

Résumé analytique

Le contexte économique mondial

- L'expansion mondiale est restée vive au premier semestre de 2006 et, dans la plupart des régions, l'activité a répondu aux attentes ou les a dépassées (chapitre 1). La croissance a été particulièrement vigoureuse aux États-Unis au cours du premier trimestre de 2006, mais a ralenti par la suite. L'expansion a pris de l'essor dans la zone euro et s'est poursuivie au Japon. Les pays émergents, notamment la Chine, ont connu une croissance rapide et les pays à faible revenu affichent aussi de bons chiffres de croissance, grâce à la vigueur des cours des produits de base.
- Dans le même temps, il y a des signes d'un lent accroissement des tensions inflationnistes dans quelques pays, car la persistance de taux de croissance élevés a absorbé la marge de capacité non utilisée. Dans un certain nombre de pays avancés, l'inflation globale se situe depuis quelque temps au-dessus de la zone que la banque centrale juge raisonnable, en raison de la hausse des cours du pétrole, mais il y a maintenant des signes d'augmentation de l'inflation de base et des anticipations inflationnistes, notamment aux États-Unis. Au Japon, il apparaît de plus en plus nettement que la déflation est enfin arrivée à son terme.
- Les cours du pétrole et des métaux ont atteint de nouveaux sommets. Ce mouvement s'explique par le peu de capacité excédentaire sur les marchés mondiaux, sur fond de croissance dynamique du PIB et, dans le cas du pétrole, par l'augmentation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et des risques pesant sur la production de quelques autres gros producteurs (notamment le Nigeria). Les marchés à terme donnent à penser que les cours pétroliers resteront élevés dans l'avenir prévisible.
- Les grandes banques centrales ont réagi en durcissant leur politique monétaire. La Réserve fédérale américaine a continué à relever ses taux directeurs jusqu'au mois de juin, mais a fait une pause en août; la Banque centrale européenne a encore relevé ses taux directeurs ces derniers mois et la Banque du Japon a mis fin à sa politique de taux zéro en juillet. Le dollar EU a fléchi vis-à-vis de l'euro et, dans une moindre mesure, du yen, tandis que les taux d'intérêt à long terme se sont raffermis.
- La montée des préoccupations concernant l'inflation et la situation monétaire tendue ont induit un certain fléchissement des marchés boursiers des pays avancés et une série de mouvements plus marqués des prix des actifs dans quelques pays émergents en mai-juin, mais les marchés ont été plus stables depuis juillet. Ces mouvements semblent représenter pour une large part des corrections après de grosses flambées des cours, et non une réévaluation fondamentale des risques économiques, et ne devraient pas, semble-t-il, avoir une incidence majeure sur la croissance, encore que la croissance de quelques pays puisse s'en trouver atténuée, leur banque centrale

ayant relevé les taux d'intérêt pour calmer la situation sur les marchés financiers et éviter les tensions inflationnistes.

- Les déséquilibres mondiaux demeurent prononcés. Malgré l'accélération de la progression des exportations, le déficit des transactions courantes des États-Unis devrait atteindre près de 7 % du PIB en 2007. Les excédents des pays exportateurs de pétrole et d'un certain nombre de pays devraient rester élevés, celui de la Chine se maintenant au-dessus de 7 % du PIB.

Perspectives et risques

- Les prévisions de la croissance mondiale ont été revues à la hausse, et s'établissent à 5,1 % pour 2006 et à 4,9 % pour 2007, soit ¼ point de plus dans chaque cas que dans l'édition d'avril 2006 des *Perspectives*.
- On s'attend à un léger ralentissement de la croissance aux États-Unis, de 3,4 % en 2006 à 2,9 % en 2007, sur fond de tiédissement du marché immobilier. La croissance s'atténuera aussi au Japon à mesure que le cycle s'avance. Dans la zone euro, la reprise continuera sur sa lancée cette année, encore qu'en Allemagne, la croissance sera réduite en 2007 par les hausses d'impôts prévues. La croissance des pays émergents et des pays en développement restera très vigoureuse, et l'économie chinoise conservera le rythme d'expansion rapide qu'elle a connu récemment.
- D'après les estimations des services du FMI, il y a une chance sur six pour que la croissance tombe à 3¼ % ou moins en 2007. Les risques les plus notables seraient que les tensions inflationnistes s'intensifient, ce qui obligerait à durcir la politique monétaire plus que prévu actuellement; que les cours du pétrole continuent leur ascension, sur fond de capacités excédentaires limitées et d'incertitudes géopolitiques, et que le marché immobilier des États-Unis tiédisse plus rapidement que prévu, entraînant un ralentissement plus brutal de l'économie américaine.
- La possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux reste préoccupante. L'issue la plus probable est un dénouement sans heurt de ces déséquilibres sous l'effet des marchés, mais il faudrait pour cela que les investisseurs continuent pendant de nombreuses années à accroître la part des actifs américains dans leurs portefeuilles. La profondeur et le degré de perfectionnement des marchés financiers des États-Unis ont facilité le financement des gros déficits observés depuis quelque temps. Il subsiste cependant des risques que l'ajustement soit désordonné, ce qui pourrait imposer un lourd tribut à l'économie mondiale.

