

## *Chapitre 3*

# **ÉPARGNE ET INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES**

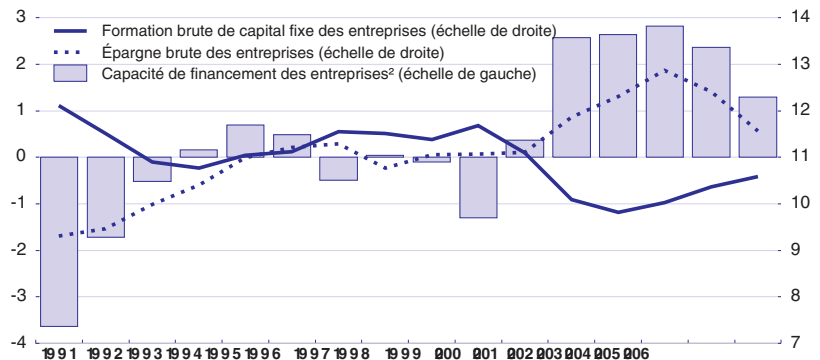
Depuis 2001, la capacité de financement des entreprises de l'OCDE a fortement crû

## Introduction et synthèse des principaux résultats

Le secteur des entreprises de la zone OCDE dans son ensemble affiche un excédent d'épargne brute par rapport à la formation de capital fixe (en d'autres termes une capacité de financement) exceptionnellement élevé depuis 2002, même en tenant compte de la baisse récente (graphique 3.1). De fait, tandis que l'apparition de déséquilibres financiers mondiaux et d'un possible « excès d'épargne » suscitait une attention croissante<sup>1</sup>, la capacité de financement cumulée des entreprises de la zone OCDE a augmenté un peu plus que l'excédent extérieur de l'ensemble des économies de marché émergentes entre 2001 et 2005 (de 2 points de PIB la zone OCDE contre 1½ point de PIB la zone OCDE) (graphique 3.2)<sup>2</sup>. Dans la mesure où les ménages ne lèvent pas


Graphique 3.1. **Capacité de financement des entreprises de la zone OCDE**

En pourcentage du PIB, en dollars courants

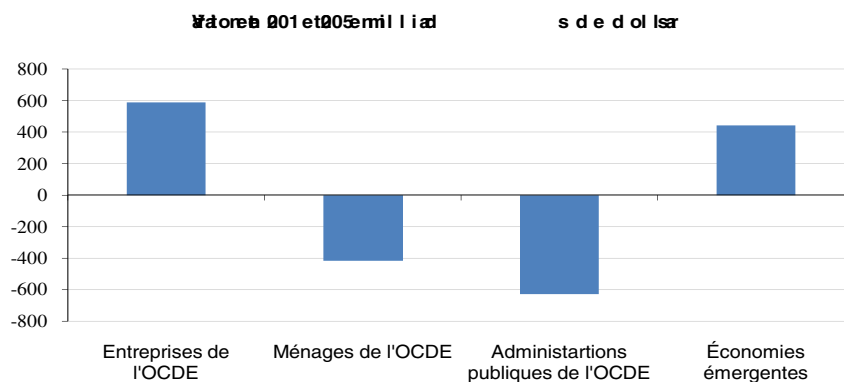


1. Les agrégats incluent Australie, Canada, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni et États-Unis. Pour le Japon et le Danemark en 2006, estimations basées sur la base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 82.
2. La capacité de financement n'est pas égale à la différence entre épargne brute et formation brute de capital fixe. Elle est aussi affectée par les variations de stocks et les transferts en capital. Ces derniers peuvent être importants comme pour l'Allemagne en 1995 et le Japon en 1998.

Source : Comptes nationaux annuels de l'OCDE, sources nationales et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/167667365856>

1. Voir Bernanke (2005).
2. Pour certains pays tels que le Japon, on ne dispose pas encore de données détaillées sur les comptes des entreprises en 2006. Dans les autres cas, ces données viennent tout juste d'être publiées et n'ont pu être utilisées pour l'analyse économétrique. Pour cette raison ce chapitre est centré la période 2001-05, notamment en ce qui concerne les agrégats OCDE. Lorsque les données pour 2006 sont disponibles elles ont été incluses dans les graphiques montrant les pays isolément.

Graphique 3.2. **Évolution de la capacité de financement : une perspective globale**

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 82 et Comptes nationaux annuels de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/167685442531>

complètement le « voile corporatif » (c'est-à-dire n'ajustent pas leur épargne pour compenser l'épargne constituée en leur nom par les entreprises), l'augmentation de l'épargne des entreprises qui a alimenté la croissance de leur capacité de financement a sans doute contribué à la faiblesse des taux d'intérêt mondiaux<sup>3</sup>.

### Une décomposition grossière suggère...

Dans ce contexte, ce chapitre examine les différentes dimensions de la capacité de financement des entreprises en vue d'appréhender certains des principaux phénomènes à l'origine de la hausse récemment observée, et de fournir des éléments sur leur éventuelle résorption future et les modalités selon lesquelles elle pourrait avoir lieu. Ce processus semble d'ailleurs avoir déjà commencé. À cette fin, le chapitre s'efforce d'identifier les facteurs transitoires, notamment cycliques, ou tendancielles influant sur la capacité de financement des entreprises, en distinguant, dans des sections successives, les phénomènes qui semblent communs à la plupart des pays de l'OCDE et ceux qui paraissent plus spécifiquement nationaux. Il propose un tableau rudimentaire de ces contributions transitoires et plus durables (tableau 3.1). Ce chapitre est axé sur les sept grandes économies de l'OCDE, qui ont grandement contribué à la hausse de la capacité de financement totale des entreprises de la zone OCDE, mais il mentionne également d'autres pays. La Chine, où la capacité de financement des entreprises a aussi augmenté fortement au cours de la période récente est traitée séparément dans l'encadré 3.1. Les principales conclusions de ce chapitre sont les suivantes.

3. Dans la mesure où l'augmentation de l'épargne des entreprises est une des causes de la baisse des taux d'épargne des ménages, et étant entendu que le niveau d'épargne des entreprises devrait rester élevé, la confiance que l'on peut avoir quant au caractère soutenable du taux d'épargne des ménages, qui, en d'autres circonstances, paraîtrait exceptionnellement faible dans nombre de pays de l'OCDE, devrait se trouver renforcée.

Tableau 3.1. **Contributions à l'augmentation de la capacité de financement des entreprises dans la zone OCDE, sur la période 2001-05**

Points de pourcentage du PIB

	Taille de l'effet (% du PIB)	Transitoire ou effet à long-terme
<b>TOTAL</b>	<b>2.0</b>	
<b>Contribution par pays</b>		
États-Unis	0.6	Disparition partielle probable
Japon	0.8	Incertain, baisse probable
Allemagne	0.3	Probablement durable
Royaume-Uni	0.4	Inversion partielle probable
Autres	-0.1	
<b>Contribution par effet macroéconomique <sup>1</sup></b>		
Effet du cycle économique	0.5	Transitoire
Effet des variables financières	0.6	Probablement essentiellement transitoire
<b>Contribution des secteurs l'excédent brut d'exploitation</b>		
Contribution du secteur financier	0.4	Probablement essentiellement transitoire
Contribution des secteurs liés au logement	0.3	Probablement essentiellement transitoire
Excédent brut d'exploitation total	1.1	
<b>Contribution par concept de comptabilité</b>		
Effets via une hausse de l'épargne brute		
Effet de la baisse des charges d'intérêt	0.8	Inversion partielle probable
Effet de la hausse des revenus de la propriété	0.7	Probablement durable
Effet de la baisse de l'inflation	0.1	Durable
Effet total de la hausse de l'épargne brute	1.2	
Effets via la baisse de l'investissement		
Baisse du prix relatif des biens de capitaux	0.5	Probablement permanent
Effets total de la baisse de l'investissement	0.9	

Notes : Les résultats sont dérivés d'angles différenciés, qui ne sont pas mutuellement exclusives.

Cela implique que les effets individuels ne peuvent pas additionnés.

1. Pour plus de détails, voir André et al. (2007).

2. La contribution du secteur de la construction et des services immobiliers, incluant les loyers imputés.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/167587183288>

... qu'une part de l'augmentation est en partie transitoire...

- Pas plus de la moitié de l'augmentation de la capacité de financement des entreprises observée entre 2001 et 2005 ne devrait être durable (tableau 3.1).

... et pourrait disparaître avec le cycle et...

- Un des facteurs ayant contribué au récent dynamisme de la capacité de financement réside dans un accroissement simultané dans les secteurs financiers et non financiers de nombreux pays, alors que par le passé, ces mouvements étaient généralement faiblement corrélés. L'importance de la capacité de financement du secteur non financier tient en partie au ralentissement conjoncturel de l'économie depuis 2001; cet effet transitoire est en train de se dissiper depuis 2005 à mesure que les écarts de production continuent de se combler.

### Encadré 3.1. L'épargne des entreprises et la balance des opérations courantes en Chine

Depuis le début des années 2000, les profits des entreprises sont en forte hausse en Chine. D'après les résultats d'enquêtes, les entreprises des secteurs industriel, du commerce de détail, du commerce de gros et de la construction ont vu leurs profits après impôts augmenter d'environ 6 points de PIB entre 2003 et 2006 (voir le tableau)<sup>1</sup>. Les profits ont également connu une progression rapide dans le secteur bancaire et dans celui des télécommunications. L'essentiel de cette augmentation s'est traduite par une hausse des profits non distribués (épargne brute), les ratios dividendes/profits étant extrêmement faibles pour le secteur des entreprises dans son ensemble<sup>2</sup>.

#### Quelques indicateurs d'épargne et investissement dans l'économie chinoise

En pourcentage du PIB

	2003	2004	2005	2006	Variation de 2003 à 2006
Profits des entreprises (secteurs choisis)	6.8	8.5	9.4	12.6	5.8
Capacité de financement des administrations publiques	-0.9	0.0	0.2	1.1	2
Formation brute de capital fixe	39.2	40.6	41.5	42.7	3.5
Excédent du compte courant	2.8	3.6	7.2	9.5	6.7

Source : Bureau national des statistiques, Administration d'État des changes, CIEC, Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/167834288801>

Par ailleurs, la capacité de financement des administrations publiques a augmenté de 2 points de PIB entre 2003 et 2006, et, d'après certaines estimations, l'augmentation de l'épargne brute des administrations publiques n'a été que légèrement supérieure à ce chiffre<sup>3</sup>. Le taux d'épargne des ménages est élevé, puisqu'elle représente 32 % de leur revenu disponible (d'après les résultats d'enquêtes) et un peu moins de 17 % du PIB, et ce taux semble n'avoir que peu augmenté entre 2003 et 2006<sup>4</sup>. D'après les comptes nationaux, l'investissement aurait progressé de 3½ points de PIB entre 2003 et 2006. L'épargne ayant augmenté davantage que l'investissement, le solde des opérations courantes est passé de 2¼ pour cent du PIB en 2003 à un niveau estimé à 9½ pour cent du PIB en 2006. Certains signes indiquent que les profits des entreprises ont continué à croître très rapidement en 2007, et à alimenter l'épargne nationale et l'excédent du compte courant.

