

IV. ÉPARGNE ET INVESTISSEMENT : DÉTERMINANTS ET CONSÉQUENCES POUR L'ACTION DES POUVOIRS PUBLICS

Introduction

Les tendances des taux d'épargne et d'investissement sont devenues une source de préoccupation

Aux États-Unis, le dynamisme de l'investissement s'est traduit par un important déficit courant

Au Japon, l'épargne et l'investissement restent élevés, en dépit d'une croissance faible

Dans la zone euro, un certain nombre de petits pays sont confrontés à d'importants déséquilibres...

L'évolution récente des taux d'épargne et d'investissement au niveau national conduit à s'interroger sur la viabilité de leurs niveaux respectifs et des soldes correspondants.

- Aux États-Unis, le taux d'investissement total a augmenté tout au long des années 90, principalement sous l'effet d'une vive accélération des achats de machines et d'outillage par le secteur des entreprises, notamment en termes réels. En revanche, le taux d'épargne nationale est resté stable durant la décennie, cette stabilité masquant des variations compensatoires substantielles des composantes du secteur public et du secteur privé. En conséquence, le déficit courant des États-Unis s'est creusé pour atteindre 4.5 pour cent du PIB en 2000, avant de baisser quelque peu au cours de la phase actuelle de ralentissement économique (tableau IV.1).
- Au Japon, même si les taux nationaux d'épargne et d'investissement se sont repliés durant les années 90, ils restent largement supérieurs à la moyenne de l'OCDE. Ces niveaux élevés ne sont pas aisés à justifier, surtout dans le cas de l'investissement, eu égard à la croissance médiocre de la production. S'agissant de l'épargne, il n'est pas certain non plus que la transition démographique marquée qui se profile, conjuguée à d'autres facteurs, puisse expliquer en totalité le niveau élevé du taux d'épargne. A la suite des baisses parallèles de l'épargne et de l'investissement, l'excédent courant du Japon se situe entre 2 et 2.5 pour cent du PIB.
- Dans la zone euro, les taux d'épargne et d'investissement au niveau national restent inférieurs à leurs pics du début des années 90, malgré la hausse modérée enregistrée dans la seconde moitié de la décennie. Si la balance courante de la zone euro est proche de l'équilibre, dans un certain nombre de petits États membres d'importants déficits courants sont apparus à la fin des années 90.

Tableau IV.1. Déséquilibres épargne-investissement dans les pays de l'OCDE

En pourcentage du PIB

| | Balance courante | | | Soldes des administrations publiques | | | Soldes du secteur privé | | |
|--|--------------------|------|------|--------------------------------------|------|------|-------------------------|-------|-------|
| | 1996-00 moyenne | 2001 | 2003 | 1996-00 moyenne | 2001 | 2003 | 1996-00 moyenne | 2001 | 2003 |
| <i>Pays à balance courante déficitaire</i> | | | | | | | | | |
| États-Unis | -2.7 | -4.1 | -4.0 | -0.1 | 0.6 | -0.6 | -2.7 | -4.7 | -3.4 |
| Royaume-Uni | -1.2 | -1.8 | -2.2 | -0.6 | 1.1 | -0.7 | -0.6 | -2.9 | -1.5 |
| Australie | -4.4 | -3.0 | -3.7 | -0.1 | 0.1 | 0.5 | -4.3 | -3.0 | -4.1 |
| Nouvelle Zélande | -5.8 | -3.1 | -3.8 | 1.4 | 1.3 | -0.3 | -7.2 | -4.5 | -3.5 |
| Islande | -5.4 | -8.0 | -4.8 | 0.7 | -0.2 | -0.9 | -6.1 | -7.7 | -3.9 |
| <i>Pays à balance courante excédentaire</i> | | | | | | | | | |
| Japon | 2.3 | 2.1 | 3.5 | -5.6 | -6.4 | -6.6 | 7.9 | 8.5 | 10.1 |
| Canada | 0.1 | 3.7 | 2.5 | 0.5 | 2.8 | 2.2 | -0.4 | 0.9 | 0.3 |
| Corée | 3.1 | 2.2 | 2.6 | 3.9 | 5.7 | 5.5 | -0.8 | -3.4 | -2.9 |
| Suède | 3.4 | 2.3 | 2.3 | 0.6 | 3.8 | 1.8 | 2.8 | -1.5 | 0.5 |
| Danemark | 1.0 | 3.2 | 3.3 | 1.3 | 2.0 | 1.7 | -0.3 | 1.2 | 1.6 |
| Norvège | 5.9 | 14.2 | 14.0 | 7.7 | 14.3 | 11.7 | -1.8 | 0.0 | 2.3 |
| <i>Pays de la zone euro</i> | | | | | | | | | |
| Total de la zone | 0.8 | 0.0 | 0.4 | -2.0 | -1.2 | -0.9 | 2.8 | 1.2 | 1.3 |
| <i>dont : pays à balance courante excédentaire</i> | | | | | | | | | |
| France | 2.2 | 1.6 | 1.6 | -2.6 | -1.5 | -1.4 | 4.7 | 3.0 | 2.9 |
| Italie | 1.6 | 0.1 | 0.7 | -2.9 | -1.4 | -1.1 | 4.6 | 1.5 | 1.8 |
| Pays-Bas | 4.5 | 3.6 | 4.0 | -0.2 | 1.1 | 0.7 | 4.8 | 2.5 | 3.3 |
| Belgique | 5.0 | 3.3 | 4.1 | -1.4 | 0.0 | 0.2 | 6.4 | 3.3 | 3.9 |
| Finlande | 5.7 | 6.6 | 6.5 | 1.1 | 3.7 | 2.1 | 4.7 | 2.9 | 4.3 |
| <i>dont : pays à balance courante déficitaire</i> | | | | | | | | | |
| Allemagne | -0.6 | -0.7 | -0.3 | -1.7 | -2.5 | -1.8 | 1.2 | 1.8 | 1.6 |
| Espagne | -1.1 | -2.4 | -2.0 | -2.4 | 0.0 | 0.0 | 1.4 | -2.3 | -1.9 |
| Autriche | -2.8 | -2.5 | -1.5 | -2.3 | 0.0 | 0.1 | -0.5 | -2.5 | -1.6 |
| Portugal | -7.1 | -9.2 | -8.8 | -2.5 | -1.7 | -1.4 | -4.5 | -7.5 | -7.4 |
| Grèce | -4.5 | -5.2 | -5.0 | -3.4 | 0.2 | 1.3 | -1.1 | -5.4 | -6.3 |
| Irlande | 1.2 | -2.0 | -1.6 | 2.0 | 3.2 | 1.9 | -0.9 | -5.1 | -3.5 |
| <i>Économies de marché émergentes</i> | | | | | | | | | |
| Mexique | -2.5 | -3.0 | -3.5 | 7.4 | 7.7 | 8.3 | -9.9 | -10.7 | -11.9 |
| Turquie | -1.5 | 2.4 | 2.2 | -4.7 | -2.6 | -3.2 | 3.2 | 5.1 | 5.3 |
| Pologne | -5.2 | -6.2 | -5.7 | -2.4 | -4.4 | -4.9 | -2.8 | -1.7 | -0.8 |
| Republique tchèque | -4.6 | -5.1 | -5.4 | -3.2 | -6.0 | -5.8 | -1.4 | 1.0 | 0.4 |
| Hongrie | -3.7 | -2.9 | -2.3 | -5.9 | -4.9 | -4.5 | 2.2 | 2.0 | 2.2 |
| Slovaquie | -7.7 | -7.8 | -8.4 | -4.3 | -4.4 | -4.7 | -3.4 | -3.5 | -3.7 |

Source : OCDE.

... et il en va de même pour certaines économies de marché émergentes Membres de l'OCDE

- Enfin, dans la plupart des économies de marché émergentes de l'OCDE les déficits courants se sont nettement creusés ces dernières années, sous l'effet, dans certains cas, d'un gonflement des déficits publics, et dans d'autres, d'une aggravation des déséquilibres du secteur privé. S'il n'est pas rare que des pays en train de rattraper des économies plus avancées fassent appel en partie au capital étranger pour

moderniser et accroître leur capacité de production, un déséquilibre prononcé les laisse plus vulnérables à d'éventuelles turbulences sur les marchés financiers internationaux. Dans ce contexte, pareils déficits externes soulignent la nécessité de mettre en œuvre des politiques économiques intérieures susceptibles de préserver la crédibilité aux yeux des investisseurs.