Enjeux

Pays avancés

- Les banques centrales des pays avancés devront peser avec soin les risques pesant sur la croissance et l'inflation au cours de la période à venir. La Réserve fédérale est confrontée à une situation difficile puisque l'inflation augmente alors que l'économie ralentit, mais, étant donné qu'il importe de maîtriser les anticipations inflationnistes, il peut être nécessaire de durcir encore quelque peu la politique monétaire (chapitre 2). Au Japon, le relèvement des taux d'intérêt devrait être graduel afin qu'il y ait peu de risque d'une poussée inflationniste, tandis qu'un retour de la déflation serait coûteux. Dans la zone euro, il faudra probablement relever à nouveau les taux d'intérêt si l'expansion progresse comme prévu, mais, pour l'heure, les tensions inflationnistes semblent être largement maîtrisées et, face à des risques persistants de retournement, les décideurs peuvent se permettre d'être prudents en durcissant la politique monétaire.
- Dans la plupart des grands pays avancés, qui sont confrontés au vieillissement de leur population, le rééquilibrage des finances publiques demeure un enjeu considérable. Il est envisagé dans de nombreux pays, mais les projets manquent d'ambition et ne sont pas étayés par des mesures clairement définies. Il importe de donner une assise plus solide aux systèmes de sécurité sociale et de trouver des moyens efficaces de contenir la hausse inexorable du coût des soins de santé.
- La réalisation de réformes structurelles pour améliorer le climat des affaires et la compétitivité au plan mondial demeure essentielle pour améliorer les perspectives de croissance. Dans la zone euro, il reste crucial de mettre en œuvre plus rapidement le programme de Lisbonne — notamment en promouvant une concurrence plus ouverte dans le secteur des services, en assouplissant les marchés du travail et en réformant les secteurs financiers — afin de stimuler la hausse de la productivité et d'améliorer les perspectives d'emploi. Au Japon, les priorités sont la réforme du secteur public, des mesures visant à assouplir le marché du travail et à rehausser l'efficacité du secteur financier et des réformes en vue d'améliorer la productivité dans le secteur des services.
- Le chapitre 4 porte sur la façon dont les différences entre les systèmes financiers peuvent influencer sur les cycles économiques dans les pays avancés. Un nouvel indice a été mis au point pour classer les systèmes financiers en fonction du degré auquel les transactions sont fondées sur des relations à long terme entre les emprunteurs et les prêteurs ou s'effectuent «à distance». Il ressort de l'analyse que s'il est vrai que la tendance générale est à la désintermédiation bancaire et à l'accroissement du rôle des marchés financiers, le rythme n'est pas le même d'un pays à l'autre et les systèmes financiers présentent encore d'importantes différences. Il y a lieu de penser que ces différences peuvent influencer sur l'évolution du cycle économique. Plus précisément, dans les systèmes distanciés, il peut être plus facile pour les ménages de lisser leur consommation en réponse aux variations de leur revenu, mais leurs dépenses sont

sans doute plus sensibles aux variations des prix des actifs. Il semblerait que les investissements des entreprises s'adaptent plus aisément aux retournements conjoncturels lorsque le système financier est fondé sur des relations à long terme, mais les systèmes distanciés sont apparemment mieux capables de réaffecter les ressources en réponse aux variations structurelles.

- La transition à des systèmes financiers distanciés qui s'est opérée dans la plupart des pays au cours des dix dernières années va se poursuivre, compte tenu des innovations techniques et de la levée des obstacles réglementaires. Les décideurs devront tirer le meilleur parti possible de cette évolution, ce qui suppose des réformes d'accompagnement afin d'accroître la souplesse des marchés du travail, d'améliorer la transférabilité des régimes de retraite et de renforcer les procédures de faillite. Les politiques de contrôle et de réglementation du secteur financier devront évoluer à mesure qu'il se perfectionne, et sa gestion globale devra s'adapter aux éventuels changements du comportement du cycle économique.

Pays émergents et pays en développement

- Dans les pays émergents et les pays en développement, les décideurs doivent faire face à une conjoncture mondiale plus tendue en continuant à réduire les facteurs de vulnérabilité et en mettant en place des réformes qui aideront à maintenir la croissance sur sa lancée actuelle. Les événements récents ont servi à rappeler que les pays émergents restent sensibles aux turbulences qui agitent les marchés financiers mondiaux. Les pays exposés à des risques sont ceux où le bilan financier du secteur public est encore médiocre, le déficit extérieur courant élevé et les anticipations inflationnistes moins bien maîtrisées. Dans nombre de pays émergents d'Europe, le recours croissant au crédit privé pour financer des déficits élevés des transactions courantes est préoccupant. Il faut aussi redoubler d'efforts dans les pays émergents et les pays en développement pour faire progresser la libéralisation des marchés, notamment en réduisant les entraves à la concurrence, afin de créer un climat plus propice à une croissance vigoureuse tirée par le secteur privé.
- L'analyse présentée dans le chapitre 3 porte sur la croissance remarquable de l'Asie, en faisant ressortir ce qu'il convient de faire pour que ce vigoureux essor se poursuive à l'avenir. Il en ressort que la vive hausse de la productivité globale des facteurs et l'accumulation rapide de capital physique et humain dans la région sont essentiellement dues au contexte favorable de la politique économique. C'est là un enseignement très important que les pays en développement qui sont à la traîne — tant en Asie que dans le reste du monde — peuvent tirer de l'exemple de ceux qui ont réussi avant eux, notamment le Japon et les nouvelles économies industrielles (NEI). La libéralisation des échanges commerciaux, l'amélioration de l'accès à l'éducation, et les mesures de promotion du développement financier et de l'initiative privée peuvent faciliter la réaffectation en cours des ressources de l'agriculture aux secteurs

de l'industrie et des services. Les efforts déployés pour stimuler la hausse de la productivité dans l'industrie et encore davantage dans le secteur relativement plus protégé des services, seront également bénéfiques. Pour promouvoir une concurrence accrue, il importe de supprimer les obstacles à l'entrée, d'encourager les investissements étrangers et de simplifier la réglementation.

- Les perspectives d'évolution des cours des produits de base hors combustibles sont analysées dans le chapitre 5. Ces cours — notamment ceux des métaux — ont connu une vive hausse ces dernières années, compensant les pertes subies par les exportateurs de ces produits du fait de l'augmentation de leur facture pétrolière. Il ressort de l'analyse que la hausse des cours est pour une large part due à la vigueur de la demande, de la Chine en particulier, ainsi qu'aux goulets d'étranglement de l'offre. De plus, l'activité spéculative ne semble pas avoir eu une influence significative sur les mouvements des cours, bien que les spéculateurs aient sans doute alimenté les marchés en liquidité. Il y a lieu de penser que les cours des métaux baisseront à moyen terme dès lors que de nouvelles capacités de production seront mises en exploitation pour répondre à la hausse de la demande. Le message essentiel à l'intention des pays exportateurs de produits de base — en particulier de métaux — est qu'il ne faut pas s'attendre à ce que les cours restent à des niveaux aussi élevés. Il convient donc d'épargner ou d'investir les revenus exceptionnels engrangés aujourd'hui pour soutenir demain la croissance des autres secteurs, au lieu de les utiliser pour accroître les dépenses dans des domaines où il sera difficile de faire machine arrière plus tard.