1. Les comptes sectoriels officiels actuellement publiés s'arrêtent en 2003, et ne tiennent apparemment pas compte de la forte révision du PIB à la suite du recensement économique. Barnett et Brooks (2006) ont essayé d'actualiser les comptes d'affectation des différents secteurs.
2. Un peu plus de la moitié des entreprises cotées en bourse ne versent pas de dividendes, et les dividendes payés par les entreprises d'État cotées sont perçus par des sociétés holding, qui, elles-mêmes, ne distribuent pas de dividendes à leur actionnaire final, à savoir l'administration nationale ou locale.
3. Les états des dépenses et recettes des administrations publiques ne font apparaître ni les investissements en capital fixe, ni les transferts en capital, si bien qu'ils ne permettent pas de calculer l'épargne. À titre de repère, les dépenses publiques totales ont augmenté de 0.9 point de PIB entre 2003 et 2006, et dans l'hypothèse où le poids relatif des investissements et des transferts en capital se serait maintenu aux alentours d'un tiers des dépenses totales, l'investissement public aurait enregistré une augmentation de l'ordre de 0.3 point de PIB.
4. L'épargne des ménages, estimée par différence, n'a apparemment augmenté que de 2 points de PIB, au plus, entre 2003 et 2006 (sachant qu'elle est calculée de la manière suivante : investissement brut + solde courant – épargne brute des entreprises – épargne brute des administrations publiques). À noter toutefois que ce chiffre comprend non seulement l'épargne des ménages, mais aussi les bénéfices non mesurés des entreprises, les erreurs de calcul de l'investissement, et la différence entre le PIB calculé dans l'optique du revenu et le PIB calculé dans l'optique des dépenses.

**... l'ajustement en cours dans les secteurs financiers...**

- Les variations de la capacité de financement du secteur financier semblent davantage imputables à des variables financières, telles que la croissance de la masse monétaire au sens large et les prix réels des logements, qu'au cycle économique. Compte tenu de sa part dans la valeur ajoutée, le secteur financier a contribué de manière disproportionnée à l'accroissement de la capacité de financement (à hauteur de ½ point de PIB de la zone OCDE environ sur la période 2001-2005). Cette contribution à la capacité de financement agrégée va vraisemblablement diminuer substantiellement à la fois parce qu'elle était basée sur un dynamisme exceptionnel du secteur financier et parce que les turbulences financières affectent négativement les profits des institutions financières.

**.... et de l'immobilier résidentiel**

- Les secteurs de la construction et de l'immobilier, notamment résidentiel, ont également soutenu de manière significative l'accroissement de la capacité de financement des entreprises dans de nombreux pays (à hauteur de quelque 0.3 point de PIB de la zone OCDE au total). Cet effet aussi va vraisemblablement se dissiper dans l'avenir, avec la poursuite des corrections dans l'immobilier résidentiel aux États-Unis et la fin des fortes expansions dans les secteurs du logement dans d'autres pays.

**Une épargne plus élevée et un investissement plus faible ont contribué à la hausse**

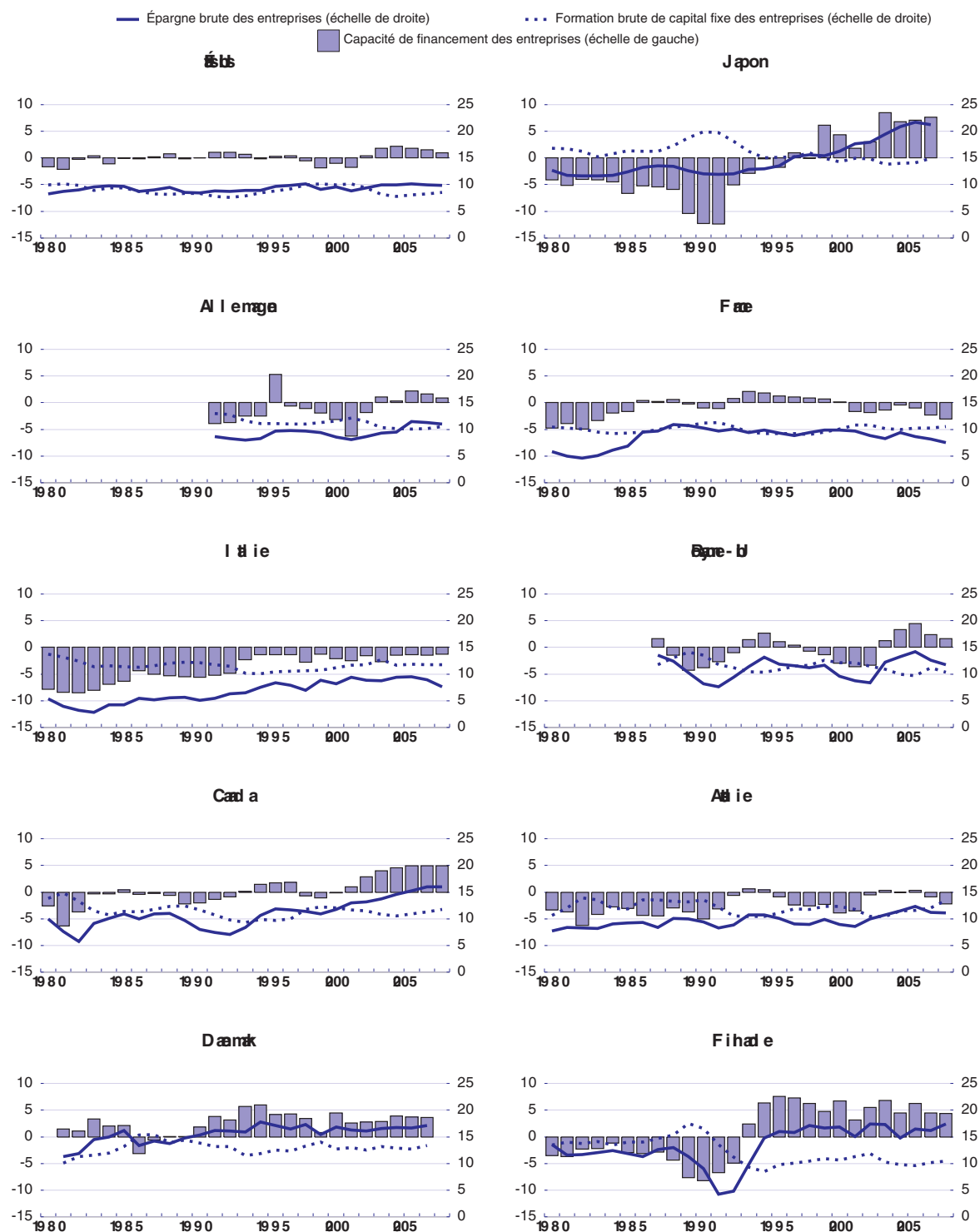
- L'augmentation de la capacité de financement des entreprises en pourcentage du PIB reflète à la fois la diminution du poids relatif de l'investissement des entreprises et la progression de celui de l'épargne. La récente faiblesse de l'investissement des entreprises en pourcentage du PIB peut en grande partie s'expliquer par le cycle économique actuel. Il existe cependant d'autres facteurs d'explication possibles, qui semblent de nature plus structurelle, et sont donc susceptibles de durer plus longtemps : la baisse persistante du prix relatif des biens d'équipement ; le ralentissement de la croissance tendancielle et la baisse des taux de dépréciation dans certains pays ; et l'apparente augmentation des flux nets d'investissement direct à l'étranger depuis 2000. L'épargne des entreprises a été essentiellement alimentée par l'augmentation de la part relative des profits dans la plupart des pays, peut-être liée à la modération salariale, et par la diminution des charges d'intérêts. Les dividendes n'ont généralement pas augmenté parallèlement aux profits, diminuant même dans certains cas en pourcentage des profits. Dans quelques pays, les profits des entreprises ont été transférés aux actionnaires par le biais de rachats d'actions. À terme, les phénomènes décrits comme essentiellement transitoires ci-dessus vont vraisemblablement se dissiper. En revanche, les autres facteurs structurels, à l'origine de l'augmentation de la capacité de financement, comme une certaine modération salariale, pourraient perdurer quelque temps.

**Les différences de capacité de financement des entreprises entre pays reflètent...**

- Si la capacité de financement des entreprises a augmenté au cours de la période considérée dans la grande majorité des pays, les différences entre économies ont été considérables (graphique 3.3). Le Japon, l'Allemagne et le Royaume-Uni ont enregistré des hausses de la

Graphique 3.3. **Capacité de financement des entreprises**

En pourcentage du PIB



1. La capacité de financement n'est pas égale à la différence entre épargne brute et formation brute de capital fixe. Elle est aussi affectée par les variations de stocks et les transferts en capital. Ces derniers peuvent être importants comme pour l'Allemagne en 1995 et le Japon en 1998.  
 Source : Comptes nationaux annuels de l'OCDE et sources nationales.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/167704432348>

capacité de financement des entreprises supérieures à la moyenne, tandis qu'en France et en Italie, elle n'a pas augmenté du tout.

**... la compétitivité au Japon...**

❖ Dans le cas du Japon, cette progression s'inscrit dans le prolongement du redressement progressif des bilans des entreprises précédemment mis à mal par la crise financière du début des années 90, et a été encore renforcée par des gains soutenus de compétitivité.

**... ainsi qu'en Europe continentale...**

❖ En ce qui concerne l'Allemagne, d'une part, et la France et l'Italie, d'autre part, un des déterminants importants de l'évolution de la capacité de financement des entreprises a résidé, respectivement, dans l'amélioration régulière ou la dégradation de leur compétitivité, qui s'est répercutée sur leur rentabilité.

**... alors qu'au Royaume-Uni le secteur financier a joué un rôle important**

❖ L'augmentation de la capacité de financement des entreprises a été particulièrement forte dans le secteur financier au Royaume-Uni, ce qui est lié à l'importance du Royaume-Uni en tant que place financière internationale.

### **Les déterminants de l'augmentation de la capacité de financement globale des entreprises de la zone OCDE**

#### *Évaluation de l'influence des cycles économique et financier*

**Le cycle économique explique un quart de l'augmentation de la capacité de financement**

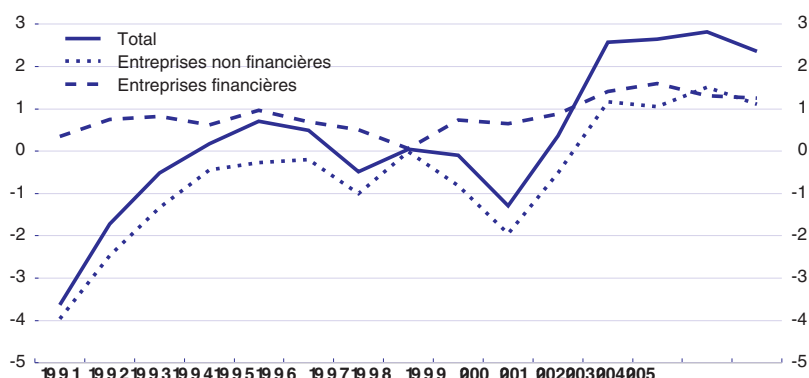
La capacité de financement des entreprises se situe à un niveau historiquement élevé depuis 2002 en raison de facteurs transitoires, notamment cycliques, et tendanciels. En ce qui concerne l'influence du cycle économique, les coefficients estimés à partir de régressions en panel laissent à penser qu'une réduction de l'écart de production (*i.e.* une économie plus faible) d'un point de pourcentage s'accompagne d'une hausse de la capacité de financement des entreprises de ½ point de PIB. En d'autres termes, le cycle économique pourrait expliquer jusqu'à un quart de l'augmentation de 2 points de PIB enregistrée par la capacité de financement agrégée des entreprises de la zone OCDE entre 2001, année qui a suivi le point haut du cycle économique pour l'ensemble de la zone OCDE, et 2005, période à laquelle la production n'avait pas encore totalement retrouvé ses niveaux antérieurs<sup>4</sup>.