Si ces tendances s'avèrent non soutenables, elles risquent d'entraîner des ajustements perturbateurs

Ces évolutions soulèvent deux séries de questions apparentées. Premièrement, les déséquilibres actuels entre l'épargne et l'investissement, s'ils se révèlent non soutenables, pourraient déclencher des ajustements potentiellement perturbateurs, avec des implications pour les marchés financiers et l'activité économique. Même si, en principe, des déséquilibres importants peuvent être peu à peu résorbés, l'expérience a montré qu'ils provoquent souvent des variations brutales des taux de change, avec des répercussions négatives sur les marchés des produits et du travail. Dans la zone euro se pose en outre la question de savoir si la politique budgétaire devrait ou non contribuer plus activement à limiter les déséquilibres « internes ». Deuxièmement, même lorsque les déséquilibres ne sont pas préoccupants, les taux d'épargne et d'investissement ne se situent peut-être pas à des niveaux qui sont soutenables ou qui contribuent de façon optimale à promouvoir la croissance de la production et le bien-être économique à court et moyen terme. Dans les deux cas, il convient de se demander quel rôle les politiques structurelles et macro-économiques peuvent jouer pour faciliter l'ajustement souhaité.

Le présent chapitre aborde ces questions en étudiant les facteurs qui déterminent des évolutions de l'épargne et de l'investissement, afin d'en évaluer la viabilité, puis tire un certain nombre de conséquences pour l'action des pouvoirs publics. La section suivante décrit les tendances récentes des taux d'investissement et d'épargne au niveau national et examine si leurs composantes de secteur privé respectives peuvent être expliquées en fonction de leurs principaux déterminants fondamentaux, notamment la politique macro-économique. A partir de ces résultats, la dernière section évalue le risque de voir la résorption des déséquilibres existants entre épargne et investissement, en particulier du lourd déficit courant des États-Unis, se produire brutalement, avec de fortes fluctuations des taux de change.

Les principales conclusions qui se dégagent de l'analyse sont les suivantes :

La vigueur de l'investissement des entreprises n'est pas aisément explicable par les paramètres économiques fondamentaux

- Dans un certain nombre de pays, la hausse du volume de l'investissement des entreprises observée durant la seconde moitié des années 90 ne peut être que partiellement expliquée par la croissance de la production, la baisse régulière du prix relatif des biens d'équipement et, jusqu'à la mi-2000, le coût relativement bas du financement sur fonds propres. C'est le cas en particulier de la plupart des pays où l'investissement réel des entreprises a été soutenu, mais aussi du Japon, où il a progressé plus modérément. Dans ces conditions, l'analyse empirique tend à confirmer l'idée que l'investissement a

dépassé son niveau d'équilibre, en particulier aux États-Unis. Dans ce pays, toutefois, la hausse des taux de dépréciation associée à des modifications de la composition du capital a pu stimuler suffisamment l'investissement brut pour que le rythme d'investissement effectif apparaisse viable.

Les variations de l'épargne nationale ont été déterminées principalement par l'évolution des soldes budgétaires

- Les taux d'épargne nationale se sont généralement stabilisés ou ont même rebondi quelque peu dans les années 90, mettant fin à la baisse tendancielle observée au cours des décennies précédentes. Ce changement a été dicté pour l'essentiel par la hausse de l'épargne publique, découlant des efforts d'assainissement considérables déployés dans la majorité des pays durant la seconde moitié des années 90. La progression de l'épargne publique a été partiellement neutralisée par une contraction de l'épargne privée, due pour l'essentiel à la forte érosion des taux d'épargne des ménages. Bien que cette dernière ait conduit à s'interroger sur un possible surendettement et sur la viabilité de la tendance, il n'apparaît pas d'indices clairs d'une surréaction des consommateurs à l'essor des marchés boursiers dans les dernières années de la décennie 90.

Une nette contraction du déficit courant des États-Unis s'accompagnera vraisemblablement d'un ajustement du taux de change

- Le ralentissement de la production aux États-Unis a déjà contribué à une légère diminution du déficit courant, qui, d'après les estimations actuelles, devrait rester proche de 4 pour cent du PIB ces deux prochaines années. Cependant, on estime que les facteurs conjoncturels ne représentent à eux seuls qu'une fraction relativement faible du déséquilibre des États-Unis, de sorte qu'une nouvelle baisse jusqu'à un niveau plus soutenable dépendra aussi de l'évolution des déterminants fondamentaux de l'épargne et de l'investissement, notamment la croissance relative de la productivité tendancielle et la démographie. Les taux d'épargne privée au Japon et en Europe pourraient bien décroître plus vite qu'aux États-Unis durant les prochaines décennies en raison d'un vieillissement plus rapide des populations. Toutefois, comme le ralentissement connexe de la croissance de la population active déprime aussi l'investissement, la contribution des changements démographiques à la résorption des déséquilibres externes aux États-Unis et au Japon demeure incertaine, aussi bien en ce qui concerne son ampleur que le moment où elle pourrait se faire sentir. En tout état de cause, une réduction significative des déséquilibres jusqu'à des niveaux plus soutenables impliquera probablement des ajustements de prix relatifs.

Facteurs agissant sur l'investissement et l'épargne

Évolution des taux d'investissement

Les dépenses d'investissement des entreprises ont progressé plus rapidement que le PIB...

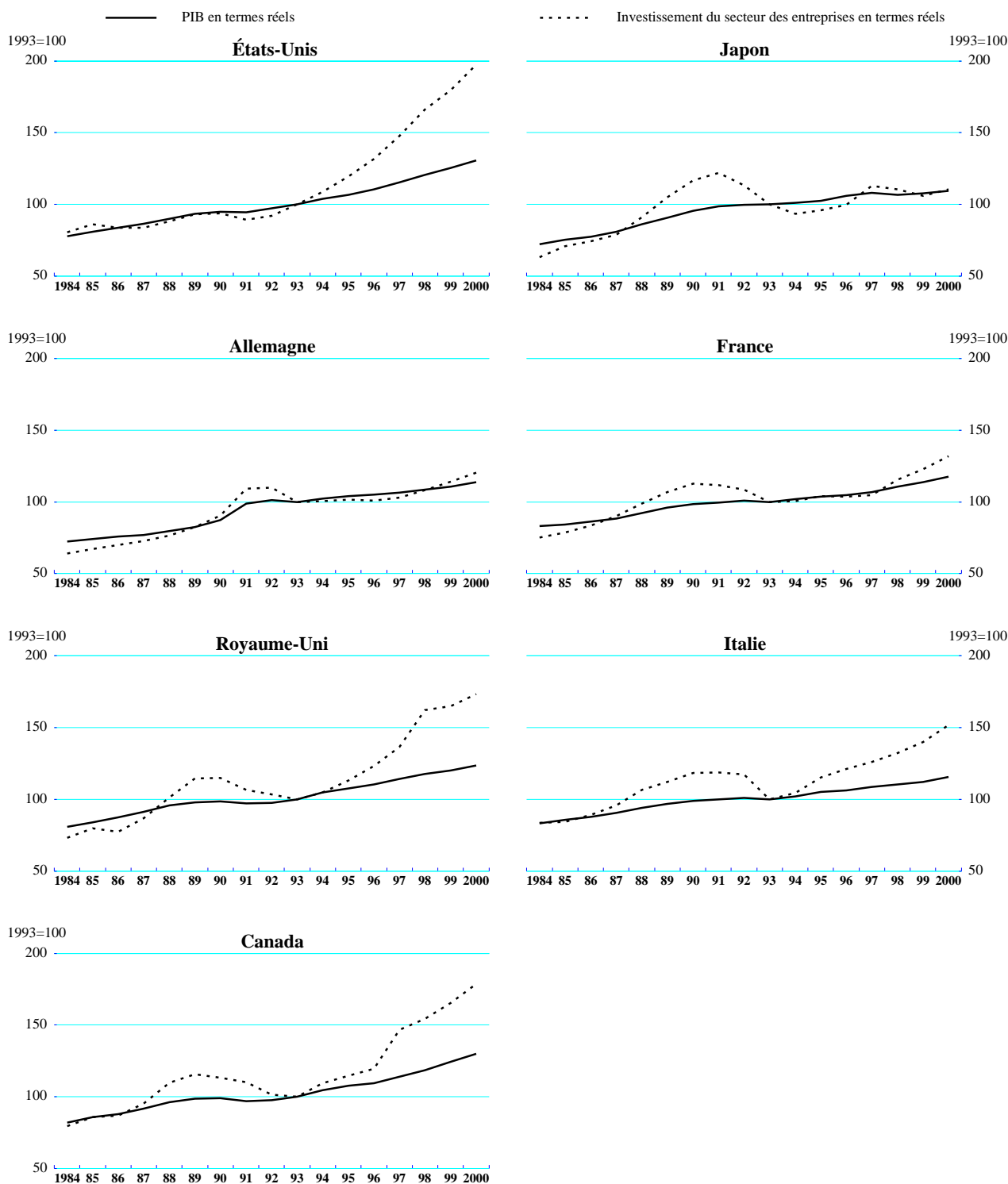
Dans la plupart des pays, la hausse de l'investissement total durant les années 90 s'est largement concentrée sur le secteur des entreprises, où les dépenses en biens d'équipement se sont vivement accélérées, surtout en volume. De fait, après avoir évolué plus ou moins en parallèle avec la production réelle tout au long des années 80 et au début de la décennie 90, l'investissement réel des entreprises s'en est écarté les années suivantes dans quelques pays (graphique IV.1). Certes l'investissement est généralement plus variable que la production, mais un écart si profond et si persistant entre les deux séries est difficilement explicable par les seuls effets d'« accélérateur » traditionnels¹. Cela conduit à s'interroger sur la viabilité de l'investissement, à moins que son dynamisme récent ne puisse être expliqué par d'autres déterminants qui ont eux-mêmes évolué de manière soutenable.