Initiatives multilatérales

- Des efforts concertés contribueraient à assurer une réduction ordonnée des déséquilibres mondiaux. Un ajustement en bon ordre, à l'initiative du secteur privé, qui suppose un rééquilibrage de la demande entre les pays, accompagné d'une nouvelle dépréciation du dollar et d'une appréciation des monnaies de nombreux pays excédentaires (notamment dans certaines parties de l'Asie et dans les pays producteurs de pétrole), demeure l'issue la plus probable. Il subsiste cependant des risques que l'ajustement soit désordonné, ce qui pourrait imposer un lourd tribut à l'économie mondiale. Ces risques pourraient être considérablement atténués par une action concertée des principaux protagonistes sur la scène économique mondiale comprenant des mesures pour stimuler l'épargne nationale aux États-Unis, y compris via un rééquilibrage des finances publiques; des avancées plus franches sur le front des réformes structurelles en Europe et au Japon; des réformes visant à doper la demande intérieure dans les pays émergents d'Asie (la consommation en Chine, les investissements ailleurs) allant de pair avec un assouplissement du régime de change et un accroissement des dépenses des pays producteurs de pétrole dans les domaines à haut rendement, compte tenu des limites de la capacité d'absorption, en particulier au Moyen-Orient où la capacité d'absorption a augmenté au fil des ans et où les

dépenses d'investissement connaissent déjà un essor considérable. Une démarche multilatérale concertée peut faciliter les progrès en garantissant que les risques pouvant découler des actions individuelles seraient atténués par des initiatives collectives par ailleurs. Les consultations multilatérales engagées par le FMI peuvent contribuer à ce processus.

- Il importe de s'efforcer de relancer le processus multilatéral de libéralisation du commerce. L'impasse dans laquelle semble se trouver le cycle de Doha est extrêmement décevante. La libéralisation du commerce sur une base non discriminatoire (clause de la nation la plus favorisée ou N.P.F.) reste le meilleur moyen de créer de nouvelles possibilités de croissance mondiale. Il est nécessaire de résister avec fermeté aux menaces de pressions protectionnistes.
- Le niveau élevé et la volatilité des prix sur le marché de l'énergie demeurent une préoccupation majeure à laquelle il faut remédier par des efforts soutenus de toutes les parties. Il est nécessaire d'accroître les investissements afin de construire des capacités de production et de raffinage suffisantes, et les économies d'énergie des consommateurs pourraient être encouragées moyennant des incitations appropriées.

Distribution préliminaire

Traduction française du
chapitre 1 : Perspectives et enjeux mondiaux
Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2006

Veillez trouver ci-dessous la traduction française du chapitre 1 des *Perspectives de l'économie mondiale* (à l'exclusion de l'appendice 1.1). La traduction finale de l'ensemble du rapport (chapitres 2–5) sera disponible en octobre.

CHAPITRE 1. PERSPECTIVES ET ENJEUX MONDIAUX

La production mondiale a augmenté nettement au premier semestre de 2006, et la croissance mondiale devrait s'établir à 5,1 % pour l'ensemble de l'année, avant de ralentir à 4,9 % en 2007 (graphique 1.1 et tableau 1.1). Néanmoins, les craintes inflationnistes, le durcissement des conditions sur les marchés financiers et les nouveaux records atteints par les cours du pétrole ont mis en évidence les risques de détérioration de la situation tandis que l'économie mondiale entre dans sa quatrième année d'expansion. Parmi les autres sources notables d'incertitude figurent la menace d'un brusque ralentissement du marché immobilier américain, les doutes persistants quant aux perspectives de croissance dans les autres pays avancés et les questions concernant la résistance des pays émergents dans un contexte mondial plus difficile. Par ailleurs, les déséquilibres mondiaux élevés continuent de susciter des préoccupations, tandis que le risque de montée du protectionnisme a augmenté maintenant que le cycle de Doha semble dans l'impasse. Les décideurs devront faire preuve de souplesse face aux événements et se montrer prévoyants pour éviter les tensions, en tenant compte de l'importance des effets de contagion internationale et des avantages de l'adoption d'une stratégie conjointe pour gérer les risques mondiaux et promouvoir une économie mondiale robuste.

Conjoncture économique mondiale

L'expansion mondiale a été généralisée au premier semestre de 2006 : l'activité s'est située à un niveau égal ou supérieur aux prévisions dans la plupart des régions et le rythme de l'expansion se maintient au troisième trimestre selon les indicateurs récents (graphique 1.2). La croissance a été particulièrement vigoureuse aux États-Unis au premier

trimestre, mais elle a fléchi au deuxième trimestre à cause du ralentissement du marché immobilier et de la hausse des prix des combustibles. L'expansion a pris de l'ampleur dans la zone euro, en dépit d'une croissance lente en début d'année en Allemagne, et se poursuit au Japon. La croissance a continué de s'accélérer en Chine, les pays émergents d'Asie et d'Europe ont encore enregistré une croissance rapide et l'activité s'est accélérée en Amérique latine. Les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et les pays africains à faible revenu ont continué aussi d'enregistrer des taux de croissance impressionnants.