**Un cinquième provient du dynamisme du secteur financier**

Au-delà de l'influence normale du cycle économique, le dynamisme du secteur financier semble avoir gonflé la capacité de financement des entreprises (graphique 3.4). Environ un cinquième de l'augmentation totale de cette capacité de financement entre 2001 et 2005 était imputable au secteur financier, bien qu'il représente moins de 10 % de la valeur ajoutée. D'après des régressions en panel effectuées pour la capacité de financement du secteur financier, le ratio entre prix et loyers des


4. Voir André et al. (2007).



Graphique 3.4. **Capacité de financement des entreprises financières et non financières dans la zone OCDE<sup>1</sup>**

1. Les agrégats incluent Australie, Canada, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni et États-Unis.

Source : Comptes nationaux annuels de l'OCDE, sources nationales et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/167706525287>

logements a joué un rôle à cet égard, de même que la croissance de la masse monétaire au sens large par rapport à celle du PIB, tandis qu'aucun effet n'a pu être identifié pour l'écart de production<sup>5</sup>.

### La corrélation entre les effets cycliques et financiers est atypique

La convergence des effets du cycle économique et financiers, qui représentent globalement une augmentation de la capacité de financement des entreprises de l'ordre de 1 point de PIB, est atypique. Par le passé, la corrélation entre les capacités de financement des secteurs financier et non financier était généralement faible<sup>6</sup>. Quoiqu'il en soit, une normalisation de la situation conjoncturelle, un retour de la vitesse de circulation de la monnaie à son niveau tendanciel de long terme, et une baisse du ratio prix/loyers des logements vers la moyenne historique devrait, d'après les équations estimées, entraîner une baisse de la capacité de financement des entreprises de près de 1 point de PIB par rapport à son niveau de 2005.

### Des facteurs de plus long terme ont aussi joué

Outre ces effets cycliques et financiers, il semble que d'autres facteurs aient joué, certains d'entre eux contribuant à une augmentation à long terme de la capacité de financement, ainsi que l'illustrent les

5. Ces résultats demeurent cependant spéculatifs, car pour nombre des variables financières, les résultats obtenus ne sont significatifs et ne présentent le signe escompté que pour un sous-ensemble de pays (parmi lesquels figurent généralement les États-Unis, le Royaume-Uni, le Canada et l'Australie). Voir André et al. (2007) pour plus de détail.
6. Parmi les dix pays examinés ici, la corrélation est positive et significative (au seuil de 5 %) pour trois pays seulement (le Japon, le Royaume-Uni et le Canada). Inversement, la covariation des capacités de financement semble beaucoup plus forte entre pays pour le secteur non financier, de même que pour le secteur financier, à tout le moins entre les grands pays. Après avoir comparé les capacités de financement des sociétés non financières de 45 paires de pays, on constate qu'il existe une corrélation significative et positive dans plus de deux tiers des cas.

tendances temporelles et/ou les variables muettes utilisées dans les régressions en panel de la capacité de financement des entreprises. Afin d'analyser les raisons possibles de ces évolutions, et d'apporter ainsi des éclaircissements sur leur poursuite éventuelle, il convient de distinguer l'épargne brute des entreprises et la formation brute de capital fixe (FBCF), en notant que la progression de la capacité de financement des entreprises de la zone OCDE entre 2001 et 2005 s'est accompagnée d'une augmentation de l'épargne brute et d'une réduction de la FBCF à peu près équivalentes (graphique 3.1, plus haut).

### *Les facteurs à l'origine de la hausse de l'épargne brute*

#### **L'augmentation de la part des profits est probablement durable**

Un des facteurs importants sur le long terme semble lié à un mouvement général de la part relative des profits dans la valeur ajoutée. L'excédent brut d'exploitation des entreprises en pourcentage du PIB a augmenté de 1¼ point entre 2001 et 2005, soit une hausse à peu près similaire à celle de l'épargne des entreprises. De nombreuses études récentes laissent à penser que l'augmentation de la part des profits dans la répartition des revenus peut être imputée à la mondialisation, aux évolutions technologiques et à la modération salariale, cette dernière étant au moins en partie liée aux deux premiers facteurs<sup>7</sup>. Ces tendances mondiales se sont accélérées récemment, et la modération salariale explique dans une certaine mesure l'augmentation de l'excédent d'exploitation global de la zone OCDE depuis 2001.

#### **Des revenus de la propriété plus élevés ont aussi accru l'épargne**

La diminution des charges d'intérêts nettes et la progression des revenus de la propriété ont également contribué à la hausse tendancielle de l'épargne brute des entreprises. L'allègement des charges d'intérêts nettes tient à la conjonction de nouvelles baisses des taux d'intérêt et du désendettement des sociétés, dont les bilans étaient grevés par de lourds engagements à la fin des années 90. La contribution positive des revenus nets de la propriété s'expliquait dans une certaine mesure par une augmentation des bénéfiques en provenance de l'étranger<sup>8</sup>.

#### **L'effet de l'inflation est devenu marginal**

En corrigeant le ratio d'épargne brute des sociétés non financières de l'inflation (qui réduit la valeur réelle de leurs engagements libellés en termes nominaux), on modifie sensiblement les tendances historiques. L'épargne brute devient en particulier plus élevée, notamment au cours des années 80, et la courbe ascendante observée sur le long terme dans un

7. Voir Molnar *et al.* (2007), FMI (2007), OCDE (2007), Ellis et Smith (2007), et Hornstein *et al.* (2007).

8. Les revenus nets de la propriété comprennent les dividendes reçus (déduction non faite des dividendes versés) de sources nationales et étrangère, les bénéfiques réinvestis d'investissements directs étrangers, et les revenus primaires tirés du placement des réserves techniques d'assurance. Dans certains pays notamment au Japon et en Italie, où les participations croisées sont importantes, l'augmentation de cette catégorie de revenus s'explique également par une hausse des ratios dividendes/profits (voir ci-après), reflétant le traitement asymétrique des dividendes reçus (inclus) et versés (non inclus).

certain nombre de pays tend à s'aplatir, voire à s'inverser<sup>9</sup>. Toutefois, pour la première moitié de la décennie actuelle, la correction des données de l'inflation n'a pas d'effet significatif sur l'évolution tendancielle des ratios d'épargne brute des différents pays<sup>10</sup>, ces ajustements gonflant ou réduisant la variation des profits au cours de la période 2001-2005 de 0.2 point de PIB environ dans les grands pays.

**L'impact des taxes sur l'épargne brute a changé dans le temps**

Au niveau de la zone OCDE dans son ensemble, l'allègement de la ponction fiscale (en pourcentage du PIB) a soutenu l'épargne brute jusqu'en 2002-2003, puis les impôts ont augmenté plus rapidement que les bénéficiaires, ce qui s'explique probablement par l'expiration progressive de dispositions autorisant le report des pertes antérieures, et par une réduction des possibilités en matière d'optimisation fiscale. Depuis lors, les comptes des administrations publiques de 2006 et les données provisoires de 2007 laissent à penser que le dynamisme des recettes d'impôt sur les sociétés a perduré dans la plupart des pays de l'OCDE<sup>11</sup>.

### **Les déterminants globaux de la baisse des taux d'investissement**

**L'investissement a été faible**

Le recul de l'investissement des entreprises en pourcentage du PIB explique pour moitié l'augmentation de la capacité de financement cumulée des entreprises de la zone OCDE entre 2001 et 2005. Les dépenses d'investissement ont fortement diminué en pourcentage du PIB au début des années 2000 et ne se redressent que lentement depuis lors (graphique 3.1, plus haut), si bien qu'elles étaient encore en 2005 nettement en deçà de leur niveau de 2001.

**La baisse du prix relative des biens d'équipement a réduit les ratios d'investissement**

Un facteur ayant pesé fortement sur l'évolution de l'investissement des entreprises au cours des dernières décennies réside dans la baisse bien établie du prix relatif des biens d'équipement, qui s'explique en partie par l'importance croissante des ordinateurs, des semi-conducteurs et des logiciels, ainsi que par la baisse rapide de leur prix depuis les années 80. Les entreprises ont ainsi pu accroître leurs investissements réels au cours de cette période, tout en réduisant leurs dépenses en termes nominaux. En l'absence d'une telle baisse des prix, et à supposer que l'évolution de l'investissement ait été la même, les taux d'investissement (en termes nominaux) auraient été orientés à la hausse dans la plupart des pays, ou auraient à tout le moins diminué de manière plus modérée (dans le cas de l'Allemagne et du Japon). Ce phénomène a également influé sur les taux d'investissement au cours de la première moitié de la décennie actuelle<sup>12</sup>.

9. Voir André et al. (2007). Compte tenu de l'insuffisance des données disponibles sur les bilans des entreprises, nous n'avons pu ajuster les tendances à long terme que dans trois des sept grandes économies de l'OCDE.

10. Voir également l'encadré 1 dans FMI (2006).

11. Voir chapitre 1, « Évaluation générale de la situation macroéconomique ».

12. Aux États-Unis, par exemple, de 2000 à 2006, le prix des investissements non résidentiels a progressé de 6.3 % (alors que l'indice implicite des prix du PIB a augmenté de 16 %). Parallèlement, le prix des bâtiments et structures a augmenté de 50 %, tandis que celui des équipements informatiques et des logiciels a baissé de 20 % et que le prix des autres biens d'équipement (équipement industriel, matériel de transport et autres équipements) a crû de 10 %.


Pour les sept grandes économies, environ la moitié de la baisse du ratio investissement nominal des entreprises/PIB peut être imputée de manière comptable à la baisse des prix relatifs (tableau 3.2), l'autre moitié reflétant la baisse de l'investissement en volume.

Tableau 3.2. **Effet des variations des prix relatifs des biens d'équipement sur les taux d'investissement**

2001-05, en points de pourcentage

	Variation de I/PIB (nominal)	Variation de I/PIB en supposant constant le prix relatif de l'investissement
États-Unis	-1.3	-0.9
Japon	0.1	0.3
Allemagne	-1.3	-0.6
France	-0.7	-0.2
Italie	0.0	0.1
Royaume-Uni	-1.5	-0.6
Canada	-0.2	1.2
Total (pondéré par le PIB)	-1.0	-0.5

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/167653655252>

**La baisse du coût d'usage  
du capital n'a pas provoqué  
de hausse de l'intensité  
capitalistique...**

Toutefois, la baisse du prix relatif des biens d'équipement soulève d'autres questions. En liaison avec la décreue des taux d'intérêt et à la persistance du dynamisme des marchés d'actions observée au cours de cette période, le coût d'usage du capital a aussi diminué, ce qui aurait dû favoriser un accroissement de l'intensité capitalistique. Or, il semble que le phénomène inverse se soit produit, ce qui pourrait tenir à une précédente suraccumulation de capital. Cela pourrait s'expliquer également par le fait que, au moins dans plusieurs grandes économies, la croissance potentielle s'est inscrite en baisse ces cinq dernières années par rapport aux années 90, ce qui a réduit les besoins d'investissement<sup>13</sup>.

