9	-1.3	0.2
1981-1990	2.8	4.7	-2.3	0.4
1991-2000	1.7	2.2	-0.5	0.0

Note : La variance des écarts de production est une approximation de la taille moyenne de l'écart (puisque'elle mesure la distance moyenne au carré à l'écart moyen de production, qui est proche de zéro). Les contributions de la demande intérieure totale et des échanges à la variance totale des écarts de production sont calculées comme des moyennes pondérées des variances individuelles et de leur covariance. Le résidu est la divergence entre la variance de la production totale et la somme de ses composantes ; cette différence résulte d'erreurs statistiques, d'effet de moyenne ainsi que de non-additivité des composantes des dépenses réelles pour les pays utilisant des indices en chaîne pour les comptes nationaux. Voir Dalsgaard et al. (2002) pour plus de détails.

a) La variance totale de l'écart de production est égale à la contribution de la demande intérieure totale + de la contribution des échanges + le résidu.

b) Les pays de la zone euro considérés sont l'Autriche, l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie. Moyenne simple.

c) Les autres pays sont le Canada, le Royaume-Uni et la Suède (l'Australie, la Nouvelle-Zélande et la Norvège ne sont pas inclus par manque de données). Moyenne simple.

Source : OCDE.

cycles économiques semble avoir diminué pour la plupart des pays de l'OCDE examinés⁸. Une exception notable est le Japon, où l'amplitude du cycle s'est sensiblement accrue dans les années 90.

L'examen de la contribution des différents éléments de la demande à l'écart global entre production effective et production potentielle (tableau V.1) montre que le resserrement de cet écart dans les pays de l'OCDE tient essentiellement à la plus grande stabilité de la demande intérieure, en particulier la consommation privée et la formation de stocks. Pour la plupart des pays, la contribution aux fluctuations économiques globales de la consommation et de l'investissement publics est assez peu importante et assez stable au cours des périodes. La diminution de l'instabilité

La demande intérieure s'est stabilisée...

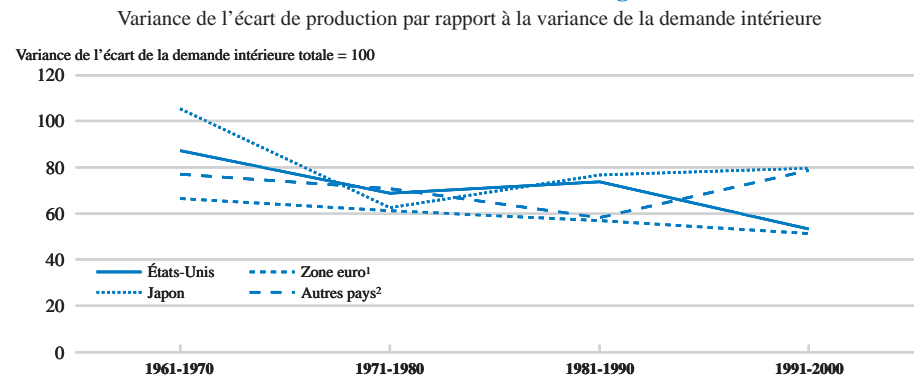
8. En général, la diminution de la volatilité concerne aussi bien les grands pays de l'OCDE que les pays plus petits et apparaît aussi si on utilise une définition du cycle économique fondée sur les niveaux, voir *Perspectives économiques mondiales du FMI* (2002) pour plus de précisions.

due aux stocks reflète en partie l'augmentation de la taille du secteur des services et en partie l'amélioration des méthodes de gestion des stocks⁹.

... alors que le solde extérieur a joué un rôle d'amortisseur pour certains pays

La contribution nette des échanges à la variation de l'écart de production a été négative pour la plupart des pays et la plupart des périodes : autrement dit le solde commercial a généralement, et souvent de façon substantielle, contribué à atténuer l'amplitude des cycles dans les pays de l'OCDE¹⁰. L'action stabilisatrice du solde commercial tient au fait que les exportations et les importations ont une incidence qui se compense mutuellement sur la demande intérieure. En général, les deux tendent à évoluer de façon procyclique, mais pour les exportations, une telle évolution contribue positivement à la variation de l'écart de production, alors que pour les importations, la contribution est négative. Globalement, les importations sont plus sensibles à l'évolution de la demande intérieure que les exportations, le solde commercial tendant à évoluer de façon contre-cyclique, amortissant les variations conjoncturelles¹¹. Cependant, ce phénomène n'intervient pas dans la même mesure du tout dans l'ensemble des pays. Pour les États-Unis ainsi que pour la zone euro en moyenne, le solde commercial a de plus en plus contribué à stabiliser la production ces quatre dernières décennies (graphique V.3)¹². Pour le Japon, on a observé après les années 70 un moins grand effet stabilisateur du solde extérieur.

Graphique V.3. L'effet amortisseur des échanges s'est accentué dans certaines régions



Note : Le graphique montre les variances des écarts de production par rapport à celle des écarts de demande intérieure totale. Il indique l'effet amortisseur net des échanges sur la variance de l'écart de production, *i.e.* plus il est éloigné de 100, plus l'effet amortisseur est important.

1. Moyenne de l'Allemagne, de l'Autriche, de l'Espagne, de la France et de l'Italie.

2. Moyenne de l'Australie, du Canada, du Royaume-Uni et de la Suède.

Source : OCDE.