... du fait en partie de la baisse du coût du capital...

Un certain nombre d'autres facteurs ont pu contribuer à l'accélération de l'investissement des entreprises, notamment les variations du prix relatif des biens d'équipement, le taux de dépréciation du stock de capital, le coût financier de l'acquisition de ressources -- sous forme de prêts ou de fonds propres -- ainsi que le degré de développement des systèmes financiers qui influe sur l'affectation des ressources aux meilleures possibilités d'investissement. Dans la plupart des pays, la composition de l'investissement s'est modifiée au profit des équipements des technologies de l'information et des communications (TIC), à un rythme variable toutefois d'un pays à l'autre (Colecchia et Schreyer, 2001)². Étant donné qu'il est difficile de chiffrer correctement les améliorations rapides de la qualité, la mesure des variations du prix des équipements TIC est devenue particulièrement problématique³. Néanmoins, il est clair que dans la plupart des pays les prix relatifs des biens d'équipement se sont inscrits sur une trajectoire descendante, au moins depuis le début des années 80, les problèmes de mesure portant essentiellement sur l'ampleur des baisses. Dans ce contexte, le coût du capital, mesuré

-
1. L'effet d'accélérateur fait référence à des modèles qui postulent que l'investissement est une fonction de la variation de la production.
 2. Entre 1990 et 2000, la part des investissements en TIC dans l'investissement total hors logements est passée de 22 à 30 pour cent aux États-Unis, de 11 à 16 pour cent au Japon et de 14 à 16 pour cent en Allemagne.
 3. Dans un nombre croissant de pays, on recourt à une méthode hédoniste pour mesurer le prix des biens d'équipement. Le prix d'un bien est ajusté de façon à refléter les améliorations de la qualité au fil du temps. Par suite de la progression rapide de la puissance informatique et de la qualité des équipements de télécommunications, le prix relatif mesuré des équipements TIC a baissé très rapidement dans les pays pratiquant la mesure hédoniste des prix.

Graphique IV.1. Production et investissement des entreprises, en termes réels



Source : OCDE.

approximativement par le taux d'intérêt réel ajusté du prix relatif des biens d'équipement, semble avoir baissé au cours des années 90 (graphique IV.2)⁴.

... et de la hausse des prix des actions

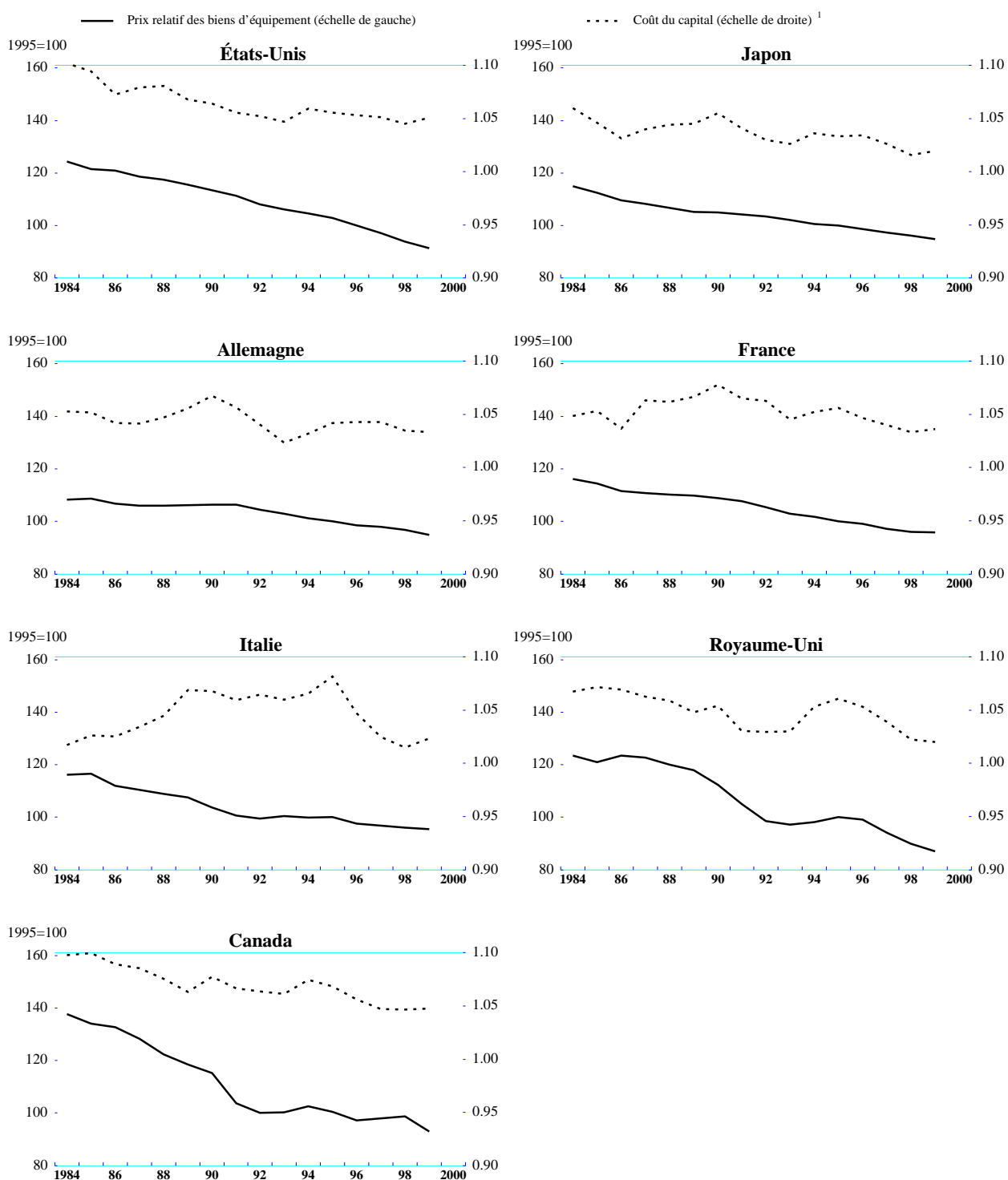
Des travaux empiriques antérieurs ont souligné la contribution que le développement des marchés financiers peut apporter à la croissance de la production par son impact sur l'investissement. Pour prendre en compte cet effet, les études publiées dans ce domaine ont utilisé un certain nombre de variables auxiliaires, dont quelques-unes ont exercé un effet significatif sur l'investissement (Beck et Levine, 2001 ; Leahy *et al.*, 2001). Ces indicateurs sont notamment le montant des crédits privés fournis au secteur privé par les banques de dépôts, qui a pour but de jauger le degré d'intermédiation financière, ainsi que la capitalisation des marchés boursiers ou la valeur des actions nationales négociées sur les bourses nationales (exprimées en proportion du PIB), qui visent à évaluer avec quelle facilité des fonds peuvent être levés sur le marché des actions. Étant donné que ces deux dernières variables mesurent des valeurs et non des volumes, elles ont été fortement influencées par la vive hausse des prix des actions à la fin des années 90 et par le recul considérable observé depuis le printemps 2000. De ce fait, elles peuvent refléter non seulement le rôle du développement des marchés d'actions mais aussi l'effet sur l'investissement du coût du financement sur fonds propres, composante de la définition élargie du coût du capital qui n'est pas prise en compte dans la mesure présentée au graphique IV.2.

Néanmoins, l'augmentation de l'investissement reste en grande partie inexpliquée

Afin d'évaluer le rôle de ces facteurs dans la hausse de l'investissement des entreprises durant les années 90, on a fait appel à l'analyse économétrique⁵. L'estimation des équations de l'investissement réel des entreprises conjuguant des données transversales et chronologiques conduit à penser que, outre la production, le taux d'intérêt réel ajusté et le ratio capitalisation boursière/PIB ont contribué à la hausse de l'investissement des entreprises en termes réels dans la décennie 90. De fait, pour les principaux pays de la zone euro, l'évolution de ces variables explique pour l'essentiel l'augmentation de l'investissement entre 1995 et 1999 (tableau IV.2). En revanche, ces facteurs n'expliquent qu'entre un tiers et la moitié environ de la hausse de l'investissement des entreprises qui s'est produite aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni, au Canada, au Danemark et en Autriche durant la même période. A première vue, ces

-
4. Plus précisément, le coût du capital indiqué au graphique IV.2 est le produit du taux d'intérêt à long terme réel des obligations publiques et du rapport entre le déflateur de la formation privée de capital fixe hors logements et le déflateur du PIB. Une mesure plus complète du coût du capital prendrait en considération les effets de la dépréciation, les effets de valorisation sur le stock de capital, les impôts et les subventions ainsi que le coût des fonds propres. Mais beaucoup de ces variables sont difficiles à mesurer correctement au niveau agrégé.
 5. Voir Pelgrin *et al.* (2001) pour une analyse économétrique détaillée de l'investissement des entreprises au fil du temps et dans les différents pays.