**... alors que les entreprises  
ont investi davantage à  
l'étranger**

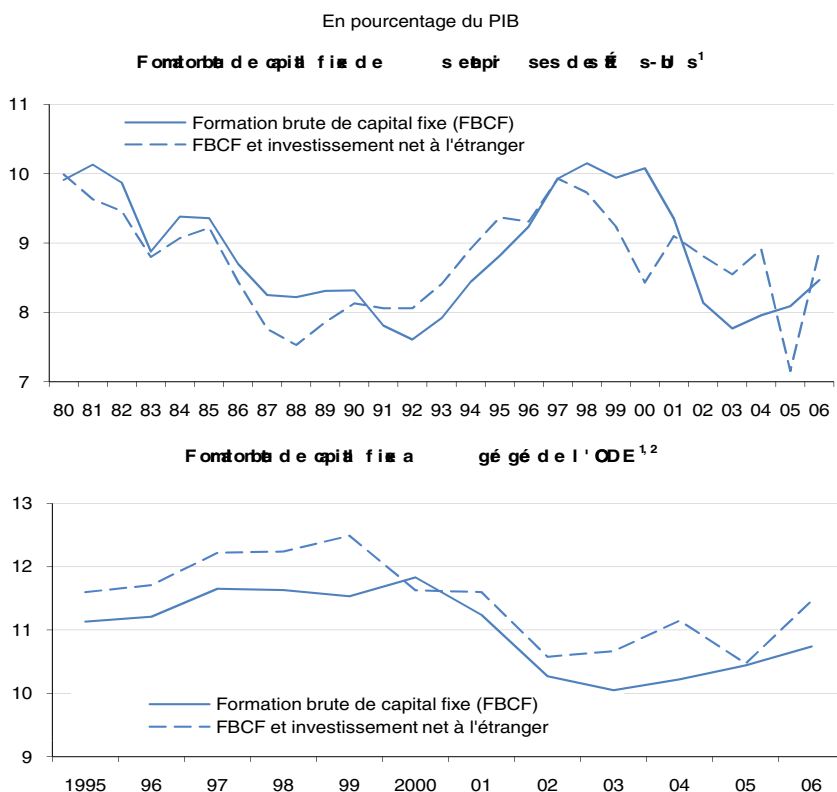
Il est possible que les tendances observées en matière d'investissement reflètent des choix des entreprises, qui se détournent des investissements en capital physique sur leur territoire national. Ainsi, les flux d'investissement direct étranger (IDE) ont pu se substituer à la formation intérieure de capital fixe<sup>14</sup>. L'ajout de ces flux à l'investissement intérieur laisse à penser qu'une partie de la capacité de financement accrue de la zone OCDE a été utilisée pour financer des

13. Les analyses présentées dans André *et al.* (2007) laissent cependant à penser que cette explication ne vaut que pour quelques pays (l'Italie, le Japon et, dans une moindre mesure, l'Allemagne).

14. Moëc et Frey (2006), entre autres, avancent cet argument pour les États-Unis. Outre l'investissement fixe à l'étranger (qu'il s'agisse d'investissements entièrement nouveaux ou d'investissements fixes dans des structures existantes), les flux d'IDE comprennent les acquisitions d'entreprises à l'étranger.

investissements directs à l'étranger depuis 2001 (graphique 3.5)<sup>15</sup>. Cela vaut tout particulièrement pour les États-Unis, où la faiblesse relative de l'investissement intérieur a été la plus marquée (voir la partie suivante).

Graphique 3.5. **Formation brute de capital fixe et investissement direct à l'étranger**



1. En 2005, l'investissement direct net à l'étranger des entreprises des États-Unis est réduit de 1.5 point de PIB du fait d'une mesure fiscale temporaire. L'impact sur l'investissement direct net à l'étranger agrégé de l'OCDE est d'environ 0.6 point de pourcentage du PIB.

2. Les agrégats incluent Australie, Autriche, Canada, République Tchèque, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Pologne, Espagne, Royaume-Uni et États-Unis.

Source : Comptes nationaux annuels de l'OCDE, Principaux indicateurs économiques de l'OCDE et FMI International Financial Statistics.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/167746123037>

## Les déterminants des différences entre pays

**L'essentiel de la hausse de la capacité de financement vient de quatre pays**

L'augmentation de la capacité de financement agrégée des entreprises de la zone l'OCDE dissimule des évolutions hétérogènes suivant les pays, tant pour l'épargne que pour l'investissement (graphique 3.3, plus haut). Le Japon, l'Allemagne et le Royaume-Uni ont

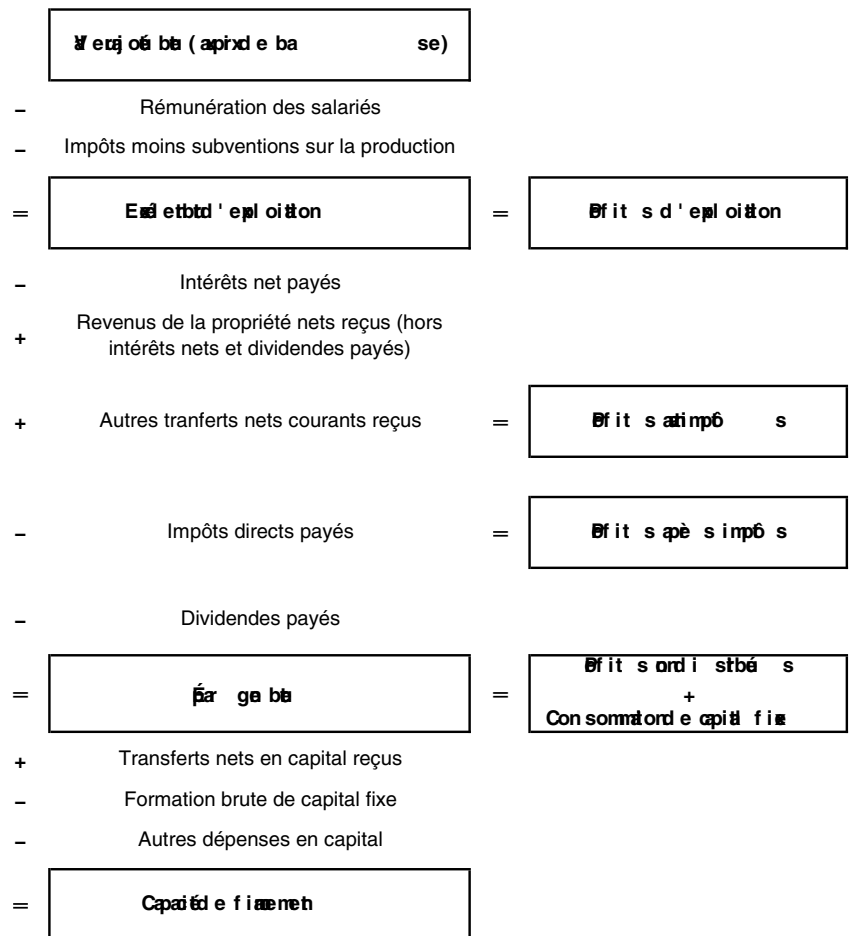
15. La baisse des sorties nettes d'IDE enregistrée par les États-Unis en 2005 est imputable à une réforme fiscale. L'*American Jobs Creation Act* (loi sur la création d'emplois américains) de 2004 a en effet réduit le taux d'imposition de certains dividendes reçus de l'étranger par les entreprises multinationales américaines, pour une période d'un an. En conséquence, les bénéfices distribués en 2005 par des filiales étrangères à leurs sociétés mères domiciliées aux États-Unis ont augmenté, tandis que les bénéfices réinvestis dans les filiales établies à l'étranger ont diminué d'un montant équivalent.

contribué de manière disproportionnée à la capacité de financement élevée des entreprises, puisque ces trois pays ont représenté à eux seuls plus des trois quarts de l'augmentation de la capacité globale de financement des entreprises de la zone OCDE entre 2001 et 2005 (alors que moins d'un quart du PIB de la zone OCDE leur était imputable), le Japon étant responsable de 40 % environ de cette hausse. Les États-Unis ont également fortement contribué à la variation globale de la capacité de financement des entreprises de la zone OCDE, mais cela tient essentiellement à leur poids, et non à une variation exceptionnelle de la capacité de financement de leurs entreprises. Inversement, la capacité de financement des entreprises a diminué dans d'autres pays (notamment en France et en Italie).

**Certains facteurs derrière la hausse sont spécifiques aux pays**

Dans le cas du Japon, cette progression correspond à la poursuite d'une tendance sous-jacente à l'amélioration régulière des bilans des entreprises mis à mal par la crise financière du début des années 90, qui

**Graphique 3.6. Principaux concepts utilisés pour décrire les comptes du secteur des entreprises**



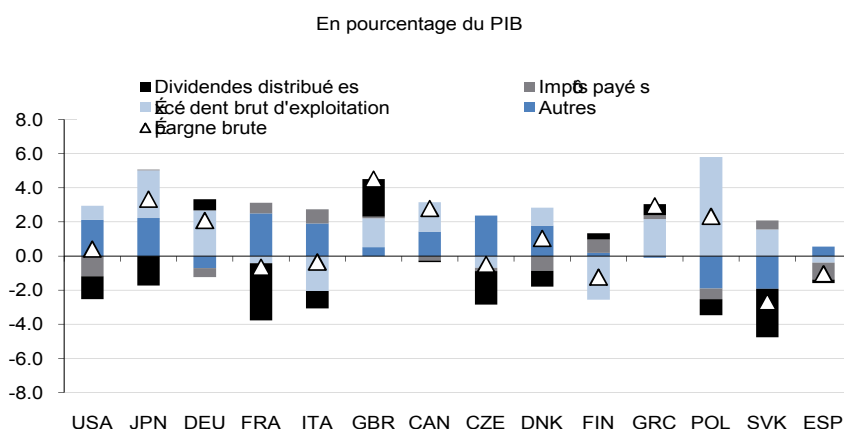
a été encore renforcée par des gains de compétitivité depuis 2000<sup>16</sup>. Au Royaume-Uni, l'augmentation de la capacité de financement des entreprises a été particulièrement forte dans le secteur financier. En ce qui concerne l'Allemagne, un des déterminants importants de l'accroissement de la capacité de financement des entreprises a résidé dans des gains continus de compétitivité depuis le milieu des années 90, qui ont renforcé leur rentabilité. De même, des pertes de compétitivité ont pesé sur la capacité de financement des entreprises en Italie (depuis le milieu des années 90) et en France (depuis 2000). De plus, les contributions des différents pays à l'augmentation de la capacité de financement des entreprises ont pris des formes diverses, au sens où elles sont imputables à des secteurs distincts de l'économie ou à des composantes différentes de la capacité de financement. Ces points sont examinés de manière plus approfondie en analysant sur les composantes de la capacité de financement des entreprises (graphique 3.6).