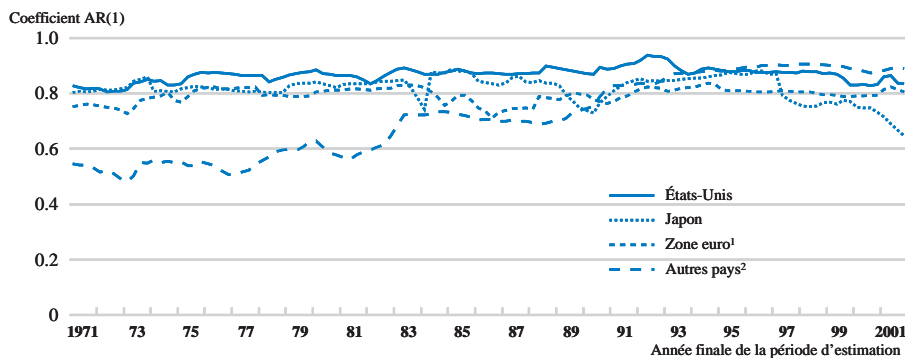
9. La part des services dans le PIB total est passée de 56 pour cent en 1970 à 70 pour cent en 1999, pour une moyenne pondérée des 13 pays de l'OCDE visés dans le présent chapitre. Une partie de cette augmentation, toutefois, tient à une redéfinition de l'activité compte tenu de la tendance à l'externalisation et à la division du travail.
10. Les seules exceptions sont l'Autriche dans les années 90, où le commerce a légèrement contribué à l'accroissement de la variation du différentiel de production et l'Allemagne dans les années 80 et 90, où le solde commercial n'a pas affecté la variation totale de ce différentiel.
11. Les modifications des régimes de change des pays de l'OCDE au cours des 10 dernières années ont vraisemblablement aussi eu une incidence sur la façon dont les échanges influent sur le cycle, mais cette question sort du cadre du présent chapitre.
12. La moyenne de la zone euro masque, toutefois, les différences majeures entre les pays : le solde extérieur a aujourd'hui un effet moins stabilisateur pour l'Autriche et l'Allemagne qu'il y a 20 ou 30 ans, alors que pour l'Italie et l'Espagne, les effets de stabilisation se sont sensiblement accentués. L'effet pour la France est quasiment inchangé depuis trois décennies (voir tableau A.1 de Dalsgaard *et al.* (2002) pour des précisions).

La durée du cycle

Il n'y a pas eu suffisamment de cycles économiques pleins dans les pays de l'OCDE depuis les années 60 pour que l'on puisse avancer des conclusions définitives quant à leur durée tendancielle. Néanmoins, les variations de la durée des cycles peuvent être évaluées approximativement à partir des changements dans la persistance des écarts de production, mesurée par la variation dans le temps des auto-corrélations de premier ordre¹³. Sur la base de cette mesure de la durée, la persistance du cycle économique semble être restée plus ou moins inchangée dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon (voir graphique V.4). Pour d'autres pays (Australie, Canada, Nouvelle-Zélande, Norvège, Suède et Royaume-Uni), où les cycles étaient par le passé relativement courts, une tendance assez nette se dessine dans le sens de cycles de même durée que dans les autres pays¹⁴.

La longueur du cycle reste largement inchangée...

Graphique V.4. La persistance des écarts de production est généralement stable



Note : la persistance des écarts est mesurée par l'autocorrélation de premier ordre de l'écart. Un processus AR(1) est estimé sur une période mobile de 10 ans.

1. Moyenne de l'Allemagne, de l'Autriche, de l'Espagne, de la France et de l'Italie.

2. Moyenne de l'Australie, du Canada, du Royaume-Uni et de la Suède.

Source : OCDE.

Les divergences internationales du cycle et la synchronisation

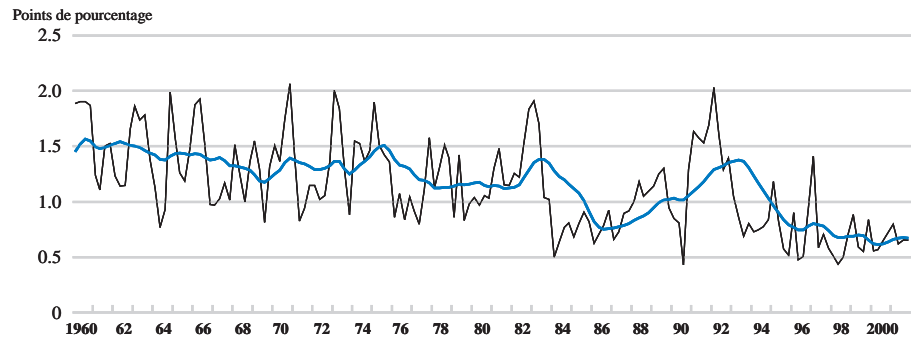
On pourrait s'attendre à ce que la plus grande intégration économique d'un groupe de pays se traduise par des cycles plus semblables pour ce qui est de l'intensité, de la durée et du profil temporel. Pour mesurer l'importance de la divergence des cycles économiques entre les pays, on peut se fonder sur l'écart type des différentiels de production entre les pays. Cet écart serait nul pour toutes les périodes si le cycle économique avait la même périodicité et la même amplitude dans tous les pays. Ainsi, plus l'écart type est petit, moins les cycles économiques sont divergents. Dans cette optique, les cycles paraissent en fait être progressivement devenus plus

... et les divergences internationales ont diminué, mais la synchronisation ne s'est pas accrue

13. On est proche du concept utilisé dans plusieurs autres études consacrées aux cycles économiques (voir par exemple Christodoulakis *et al.* (1995) ou Barro (1988) pour un examen de la persistance du chômage). En ne s'intéressant qu'aux autocorrélations de premier ordre, il n'est pas nécessaire de poser des hypothèses spécifiques quant au processus dynamique déterminant l'écart de production (si ce n'est celle selon laquelle ce processus comporte un élément autorégressif, ce qui est de toute évidence le cas), voir aussi Greene (1997).