Graphique IV.2. Prix relatif des biens d'équipement et coût du capital



1. Le coût du capital est estimé approximativement par un plus le produit du taux d'intérêt réel à long terme des obligations publiques et du rapport entre le déflateur de la formation de capital fixe du secteur privé non résidentiel et le déflateur du PIB.
Source : OCDE.

Tableau IV.2. Contributions aux variations de l'investissement réel des entreprises entre 1995 et 1999^a

| | États-Unis | Japon | Allemagne | France | Italie | Royaume- Uni | Canada | | |
|--|------------|----------|-----------|----------|--------|-----------------|---------|-------|--|
| Pourcentages de variations de l'investissement | 50.3 | 10.5 | 12.1 | 18.2 | 21.3 | 48.9 | 44.3 | | |
| <i>Contribution de :</i> | | | | | | | | | |
| PIB réel | 17.5 | 5.0 | 6.1 | 9.8 | 6.7 | 11.5 | 15.7 | | |
| Taux d'intérêt réel ajusté | 0.5 | 1.3 | 0.8 | 1.8 | 5.5 | 3.9 | 1.9 | | |
| Capitalisation du marché boursier | 3.6 | 0.1 | 5.2 | 4.2 | 5.7 | 1.8 | 2.7 | | |
| Total expliqué ^b | 21.5 | 6.4 | 12.0 | 15.9 | 17.9 | 17.2 | 20.3 | | |
| | Australie | Autriche | Belgique | Danemark | Grèce | Pays-Bas | Espagne | Suède | |
| Pourcentages de variations de l'investissement | 34.8 | 23.1 | 24.5 | 42.3 | 52.1 | 36.2 | 32.9 | 29.9 | |
| <i>Contribution de :</i> | | | | | | | | | |
| PIB réel | 18.8 | 9.8 | 10.2 | 10.9 | 12.9 | 15.9 | 15.9 | 11.4 | |
| Taux d'intérêt réel ajusté | 3.7 | 0.8 | 2.0 | 4.7 | 3.3 | 2.5 | 5.3 | 4.1 | |
| Capitalisation du marché boursier | 1.6 | 1.8 | 10.3 | 2.2 | 21.4 | 6.5 | 8.4 | 6.0 | |
| Total expliqué ^b | 24.2 | 12.3 | 22.5 | 17.8 | 37.6 | 24.9 | 29.6 | 21.5 | |

a) Ces résultats sont obtenus à partir de l'estimation d'équations sur données de panel qui mettent en relation le volume de l'investissement brut des entreprises, le niveau du PIB réel, une mesure du coût du capital (taux d'intérêt réel ajusté) et le ratio capitalisation boursière/PIB. Les estimations se fondent sur des données annuelles allant de 1970 à 1999. Pour plus de détails, voir Pelgrin *et al.* (2001).

b) Les chiffres étant arrondis, le total n'est pas nécessairement égal à la somme de ses composantes.

Source : Estimations de l'OCDE.

résultats montrent que dans ces pays les taux d'investissement ont sans doute été entraînés au-delà des niveaux qui seraient justifiés par les fondamentaux à long terme. Un certain repli par rapport aux niveaux élevés de la fin des années 90 a déjà été observé dans quelques-uns de ces pays.

La vigueur de l'investissement aux États-Unis pourrait résulter d'un ajustement à une croissance tendancielle plus forte...

Les difficultés rencontrées dans certains cas pour expliquer la hausse de l'investissement peuvent aussi refléter l'absence de facteurs qu'il est malaisé d'incorporer dans une régression sur la base de données groupées couvrant un assez grand nombre de pays. A titre d'exemple, on peut penser que l'investissement croîtra plus rapidement que la production pendant plusieurs années lorsqu'une économie s'ajuste à un taux de croissance de la production tendancielle plus élevé, qui nécessite le maintien à long terme d'un taux d'investissement plus élevé. Ces derniers temps, il est apparu plus clairement que la vive accélération de la production aux États-Unis dans les années 90 était en partie d'origine conjoncturelle, mais on peut prévoir néanmoins qu'un taux de croissance tendancielle plus élevé persistera dans le moyen terme. Autre facteur qui n'est pas pris en compte dans les estimations économétriques, et qui pourrait contribuer à expliquer la poussée de l'investissement brut : la hausse possible du taux de dépréciation associée à la modification de la composition du stock de capital total au profit des actifs à durée de vie courte tels que les ordinateurs et les logiciels.

... ainsi qu'une hausse du

L'incidence possible de différents taux de croissance potentielle et de dépréciation est mise en lumière au tableau IV.3⁶, qui présente des

6. Tandis que le taux de dépréciation est censé avoir augmenté pour atteindre entre 5 et 7 pour cent aux États-Unis, des estimations plus basses sont utilisées dans les autres pays du G7, compte tenu de la part

taux de dépréciation

estimations mécaniques frustes des taux d'investissement sous-jacents sur la base d'hypothèses concernant le taux de croissance tendancielle du PIB, le ratio capital-production et le taux de dépréciation. Ces calculs postulent une relation simple entre ces variables. Il en ressort que, malgré la vive expansion récente des dépenses d'équipement, le taux d'investissement des entreprises aux États-Unis, aux alentours de 15 pour cent, se situerait toujours à la partie inférieure de la fourchette des taux d'équilibre estimés si l'on supposait durables les hausses du taux de croissance de la production tendancielle et du taux de dépréciation. A priori, ces calculs simples montrent que si l'investissement a été quelque peu excessif durant les années 90, la contraction récente a sans doute déjà ramené le taux d'investissement à un niveau plus soutenable. Pour les autres pays du G7 les taux d'investissement actuels se situent à l'intérieur de la fourchette "viable", quoique généralement plus près de sa partie haute.

Tableau IV.3. Estimations des taux d'investissement d'équilibre

En pourcentage du PIB total

| | Ratio capital- production ^a | Croissance potentielle ^a | Taux de dépréciation ^a | Taux d'investisse- ment d'équilibre ^b | Taux d'investisse- ment actuel ^c |
|-------------|---|--|--------------------------------------|---|---|
| États-Unis | 2-3 | 3-3½ | 5-7 | 13-25 | 15 |
| Japon | 2-3 | 1¼-1¾ | 3-5 | 7-17 | 16 |
| Allemagne | 2-3 | 2-2½ | 2½-4½ | 7-17 | 13 |
| France | 2-3 | 2¼-2¾ | 2½-4½ | 7-15 | 12 |
| Italie | 2-3 | 2-2½ | 2-4 | 6-15 | 14 |
| Royaume-Uni | 2-3 | 2¼-2¾ | 3-5 | 10-18 | 14 |
| Canada | 2-3 | 2¾-3¼ | 3-5 | 8-17 | 13 |

a) Étant donné les écueils auxquels se heurte la mesure des ratios capital/production et des taux de dépréciation au niveau agrégé, on a utilisé un éventail de valeurs plausibles. Un éventail similaire est utilisé pour les taux de croissance tendancielle, sur la base des dernières estimations de l'OCDE.

b) Selon l'hypothèse d'équilibre d'un ratio capital/production (K/Y) constant, ce taux est défini par la formule $[K(g+\delta)/Y(1+g)]$, où g est le taux de croissance du PIB potentiel et δ le taux de dépréciation. Le produit de ce calcul est ensuite multiplié par le ratio du PIB réel du secteur des entreprises au PIB réel total (moyenne 1996-2000) de façon à être comparable au taux d'investissement actuel des entreprises (dernière colonne), qui est exprimé en pourcentage du PIB total.

c) Investissement réel des entreprises en proportion du PIB réel en 2000. Ce ratio en termes réels est indiqué à titre de comparaison avec le taux d'investissement d'équilibre ; dans les pays utilisant les méthodes d'agrégation avec pondération en chaîne, ce ratio ne représente qu'une mesure approximative du véritable taux d'investissement réel sous-jacent.

Source : OCDE.

Évolution des taux d'épargne

Les taux d'épargne nationale se sont stabilisés

Après une baisse tendancielle tout au long des années 70 et 80, les taux d'épargne nationale brute se sont stabilisés ou ont augmenté dans un grand nombre de pays de l'OCDE à partir du début des années 90. Deux

plus réduite des équipements TIC dans le capital total. Les hypothèses retenues pour les taux de croissance potentielle correspondent aux dernières estimations de l'OCDE.

ces dernières années

exceptions notables à cette tendance : l'Allemagne, où le taux d'épargne nationale a continué de décroître jusqu'en 1995 et est resté stationnaire depuis lors, et le Japon, où il n'a cessé de baisser tout au long de la décennie écoulée, même s'il demeure plus élevé qu'ailleurs. L'évolution de l'épargne du secteur public a exercé une influence prépondérante sur le sens des variations de l'épargne nationale au cours des années 90. Dans la plupart des pays, les déficits budgétaires en données effectives ou corrigées des influences conjoncturelles ont fait place à de confortables excédents, ou du moins évolué dans un sens propice à un accroissement de l'épargne nationale totale. En même temps, le rebond du taux d'épargne publique dans la seconde moitié des années 90 s'est accompagné d'une baisse considérable de l'épargne du secteur privé, qui a parfois effacé totalement la hausse de l'épargne publique (graphique IV.3).