### Les différences entre pays concernant l'évolution de l'épargne brute

**Des facteurs globaux ont tiré la hausse de l'excédent brut d'exploitation**

Au cours des cinq dernières années, les différences entre pays concernant l'évolution de l'épargne brute des entreprises ont tendu dans une large mesure à correspondre à celles de l'excédent brut d'exploitation (graphique 3.7). Ces variations suivant les pays sont probablement liées à la mesure dans laquelle chacun d'eux subit l'influence des facteurs globaux déjà mentionnés plus haut (mondialisation accélérée et progrès technologiques), qui dépend sans doute de leur cadre institutionnel

Graphique 3.7. **Composition de la variation de l'épargne brute des entreprises (2001-05)**



Note : Autres correspond aux revenus nets de la propriété et autres transferts reçus moins les intérêts nets payés.

Source : Comptes nationaux annuels de l'OCDE et sources nationales.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/167754283274>

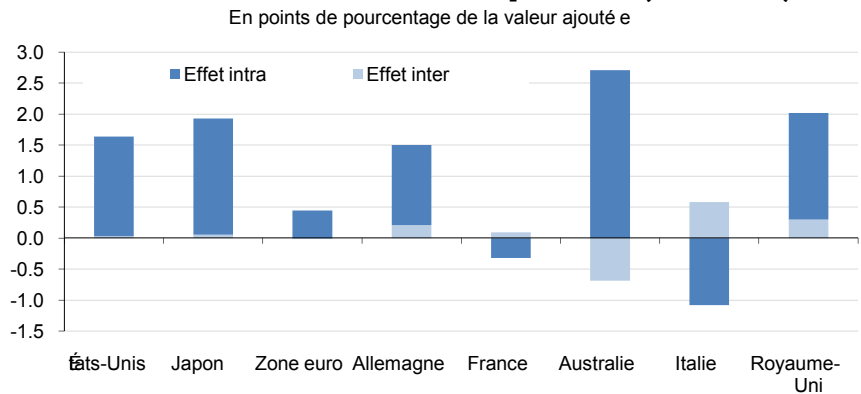
16. D'après les analyses économétriques présentées dans André et al. (2007), l'amélioration de la compétitivité internationale du secteur manufacturier (due à la baisse des coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre) a eu un impact positif sur la rentabilité (donc sur l'épargne) et, partant, sur la capacité de financement des entreprises dans certains pays.

**La composition sectorielle et la compétitivité ont influencé les différences entre pays**

(notamment de la réglementation des marchés de produits et du marché du travail), ainsi que de la composition sectorielle de leur économie<sup>17</sup>.

Lorsqu'on décompose l'évolution de la part des profits (mesurée par l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du PIB) en distinguant les effets respectifs de l'évolution de la rentabilité intra-sectorielle et de la modification de la composition sectorielle de l'économie, on constate que les différences entre pays observées au cours de la première moitié de la décennie actuelle étaient essentiellement dues à des effets intra-sectoriels (graphique 3.8)<sup>18</sup>. Un examen plus poussé de ces fluctuations montre que c'est la contribution du secteur manufacturier qui varie le plus sensiblement suivant les pays (graphique 3.9), ce qui tient dans une large mesure à l'évolution de la compétitivité; l'excédent brut d'exploitation du secteur manufacturier a fortement augmenté au Japon et en Allemagne, où des gains de productivité réguliers ont été réalisés, tandis que le phénomène inverse s'est produit en France et en Italie. Les autres sources de divergences entre pays résident dans les services aux entreprises, qui ont contribué à la croissance des bénéfiques au Royaume-Uni et aux États-Unis, ainsi que dans les secteurs de l'extraction de pétrole brut et de gaz naturel et de l'agriculture, qui représentent une forte proportion de l'augmentation observée aux États-Unis (16 % et 12 % respectivement).

**Graphique 3.8. Contribution des effets intra- et intersectoriels à la variation de l'excédent brut d'exploitation (2001-2004)**



Source : EU-KLEMS et calculs de l'OCDE.

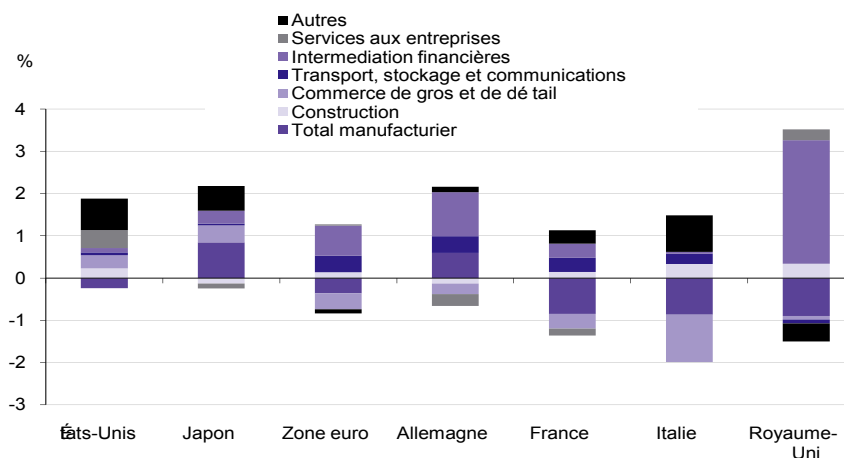
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/167756521068>

17. Une autre source potentielle de différences entre pays réside dans le poids relatif des options sur titres dans la rémunération des salariés et son évolution au fil du temps. Les coûts de main-d'œuvre, tels qu'ils sont calculés dans les comptes nationaux, tendent en effet à sous-estimer le coût des options sur titres, qui ne sont comptabilisés qu'à leur date d'exercice. Néanmoins, on ne dispose pas de données internationales exhaustives permettant d'évaluer l'ampleur de l'impact de cet élément.

18. Compte tenu des insuffisances des données disponibles, une telle analyse sectorielle approfondie est uniquement possible pour l'excédent brut d'exploitation.



Graphique 3.9. Contribution des secteurs à la variation de l'excédent brut d'exploitation (2001-04)



Source : EU-KLEMS et calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/167763328674>

**Le secteur financier a eu un rôle exceptionnel au Royaume-Uni**

Par ailleurs, le secteur financier et, dans une moindre mesure, le secteur de la construction ont contribué positivement à l'augmentation globale des bénéfices dans la plupart des sept grands pays de l'OCDE. Une fois de plus, le Royaume-Uni ne s'en distingue pas moins par la contribution exceptionnellement forte de son secteur financier.

**La distribution des dividendes est un facteur important des différences entre pays**

Les dividendes n'ont généralement pas augmenté plus rapidement que les profits, toutefois les différences internationales de distribution des profits ont constitué une source importante de divergence entre pays quant à l'évolution de l'épargne brute (tableau 3.3). D'une part, aux États-Unis et dans la majorité des pays d'Europe continentale, les ratios dividendes/profits ont augmenté dernièrement, ce qui signifie qu'une forte proportion des bénéfices supplémentaires a été distribuée aux actionnaires<sup>19</sup>. D'autre part, en Allemagne, au Canada, au Royaume-Uni et en Grèce (et, dans une moindre mesure en Autriche et en Australie), les dividendes ont augmenté beaucoup plus lentement que les profits, d'où une hausse des bénéfices non distribués et de l'épargne brute<sup>20</sup>. On ignore

19. Aux États-Unis, la hausse du ratio dividendes/profits tient également à la baisse du taux d'imposition (de 38 à 15 % en 2003) des dividendes au titre de l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Tant pour les États-Unis que pour l'Europe, au cours de la période 1989-2003, l'augmentation globale des dividendes pourrait masquer le fait que les entreprises ont été moins nombreuses à verser des dividendes, mais que celles qui l'ont fait ont versé des dividendes plus élevés. Voir van Eije et Megginson (2006).

20. Au Royaume-Uni, il est possible que cette évolution soit due à la hausse du niveau actuel et escompté des cotisations versées aux organismes de retraite. En analysant sur la période 1983-2002 un échantillon regroupant de nombreuses entreprises britanniques cotées, Bunn et Trivedi (2005) montrent que les dividendes versés par les entreprises ont été réduits en raison de l'augmentation du montant des cotisations de retraite. Les entreprises cherchant à remédier à la sous-capitalisation de régimes de retraite à prestations définies par une augmentation de leurs cotisations ont en effet pu réduire les dividendes versés à leurs actionnaires.

Tableau 3.3. **Distribution de dividendes**


	Distribution moyenne 1995-2000 <sup>1</sup>	Variation des profits après impôts 2001-2005	Distribution marginale 2001-05 <sup>2</sup>
États-Unis	36%	38%	<b>51%</b>
Japon	8%	27%	<b>33%</b>
Allemagne	57%	12%	8%
France	45%	19%	<b>78%</b>
Italie	59%	18%	<b>92%</b>
Royaume-Uni	57%	35%	8%
Canada	16%	50%	4%
Australie	36%	41%	27%
Autriche	45%	34%	34%
Danemark	22%	26%	<b>38%</b>
Finlande	28%	6%	<b>48%</b>
Grèce	32%	56%	0%
Pays-Bas	32%	38%	<b>88%</b>
Espagne	29%	26%	<b>46%</b>

Note : La distribution moyenne 1995-2000 est définie comme la somme des dividendes distribués sur le période 1995-2000 divisé e par la somme des profits après impôts. La distribution marginale 2001-05 est définie comme la variation des dividendes entre 2001 et 2005 divisé e par la variation des profits avant impôts entre 2001 et 2005.

1. 1999-2000 pour l'Espagne.

2. Les nombres en gras indiquent une distribution importante sur la période récente.

Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/167662681354>

à ce stade quels sont les pays dans lesquels les variations des ratios dividendes/profits observées depuis 2001 revêtent un caractère temporaire, et quels sont ceux où elles correspondent davantage à des changements structurels de comportement de la part des entreprises. Dès lors que l'épargne des entreprises est élevée et que les ratios dividendes/profits ont diminué, les actionnaires pourraient exiger une plus forte proportion des bénéfices sous forme de dividendes. Quoi qu'il en soit, les dividendes pourraient demeurer une source potentielle de divergences concernant la capacité de financement des entreprises dans la zone OCDE.

### Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les rachats d'action ont été importants

Le recours aux rachats d'actions pour transférer des ressources aux actionnaires complique l'évaluation de la situation. Les rachats d'actions consistent en un échange de liquidités contre des titres, et sont donc sans incidence sur l'épargne brute comptabilisée dans les comptes nationaux, contrairement à la distribution de dividendes. Statistiquement, ces opérations représentent une utilisation de l'épargne et non un facteur influençant l'épargne. D'après plusieurs sources, aux États-Unis, les rachats d'actions ont progressé au moins aussi vite que les versements de dividendes. Les rachats d'actions effectués par les sociétés entrant dans la composition de l'indice boursier *Standard and Poor's 500* (S&P 500) ont augmenté de 1.5 point de PIB entre 2001 et 2005, c'est-à-dire autant que la totalité des dividendes versés, et davantage que la capacité de financement du secteur des

entreprises dans son ensemble<sup>21</sup>. Lorsqu'on compare les flux financiers des sociétés non financières, les États-Unis se singularisent par une forte augmentation des acquisitions nettes de titres de participation, qui correspond aux achats nets d'actions à d'autres secteurs institutionnels, du fait de rachats d'actions et de fusions (graphique 3.10)<sup>22</sup>. Au Royaume-Uni, les données sur les flux financiers laissent également à penser que les rachats d'actions ont joué un rôle important<sup>23</sup>. Cette progression des rachats d'action, aux États-Unis et au Royaume-Uni, se caractérise probablement par une composante cyclique importante (lorsque les profits augmentent, les rachats d'action permettent de transférer des fonds supplémentaires aux actionnaires sans prendre le risque de devoir réduire ultérieurement les dividendes en cas de recul des profits). Dans d'autres pays, la libéralisation de ces opérations est récente (elle date généralement de la fin des années 90), si bien qu'il est difficile d'obtenir des données. Néanmoins, selon certaines informations, les rachats d'actions n'ont pas augmenté de manière significative dans la zone euro au cours de la période 2001-2005<sup>24</sup>.