14. Les facteurs qui ont éventuellement contribué à ce phénomène sont l'amélioration de la qualité des données et/ou une réduction de l'incidence des chocs négatifs, les contractions du niveau de la production semblant être désormais plus fréquentes que les expansions, voir *Perspectives économiques mondiales du FMI* (2002) pour des précisions.

— Graphique V.5. Moins grande divergence des différentiels de production —
Écarts-types des écarts de production pour un ensemble de pays



Note : Le degré de synchronisation est mesuré par l'écart-type de l'écart de production pour 11 pays de l'OCDE à chaque période. La ligne en gras indique la moyenne mobile sur 12 trimestres. L'écart est calculé en utilisant un filtre HP 1600.
Source : OCDE.

similaires, surtout depuis le début des années 90 (graphique V.5)¹⁵. Cependant, la moins grande dispersion des écarts entre les pays semble provenir plus d'une réduction des différentiels au fil du temps que de l'existence de cycles économiques de plus en plus en phase dans les différents pays. Ainsi, plusieurs indicateurs de la synchronisation des cycles économiques ne mettent pas en évidence de tendances claires, sauf éventuellement un plus grand alignement des cycles dans la zone euro¹⁶.

Facteurs influant sur les modifications du cycle économique et leurs conséquences

Plusieurs facteurs ont sans doute réduit les fluctuations conjoncturelles...

Mises à part les modifications de l'ampleur et de la nature des perturbations de l'économie mondiale, la tendance à la réduction des différentiels de production semble avoir été associée à une augmentation de la part des services dans l'économie et à une meilleure gestion des stocks. En outre, plusieurs autres facteurs, fondamentalement plus difficiles à quantifier, pourraient aussi avoir beaucoup contribué à façonner les cycles par le passé et devraient continuer à jouer un rôle dans la période à venir. En particulier, la priorité donnée dans les politiques monétaires et budgétaires à des cadres d'action orientés vers la stabilité, la « nouvelle économie » et la déréglementation et la globalisation de plus en plus marquée des marchés financiers ont sans doute aussi exercé une influence¹⁷. Ces facteurs sont examinés dans les sections ci-après.

15. Daalsgard *et al.* (2002) constatent que ce résultat résiste à plusieurs méthodes différentes d'élimination de la tendance, y compris les mesures types de l'écart de production utilisées par l'OCDE.

16. Plusieurs autres études arrivent aussi à cette conclusion, voir Daalsgard *et al.* (2002) pour des références.

17. Les changements structurels en cours dans d'autres domaines – comme la réforme du marché du travail, le renforcement des politiques de la concurrence, la privatisation et la déréglementation des industries de réseau dans nombre de pays de l'OCDE – ont sans nul doute exercé aussi une influence sur le cycle économique. L'étude de ces effets n'entre toutefois pas dans le cadre du présent chapitre.

Politiques monétaires et budgétaires

Au cours des années 80 et au début des années 90, les politiques macroéconomiques visaient à stabiliser l'inflation à un faible niveau et à maîtriser et réduire des niveaux d'endettement public en forte expansion. Bien que les politiques mises en œuvre aient supposé un sacrifice initial non négligeable sur le plan de la production, à long terme l'un des avantages recherchés a été des cycles économiques plus stables, comme ceux observés depuis le début des années 90¹⁸. Par exemple, la réduction des taux d'inflation et le maintien de ces taux à un bas niveau ont, semble-t-il, permis de mieux ancrer les anticipations d'inflation, réduisant le risque que des augmentations excessives des prix et des salaires n'interviennent à mesure que l'activité se développe ou que les prix n'augmentent temporairement du fait de facteurs affectant négativement l'offre¹⁹. La nécessité pour les producteurs de contrôler les facteurs de « hausse des coûts » est devenue plus pressante, car le maintien de faibles taux d'inflation a rendu les modifications des prix relatifs plus transparentes. Dans plusieurs pays de l'OCDE, il semble que les variations des taux de change ou des prix à l'importation aient une moindre répercussion sur les prix de la consommation finale²⁰. Cela constitue vraisemblablement un facteur de stabilisation du cycle, en ce sens que la politique peut être menée d'une manière qui entraîne relativement moins de perturbations de l'économie réelle.

... notamment les politiques monétaires orientées vers la stabilité des prix...

Pour l'action budgétaire, une distinction doit être faite entre la stabilisation automatique et les modifications budgétaires discrétionnaires. Les stabilisateurs automatiques, par définition, exercent un effet modérateur sur le cycle et les pays où ces stabilisateurs jouent un rôle important connaissent des fluctuations conjoncturelles moins marquées, toutes choses égales par ailleurs²¹. Étant donné que les impôts et les transferts publics se sont sensiblement accrus en pourcentage du revenu total dans la plupart des pays de l'OCDE ces 40 dernières années, l'action de modération des fluctuations conjoncturelles exercée par les stabilisateurs automatiques s'est vraisemblablement renforcée²². Bien qu'il ne soit pas facile de rassembler des données sur l'évolution dans le temps de l'importance de la stabilisation budgétaire automatique, certains éléments permettent de penser que les modifications

... et les politiques contra-cycliques

18. Voir Turner et Seghezza (1999) pour des estimations du sacrifice de production impliqué par la réduction de l'inflation dans les pays de l'OCDE.

19. Il est difficile de mesurer de façon exacte les modifications des anticipations d'inflation, mais une indication peut être donnée par la variabilité de l'inflation par rapport à celle de l'écart de production. Une réduction de ce ratio est compatible avec un ancrage plus ferme des anticipations d'inflation. Comme indiqué dans Dalsgaard *et al.* (2002), une telle évolution semble être intervenue dans la plupart des pays de l'OCDE ces 20 dernières années, sauf en Allemagne et aux États-Unis, où le ratio est resté relativement constant, et en Italie et en Norvège, où il s'est accru.