Dans les pays où elle s'est produite, la forte baisse de l'épargne des ménages...

La baisse de l'épargne privée s'est largement concentrée sur le secteur des ménages, surtout aux États-Unis, au Japon, en Italie, au Canada et en Australie, où ses niveaux en pourcentage du PIB ont été sensiblement plus bas en moyenne dans les années 90 que durant les années 80. Dans les pays où elle s'est produite, la forte contraction observée de l'épargne des ménages s'est accompagnée ces dernières années d'un alourdissement considérable de la dette en proportion du PIB. Celle-ci est aujourd'hui généralement supérieure aux niveaux élevés de la fin des années 80 (sauf au Royaume-Uni). Par ailleurs, la baisse des taux d'épargne a coïncidé avec une forte augmentation du patrimoine financier net des ménages, en particulier aux États-Unis, au Japon, en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni. On pourrait en conclure que la vive hausse des prix des actions à la fin des années 90 a été perçue par les ménages comme un gain de richesse à caractère permanent -- induisant par là même une baisse non soutenable de l'épargne -- mais plusieurs facteurs militent en faveur d'une interprétation plus prudente.

... n'a pas paru refléter une réaction excessive à la progression des marchés boursiers

Premièrement, étant donné la divergence entre les définitions économiques des deux principales variables entrant dans le calcul de l'épargne -- revenu et consommation -- et leur traitement respectif dans les comptes nationaux, il se peut fort bien que la corrélation négative entre l'épargne des ménages et le patrimoine financier soit en partie fortuite (voir encadré). Deuxièmement, les données empiriques récentes montrent que la sensibilité de la consommation et/ou de l'épargne aux effets de richesse

Questions théoriques concernant la mesure de l'épargne dans l'optique des comptes nationaux

Ajustement de la consommation en fonction des effets de reclassification

La mesure de la consommation dépend de la façon dont sont classés certains articles. D'un point de vue économique, certains éléments peuvent être considérés comme des investissements, mais ils sont néanmoins assimilés à la consommation (c'est le cas des dépenses éducatives, en particulier au titre de l'enseignement supérieur, et des dépenses de R-D, qui sont traitées comme un élément de consommation lorsqu'elles sont financées par le secteur public et comme un intrant intermédiaire lorsqu'elles sont financées par le secteur privé). Pour des raisons quelque peu différentes, nombre d'analystes font valoir que l'acquisition d'un bien durable par les ménages devrait être assimilée à un investissement, comme on le fait actuellement par convention lorsque l'acquéreur est une entreprise. Dans tous les cas, il serait justifié de reclasser ces éléments comme investissements, car ils contribuent pour l'essentiel à relever les niveaux futurs de la production potentielle. Pareil ajustement élèverait sans aucun doute le niveau global des taux d'épargne, mais rien ne prouve que l'importance relative de ces éléments ait suffisamment évolué ces dernières années pour constituer un facteur majeur de la baisse tendancielle de l'épargne privée dans les années 90.

Ajustement du revenu mesuré en fonction des effets de valorisation du patrimoine net

Le système de comptabilité nationale (SCN) ne considère comme revenu que les recettes qui découlent du flux de production courant, et exclut par conséquent les effets de revalorisation sur le stock de richesse. Par conséquent, même en l'absence de réactions comportementales aux gains ou pertes en capital, l'inflation et la revalorisation des actifs financiers peuvent avoir des effets non négligeables sur la classification de l'épargne dans l'optique des comptes nationaux entre les principaux secteurs -- ménages, entreprises et administrations publiques. D'une importance particulière dans le contexte actuel sont les plus-values réalisées, qui ne sont pas incluses dans le revenu des ménages, bien que les impôts acquittés à ce titre soient intégralement déduits. Cela implique un transfert de revenu, et donc d'épargne, du secteur des ménages au secteur public lorsque des gains substantiels se produisent. Ainsi, après avoir augmenté de 30 pour cent en rythme annuel pendant plusieurs années, les plus-values réalisées ont atteint 9 pour cent du revenu disponible aux États-Unis en 2000. Les impôts acquittés sur ces gains ont abaissé le taux d'épargne des ménages à raison de quelque 2.5 points de pourcentage la même année (OCDE, 2001a). Selon des estimations similaires, l'imposition des gains en capital représenterait 0.7 point de la baisse de 5.6 pour cent du taux d'épargne des ménages aux États-Unis observée entre 1998 et 1999 (Reinsdorf et Perozek, 2000). Bien entendu, l'ajustement du taux d'épargne des ménages serait bien plus important si les plus-values réalisées étaient en outre incorporées au revenu mesuré.

Dans les pays où les régimes de retraite par capitalisation représentent une forte proportion des prestations totales de retraite, la mesure SCN des taux d'épargne des ménages peut être sensible à des plus-values ou moins-values substantielles sur les capitaux investis, en fonction de la nature du régime. Dans les régimes à prestations définies, des gains en capital importants permettent aux employeurs de réduire leurs cotisations directes aux fonds de pension des salariés tout en veillant à ce que le régime reste entièrement autofinancé. Étant donné que dans les comptes nationaux des États-Unis les cotisations des employeurs sont classées parmi les « autres » revenus du travail, une forte activité des marchés immobiliers et boursiers se traduit par une baisse de la mesure des salaires et traitements (Lusardi *et al.*, 2001). Néanmoins, les gains pour les bénéficiaires et les prévisions de consommation sont restés inchangés. Il en résulte un transfert artificiel d'épargne du secteur des ménages au secteur des entreprises.

Le traitement SCN des effets de valorisation évoqué ci-dessus peut avoir d'importantes répercussions sur la composition de l'épargne selon les secteurs, mais ces effets sont essentiellement neutres vis-à-vis du taux d'épargne globale ou nationale. De plus, les modifications induites de la composition sectorielle se produiraient même en l'absence de changement en termes réels pour le consommateur. Pour ces raisons, il apparaît justifié de dire qu'une partie au moins de la baisse du taux d'épargne des ménages aux États-Unis dans les années 90 reflète une illusion comptable, qui devrait être normalement prise en compte lors de l'évaluation de la situation financière des ménages. Les estimations de l'effet de l'impôt sur les plus-values et des fonds de pension sont tirées de l'expérience des États-Unis, mais des facteurs similaires pourraient être à l'œuvre dans d'autres pays, étant donné que des fluctuations de sens opposé des taux d'épargne des ménages, des entreprises et des administrations publiques ont été observées ailleurs.

Graphique IV.3. Variation des positions d'épargne brute entre 1995 et 2000
En pourcentage du PIB



Source : OCDE.

peut varier notablement selon la source des gains en capital (patrimoine immobilier ou boursier, par exemple) et suivant que ces gains sont réalisés ou non⁷. Troisièmement, l'analyse économétrique entreprise par l'OCDE donne à penser que la baisse des taux d'épargne privée observée dans beaucoup de pays durant la seconde moitié des années 90 peut s'expliquer en grande partie par des déterminants fondamentaux autres que les mesures

7. Voir Greenspan (2001). Par ailleurs, Edison et Sløk (2001) relèvent qu'aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada les plus-values sur les actions de la nouvelle économie (télécommunications, médias et technologies de l'information) ont eu moins d'effets sur la consommation que les gains sur les actions de l'ancienne économie, mais ils font un constat inverse pour l'Europe continentale.

du patrimoine financier et/ou immobilier⁸. Dans cette analyse, il convient de relever l'influence apparente sur l'épargne privée des variations des taux d'épargne du secteur public. Cela dénote un lien spécifique entre la nette amélioration récente des finances publiques et le recul de l'épargne privée, qui l'a partiellement annulée (voir au tableau IV.4 les estimations de cet effet sur la période 1995-99).