Les capacités de production inutilisées ont été absorbées du fait de la persistance d'une croissance mondiale élevée et des indices de tensions inflationnistes sont apparus. Si les estimations du PIB potentiel restent entourées d'incertitude, les écarts de production semblent diminuer dans une grande partie du monde (graphique 1.3), tandis que la demande vigoureuse de combustibles et de matières premières a poussé les cours du pétrole et d'autres produits de base à des niveaux records. L'inflation globale dans nombre de grands pays avancés se situe depuis quelque temps au-dessus des zones de confort des banques centrales, en raison de la montée des cours du pétrole, et il existe aujourd'hui des signes d'une hausse de l'inflation de base, des anticipations inflationnistes selon des mesures de marché et des enquêtes, ainsi que des coûts unitaires de main-d'œuvre, en particulier aux États-Unis (graphique 1.4). Plusieurs pays émergents, y compris l'Argentine, l'Inde, la Russie, l'Afrique du Sud, la Turquie et le Venezuela, font face à des pressions sur les prix après des périodes soutenues de croissance rapide ou de fortes dépréciations des monnaies.

Dans ces conditions, les banques centrales des principaux pays avancés ont durci les conditions monétaires. La Réserve fédérale américaine a continué de relever le taux des fonds fédéraux jusqu'en juin, avec une pause en août, cherchant à trouver le juste équilibre entre les craintes inflationnistes et les signes d'essoufflement de l'expansion américaine (graphique 1.5). La Banque centrale européenne a continué de relever son taux directeur; la Banque du Japon a mis fin à sa politique d'assouplissement quantitatif et, en juillet, elle a relevé le taux au jour le jour de zéro à 25 points de base. Les banques centrales de l'Australie, de la Suède et du Royaume-Uni ont aussi durci leur politique monétaire ces derniers mois. Les rendements des titres d'État à long terme ont augmenté, bien qu'ils restent assez faibles en termes réels par rapport à leur moyenne des vingt-cinq dernières années (graphique 1.6).

Depuis fin 2005, le dollar américain s'est déprécié vis-à-vis de l'euro et dans une moindre mesure vis-à-vis du yen, ce qui a annulé en partie son appréciation des douze mois précédents (graphique 1.7). La dépréciation récente du dollar américain semble s'expliquer en partie par le sentiment que l'expansion américaine parvenant à maturité, les écarts de taux d'intérêt par rapport aux autres grandes monnaies vont probablement se rétrécir, et par l'inquiétude croissante des marchés concernant les déséquilibres mondiaux — le déficit des transactions courantes des États-Unis et les excédents de certains pays émergents d'Asie et des pays exportateurs de pétrole continuant de gonfler (graphique 1.8). En valeur effective réelle, le dollar américain est maintenant proche de son niveau moyen depuis 1980, tandis que l'euro se situe quelque peu au-dessus de sa moyenne à long terme en valeur réelle et le yen un peu au-dessous. La volatilité des marchés des changes a augmenté pour s'établir à un

niveau plus normal, en partie parce que les décisions de politique monétaire se prennent davantage en fonction des données et sont plus difficiles à prévoir.

La montée des craintes inflationnistes et le durcissement monétaire opéré par les principales banques centrales ont eu un effet prononcé sur les marchés financiers entre mars et juin 2006. À compter de mars, la monnaie de quelques pays ayant un déficit des transactions courantes particulièrement élevé (Islande, Nouvelle-Zélande et Hongrie) s'est dépréciée nettement. Un abandon plus général des marchés d'actions et des monnaies des pays émergents a été observé en mai et en juin (graphique 1.9 et encadré 1.1). Les prix des actifs qui avaient augmenté nettement (par exemple, les actions en Colombie et en Inde) et les monnaies des pays ayant un déficit courant élevé (comme la Hongrie, l'Afrique du Sud et la Turquie) ont été particulièrement touchés¹. Ces développements s'ajoutant à un état de surchauffe dans certains pays, les banques centrales de plusieurs pays émergents ont relevé leurs taux d'intérêt pour calmer la situation financière et éviter les tensions inflationnistes. Depuis juillet, cependant, les conditions sont plus stables.

Selon les services du FMI, ces événements ne devraient pas ralentir notablement la dynamique générale de l'activité mondiale, même si la croissance pourrait fléchir dans certains pays (en Turquie par exemple). Pour l'essentiel, les baisses des prix des actifs semblent être des corrections faisant suite à de fortes hausses, plutôt qu'une réévaluation fondamentale des risques économiques. Il est à noter que les effets sur les marges obligataires des pays émergents ont été relativement modérés, en partie grâce au renforcement des positions budgétaires et à l'accumulation de volants de réserves de change, ainsi qu'aux récents programmes de rachat de la dette qui ont amélioré l'équilibre entre l'offre et la demande sur ces marchés. En outre, des progrès encourageants ont été accomplis pour ce qui est de la structure de la dette publique, avec une augmentation des investissements étrangers dans la dette en monnaie locale, bien que la récente correction ait aussi touché quelque peu ces marchés. Néanmoins, les récentes tensions sur les marchés ont rappelé opportunément qu'il était nécessaire de continuer d'améliorer les bilans des secteurs publics et de s'attaquer aux autres facteurs de vulnérabilité.

Les cours du pétrole et des autres produits de base sont restés élevés pendant les huit premiers mois de 2006, avec de nouveaux records pour les cours du pétrole et des métaux (appendice 1.1). Les cours du pétrole ont été poussés à la hausse par le faible niveau des capacités disponibles sur le marché mondial — tant de production que de raffinage — sur fond de croissance vigoureuse du PIB, de craintes quant à la sécurité au Moyen-Orient et de menaces persistantes sur la production dans quelques gros pays exportateurs hors de cette région (notamment le Nigéria). Les cours des métaux ont été dopés par la forte croissance de la demande, en particulier dans les pays émergents, par la pénurie des capacités de production et par des conflits sociaux. Les prix des produits alimentaires et autres produits agricoles ont augmenté en valeur relative pendant la première partie de 2006, bien qu'ils n'aient pas suivi l'envolée des prix observée ces dernières années dans le secteur du pétrole

¹ Ces développements sont examinés en détail au chapitre I de l'édition de septembre 2006 du *Global Financial Stability Report* du FMI.

et des métaux. Dans ces conditions, certains observateurs notent que des achats de spéculation ont peut-être contribué aux récentes hausses des cours, en particulier du pétrole et des métaux. Cependant, il ressort d'une analyse des services du FMI qui figure au chapitre 5 que si les spéculateurs ont peut-être joué un rôle en fournissant des liquidités aux marchés, les prises de positions spéculatives ne semblent pas avoir été un déterminant important des variations des cours des produits de base.