20. Voir Taylor (2000) et Hampton (2002). On notera que l'atténuation de la répercussion peut être attribuable à plusieurs facteurs : les fournisseurs étrangers tarifient de plus en plus les biens aux prix du marché local, les importateurs et les producteurs nationaux absorbent de plus en plus les fluctuations des prix à l'importation dans leurs marges et les importateurs nationaux changent plus facilement de fournisseurs extérieurs lorsque les mouvements des taux de change bilatéraux ou les prix deviennent défavorables.

21. Bien évidemment, la contrepartie peut être une perte d'efficacité dans la mesure où des stabilisateurs importants vont de pair avec des impôts et/ou des dépenses publiques à fort effet de distorsion.

22. En pourcentage du PIB, les impôts se sont accrus de près de 12 points de pourcentage pour le pays de l'OCDE moyen depuis 1965 (passant de 25 pour cent environ à 37-38 pour cent). Les transferts publics ont en moyenne doublé au cours de la même période (passant de 8 pour cent environ du PIB au milieu des années 60 à 16 pour cent environ aujourd'hui). Cependant, il n'y a pas nécessairement une relation linéaire simple entre l'importance des impôts et des transferts publics et l'importance de la stabilisation budgétaire. L'effet de stabilisation dépend, entre autres choses, du degré de progressivité du système de prélèvements et de transferts ainsi que de la composition des impôts sur le revenu, sur la consommation et sur la propriété.

discrétionnaires de la politique budgétaire (qui, pour des raisons bien connues, peuvent avoir un effet déstabilisateur) ont eu un caractère procyclique tout au long des années 90 dans davantage de pays que lors des périodes antérieures²³.

La nouvelle économie et le progrès technologique

Les TIC et la « nouvelle économie » ont modifié la croissance tendancielle...

L'expression « nouvelle économie » est utilisée pour saisir entre autres, l'incidence sur l'économie de la production et de l'utilisation des technologies de l'information et des communications (TIC). Jusqu'ici, on s'est surtout intéressé au rôle des TIC sur la croissance tendancielle, les observations faisant apparaître, malgré le ralentissement actuel de l'activité, des effets positifs considérables pour les États-Unis, mais des effets beaucoup plus limités ailleurs. Outre la tendance, l'utilisation des TIC influe aussi vraisemblablement sur le tracé des fluctuations conjoncturelles au cours éventuellement de deux phases, difficiles à séparer dans la pratique. Premièrement, le cycle pourrait bien être affecté durant la phase de transition vers la croissance tendancielle plus élevée associée à une plus grande utilisation des TIC. Deuxièmement, une fois achevée la phase de transition, l'augmentation de la part des TIC dans l'économie peut à elle seule avoir une incidence sur le cycle.

... mais peuvent aussi donner une impulsion conjoncturelle...

Les effets économiques d'un passage à un sentier de croissance tendancielle apparemment plus soutenu sont incertains. Si la modification de la croissance tendancielle n'est pas bien appréhendée, l'incidence sur la richesse, la consommation et l'activité globale pourrait bien mettre du temps à se manifester. D'autre part, des anticipations de croissance trop optimistes pourraient se traduire par des réactions excessives des cours des actions comme cela a, semble-t-il, été le cas récemment aux États-Unis²⁴. Pour les grands pays d'Europe continentale, la capitalisation du marché boursier et les propensions marginales à financer la consommation à l'aide des plus-values boursières sont plus faibles que pour les États-Unis, ce qui permet de penser que, si la nouvelle économie devait avoir d'importants effets sur la croissance européenne, l'incidence sur les dépenses de la richesse financière pourrait être beaucoup plus modérée. En outre, compte tenu de l'expérience des États-Unis, il est sans doute moins probable que l'on observe à nouveau des anticipations de croissance trop optimistes.

... et influencer de façon permanente sur les caractéristiques du cycle

Le plus grand rôle joué par les TIC dans l'économie pourrait avoir plusieurs effets pertinents sur le cycle économique. Premièrement, l'amélioration de la capacité de gestion des stocks que permet l'utilisation des TIC pourrait encore réduire l'instabilité due au cycle des stocks. Deuxièmement, s'agissant des flux d'investissements globaux, l'accélération du rythme d'amortissement et la baisse des prix relatifs des produits des TIC tendront, toutes choses égales par ailleurs, à faire grimper le taux d'investissement brut, augmentant le poids dans le PIB d'un élément généralement instable. Dans le même temps, toutefois, l'instabilité de l'investissement à long terme pourrait être réduite car l'accélération de l'amortissement permet un retour plus rapide de l'investissement à l'équilibre après un choc. Enfin, le secteur des TIC

23. Voir Dalsgaard *et al.* (2002) et Van den Noord (2000).

24. Cette incertitude peut aussi avoir une incidence sur l'évolution du marché du travail. En particulier, Meyer (2000) avance qu'étant donné que les aspirations en matière de salaires réels mettent du temps à rattraper l'augmentation de la croissance tendancielle de la productivité, le NAIRU pourrait temporairement avoir reculé de pas moins d'un point de pourcentage aux États-Unis. Se fondant sur l'expérience de la plupart des pays de l'OCDE, Richardson *et al.* (2000) ne trouvent guère de données empiriques corroborant une incidence significative sur le NAIRU des variations temporaires de la croissance de la productivité, associées aussi à l'époque à un recul des parts de salaires.

se caractérise par des chaînes d’approvisionnement internationales verticales, mettant en évidence le lien de plus en plus étroit entre les cycles des échanges et les cycles nationaux. Bien que le développement des chaînes d’approvisionnement verticales ne soit pas limité au secteur des TIC, l’utilisation de ces technologies facilite souvent ce développement dans d’autres secteurs.