### *Les différences entre pays concernant l'évolution de l'investissement brut*

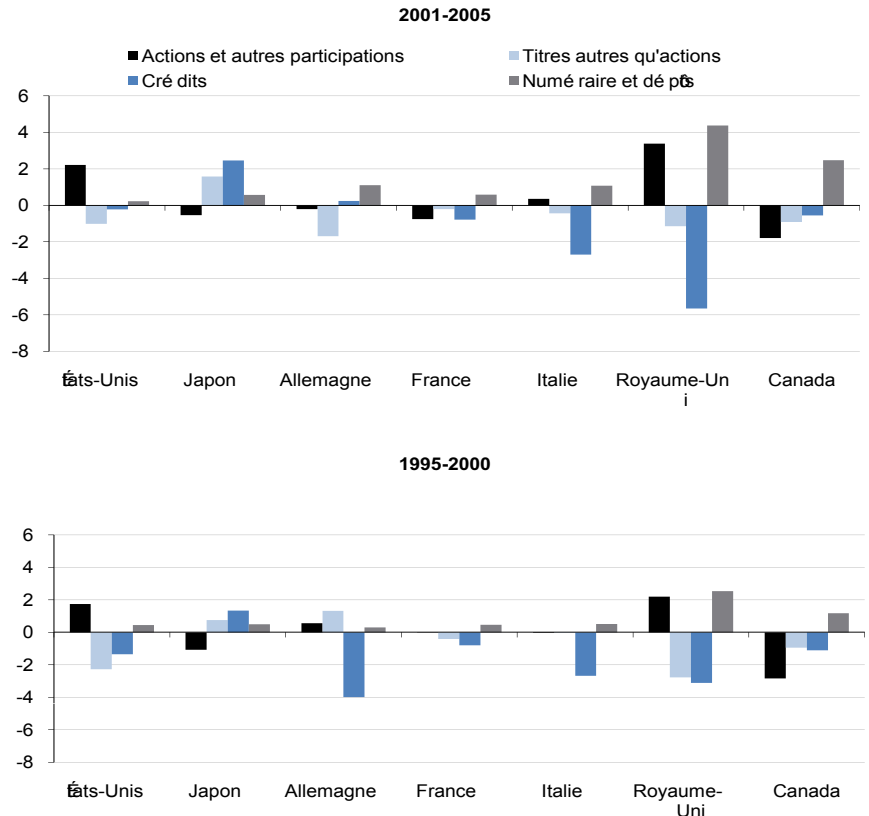
**Les profils de l'investissement brut sont proches d'un pays à l'autre**

Depuis 2001, l'évolution des taux d'investissement des entreprises dans les différents pays a été moins hétérogène que celle de leurs ratios d'épargne brute. Dans la plupart des pays de l'OCDE, les dépenses d'investissement ont diminué en pourcentage du PIB au début des années 2000 et ne se redressent que lentement depuis lors. En 2005, elles étaient encore en deçà de leur niveau de 2001 dans la quasi-totalité des pays, y compris les plus grands (graphique 3.3, plus haut). Néanmoins, tandis qu'au Japon, au Royaume-Uni, en Allemagne et au Canada, c'est

21. Plusieurs facteurs concourent à rendre les rachats d'actions attrayants. Dans plusieurs pays, les plus-values sont imposées moins lourdement que les dividendes. De plus, les rachats d'actions laissent la possibilité aux actionnaires de participer ou non à ces opérations, et évitent aux dirigeants d'avoir à augmenter puis à diminuer les dividendes. Par ailleurs, les rachats d'actions sont plus fréquents lorsque les entreprises ont distribué une grande quantité d'options sur titres, à la fois parce qu'ils permettent d'apaiser les craintes de dilution excessive du capital, et parce qu'ils peuvent bénéficier aux détenteurs d'options, ce qui n'est pas le cas des versements de dividendes. Enfin, un rachat d'actions peut indiquer que les dirigeants d'une société considèrent son titre comme sous-évalué. Voir, par exemple, Legg Mason Capital Management (2006).
22. Il existe une différence essentielle entre cette situation et celle qui prévalait à la fin des années 90, marquée également par d'importantes acquisitions nettes de titres de participation : au cours de la période 2001-05, les entreprises ont financé leurs rachats d'actions en utilisant leur épargne, et non en empruntant. Contrairement à une opinion largement répandue, les disponibilités liquides des entreprises ne semblent pas avoir augmenté de manière notable aux États-Unis.
23. Les disponibilités (c'est-à-dire les dépôts et les avoirs à court terme, ainsi que le poste résiduel permettant d'assurer l'exactitude des comptes) ont eu tendance à augmenter dans de nombreux pays, surtout au Royaume-Uni et au Canada, ce qui pourrait s'expliquer par une incertitude accrue au niveau des entreprises, due soit à des facteurs d'ordre général, tels que la mondialisation, soit à des facteurs plus spécifiquement nationaux, comme le degré de sous-capitalisation des régimes de retraite d'entreprise.
24. Voir BCE (2007).

## Graphique 3.10. Principaux flux financiers des entreprises non financières

Moyenne annuelle, en pourcentage du PIB



Note: Les réserves techniques d'assurance, autres comptes à recevoir et la divergence statistique sont exclus.

Source : Comptes nationaux annuels de l'OCDE et sources nationales.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/167785535750>

l'accroissement de l'épargne brute qui a été le principal facteur d'augmentation de la capacité de financement des entreprises, aux États-Unis, c'est la baisse de l'investissement qui a contribué le plus à cette hausse.

### La faiblesse de l'investissement aux États-Unis reste une énigme

En effet, l'évolution du taux d'investissement en pourcentage du PIB aux États-Unis depuis le point bas du cycle est restée en retrait par rapport aux autres pays, et aux précédentes phases de reprise ayant eu lieu aux États-Unis. Les différences d'évolution du taux d'investissement d'équilibre (c'est-à-dire du ratio investissement/PIB calculé en retenant l'hypothèse d'un ratio capital/production constant) dues aux variations des taux de croissance potentielle et de dépréciation ne semblent pas expliquer pourquoi l'investissement a été particulièrement atone aux États-Unis<sup>25</sup>.

25. Voir André et al.(2007).

## L'évolution future de la capacité de financement des entreprises et ses implications

**Plus avant, la capacité de financement des entreprises va probablement baisser...**

Plus avant, compte tenu des analyses présentées ici et résumées dans le tableau 3.1, certains des phénomènes à l'origine de la hausse de la capacité de financement globale des entreprises de la zone OCDE vont probablement se dissiper ou s'inverser, tandis que d'autres, qui correspondent à des changements structurels concernant le comportement des entreprises et leur environnement, devraient perdurer. Ces développements pourraient avoir un impact sur les taux d'intérêt, et dans la mesure où les différences internationales de capacité de financement affectent les balances courantes, ce qui est difficile à établir, ils pourraient aussi affecter les déséquilibres des paiements courants (encadré 3.2).

**... suite à une baisse de l'épargne et une hausse de l'investissement**

Des informations récentes laissent à penser que la capacité de financement cumulée des entreprises de la zone OCDE a diminué en 2006 (graphique 3.1, plus haut). Selon les *Perspectives économiques de l'OCDE* actuelles, la capacité de financement des entreprises devrait, à très court terme, continuer à enregistrer un léger recul par rapport aux niveaux auxquels elle s'établissait en 2006, lié principalement à de nouvelles

### Encadré 3.2. Relations entre la capacité de financement des entreprises et les autres secteurs

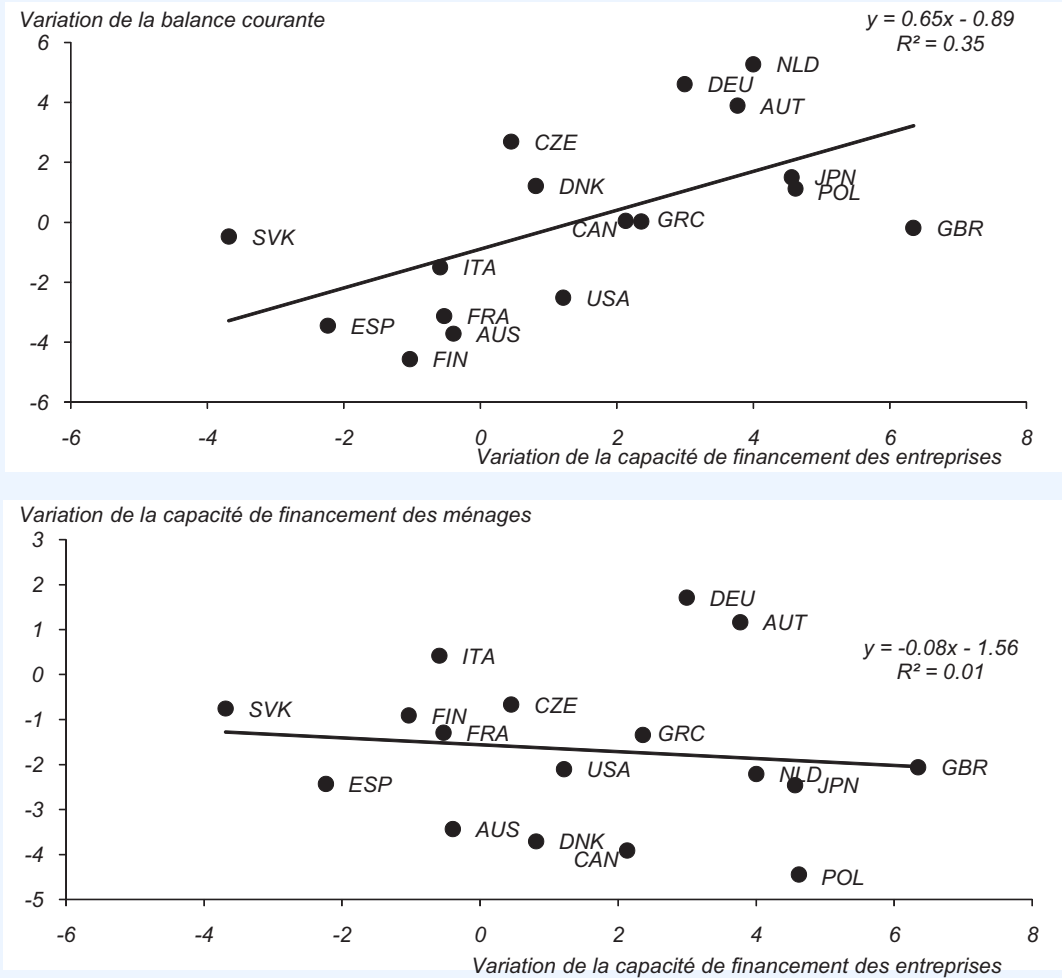
Au cours de la période 2001-2005, la corrélation entre l'évolution de la capacité de financement des entreprises et celle des déséquilibres extérieurs a été relativement forte (graphique). En règle générale, les pays où la capacité de financement a le plus sensiblement augmenté sont également ceux dont le solde des opérations courantes s'est le plus nettement amélioré. À l'inverse, les pays dans lesquels la capacité de financement des entreprises a reculé, stagné ou seulement modestement progressé ont généralement vu s'aggraver le déséquilibre de leur compte courant. Bien que les raisons de cette corrélation, plus forte au cours de la période récente que par le passé, restent floues, il est possible de faire quelques hypothèses.