Perspectives et risques à court terme

En dépit du durcissement des conditions financières, les prévisions de référence pour la croissance de la production mondiale ont été révisées à la hausse, à 5,1 % en 2006 et à 4,9 % en 2007, soit $\frac{1}{4}$ de point de plus que la projection de l'édition d'avril 2006 des *Perspectives* pour les deux années (graphique 1.10)². Il s'agirait des quatre meilleures années consécutives d'expansion mondiale depuis le début des années 70. Ces perspectives favorables sont subordonnées au fait que les tensions inflationnistes seront contenues grâce à de nouvelles augmentations modestes des taux d'intérêt par les principales banques centrales, que la croissance de la demande intérieure sera mieux équilibrée parmi les pays avancés, que les pays émergents et les pays en développement éviteront dans une large mesure les goulets d'étranglement et que les conditions sur le marché mondial des capitaux se stabiliseront maintenant que les surévaluations dans certains secteurs ont été réduites.

- La croissance américaine s'établirait à 3,4 % en 2006, avant de ralentir à 2,9 % en 2007, ce qui est plus ou moins conforme au potentiel de l'économie. Un ralentissement du marché immobilier continuerait de freiner la consommation privée et l'investissement résidentiel, mais l'investissement des entreprises devrait être soutenu par la forte utilisation des capacités et la rentabilité élevée.
- Dans la zone euro, la croissance s'accélérait pour atteindre 2,4 % en 2006 — le taux le plus élevé depuis six ans —, avant de ralentir à 2 % en 2007. Le renforcement des bilans des entreprises a facilité une hausse de l'investissement et de l'emploi, et un rééquilibrage de l'expansion. Le ralentissement en 2007 s'expliquerait dans une large mesure par les augmentations d'impôts prévues en Allemagne.
- Au Japon, la croissance atteindrait 2,7 % en 2006, grâce à la vigueur de la demande intérieure, avant de ralentir à 2,1 % en 2007.
- Dans les pays émergents et les pays en développement, la croissance resterait fort vigoureuse, atteignant 7,3 % en 2006, avant de ne ralentir que légèrement à 7,2 % en 2007. La croissance demeurerait voisine de 10 % en Chine — une révision à la hausse par rapport à l'édition d'avril 2006 des *Perspectives* — et resterait rapide aussi en Inde et en Russie. Les pays d'Amérique latine demeureraient à la traîne, bien que leurs perspectives de croissance aient été révisées à la hausse.

² Pour 2006, cette prévision est plus ou moins conforme au consensus du secteur privé et aux projections des autres organisations internationales, telles que l'OCDE; pour 2007, elle est supérieure d'environ $\frac{1}{4}$ de point au consensus.

- L'inflation globale dans les pays avancés augmenterait modérément pour atteindre 2,6 % en 2006 et commencerait à fléchir en 2007 à mesure que l'impulsion des hausses des cours du pétrole s'estompe. Les tensions inflationnistes seraient dans l'ensemble contenues dans les pays émergents et les pays en développement.
- Le déficit des transactions courantes des États-Unis continuerait d'augmenter — pour atteindre 6,9 % du PIB en 2007 — tandis que des excédents élevés persisteraient au Japon, dans certains pays émergents d'Asie et dans les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et d'ailleurs.
- Les flux de capitaux privés vers les pays émergents et les pays en développement ralentiraient après leur rythme extrêmement élevé de 2005, mais comme l'excédent global net des transactions courantes de ces pays continuera d'augmenter, le rythme d'accumulation des réserves de change resterait élevé (tableau 1.2).

Cependant, ces prévisions de référence risquent de plus en plus d'être révisées à la baisse, plus encore qu'au moment de la publication de l'édition d'avril 2006 des *Perspectives*. Comme l'indique le graphique en éventail de la croissance mondiale (graphique 1.11), qui est fondé sur le degré d'exactitude des prévisions antérieures et une évaluation de la distribution actuelle des risques, les services du FMI sont d'avis qu'il existe une chance sur six que la croissance tombe en 2007 à 3¼ % ou moins, soit un ralentissement significatif par rapport aux quatre dernières années.

Avant d'examiner plus en détail ces risques de dégradation, il convient de prendre note des facteurs qui pourraient accélérer la croissance. Ceux-ci semblent être concentrés dans les pays émergents, où la croissance a été supérieure aux prévisions des services du FMI ces dernières années. En Chine, en particulier, l'investissement pourrait être encore plus élevé que prévu, du fait en partie de l'abondance des liquidités dans le système bancaire, même si cela intensifierait les craintes d'un cycle de surchauffe de l'investissement. Dans les pays émergents de manière plus générale, une normalisation éventuelle des conditions financières sur le marché mondial pourrait laisser présager une résurgence des entrées d'investissements de portefeuille qui pourrait favoriser une détente des conditions monétaires, un rebond des prix des actifs et un nouvel affermissement de la demande intérieure. Dans les pays avancés, le principal facteur éventuel de hausse semble être l'investissement des entreprises, étant donné leur rentabilité élevée et l'utilisation croissante des capacités de production.

Pour ce qui est des risques de dégradation, les marchés craignent qu'une accumulation constante des tensions inflationnistes dans les pays avancés force les autorités monétaires à réagir plus agressivement afin de freiner la croissance, en particulier aux États-Unis. Il existe manifestement des risques dans ce sens en raison de l'aggravation des contraintes de capacités et de la possibilité persistante que l'inflation globale élevée déteigne sur les anticipations de prix et conduise à des revendications salariales plus audacieuses. La pression des coûts s'est intensifiée aux États-Unis au cours des récents trimestres, du fait de l'augmentation des rémunérations des salariés et du ralentissement de la productivité à mesure que l'expansion monte en régime, mais la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est restée modérée dans la zone euro et au Japon (graphique 1.12).