Tableau IV.4. Contributions aux variations des taux d'épargne privée entre 1995 et 1999^a

En points de pourcentage

| | États-Unis | Japon | Allemagne | France | Italie | Royaume-Uni | Canada | | |
|--|------------|----------|-----------|---------|----------|-------------|---------|-------|--|
| <i>Variation de :</i> | | | | | | | | | |
| Taux d'épargne privée brute | -2.5 | 0.7 | -2.0 | -1.8 | -6.5 | -6.2 | -4.8 | | |
| <i>Contributions de :</i> | | | | | | | | | |
| Taux de dépendance des personnes âgées | 0.2 | -2.2 | -0.7 | -0.8 | -1.1 | 0.0 | -0.4 | | |
| Taux d'épargne publique brute | -2.8 | 2.3 | -1.0 | -2.4 | -4.1 | -4.1 | -4.7 | | |
| Pourcentage de variation des termes de l'échange | -0.2 | 0.7 | -0.2 | -0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.0 | | |
| Taux de croissance de la productivité | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | -1.3 | -0.2 | 0.7 | | |
| Taux d'intérêt réel | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.4 | 1.0 | -0.6 | 0.0 | | |
| Taux d'inflation | -0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | -0.2 | | |
| Total ^b | -2.5 | 0.7 | -1.9 | -1.3 | -5.0 | -4.3 | -4.7 | | |
| | Autriche | Belgique | Finlande | Irlande | Pays-Bas | Norvège | Espagne | Suède | |
| <i>Variation de :</i> | | | | | | | | | |
| Taux d'épargne privée brute | -3.1 | -4.0 | -1.8 | -1.7 | -5.5 | -0.5 | -5.0 | -8.6 | |
| <i>Contributions de :</i> | | | | | | | | | |
| Taux de dépendance des personnes âgées | -0.2 | -1.1 | -0.6 | 0.7 | -0.3 | 0.6 | -1.1 | 0.2 | |
| Taux d'épargne publique brute | -3.2 | -2.4 | -3.7 | -3.5 | -3.4 | -1.1 | -3.3 | -6.1 | |
| Pourcentage de variation des termes de l'échange | -1.2 | -0.1 | -2.8 | 0.1 | -0.3 | 1.5 | -0.4 | -1.0 | |
| Taux de croissance de la productivité | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| Taux d'intérêt réel | 0.5 | 2.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.3 | 0.0 | |
| Taux d'inflation | 0.0 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | -0.3 | 0.0 | 1.2 | 0.0 | |
| Total ^b | -4.0 | -0.9 | -7.0 | -2.7 | -3.3 | 0.9 | -2.3 | -6.8 | |

a) Ces résultats sont obtenus à partir de l'estimation d'équations sur données de panel dynamiques qui mettent en relation le taux d'épargne du secteur privé et le groupe des déterminants indiqués dans le tableau, pour un échantillon de données annuelles allant de 1970 à 1999. Pour plus de détails, voir de Serres et Pelgrin (2001).

b) Les chiffres étant arrondis, le total n'est pas nécessairement égal à la somme de ses composantes.

Source : Estimations de l'OCDE.

8. Voir de Serres et Pelgrin (2001) pour une présentation détaillée de l'analyse économétrique du comportement de l'épargne privée au fil du temps et dans les différents pays de l'OCDE. Les principaux facteurs qui influencent l'épargne privée semblent être les taux d'épargne du secteur public, la structure démographique de la population (mesurée par le ratio de dépendance des personnes âgées), le taux de croissance de la productivité de la main-d'œuvre, les variations des termes de l'échange, le taux d'intérêt réel et le taux d'inflation. Les variables de stocks telles que le patrimoine financier ou immobilier n'ont pas été incluses, notamment en raison de l'insuffisance des données disponibles.

Viabilité et conséquences pour l'action des pouvoirs publics

Cette section examine la question de la viabilité des tendances de l'épargne nette. L'analyse est d'abord centrée sur les risques d'une correction brutale du solde financier du secteur privé aux États-Unis. La contrepartie du déficit extérieur américain étant plus dispersée aujourd'hui que dans les années 80, on étudiera principalement la situation aux États-Unis, en évoquant toutefois la contribution possible du Japon à une résorption progressive des déséquilibres mondiaux. Le reste de la section traite des déséquilibres importants au sein de l'union monétaire de la zone euro et dans un certain nombre d'économies de marché émergentes Membres de l'OCDE.

Déséquilibres sectoriels aux États-Unis et au Japon

Si les taux d'épargne privée aux États-Unis peuvent être expliqués de façon assez satisfaisante, le cas de l'investissement est moins clair

Aux États-Unis le déficit financier du secteur privé s'est fortement creusé, sous l'effet d'une vive expansion de l'investissement des entreprises conjuguée à une contraction de l'épargne privée totale. La viabilité du solde entre l'épargne privée et l'investissement privé dépend de la viabilité de l'investissement des entreprises et des taux d'épargne privée. Les données empiriques présentées ci-dessus ne fournissent pas de réponse claire sur ce point. La nécessité (éventuelle) d'ajuster encore l'investissement des entreprises pour le ramener à un niveau soutenable dépend pour une bonne part de l'idée que l'on se fait de l'ampleur de la hausse des taux de dépréciation associée au changement de la composition du capital. S'agissant de l'épargne du secteur privé, tandis que l'accroissement du patrimoine financier a certainement été un facteur clé de la baisse des taux d'épargne des ménages jusqu'à des niveaux sans précédent, il n'y a pas de signes concluants d'une surréaction des consommateurs à l'essor des marchés boursiers à la fin des années 90. On ne devrait donc pas surestimer le risque de voir la présente correction des indices boursiers induire une réduction brutale de l'épargne privée. Néanmoins, compte tenu de l'analyse développée dans la section précédente, l'épargne du secteur privé est susceptible d'augmenter en réponse à la dégradation prévue de l'épargne publique, mais dans une moindre proportion. En conséquence, l'épargne nationale devrait décroître.

Le déficit de la balance courante semble pour partie soutenable...

La dégradation du solde financier du secteur privé a plus qu'annulé l'amélioration de la capacité de financement des administrations publiques, d'où un appel massif et continu à l'épargne étrangère. Du point de vue de l'économie des États-Unis, certains aspects de cette situation paraissent viables. Tout d'abord, à 20 pour cent, le passif extérieur net en proportion du PIB reste relativement réduit, aussi bien en comparaison des chiffres passés que par rapport aux autres pays. De plus, en facilitant l'affectation du capital à ses utilisations les plus productives, l'intégration

accrue des marchés financiers fait que les déséquilibres de financement sont sans doute désormais plus gérables que durant les décennies précédentes⁹.

... encore qu'il existe sans doute un plafond aux avoirs étrangers en actifs américains

Jusqu'ici, les investisseurs, encouragés par la perspective de rendements plutôt satisfaisants, se sont montrés disposés à financer le déficit des États-Unis. Mais à plus longue échéance, si les déficits courants se maintenaient à un niveau compris entre 4 et 5 pour cent du PIB la dette extérieure américaine gonflerait au point de peser lourdement sur les marchés financiers internationaux¹⁰. Il n'existe pas de définition simple de ce qui constitue un déficit de balance courante soutenable, mais on peut le caractériser par un niveau qui stabilise le ratio dette extérieure nette/PIB à un seuil donné, encore que la détermination de ce seuil soit arbitraire. Pour l'économie des États-Unis, un ratio de l'ordre de 25 à 30 pour cent du PIB pourrait être considéré comme un niveau de référence raisonnable, car cette fourchette autorise une certaine augmentation à court terme mais prend aussi en considération le poids considérable de l'économie américaine sur les marchés financiers internationaux. Un déficit courant compris entre 1 et 2 points de PIB stabiliserait le ratio dette extérieure/PIB aux environs de 30 pour cent, à supposer qu'un taux de croissance du PIB nominal de 5 pour cent puisse être maintenu dans le moyen terme.

Le déficit des États-Unis semble être pour l'essentiel d'origine structurelle...

Le ralentissement de l'économie des États-Unis exerce déjà un impact sur les déficits commercial et courant du pays, car les importations ont baissé plus fortement que les exportations. Toutefois, le déficit courant corrigé des influences conjoncturelles étant estimé aux alentours de 4 pour cent de la production, une réduction d'environ 2 à 3 points de pourcentage serait nécessaire pour ramener le déficit à un niveau qui, selon les paramètres ci-dessus, pourrait être maintenu dans le moyen terme.

... et, à cet égard, une réduction des différentiels de croissance existants...

Deux facteurs structurels peuvent influencer le déséquilibre de balance courante des États-Unis, en particulier vis-à-vis du Japon et de la zone euro, mais ils semblent en eux-mêmes insuffisants pour le ramener entre 1 et 2 pour cent du PIB. Premièrement, une convergence des taux de croissance de la production entre les principales régions pourrait abaisser le déficit américain d'au moins un demi-point de PIB¹¹. Mais avec le

9. Plus les marchés financiers internationaux sont étroitement intégrés, plus faible devrait être la corrélation des variations des taux d'épargne et d'investissement au niveau national, en particulier à court terme. Tandis que la corrélation simple entre les variations de l'épargne et de l'investissement a régressé au fil du temps, elle demeure toutefois plus forte que la corrélation observée dans les régions d'un même pays, ce qui conduit à penser que les marchés de capitaux transfrontaliers sont moins intégrés que les marchés nationaux.

10. S'il était maintenu dans l'hypothèse d'un taux de croissance du PIB nominal de 5 pour cent, un déficit de l'ordre de 4½ pour cent du PIB porterait le ratio dette extérieure/PIB à près de 50 pour cent en l'espace de 12 ans (Obstfeld et Rogoff, 2000). Dans ces conditions, le ratio dette extérieure/PIB finirait par se stabiliser aux alentours de 90 pour cent du PIB, ce qui représenterait une proportion très élevée de l'épargne mondiale.