Les données internationales ne montrent aucune relation entre l'évolution de la capacité de financement des ménages et celle des entreprises. Plus précisément, lorsque les bénéfices et l'épargne des entreprises ont augmenté, ils ont été réaffectés à l'investissement intérieur dans des proportions bien moindres, ou n'ont pas entraîné de hausse équivalente des dépenses des ménages, ce qui pourrait tenir aux difficultés des ménages à ajuster leur épargne pour compenser les variations de l'épargne constituée par les entreprises. Il se pourrait que les évolutions concomitantes des déséquilibres des comptes courants et de la capacité de financement des entreprises s'expliquent par la poursuite de la mondialisation financière. Lorsqu'elle prend la forme d'une augmentation des flux d'investissement direct étranger (IDE), la mondialisation financière peut affaiblir le lien entre l'épargne intérieure des entreprises et l'investissement intérieur. Dans ce scénario, corroboré par certaines données empiriques, le renforcement de la mobilité des capitaux influe à la fois sur les soldes extérieurs et sur la capacité de financement des entreprises telle qu'elle est mesurée dans les comptes nationaux, et ce, indépendamment des variations du poids relatif de l'épargne nationale. En outre, les ménages, qui détiennent des portefeuilles de plus en plus diversifiés à l'échelle internationale, réagissent de moins en moins aux fluctuations de l'épargne intérieure des entreprises, et de plus en plus à celles de l'épargne des sociétés établies à l'étranger dont ils détiennent des parts du capital.


### Encadré 3.2. Relations entre la capacité de financement des entreprises et les autres secteurs (suite)

#### Relation entre la capacité de financement des entreprises et des ménages et le compte courant

Variation entre 2001 et 2005 en point de pourcentage du PIB



Source: Comptes nationaux de l'OCDE et sources nationales.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/167862148715>

hausse de l'investissement des entreprises en Europe et au Japon, mais aussi à un alourdissement des charges d'intérêts (compensant en partie les baisses substantielles ayant eu lieu depuis 2001). L'augmentation escomptée des coûts de main-d'œuvre réduirait également la capacité de financement des entreprises, quoique modérément. Par ailleurs, ce scénario concorde avec l'arrivée à maturité de la reprise dans la plupart des économies, ce qui a généralement coïncidé par le passé avec un ralentissement de la progression ou une baisse de la capacité de financement des entreprises. Il suppose également que les prix des produits de base se stabilisent ce qui limiterait du même coup la poursuite de la hausse des bénéfices dans des pays comme les États-Unis

(ainsi que dans les autres principales économies productrices de produits de base, telles que l'Australie et le Canada). La contribution des entreprises à l'épargne mondiale devrait ainsi encore diminuer dans le proche avenir.

**Mais la correction dans les secteurs du logement et les perturbations financières pourrait provoquer un ajustement plus fort**

L'ajustement limité de l'épargne des entreprises présenté dans ce scénario pourrait toutefois encore sous-estimer la contraction des profits dans le secteur financier du fait des récentes turbulences financières, en particulier dans les économies où le secteur financier a le plus contribué à la progression des bénéfices<sup>26</sup>. Ce scénario sous-estime aussi vraisemblablement l'impact total du processus de correction en cours sur le marché du logement aux États-Unis, qui se répercute sur les profits des entreprises dans les secteurs financier et de la construction. Enfin, l'éventualité d'un ajustement du marché du logement dans d'autres pays est un autre risque à la baisse pour l'épargne brute des entreprises dans l'OCDE. D'un autre côté, le resserrement des conditions de crédit pourrait ralentir l'investissement plus que prévu.

26. Selon des données récemment publiées concernant 2006, un tel ajustement avait déjà débuté en 2006 au Royaume-Uni, avant même les turbulences financières de 2007.

### Bibliographie

- André, C., S. Guichard, M. Kennedy, D. Turner (2007) « Corporate net lending: a review of recent trends », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 583.
- Aoki, M., G. Jackson et H. Miyajima (2005), *Corporate Governance in Japan: Organizational Diversity and Institutional Change*, Oxford University Press.
- Barnett, S. et R. Brooks (2006), « What's Driving Investment in China? », *IMF Working Paper*, n° 06/265.
- BCE (Banque centrale européenne) (2007), « Share Buybacks in the Euro Area », *ECB Monthly Bulletin*, mai.
- Bernanke, B. (2005), « *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit* », allocution prononcée lors de la *Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginie, mars.
- BRI (Banque des règlements internationaux) (2006), *76<sup>e</sup> Rapport annuel*.
- BRI (2007), *77<sup>e</sup> Rapport annuel*.
- Bunn, P. et K. Trivedi (2005), « Corporate Expenditures and Pension Contributions: Evidence from UK Company Accounts », *Bank of England Working Paper*, n° 276.
- Corrado, C., C. Hulten et D. Sichel (2005), « Measuring Capital and Technology: An Expanded Framework », *Measuring Capital in the New Economy*, C. Corrado, J. Haltiwanger et D. Sichel (dir. publ.), *National Bureau of Economic Research Studies in Income and Wealth*, vol. 65, University of Chicago Press, Chicago et Londres.
- Corrado, C., C. Hulten et D. Sichel (2006), « The Contribution of Intangible Investments to US Economic Growth: A Sources-of-Growth Analysis », *NBER Working Paper*, n° 11948.
- de Serres, A., S. Scarpetta et C. de la Maisonnette (2002), « Sectoral Shifts in Europe and the United States: How they Affect Aggregate Labour Shares and the Properties of Wage Equations », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 326.
- Desai, M. (2002), « The Corporate Profit Base, Tax Sheltering Activity and the Changing Nature of Employee Compensation », *NBER Working Paper*, n° 8866.
- Desai, M., F. Foley et J. Hines (2005), « Foreign Direct Investment and Domestic Economic Activity », *NBER Working Paper*, n° 11717.
- Ellis, L. et K. Smith (2007), « The Global Upward Trend in the Profit Share », *BIS Working Papers*, n° 231, juillet.
- FMI (Fonds monétaire international) (2006), « Awash with Cash: Why Are Corporate Savings so High? », chapitre IV, *World Economic Outlook*, avril.
- FMI (2007), « The Globalization of Labor », chapitre IV, *World Economic Outlook*, avril.
- Fukao, K., S. Hamagata, T. Miyagawa et K. Tonogi (2007), « Intangible Investment in Japan: Measurement and Contribution to Economic Growth », *RIETI Discussion Paper 07-E-034*.
- GAO (Government Accountability Office) (2006), *Financial Restatements: Update of Public Company Trends, Market Impacts, and Regulatory Enforcement Activities*, Report to the Ranking Minority Member, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Sénat des États-Unis, Washington DC, juillet.
- Haskel, J. et M.G. Marrano (2007), « How Much Does the UK Invest in Intangible Assets? », *CEPR Discussion Paper*, n° 6287.
- Himmelberg, C., P. Mahoney, A. Bang, et B. Chernoff (2004), « Recent Revisions to Corporate Profits: What We Know and When We Knew It », *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 10, n° 3, mars.
- Hornstein, A., P. Krusell and G. L. Violante (2007), « Technology-Policy Interactions in Frictional Labour Markets », *Review of Economic Studies*, vol. 74, n° 4.
- Legg Mason Capital Management (2006), *Clear Thinking about Share Repurchase*, janvier.



- Mead, C., B. Moulton et K. Petrick (2004), « NIPA Corporate Profits and Reported Earnings: A Comparison and Measurement Issues », *Working Paper*, US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, Washington, DC.
- Moëc, G. et L. Frey (2005), « Global Imbalances, Saving Glut and Investment Strike », *Occasional Papers*, n° 1, Banque de France, février.
- Molnar, M., N. Pain et D. Taglioni (2007), « The Internationalisation of Production, International Outsourcing and Employment in the OECD », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 561, Paris.
- Nordhaus, W. (2002), « The Recent Recession, the Current Recovery and Stock Prices », *Brookings papers on Economic Activity*, vol. 2002, n° 1.
- OCDE (2003), *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 74.
- OCDE (2005), *Pension Markets in Focus*, 2005/2.
- OCDE (2007), « Tirer le meilleur parti de la mondialisation », *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 81, chapitre 3.
- van Eije, H. et W. Megginson (2006), « Dividend Policy in the European Union », *Working Paper*, University of Oklahoma.



# Chapitres spéciaux parus dans les derniers numéros des Perspectives économiques de l'OCDE

## **N° 81, juin 2007**

Tirer le meilleur parti de la mondialisation

Consolidation budgétaire : les leçons de l'expérience

## **N° 80, décembre 2006**

Les ménages sont-ils plus vulnérables du fait de leur endettement croissant ?

## **N° 79, juin 2006**

Les pressions budgétaires à prévoir pour les dépenses relatives aux soins de santé et aux soins de longue durée

## **N° 78, décembre 2006**

Le rôle des fondamentaux dans l'évolution récente des prix des logements

## **N° 77, juin 2005**

Mesurer et évaluer l'inflation sous-jacente

## **N° 76, décembre 2004**

Évolution des prix du pétrole : moteurs, conséquences économiques et ajustement des politiques

Comportement d'épargne et efficacité de la politique budgétaire

## **N° 75, juin 2004**

Marchés du logement, patrimoine et cycle économique

Les enjeux de la réduction du déficit de la balance courante des États-Unis

Cycle des prix actifs, facteurs exceptionnels et soldes budgétaires

Renforcer la convergence des revenus en Europe centrale après les adhésions à l'Union européenne

## **N° 74, décembre 2003**

Cyclicité de la politique budgétaire : le rôle de la dette, des institutions et des contraintes budgétaires