Déréglementation et libéralisation financières

Un autre puissant facteur ayant affecté les caractéristiques des cycles économiques ces dernières décennies est l’effort de déréglementation et de libéralisation des marchés financiers. S’agissant de la « nouvelle économie », les changements qu’elle entraîne ont vraisemblablement des effets opposés sur les caractéristiques des cycles économiques. D’une part, un accès plus facile et moins cher au crédit implique un assouplissement des contraintes de revenu et de liquidité, ce qui exerce vraisemblablement une influence stabilisatrice sur la consommation et l’investissement privés. De l’autre, la déréglementation pourrait aussi conduire à une plus grande instabilité dans la mesure où elle amplifie le rôle de l’accélérateur financier et le risque de cycles excessifs des prix des actifs. Compte tenu des mécanismes régissant l’accélérateur financier, l’évolution des prix des actifs est en général procyclique (graphique V.6) et il y a souvent renforcement réciproque²⁵. Cependant, on dispose de peu de données montrant formellement que les prix des actifs sont devenus plus procycliques après la déréglementation.

Les contraintes de crédit sont assouplies, mais les cycles des prix des actifs pourraient s’être amplifiés

En tout état de cause, l’accélérateur financier pourrait désormais jouer un plus grand rôle dans la détermination du cycle car la libéralisation financière a entraîné une expansion importante des bilans du secteur privé, notamment une augmentation sensible du niveau d’endettement des entreprises et un accroissement de la détention par les ménages de portefeuilles d’actifs financiers liés au marché. La plus grande exposition financière des ménages a accru la sensibilité de la demande intérieure aux variations des prix des actifs financiers. De même, les bilans des entreprises et, par conséquent, leur capacité d’emprunter, dépendent désormais davantage des prix des actifs.

Les modifications des prix des actifs et des bilans se sont accentuées

Facteurs déterminant la synchronisation récente

La constatation selon laquelle peu de données historiques corroborent l’hypothèse d’une plus grande synchronisation des cycles économiques contraste quelque peu avec le ralentissement mondial récent, qui touche les échanges et l’activité dans l’ensemble des pays de l’OCDE. Ce ralentissement synchronisé reflète en partie l’ajustement à un choc commun, en particulier une capacité excédentaire au niveau mondial dans le secteur des TIC. Les hausses des prix du pétrole en 2000 ont aussi vraisemblablement joué un rôle dans le fléchissement de l’activité. En outre, celui-ci pourrait aussi s’expliquer en partie par de nouveaux mécanismes de synchronisation qui gagnent sans doute en importance, comme on va le voir ci-après.

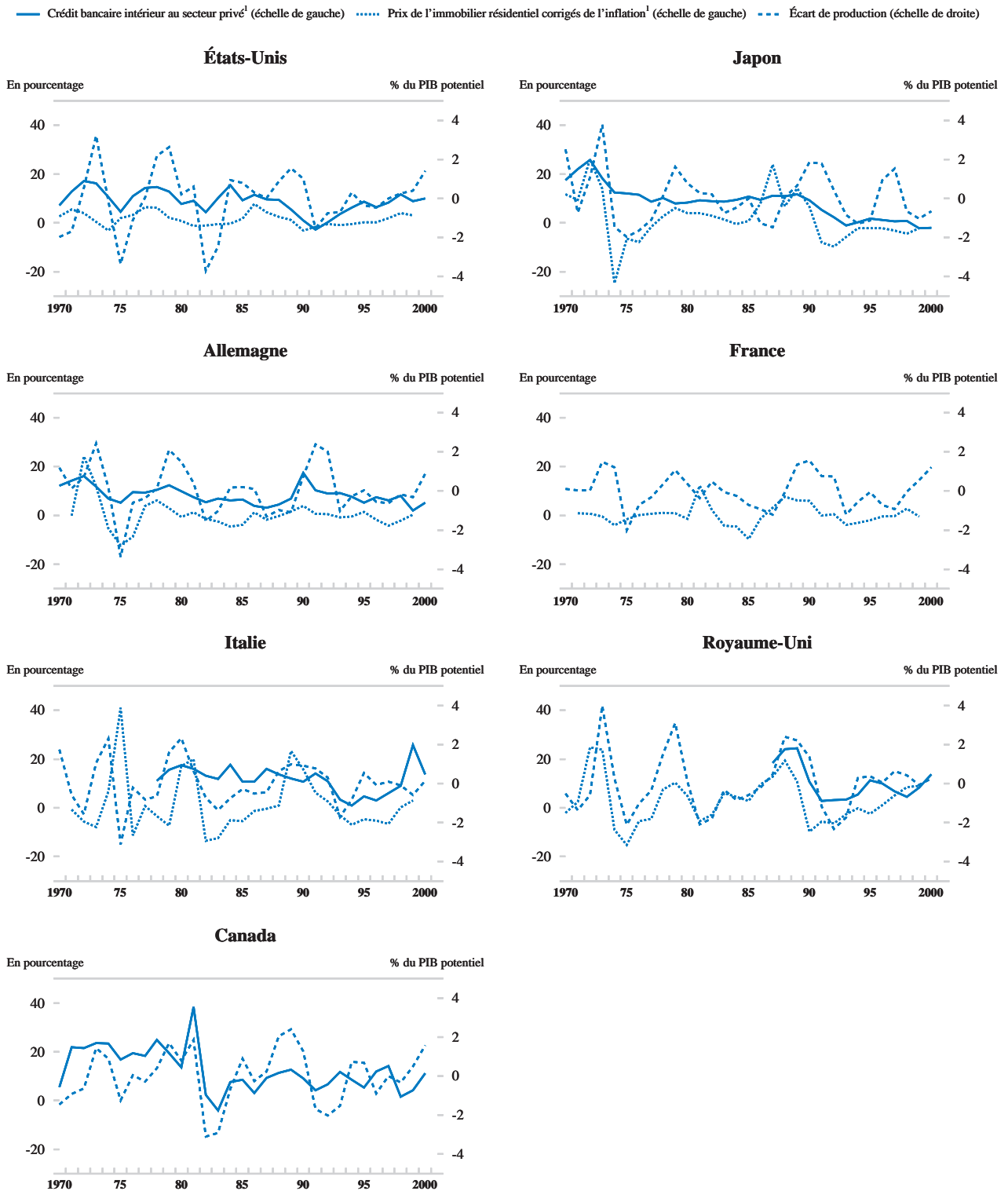
Les événements récents mettent en évidence une plus grande synchronisation...