11. Voir Visco (2000). L'effet serait plus prononcé si la convergence s'accompagnait d'une dépréciation du dollar des États-Unis (FMI, 2001). Du reste, même en l'absence d'une convergence significative des taux

ralentissement prévu de la croissance de la population d'âge actif au Japon et dans la zone euro, on peut penser que la croissance du PIB potentiel restera plus forte aux États-Unis dans l'avenir prévisible, même si les taux de croissance de la productivité observés dans les principales zones devaient converger.

**... et des différences
d'évolution démographique
devraient atténuer les
déséquilibres américain et
japonais**

Deuxièmement, au cours des vingt prochaines années, le ratio de dépendance global et le ratio de dépendance des personnes âgées devraient croître l'un et l'autre plus rapidement au Japon qu'en Europe, et plus rapidement en Europe qu'aux États-Unis, de sorte que l'épargne pourrait diminuer plus rapidement et plus nettement dans les deux premières zones du fait que des fractions plus élevées de leurs populations atteindront l'âge de la retraite. Dans ce cas également, l'effet sur les déséquilibres extérieurs pourrait être limité, du moins au cours des 10 à 15 prochaines années. Ainsi, il n'existe pas d'éléments concluants, en particulier au Japon, démontrant que les taux d'épargne des personnes âgées sont nettement inférieurs à ceux observés pour la population d'âge actif (Börsch-Supan et Brugiavini, 2001). Du reste, on prévoit que le vieillissement réduira aussi les dépenses d'investissement à cause du ralentissement connexe de la croissance de la population active, même si l'effet défavorable d'une contraction de la population d'âge actif sur le taux de croissance de la population active est susceptible d'être compensé, du moins en partie, par un accroissement des taux d'activité ou un relèvement de l'âge de la retraite¹². L'incidence nette prévisible du vieillissement sur les déséquilibres externes est donc incertaine.

**Des facteurs structurels
peuvent maintenir le taux
d'épargne du Japon à un
niveau élevé**

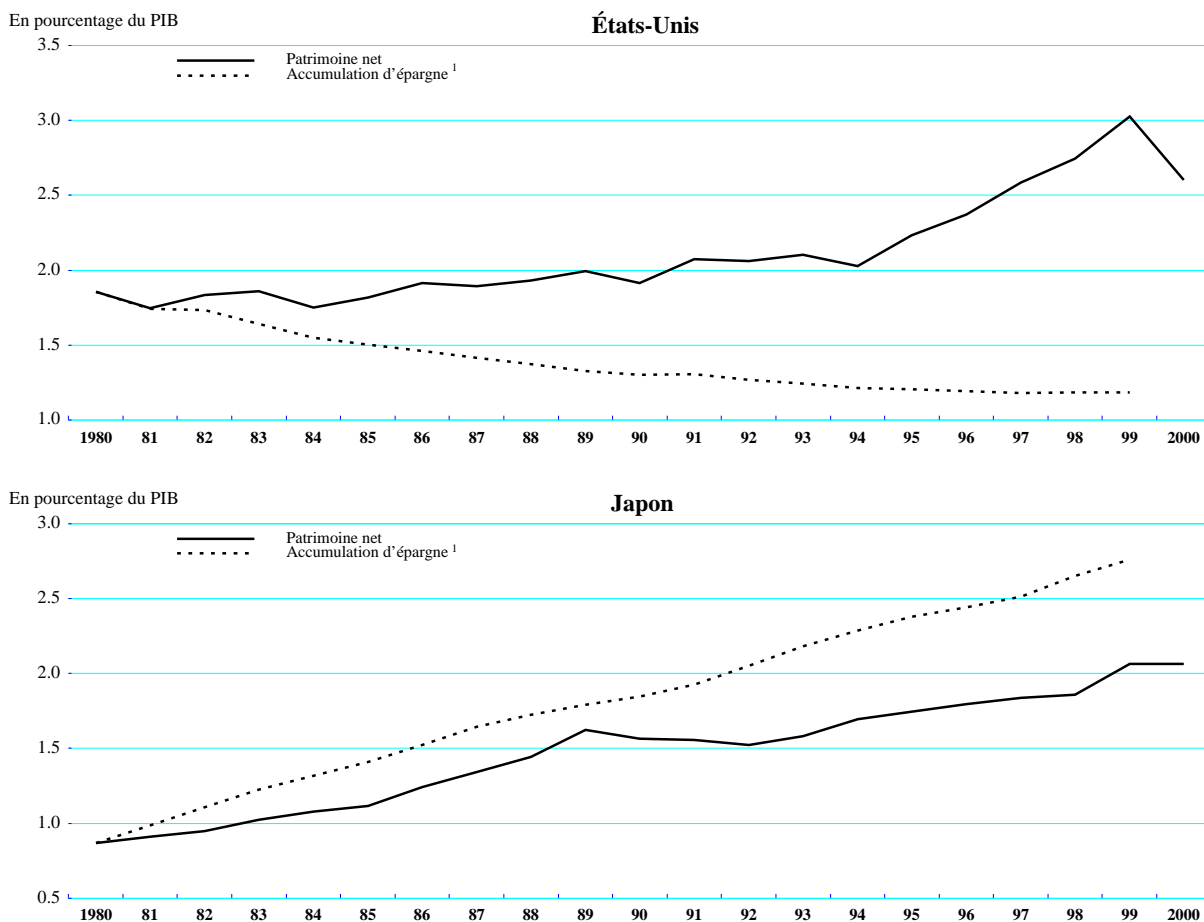
La persistance de taux élevés d'épargne privée au Japon s'explique notamment par le fait que l'impact du vieillissement démographique a été jusqu'ici plus que compensé par la médiocrité des rendements *ex post* que les investisseurs japonais ont obtenus sur leurs actifs financiers depuis la fin des années 80 (Ando, 2000). Ce phénomène est bien mis en lumière par une comparaison entre l'accumulation d'épargne au fil du temps et l'indicateur du stock de richesse nette¹³. Comme le montre le graphique IV.4, ces vingt dernières années les

de croissance, une réduction de la différence entre les élasticités-revenu des importations et des exportations américaines pourrait contribuer à abaisser le déficit de la balance courante. A en juger par des données empiriques antérieures, la hausse du taux de croissance de la production tendancielle aux États-Unis dans les années 90 pourrait se traduire à terme par une hausse des élasticités-revenu de la demande d'exportations américaines et par une baisse des élasticités-revenu de la demande d'importations aux États-Unis, sous l'effet de la différenciation des produits et des rendements d'échelle croissants de la production (Krugman, 1989 ; Bayoumi, 1998).

12. Dans de nombreux pays, la transition démographique attendue est si prononcée qu'une hausse du taux d'activité ou de l'âge de la retraite, pour utile qu'elle soit en augmentant l'investissement et en réduisant l'épargne, ne permettrait pas de reconstituer totalement la population active [voir le chapitre IV, « Implications budgétaires du vieillissement : prévisions des dépenses liées à l'âge », dans OCDE (2001b)]. Dans l'analyse empirique de l'investissement évoquée à la précédente section, cet effet d'échelle est capté par la production. Un ralentissement de la croissance totale de la production induit par une contraction de la population active impliquerait une réduction similaire de la croissance de l'investissement.
13. Étant donné que la mesure de la richesse nette des ménages incorpore les effets de réévaluation, la différence entre les deux courbes peut être interprétée comme une valeur approximative des plus-values en excédent du rendement « normal » de l'épargne qui est inclus dans l'accumulation d'épargne.

plus-values sur les actifs financiers ont été très substantielles aux États-Unis en comparaison du Japon. Si cette performance japonaise relativement médiocre a joué effectivement un rôle clé dans le comportement d'épargne du Japon au cours de la décennie écoulée, alors une hausse des taux de rendement pourrait en toute logique induire une réduction de l'épargne et contribuer ainsi à la contraction de l'excédent courant japonais. A cet égard, des réformes structurelles efficaces stimulant le rendement de l'investissement contribueraient à un ajustement progressif des déséquilibres extérieurs.

Graphique IV.4. Patrimoine financier net des ménages et taux d'accumulation d'épargne nette



1. Valeur de référence : patrimoine financier net en 1980.
Sources : Statistiques des flux financiers ou comptes financiers nationaux ; OCDE.

Un certain ajustement des taux de change n'est pas à exclure

Indépendamment du rôle joué par ces facteurs structurels, une réduction des déséquilibres externes des États-Unis jusqu'à des niveaux soutenables a peu de chances de se concrétiser sans une certaine contribution des ajustements de prix relatifs. A cet égard, on peut craindre que la variation requise des prix relatifs ne se produise brutalement, provoquant de fortes fluctuations des valeurs monétaires. Toutefois, à supposer que même les facteurs structurels ne contribuent pas notablement à la réduction des déséquilibres dans le moyen terme, l'ajustement requis

des prix relatifs ne devrait pas nécessairement être très prononcé, dans la mesure où il s'étalerait sur plusieurs années. En revanche, compte tenu de l'ampleur des rigidités à court terme des salaires réels et des prix et étant donné que les exportateurs préfèrent souvent absorber l'impact des variations monétaires en amputant temporairement leurs marges plutôt que de perdre des parts de marché, une dépréciation plus que proportionnelle du taux de change en termes nominaux pourrait se révéler nécessaire si l'ajustement de la balance courante devait intervenir rapidement¹⁴.