Un facteur d'incertitude connexe tient aux risques persistants de chocs sur l'offre de pétrole, qui pourraient encore faire monter les cours mondiaux, ce qui aggraverait les tensions inflationnistes tout en freinant la demande des ménages. Dans le scénario de référence, il est prévu que le cours du pétrole atteindra en moyenne 75 dollars le baril en 2007, soit un niveau proche du record atteint début août (appendice 1.1). Comme on l'a souligné dans des éditions antérieures des *Perspectives*, l'économie mondiale a pu jusqu'à présent absorber plutôt bien l'envolée des cours du pétrole, car — dans une large mesure — celle-ci a été tirée par la croissance vigoureuse de la demande plutôt que par des contraintes affectant l'offre, et les banques centrales ont été suffisamment crédibles pour pouvoir mettre l'accent sur l'inflation de base et non sur l'inflation globale. La baisse de l'intensité énergétique de la production mondiale par rapport aux années 70 a contribué aussi à limiter l'effet de la montée des cours pétroliers. Cependant, les capacités inutilisées étant très faibles récemment, les facteurs affectant l'offre jouent un rôle croissant dans la montée des cours et une perturbation majeure dans un gros pays producteur ou une nouvelle escalade des problèmes de sécurité au Moyen-Orient pourrait bien entraîner un nouveau bond des cours³. À terme, l'investissement dans de nouvelles capacités de production et de raffinage à l'intérieur et à l'extérieur de l'Organisation des pays producteurs de pétrole (OPEP), la diversification dans d'autres sources d'énergie et une augmentation des économies d'énergie grâce à des incitations par les prix devraient ramener le niveau des capacités inutilisées à un niveau plus confortable, mais les délais de réaction sont longs, et le rythme et l'ampleur de ces réactions restent fort incertains.

En outre, les cours des produits de base hors combustibles présentent aussi des risques du côté de l'offre. La part de ces produits dans le commerce mondial est près de deux fois supérieure à celle des combustibles et ils peuvent avoir un effet important sur la conjoncture économique mondiale, tant pour les consommateurs que pour les exportateurs, qui (comme pour le pétrole) sont généralement des pays émergents ou des pays en développement. En fait, pour un certain nombre de ces pays, la hausse des cours des produits de base hors combustibles a conduit à une nette amélioration des termes de l'échange ou au moins compensé en partie le renchérissement des importations de pétrole (graphique 1.13), tandis que dans quelques pays, comme le Chili, les recettes provenant de ces secteurs constituent une part importante du total des recettes.

Le chapitre 5 du présent rapport examine plus en détail les perspectives des marchés des produits de base hors combustibles. Il ressort de cette analyse que, comme pour le pétrole, les récentes hausses des cours s'expliquent dans une large mesure par une envolée de la demande, en particulier dans les grands pays émergents à croissance rapide comme la Chine. La demande a augmenté plus vite que les capacités de l'offre, en particulier dans le secteur des métaux, où les réactions de l'offre sont plus lentes que dans l'agriculture. Cependant, les cours des produits de base hors combustibles devraient reculer plus rapidement que les cours du pétrole après les récents records à mesure que de nouvelles capacités de production sont mises en exploitation, même s'ils ne devraient pas redescendre

³ Selon les prix des options sur le pétrole, les marchés estimaient à 10 % en août 2006 les chances que le Brent dépasse 90 dollars le baril en décembre 2006.

aux niveaux antérieurs — en partie parce que la hausse des coûts de l'énergie a accru les coûts de production. Les pays exportateurs de produits de base hors combustibles devront donc gérer avec prudence le flux incertain de recettes en monnaies étrangères et de recettes publiques tirées de ces sources.

En ce qui concerne la demande, un des risques principaux est que le ralentissement soutenu des marchés immobiliers dans les pays avancés pèse sur les bilans des ménages et la demande globale. Au stade actuel, les craintes concernent principalement les États-Unis, bien que d'autres marchés, comme celui de l'Espagne, de l'Irlande et du Royaume-Uni, semblent aussi surévalués selon la plupart des mesures conventionnelles. Selon l'édition d'avril 2006 des *Perspectives*, les prix moyens du logement aux États-Unis se situaient en 2005 de 10 à 15 % au-dessus du niveau correspondant aux données économiques fondamentales. D'après des données récentes, le marché s'affaiblit maintenant assez rapidement : les ventes de maisons, les demandes de crédit hypothécaire et les mises en chantier diminuent, et les hausses des prix des logements ralentissent. Pour la prévision de référence de la croissance américaine, il est supposé que la croissance des prix du logement continuera de ralentir, ce qui freinera la demande intérieure provenant du marché immobilier d'environ ½ point en 2006 et en 2007. Cependant, si le marché immobilier s'essoufflait plus brusquement, les services du FMI sont d'avis que cela pourrait soustraire jusqu'à 1 point supplémentaire de la croissance du PIB par rapport au scénario de référence. Certes, l'essoufflement des prix du logement dans d'autres pays comme l'Australie et le Royaume-Uni, après de plus fortes hausses que celles observées aux États-Unis, a été absorbé jusqu'à présent en ne causant que des ralentissements économiques relativement modérés et brefs. Néanmoins, on continue de craindre qu'un ajustement brutal du secteur du logement pèse lourdement sur l'économie américaine.