Le ralentissement de l’économie des États-Unis, qui a débuté dans le secteur des TIC, s’est accompagné d’un ajustement majeur des prix des actions dans beaucoup de pays. Ainsi, un choc important subi par une grande économie de manière générale peut aussi avoir des répercussions dans le reste du monde par le biais des interactions

... s’expliquant par les chocs communs liés aux TIC et aux prix des actifs...

25. Voir Banque des règlements internationaux (2001).

Graphique V.6. Caractère cyclique du crédit et des prix des actifs



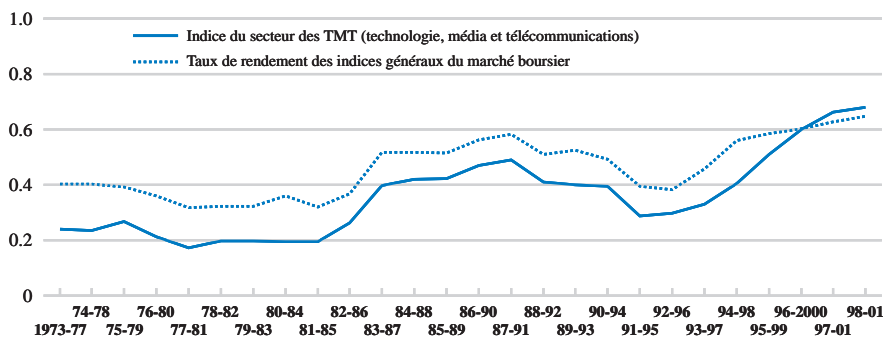
1. Variation en pourcentage par rapport à la période précédente.
Source : BRI ; OCDE.

des marchés financiers. Les coefficients de corrélation inter-pays des taux de rendement des indices généraux du marché boursier et du secteur des TMT (technologie, médias et télécommunications) ont augmenté sensiblement dans les années 90 dans presque tous les cas, sauf ceux impliquant le Japon (graphique V.7)²⁶. Les effets de patrimoine des corrélations des prix des actions entre les pays constituent un mécanisme de transmission potentiellement important, compte tenu de l'accroissement des portefeuilles d'actions détenus par les ménages dans les pays de l'OCDE²⁷. Pour l'Amérique du Nord et le Royaume-Uni, les effets de patrimoine liés aux marchés boursiers seraient relativement importants, compte tenu de la plus grande importance des portefeuilles boursiers dans la richesse des ménages par rapport à la zone euro et au Japon.

Un autre mécanisme de renforcement de la synchronisation plus difficile à mesurer est l'internationalisation des entreprises – outre l'effet que ce phénomène peut avoir sur les cours des actions. Par exemple, dans la mesure où les entreprises sont multinationales, la nécessité de désinvestir en raison des évolutions intervenant sur un marché peut entraîner une réduction des activités dans d'autres pays et, inversement, en cas de conditions dynamiques²⁸. Il est difficile d'avoir une idée exacte de l'importance potentielle de ces effets. Cependant, les flux d'investissement direct étranger se sont fortement accrus ces dernières années, indiquant que ce mécanisme revêt sans doute une influence croissante.

... une plus grande internationalisation des entreprises...

Graphique V.7. Les taux de rendement des marchés boursiers sont désormais davantage corrélés



Note : Les taux de rendement sont calculés en prenant les différences en log entre les prix en fin de mois de l'ensemble du marché avec l'indice du secteur des TMT des pays du G7 ; i.e. les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France, l'Italie, le Royaume-Uni et le Canada. Les coefficients de corrélation bivariés des taux de rendement des marchés sont alors estimés pour chaque couple de pays du G7 entre 1973 et mai 2001 sur une période mobile de 5 ans. Les coefficients moyens de corrélation sont construits comme les moyennes arithmétiques des coefficients de corrélation bivariés estimés.

Source : Datastream, OCDE.

26. Cela devrait être compatible avec l'observation selon laquelle, du moins dans le secteur des TIC et le secteur financier, la valeur des actions des différentes entreprises est désormais davantage corrélée aux indices sectoriels (inter-pays) qu'aux indices nationaux (inter-sectoriels). Voir G. Galati et K. Tsatsaronis (2001).
27. On estime qu'une baisse de 10 pour cent de l'indice du marché boursier générerait un recul d'environ 0,6 pour cent de la consommation aux États-Unis mais seulement de deux dixièmes d'un pour cent, ou moins, au Japon, en Allemagne, en France et en Italie. Pour plus de précisions, voir Boone *et al.* (1998).
28. Cela peut tout à fait être le cas même lorsqu'aucun échange transfrontière n'est concerné. En revanche, lorsqu'un ralentissement sur un marché affecte l'activité ailleurs par le biais des interactions commerciales, la propagation internationale ne devrait pas être touchée, que ces interactions interviennent au sein des entreprises ou entre entreprises.