Relations financières entre l'État et les collectivités territoriales

Dépenses publiques : améliorer le rapport coûts-résultats

## **N° 73, juin 2003**

Après la bulle des télécommunications

Politiques structurelles et croissance

Tendances de l'investissement direct étranger dans les pays de l'OCDE

Restrictions à l'investissement direct étranger dans les pays de l'OCDE

Incidences des politiques sur l'investissement direct étranger



# TABLE DES MATIÈRES

<b>Éditorial : gérer les risques</b> .....	7
<b>Chapitre 1. Évaluation générale de la situation macroéconomique</b> .....	11
Vue d'ensemble .....	12
Évolutions récentes .....	14
Les forces à l'œuvre et les risques .....	26
Perspectives de croissance .....	48
Enjeux de politique macroéconomique .....	55
Appendice 1.A1. Évaluation des prévisions de croissance de l'OCDE pour les économies du G7 ...	68
<b>Chapitre 2. Évolutions dans les pays membres de l'OCDE et dans certaines économies non membres</b> ..	73
États-Unis .....	74
Japon .....	79
Zone euro .....	84
Allemagne .....	89
France .....	94
Italie .....	99
Royaume-Uni .....	104
Canada .....	109
Australie .....	114
Autriche .....	117
Belgique .....	120
Corée .....	123
Danemark .....	126
Espagne .....	129
Finlande .....	132
Grèce .....	135
Hongrie .....	138
Irlande .....	141
Islande .....	144
Luxembourg .....	147
Mexique .....	150
Norvège .....	153
Nouvelle-Zélande .....	156
Pays-Bas .....	160
Pologne .....	163
Portugal .....	166
République slovaque .....	169
République tchèque .....	172
Suède .....	175
Suisse .....	178
Turquie .....	181
Brésil .....	184
Chine .....	188
Inde .....	192
Fédération de Russie .....	196
<b>Chapitre 3. Épargne et investissement des entreprises : évolutions récentes et perspectives</b> .....	201
Introduction et synthèse des principaux résultats .....	202
Les déterminants de l'augmentation de la capacité de financement globale des entreprises de la zone OCDE .....	208
Les déterminants des différences entre pays .....	213
L'évolution future de la capacité de financement des entreprises et ses implications .....	221
<b>Chapitres spéciaux parus dans les derniers numéros des Perspectives économiques de l'OCDE</b> ...	227
<b>Annexe statistique</b> .....	229
Classification des pays .....	230
Mode de pondération pour les données agrégées .....	230
Taux de conversion irrévocable de l'euro .....	230
Systèmes de comptabilité nationale, années de référence et dernières mises à jour .....	231
Tableaux annexes .....	233

**Encadrés**

1.1. Chronologie des turbulences sur les marchés de capitaux .....	15
1.2. Influence de l'Inde sur l'économie mondiale comparée à celle de la Chine .....	23
1.3. Prévisions des investissements dans le logement .....	32
1.4. Quels sont les déterminants des prix des denrées alimentaires? .....	41
1.5. Fonds d'investissement souverains .....	46
1.6. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les prévisions .....	51
1.7. Évaluer le NAIRU .....	57
3.1. L'épargne des entreprises et la balance des opérations courantes en Chine .....	205
3.2. Relations entre la capacité de financement des entreprises et les autres secteurs .....	221

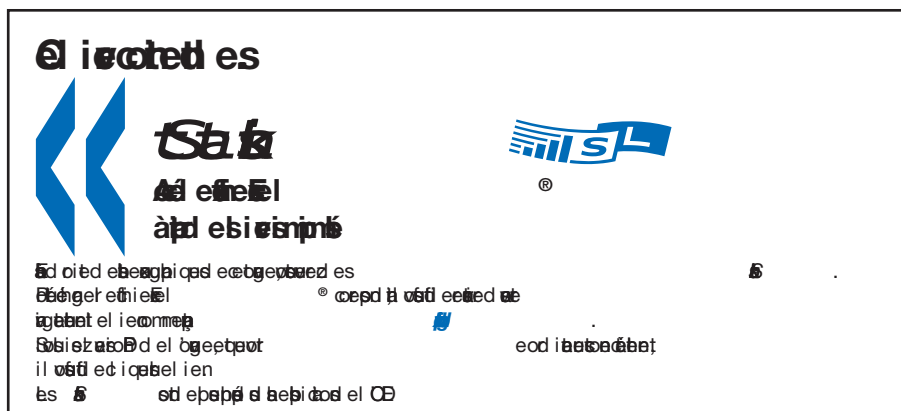
**Tableaux**

1.1. La croissance devrait un peu ralentir .....	12
1.2. Les prix réels du logement sont élevés .....	18
1.3. Les prix réels du logement sont élevés .....	25
1.4. L'évolution des salaires reste modérée .....	26
1.5. L'effet d'une augmentation du prix du pétrole de \$10 le baril .....	39
1.6. Perspective de croissance à court terme .....	48
1.7. La demande se rééquilibre .....	52
1.8. Le commerce mondial soutient la croissance et les déséquilibres extérieurs restent importants ..	53
1.9. La consolidation budgétaire ne progresse pas .....	66
1.10. Erreurs de projection pour le G7 dans les <i>Perspectives économiques</i> , 1991-2006 .....	71
3.1. Contributions à l'augmentation de la capacité de financement des entreprises dans la zone OCDE, sur la période 2001-05 .....	204
3.2. Effet des variations des prix relatifs des biens d'équipement sur les taux d'investissement ...	212
3.3. Distribution de dividendes .....	218

**Graphiques**

1.1. Les turbulences financières se sont calmées mais seulement en partie .....	17
1.2. L'investissement réel en logement ralentit dans la plupart des pays .....	18
1.3. L'amélioration sur les marchés des logements a été fortement corrélée entre les pays .....	20
1.4. Le prix des matières premières est en hausse .....	21
1.5. La croissance se maintient jusqu'à maintenant .....	21
1.6. Différentes mesures du risque .....	28
1.7. Les banques durcissent les conditions d'octroi des crédits .....	29
1.8. L'investissement en logement est au plus haut des dix dernières années pour beaucoup de pays ..	31
1.9. L'augmentation de la demande de pétrole brut depuis 1995 est tirée par les pays non OCDE. ....	37
1.10. Les pétrodollars sont dépensés plus vite .....	37
1.11. Taux de change effectif .....	42
1.12. Accumulation estimée de réserve (en excluant l'or) .....	44
1.13. La confiance est relativement faible .....	49
1.14. L'orientation des taux directeurs a commencé à diverger .....	56
1.15. Les écarts de chômage rétrécissent .....	56
1.16. Mesures de l'inflation globale et sous-jacente .....	60
1.17. Les soldes budgétaires se sont améliorés entre 2003 et 2007 .....	62
1.18. L'amélioration des recettes courantes vient principalement de l'impôt sur les sociétés .....	63
1.19. Projections des <i>Perspectives économiques</i> et croissance du PIB observé .....	70
3.1. Capacité de financement des entreprises de la zone OCDE .....	202

3.2. Évolution de la capacité de financement : une perspective globale . . . . .	203
3.3. Capacité de financement des entreprises . . . . .	207
3.4. Capacité de financement des entreprises financières et non financières dans la zone OCDE . . . . .	209
3.5. Formation brute de capital fixe et investissement direct à l'étranger . . . . .	213
3.6. Principaux concepts utilisés pour décrire les comptes du secteur des entreprises . . . . .	214
3.7. Composition de la variation de l'épargne brute des entreprises (2001-05) . . . . .	215
3.8. Contribution des effets intra- et intersectoriels à la variation de l'excédent brut d'exploitation (2001-2004) . . . . .	216
3.9. Contribution des secteurs à la variation de l'excédent brut d'exploitation (2001-04) . . . . .	217
3.10. Principaux flux financiers des entreprises non financières . . . . .	220



## Légendes

\$	Dollar des États-Unis	.	Décimale
¥	Yen japonais	I, II	Semestres
£	Livre sterling	T1, T4	Trimestres
€	Euro	Billion	Mille milliards
mb/j	Millions de barils par jour	Trillion	Mille billions
..	Données non disponibles	c.v.s.	Corrigé des variations saisonnières
0	Nul ou négligeable	n.c.v.s.	Non corrigé des variations saisonnières
-	Sans objet		

## Résumé des prévisions

	2007	2008	2009	2009										Quatrième trimestre		
				2007	2008		2009					2009				
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2007	2008	2009	
Pourcentage																
<b>Croissance du PIB en volume</b>																
États-Unis	2.2	2.0	2.2	1.3	1.1	1.5	1.8	1.9	2.2	2.5	2.7	2.8	2.6	1.6	2.5	
Japon	1.9	1.6	1.8	1.7	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.3	1.7	1.9	
Zone euro	2.6	1.9	2.0	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2	1.9	2.0	
OCDE total	2.7	2.3	2.4	2.0	1.9	2.0	2.2	2.3	2.5	2.6	2.7	2.7	2.6	2.1	2.6	
<b>Inflation</b>																
États-Unis	2.6	2.1	2.0	2.4	2.5	2.0	1.9	1.9	2.1	1.9	1.9	2.0	2.5	2.1	2.0	
Japon	-0.5	-0.3	0.3	-1.0	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	-0.8	0.1	0.4	
Zone euro	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.2	2.3	
OCDE total	2.3	2.1	2.1	2.3	2.3	2.1	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0	2.1	2.4	2.1	2.1	
<b>Taux de chômage<sup>1</sup></b>																
États-Unis	4.6	5.0	5.0	4.8	4.8	4.9	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.8	5.1	4.9	
Japon	3.8	3.7	3.6	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	3.5	3.5	3.8	3.7	3.5	
Zone euro	6.8	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.5	6.4	6.4	
OCDE total	5.4	5.4	5.3	5.4	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.2	5.4	5.3	5.2	
<b>Croissance du commerce mondial</b>																
	7.0	8.1	8.1	8.2	8.0	8.0	8.0	8.0	8.1	8.2	8.2	8.2	7.7	8.0	8.2	
<b>Balance courante<sup>2</sup></b>																
États-Unis	-5.6	-5.4	-5.3													
Japon	4.7	4.8	5.2													
Zone euro	0.2	-0.1	-0.2													
OCDE total	-1.4	-1.4	-1.4													
<b>Solde budgétaire structurel<sup>3</sup></b>																
États-Unis	-3.0	-3.4	-3.4													
Japon	-3.4	-3.9	-3.6													
Zone euro	-0.6	-0.6	-0.4													
OCDE total	-2.0	-2.2	-2.1													
<b>Taux d'intérêt à court terme</b>																
États-Unis	5.3	4.6	4.7	5.0	4.8	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7	4.8				
Japon	0.7	0.6	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.2				
Zone euro	4.3	4.2	4.1	4.7	4.4	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1				

Note La croissance du PIB, l'inflation (croissance de l'indice implicite des prix du PIB) et la croissance du commerce mondial (moyenne arithmétique des importations et des exportations mondiales en volume) sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables et exprimées en taux annualisés. Les trois dernières colonnes (quatrième trimestre) sont en taux de croissance annuels s'il y a lieu et en niveaux ailleurs. Les taux d'intérêt sont : États-Unis : eurodollar à 3 mois ; Japon : certificat de dépôt à 3 mois ; zone euro : taux interbancaire à 3 mois.

Les hypothèses sur lesquelles sont fondées les prévisions sont les suivantes :

- les politiques budgétaires en vigueur ou annoncées restent inchangées ;

- les taux de change restent inchangés par rapport à leur niveau du 12 novembre 2007 ; en particulier 1 dollar = 109,38 yen et 0,69 euros ;

Les prévisions ont été établies à partir de données collectées avant la date limite du 20 novembre 2007.

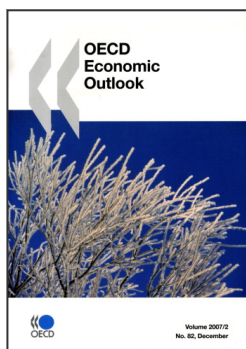
1. En pourcentage de la population active.

2. En pourcentage du PIB.

3. Solde financier des administrations publiques corrigé des variations cycliques, en pourcentage du PIB potentiel.

Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 82.





Extrait de :  
**OECD Economic Outlook, Volume 2007 Issue 2**

Accéder à cette publication :

[https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2007-2-en](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2007-2-en)

**Merci de citer ce chapitre comme suit :**

OCDE (2007), « Épargne et investissement des entreprises : évolutions récentes et perspectives », dans *OECD Economic Outlook, Volume 2007 Issue 2*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2007-2-39-fr](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2007-2-39-fr)

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org). Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com) ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).