Autre risque du côté de la demande : dans quelle mesure l'expansion en Europe et au Japon sera-t-elle soutenue par un raffermissement de la demande des ménages, ce qui réduirait la dépendance vis-à-vis des exportations et l'exposition à un ralentissement de la demande aux États-Unis? Ce rééquilibrage semble en cours, mais des craintes subsistent, en particulier en Europe, où la croissance de l'emploi et les augmentations de salaires restent modestes face à la faible croissance de la productivité et aux rigidités des marchés du travail. Des incertitudes entourent aussi le rééquilibrage budgétaire en cours dans ces pays; une réduction des déficits est nécessaire face aux pressions démographiques imminentes sur les dépenses et le rapport inactifs/actifs, mais elle pourrait entraîner des variations à court terme de la demande globale qui sont difficiles à prévoir. Un exemple est le relèvement de 3 points de la TVA en Allemagne au début de 2007, qui devrait réduire le PIB d'environ ½ point en 2007 par rapport à 2006, mais l'effet pourrait même être plus prononcé. L'incertitude budgétaire est considérable aussi en Italie, où le nouveau gouvernement devrait mettre en place un programme d'ajustement afin de s'attaquer à des déséquilibres budgétaires profondément ancrés.

Les récents événements ont rappelé avec à-propos que les pays émergents restent vulnérables aux turbulences sur les marchés financiers internationaux même s'ils ont réduit leur vulnérabilité. Parmi les pays particulièrement exposés figurent ceux où le bilan du secteur public reste fragile et où les anticipations inflationnistes sont moins bien ancrées. Par

ailleurs, les faits récents ont souligné qu'un gonflement des déficits des transactions courantes dû à des déséquilibres entre l'épargne et l'investissement privés et, en parallèle, une croissance rapide du crédit bancaire peuvent aussi créer des problèmes lorsque les attentes varient en ce qui concerne la disponibilité de concours financiers extérieurs (encadré 1.1)⁴. La probabilité d'événements défavorables pour les pays émergents est plus élevée lorsque les taux d'intérêt et la volatilité des marchés financiers augmentent dans les pays avancés; ils pourraient être déclenchés par des chocs mondiaux qui conduisent à un comportement moins risqué, à une révision à la baisse des perspectives de croissance des pays émergents et à un fléchissement des cours des produits de base hors pétrole. Comme l'illustre l'encadré 1.2, un brusque changement d'opinion des marchés au détriment des pays émergents pourrait exercer des pressions à la baisse sur les taux de change qui devraient être suivies d'un rapide relèvement des taux d'intérêt afin de freiner l'inflation. La croissance fléchirait à court terme, mais un renforcement du bilan des secteurs publics devrait permettre aux pays émergents d'éviter des crises graves à condition qu'ils continuent de mener des politiques prudentes et de réagir rapidement aux tensions émergentes.

Enfin, s'il est impossible d'évaluer avec certitude la probabilité et les risques d'une pandémie de grippe aviaire, le scénario le plus défavorable pourrait avoir un coût humain et économique extrêmement élevé, en particulier dans les pays en développement d'Afrique et d'Asie (voir appendice 1.2 de l'édition d'avril 2006 des *Perspectives*).

Correction des déséquilibres mondiaux

Le niveau élevé des déséquilibres mondiaux reste préoccupant pour les perspectives. Soyons clairs, l'existence de déficits et d'excédents courants élevés ne constitue pas en elle-même une menace d'instabilité. Dans une économie de plus en plus mondialisée, la libre circulation internationale des capitaux permet qu'il y ait des périodes où les taux d'épargne et d'investissement des pays divergent, avec pour conséquence des déficits et des excédents courants substantiels. Ces flux financiers peuvent être positifs pour l'économie mondiale : ils peuvent représenter le transfert de ressources de parties du monde où l'épargne est abondante par rapport aux possibilités d'investissement vers des régions qui offrent des taux de rendement plus élevés. Cependant, dans le passé, des déficits courants élevés par rapport au PIB n'ont généralement pas été maintenus pendant de longues périodes, soit parce que les tendances de l'épargne et de l'investissement nationaux varient, soit parce que les pays font face à des contraintes de financement — par exemple, parce que les taux de rendement relatifs des pays sont perçus de manière différente ou parce que les investisseurs institutionnels résistent à une accumulation constante de l'exposition à un pays dans leurs portefeuilles. Dans ce dernier cas, l'épargne et l'investissement doivent s'ajuster pour ramener les soldes courants en phase avec le financement disponible. Les questions fondamentales sont donc de savoir pendant combien de temps la structure actuelle des déséquilibres mondiaux est susceptible d'être maintenue et si l'ajustement qui finira par se produire sera ordonné ou désordonné.

⁴ La récente croissance rapide du crédit bancaire au secteur des ménages est examinée en détail au chapitre II de l'édition de septembre 2006 du *Global Financial Stability Report* du FMI.

Pour évaluer la viabilité de la structure actuelle des déséquilibres mondiaux, il faut comprendre quelle est la source de ces déséquilibres et comment ils ont été financés. Divers facteurs ont été avancés pour expliquer la situation actuelle, parmi lesquels l'effet positif de la forte productivité américaine sur les prix des actifs, le patrimoine des ménages et la consommation; l'apparition d'un énorme déficit budgétaire aux États-Unis depuis le début du siècle; le ralentissement de l'investissement dans les pays émergents d'Asie hors Chine depuis la crise asiatique; l'abondance de liquidités sur les marchés financiers mondiaux, en particulier depuis l'effondrement de la bulle des technologies de l'information; la volonté des pays émergents, en particulier d'Asie, d'accumuler des réserves de change considérables et la nécessité de recycler les excédents des pays exportateurs de pétrole après la récente escalade des cours du pétrole⁵.

Un élément qui reçoit de plus en plus d'attention ces derniers temps est le rôle joué par le système financier américain en attirant l'épargne étrangère sur un marché mondial des capitaux de plus en plus intégré (voir, par exemple, Caballero, Farhi, and Gourinchas, 2006). La profondeur et la liquidité des marchés financiers américains, ainsi que le rythme rapide de l'innovation et du développement de nouveaux produits qui offrent des possibilités considérables et croissantes de gestion efficace des risques, ont fait des États-Unis une destination attrayante pour les fonds d'investissement internationaux. Par ailleurs, les innovations financières et les nouveaux produits ont accru les possibilités de «lissage de la consommation»; en particulier, les ménages ont pu accroître leurs dépenses en utilisant les gains découlant des fortes appréciations des actions et des logements aux États-Unis. Un rôle notable a été joué par le développement rapide des marchés de titres garantis par des actifs, en particulier par des hypothèques, qui représentent aujourd'hui plus de 10 % des marchés obligataires mondiaux, ainsi que par les instruments d'emprunt qui ont facilité l'extraction hypothécaire et la gestion des flux de trésorerie. Ces développements ont contribué au déclin constant du taux d'épargne américain depuis le milieu des années 90, tout en facilitant les entrées de capitaux aux États-Unis.