... et les effets sur la confiance

A terme, la transmission des fluctuations conjoncturelles pourrait aussi être affectée par des facteurs « immatériels » comme la confiance. D'après certaines observations, la confiance des consommateurs est de plus en plus influencée par les variations des cours des actions. Cela peut contribuer à amplifier l'impact de l'évolution des marchés boursiers sur la consommation privée, même dans les pays où peu de ménages détiennent des portefeuilles d'actions. Étant donné que la corrélation avec la rentabilité boursière est encore plus forte dans le cas de la confiance des entreprises, une baisse de la demande dans une grande économie ou dans une grande région, par la même voie, pourrait avoir une incidence sur l'investissement privé dans les autres pays. Plus généralement, toutefois, il est difficile de dire si les corrélations inter-pays des indices de confiance se sont renforcées de façon systématique au fil du temps, augmentant l'importance de ce mécanisme de transmission ou du mécanisme de transmission par les cours boursiers.

Certaines conséquences pour la politique économique de la transmission internationale

Les nouveaux mécanismes mettent à l'épreuve les politiques monétaires

Comme on l'a vu, la moindre amplitude des cycles économiques nationaux pourrait être en partie liée à la priorité accrue accordée aux objectifs de moyen terme dans les politiques monétaires et budgétaires. Cependant, dans ce cadre général, la plus grande synchronisation apparente de l'activité et l'importance croissante des mécanismes de transmission internationale autres que les échanges pourraient susciter de nouveaux enjeux pour la politique monétaire en particulier. Dans les paragraphes qui suivent, certains aspects de ce phénomène sont illustrés par des simulations utilisant le modèle Interlink de l'OCDE.

Un choc simulé touchant l'économie des États-Unis...

Les simulations réalisées portent sur les effets d'une reprise hypothétique aux États-Unis, du fait de chocs exogènes au niveau de la demande intérieure et des prix des actions²⁹. Certains résultats pour les États-Unis, la zone euro et le volume du commerce mondial sont présentés dans le tableau V.2. La Réserve fédérale est supposée répondre au choc positif en relevant les taux d'intérêt à court terme de 200 points de base, alors que les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis subissent une augmentation représentant la moitié de celle des taux courts. Dans le modèle, cet accroissement des taux d'intérêt suffit à faire revenir l'inflation et la production vers le niveau de référence à moyen terme. Trois variantes de la simulation sont prises en compte, afin de déterminer l'incidence qu'exerce, par le biais de divers mécanismes, l'activité économique aux États-Unis sur la zone euro. Dans tous les cas, on suppose que la BCE relève suffisamment les taux d'intérêt pour ramener l'inflation vers le niveau de référence à moyen terme et que les taux de change nominaux restent inchangés. Dans la première simulation, l'activité n'est affectée que par les interactions commerciales, alors que les prix des actions européennes restent inchangés et que les rendements des obligations ne réagissent que partiellement au durcissement des taux d'intérêt par la BCE. Dans la deuxième simulation, les prix des actions européennes augmentent dans la même mesure qu'aux États-Unis. La troisième

29. Le choc pour les États-Unis consiste en une contraction de la demande intérieure de 2 pour cent sur une année. On estime qu'au cours de la même période cela conduira à une baisse des prix des actions de 20 pour cent.

— Tableau V.2. Incidence des chocs sur le PIB et le volume des échanges mondiaux —

*Écart en pourcentage par rapport au scénario de référence***Incidence des chocs sur le niveau des PIBs américains et de la zone euro**

Simulation	Effet maximum		Incidence après une année	
	États-Unis	Zone euro	États-Unis	Zone euro
Interactions commerciales uniquement	1.5	0.5	1.2	0.3
Plus chute du prix des actions européennes	1.6	0.7	1.2	0.5
Plus réaction alternative des rendements obligataires de la zone euro	1.5	0.6	1.2	0.4

Incidence des chocs sur les volumes de commerce mondiaux

Simulation	Effet sur le volume du commerce mondial			
	année 1	année 2	année 3	année 4
Interactions commerciales uniquement	1.1	2.5	1.8	0.6
Plus chute du prix des actions européennes	1.4	3.2	2.3	0.7
Plus réaction alternative des rendements obligataires de la zone euro	1.2	3.0	2.1	0.7

Source : OCDE

simulation conjugue ce dernier aspect avec l'hypothèse selon laquelle les rendements obligataires européens sont affectés par les rendements obligataires aux États-Unis.

Les hypothèses retenues pour ces simulations sont de toute évidence assez grossières, mais elles illustrent néanmoins le rôle que peuvent jouer les interactions autres que commerciales. Si seul le mécanisme de transmission commerciale fonctionne, la hausse requise des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro est au plus de 125 points de base. Comme pour les États-Unis, on suppose que les taux longs enregistreront une augmentation représentant la moitié de celle des taux courts. La production progresse d'un peu plus d'1/2 pour cent avant de revenir à son niveau de référence, alors que le volume des échanges mondiaux s'accroît de 2 1/2 pour cent au plus par rapport au niveau de référence. Bien que les prix des actions aient une incidence moindre sur la consommation et l'investissement en Europe qu'aux États-Unis, la deuxième simulation fait apparaître qu'un resserrement monétaire plus important est nécessaire lorsqu'on tient compte des effets plus larges des mouvements des prix des actions internationaux. Concrètement, les taux courts sont augmentés de 175 points de base dans la zone euro (la répercussion sur les taux longs restant de 50 pour cent), mais malgré le resserrement monétaire supplémentaire, l'expansion maximale de la production et des échanges mondiaux se situe désormais aux alentours de 3/4 pour cent. La troisième simulation illustre l'importance des réactions des taux longs : les taux courts dans la zone euro sont relevés de 150 points de base, mais étant donné que les taux longs en Europe réagissent désormais aux taux longs aux États-Unis aussi bien qu'aux taux courts en Europe, la hausse correspondante des taux longs dans la zone euro est en fait semblable à l'augmentation des taux courts, c'est-à-dire 150 points de base. Dans ce cas, l'expansion de la production est limitée à 0.6 pour cent environ, alors que le volume des échanges mondiaux s'accroît de 3 pour cent au maximum, c'est-à-dire se situe dans une position

... se propage plus rapidement et exige des mesures correctrices plus importantes...

intermédiaire par rapport aux deux simulations précédentes.