Importants déséquilibres au sein de la zone euro et dans les économies de marché émergentes de l'OCDE

D'importants déficits courants sont apparus dans la zone euro

D'importants déficits du secteur privé (et dans certains cas extérieurs) sont apparus récemment dans un certain nombre de pays de la zone euro – notamment le Portugal, la Grèce, l'Irlande et, dans une moindre mesure, l'Espagne. En l'absence de risque de change, une politique monétaire unique implique que des taux d'emprunt similaires sont pratiqués sur toute l'étendue de la zone, indépendamment des écarts de taux d'inflation. De plus, les primes spécifiques des pays sont limitées. Cela peut traduire soit la confiance des marchés dans ces économies, soit leur conviction que dans l'éventualité d'une crise la clause de non-renflouement du Traité de Maastricht ne sera pas respectée. De même, les primes de risque-crédit applicables aux emprunteurs individuels ne semblent pas fortement affectées par les profils d'épargne et d'investissement spécifiques de tel ou tel pays.

Cette situation a suscité la crainte de voir se former une bulle spéculative sur les marchés d'actifs

Tandis que l'accélération de l'inflation dans les pays qui ont connu une forte pression de la demande a pu engendrer une baisse des exportations nettes sous l'effet des pertes de compétitivité, cela n'a sans doute pas freiné suffisamment la demande dans tous les cas pour empêcher les secteurs des ménages et des entreprises de s'endetter à outrance. Simultanément, la surchauffe intérieure a pu contribuer à la hausse des prix des actifs, stimulant eux-mêmes davantage la demande par le biais des effets de richesse et de bilans positifs. Le risque fut de voir se former une bulle dont l'éclatement pourrait avoir des conséquences douloureuses. Dans les quatre pays mentionnés ci-dessus, les taux d'intérêt réels ont fortement baissé en 2000 et le crédit aux ménages a augmenté de plus de 10 pour cent, alimentant la consommation interne et érodant fortement le solde financier du secteur privé, tandis que la Grèce et le Portugal ont vu apparaître d'importants déficits de balance courante.

Tandis que la politique budgétaire pourrait jouer un rôle plus actif...

La conjonction de ces risques et l'affaiblissement des mécanismes de marché ont conduit d'aucuns à estimer que la politique budgétaire devrait jouer un rôle anticyclique plus actif, en particulier parce que l'effet des stabilisateurs automatiques n'est pas jugé suffisant. Toutefois, les

14. Selon des estimations fondées sur le modèle international (INTERLINK) de l'OCDE, une dépréciation du dollar des États-Unis comprise entre 20 et 30 pour cent serait nécessaire pour abaisser en permanence le déficit courant à 1-2 pour cent du PIB dans l'espace de deux à trois ans. Obstfeld et Rogoff (2000), estiment en revanche qu'un ajustement de 40 à 50 pour cent serait indispensable pour obtenir une réduction aussi rapide du déficit de la balance courante.

bienfaits de l'action budgétaire doivent être soigneusement mesurés à l'aune des risques de compromettre la crédibilité à moyen terme, l'efficacité de l'administration publique et la simplicité de la structure d'imposition. Nonobstant ces risques, le fait qu'au Portugal le budget des administrations publiques est encore déficitaire, même après plusieurs années de croissance économique robuste jusqu'en 2000, conduit à penser qu'il faudrait durcir la politique budgétaire ; ce resserrement serait compatible avec les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance. En revanche, la situation en Irlande, et dans une moindre mesure en Grèce, soulève des questions plus délicates étant donné que chacun de ces deux pays affiche actuellement un excédent structurel qui devrait persister. De plus, dans le cas de l'Irlande, le déficit courant n'est pas particulièrement élevé.

... un renforcement de la surveillance bancaire et des normes prudentielles serait préférable

Des déséquilibres persistants peuvent se manifester dans d'autres unions monétaires bien établies comme celles du Canada et des États-Unis, mais leur émergence et les séquelles négatives de leur suppression sont atténuées par l'intégration plus étroite des marchés d'actifs et des systèmes financiers, par la possibilité de transferts massifs en provenance du budget central et par les migrations internes. Un développement plus poussé de quelques-uns de ces mécanismes dans la zone euro prendra encore un certain temps. D'ici là, dans la mesure où le surendettement des ménages des entreprises dans les périodes de vive expansion constitue le principal motif de préoccupation, une solution consisterait peut-être à renforcer les normes prudentielles et la surveillance en matière de prêts bancaires¹⁵.

Un certain nombre d'économies de marché émergentes pourraient être vulnérables

Un certain nombre de pays de marché émergents connaissent aussi d'importants déséquilibres entre épargne et investissement. Un important déséquilibre externe ayant pour principale contrepartie un déficit du secteur public est susceptible de dénoter des problèmes intérieurs, en particulier si l'inflation est également forte. Comme l'a montré l'analyse ci-dessus, certains éléments permettent de penser que l'intégration des marchés financiers s'est amplifiée, ce qui faciliterait le financement de déficits courants durables. Cependant, on prévoit que ces déficits courants persisteront dans le moyen terme. En fin de compte, quelques-uns de ces pays pourraient se trouver vulnérables face à un revirement des marchés financiers, en particulier si les conditions financières internationales devenaient instables pour une raison ou pour une autre.

15. Une action dans ce sens a été prise en 2000 en Espagne, même si elle n'était pas principalement dictée par l'existence de déséquilibres macroéconomiques. La nouvelle réglementation relative aux pertes sur prêts fait obligation à tous les établissements de dépôts de constituer des provisions en tenant compte du fait que les taux de dépôt tendent à varier de façon anticyclique (OCDE, 2001c). L'objectif est de contraindre les banques à accroître leurs provisions pour créances douteuses durant les périodes de demande excédentaire afin d'éviter de les augmenter pendant les récessions.

BIBLIOGRAPHIE

- ANDO, A. (2000), « On the Japanese economy and Japanese national accounts », *NBER Working Paper*, 8033.
- BAYOUMI, T. (1998), « Estimating trade equations from aggregate bilateral data », *CEPR Discussion Paper*, N° 1979, septembre.
- BECK, T. et R. LEVINE (2001), « Stock markets, banks and growth: correlation or causality » Banque mondiale, *ronéoté*.
- BÖRSCH-SUPAN, A. et A. BRUGIAVINI (2001), « Savings: The policy debate in Europe », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 17, N° 1.
- COLECCHIA, A. et P. SCHREYER (2001), « ICT investment and economic growth in the 1990s: Is the United States a unique case? A comparative study of nine OECD countries », *OCDE, Document de travail du STI* (à paraître).
- De SERRES, A. et F. PELGRIN (2001), « The decline in private saving rates in OECD countries in the 1990s: How much can be explained by the fundamentals? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE* (à paraître).
- EDISON, H. et T. SLØK (2001), « Wealth effects and the New Economy », *IMF Working Paper*, N° 01/77.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI) (2001), *United States: Selected Issues*, IMF Country Report N° 01/149, Washington, DC.
- GREENSPAN, A. (2001), *Opening remarks*, Symposium organisé par la Banque de réserve fédérale de Kansas City, Jackson Hole.
- KRUGMAN, P. (1989), « Differences in income elasticities and trends in real exchange rate », dans *European Economic Review*, Vol. 33.
- LEAHY, M., S. SCHICH, G. WEHINGER, F. PELGRIN et T. THORGEIRSSON (2001), « Contributions of financial systems to growth in OECD countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, N° 280.
- LUSARDI, A., J. SKINNER et S. VENTI (2001), « Saving puzzles and saving policies in the United States », *NBER Working Paper*, 8237.
- MASSON, P.R., T. BAYOUMI et H. SAMIEI (1998), « International evidence on the determinants of private saving », *The World Bank Economic Review*, Vol. 12, N° 3.

- OBSTFELD, M. et K. ROGOFF (2000), « Perspectives on OECD economic integration: implications for US current account adjustment », dans Banque de réserve fédérale de Kansas City: *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Jackson Hole Symposium.
- OECD (2001a), *Etudes économiques de l'OCDE*, États-Unis, Paris.
- OECD (2001b), *Perspectives économiques de l'OCDE*, N° 69, Paris.
- OECD (2001c), *Etudes économiques de l'OCDE*, Espagne, Paris.
- PELGRIN, F., S. SCHICH et A. de SERRES (2001) « Increases in business investment rates in OECD countries in the 1990s: How much can be explained by fundamentals? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE* (à paraître).
- REINSDORFF, M. et M. PEROZEK (2000), « Alternative measure of personal saving and measure of changes in personal wealth », Conseil de la réserve fédérale, Washington, *ronéoté*.
- VISCO, I. (2000), « Commentary: Perspectives on OECD economic integration: implications for US current account adjustment », dans Federal Reserve Bank of Kansas City: *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Jackson Hole Symposium.