*... en raison du renforcement
des nouveaux mécanismes de
transmission*

La conclusion générale de ces simulations est que les effets de report autres que commerciaux sont potentiellement importants. Ainsi, sur le front monétaire, les mesures correctrices pourraient devoir être plus vigoureuses que dans une situation où les échanges sont le seul mécanisme de transmission entre les pays. Dans le même temps, toutefois, les prix des actifs – y compris les actions et les obligations mais aussi les biens immobiliers – jouent désormais un rôle plus important dans le mécanisme de transmission monétaire par le biais des effets de patrimoine et de bilan³⁰. Cela pourrait être un argument pour une approche plus progressive de la politique monétaire, les liens entre les taux d'intérêt et les prix des actifs pouvant être fragiles et instables³¹. L'équilibre « optimal » entre ces deux éléments potentiellement conflictuels est, bien entendu, difficilement quantifiable. Il faudra néanmoins que les responsables prennent bien conscience des implications que peuvent avoir ces interactions.

Conclusions

*La modification de
l'environnement économique
a affecté le cycle...*

Il apparaît que le cycle économique a perdu sensiblement de son amplitude dans la plupart des pays de l'OCDE depuis dix ans ou plus. Une partie de la réduction de la volatilité découle probablement du fait que la dimension et les caractéristiques des chocs se sont modifiées au fil du temps. En outre, le rôle croissant des services dans l'économie, la réduction correspondante de l'importance des stocks et l'adoption de cadres macroéconomiques de plus en plus orientés vers des objectifs de stabilité à moyen terme pourraient aussi avoir joué un rôle.

*... et pourrait susciter de
nouveaux enjeux*

La diminution de l'amplitude du cycle économique pour les différents pays est allée de pair avec une réduction des divergences internationales de l'activité. Cependant, il ressort des données dont on dispose sur les corrélations internationales des cycles économiques que jusqu'ici, cela n'a pas conduit à un renforcement sensible de la synchronisation de l'activité dans l'ensemble de la zone de l'OCDE au cours de la période considérée. Certaines observations récentes amènent néanmoins à penser que certains aspects de la synchronisation, comme les interactions des marchés financiers, se sont renforcés. Le principal enjeu pour les responsables tient au fait que les chocs importants touchant un pays, un secteur ou une branche risquent désormais de se propager plus rapidement au travers des frontières nationales, par l'intermédiaire de mécanismes de transmission sans doute plus diversifiés.

30. Les effets de taux de change sont potentiellement encore plus importants, mais étant donné que les positions d'équilibre sont incertaines et que les taux longs sont censés diminuer dans l'ensemble des pays, ils n'ont pas été modifiés.

31. Comme peuvent l'être les liens entre les prix des actifs et l'activité, voir OCDE (2000).

BIBLIOGRAPHIE

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX (2001),
Rapport annuel.

BARRO, R. (1988),
« The persistence of unemployment », *American Economic Review*, Papers and Proceedings.

BOONE, L, C. GIORNO et P. RICHARDSON (1998),
« Stock market fluctuations and consumption behaviour: some recent evidence », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 208.

CANOVA, Fabio (1998),
« Detrending and business cycle facts », *Journal of Monetary Economics*, vol. 41.

CHRISTODOULAKIS, N., S. DIMELIS et T. KOLLINTZAS (1995),
« Comparisons of business cycles in the EC: idiosyncrasies and regularities », *Economica*, vol. 62.

DALSGAARD, T., J. ELMESKOV et C-Y. PARK (2002),
« Ongoing changes in the business cycle – evidence and causes », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 315.

FMI (2001),
Perspectives économiques mondiales, octobre, chapitre 3.

FMI (2002),
Perspectives économiques mondiales, avril, chapitre 3.

GALATI, G. et K. TSATSARONIS (2001),
« The impact of the Euro on Europe's financial markets », *Documents de travail de la BRI*, n° 100.

GIORNO, C., P. RICHARDSON, D. ROSEVEARE et P. VAN DEN NOORD (1995),
« Potential output, output gaps and structural budget balances », *Revue économique de l'OCDE*, n° 24, 1.

GREENE, W. H. (1997),
Econometric Analysis, Prentice Hall, 3^e éd.

HAMPTON, T. (2001),
« How much do import price shocks matter for consumer prices? », *Reserve Bank of New Zealand Discussion paper*, DP 2001/6.

MEYER, L. (2000),
« The economic outlook and challenges facing monetary policy », discours prononcé à Washington University, St. Louis, Missouri.

OCDE (2000),
« Monetary policy in a changing financial environment », dans les *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 67, Paris.

OCDE (2001),
Perspectives économiques de l'OCDE, n° 70, Paris.

RICHARDSON, P., L. BOONE, C. GIORNO, .M. MEACCI, D. RAE et D. TURNER (2000),
« The concept, policy use and measurement of structural unemployment: estimating a time varying NAIRU across 21 OECD countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 250.

TAYLOR, John (2000),
« Low-inflation, pass-through, and the pricing power of firms », *European Economic Review*, vol. 44.

TURNER, D., et E. SEGHEZZA (1999),
« Testing for a common OECD Phillips curve », *Document de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 219.

VAN DEN NOORD, Paul (2000),
« The size and role of automatic fiscal stabilisers in the 1990s and beyond », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 230.