Le chapitre 4 du présent rapport éclaire ce phénomène, en cherchant à évaluer dans quelle mesure les systèmes financiers des pays avancés sont passés de structures fondées sur les relations à des structures de pleine concurrence, et quelles en sont les implications pour les cycles économiques. Il semble que si tous les systèmes financiers ont évolué vers une structure de pleine concurrence, le processus est le plus avancé aux États-Unis et, à certains égards, l'écart entre ceux-ci et la plupart des autres pays s'est creusé. Il est noté aussi que les structures de pleine concurrence offrent plus de possibilités de lissage de la consommation et que le dynamisme du système financier américain a largement contribué à attirer des capitaux pour financer le déficit des transactions courantes des États-Unis. Cependant, le chapitre met en garde que les systèmes de pleine concurrence soutiennent peut-être moins l'activité face à des corrections des prix des actifs.

⁵ Voir éditions antérieures des *Perspectives*, y compris «Les déséquilibres mondiaux vus sous l'angle de l'épargne et de l'investissement» dans l'édition de septembre 2005 et «Cours du pétrole et déséquilibres mondiaux» dans l'édition d'avril 2006.

Il n'entre pas dans les objectifs du présent rapport d'attribuer précisément la causalité entre les différents facteurs qui contribuent aux déséquilibres mondiaux. Dans une large mesure, ces facteurs se complètent plutôt que d'entrer en concurrence, et leur importance relative varie au fil du temps. Cependant, il est clair que s'ils aident à comprendre pourquoi les déséquilibres sont apparus et ont persisté, aucun d'entre eux n'implique que des déséquilibres élevés peuvent être maintenus indéfiniment.

Certes, le déficit élevé et croissant des transactions courantes des États-Unis ces dernières années a été financé sans créer trop de tensions sur le système financier mondial, les taux d'intérêt réels à long terme restant faibles. La structure du financement a varié au fil du temps : les investissements directs et les investissements de portefeuille ont joué un rôle important à la fin des années 90 et des flux générateurs d'endettement ont fourni l'essentiel du financement plus récemment, avec notamment un rôle notable mais non dominant pour les flux officiels correspondant à l'accumulation de réserves de change substantielles par un certain nombre de pays. Par ailleurs, certains développements de ces derniers mois aideront à terme à réduire les déséquilibres : il s'agit de la dépréciation du dollar américain, d'un raffermissement de la croissance des exportations américaines, de l'annonce d'un déficit budgétaire américain inférieur aux prévisions pour l'exercice en cours, d'une accélération de la croissance de la demande intérieure dans la zone euro et au Japon, et d'un assouplissement du taux de change dans des pays asiatiques. Cependant, le problème sous-jacent reste le même. Selon des projections à moyen terme reposant sur des taux de change effectifs réels constants, le déficit des transactions courantes des États-Unis restera proche de 2 % du PIB mondial, et les pays d'Asie et les pays exportateurs de pétrole continueront de dégager des excédents substantiels (graphique 1.14). Ces projections impliquent que les États-Unis devront continuer d'absorber une part croissante des portefeuilles d'actifs mondiaux. Cependant, l'accumulation d'actifs américains dans les portefeuilles mondiaux finira par approcher la saturation et un ajustement des déséquilibres des transactions courantes sera nécessaire.

Un ajustement graduel et ordonné de ces déséquilibres sur plusieurs années reste l'issue la plus probable. Avec le ralentissement du marché du logement aux États-Unis, l'épargne privée augmentera probablement à mesure que s'estompe l'impulsion donnée par les prix des actifs à l'accumulation de richesse. Par contre, la croissance de la consommation s'accélérera dans les pays émergents d'Asie (en particulier en Chine), qui auront moins de raisons d'épargner par précaution, et l'absorption par les pays exportateurs de pétrole devrait aussi augmenter, surtout au Moyen-Orient, où les autorités mettent en place des programmes d'investissement ambitieux. Cette variation de la croissance relative de la demande intérieure, conjuguée à une dépréciation soutenue du dollar américain en valeur réelle et à une appréciation en valeur réelle de la monnaie des pays affichant un excédent, notamment de certains pays d'Asie et des pays exportateurs de pétrole, contribuera à normaliser la structure des comptes des transactions courantes sur plusieurs années. Cet ajustement pourrait se faire par le marché, sans qu'il soit nécessaire d'apporter des changements majeurs aux politiques économiques.

Cependant, comme noté à l'encadré 1.3, un processus de marché ordonné n'a de chance d'être mené à bon terme que si les investisseurs sont prêts à continuer d'accroître la

part des actifs américains dans leurs portefeuilles pendant de nombreuses années. Sinon, il y aurait un risque de correction désordonnée, qui signifierait une chute plus rapide du dollar américain, des conditions instables sur les marchés financiers, la montée du protectionnisme et un ralentissement notable de la production mondiale. Le coût potentiellement élevé d'une correction désordonnée souligne qu'il est important de déployer des efforts conjoints pour réduire les déséquilibres en temps voulu, comme noté plus loin.

Enjeux

Étant donné l'incertitude accrue qui entoure les perspectives économiques, et partant, la plus grande volatilité des marchés financiers, ainsi que les craintes suscitées par les déséquilibres mondiaux, il est d'autant plus important que les pouvoirs publics fassent preuve de souplesse face aux événements, agissent avec prévoyance pour éviter les tensions et adoptent une stratégie conjointe pour gérer les risques qui se présentent à l'échelle mondiale.

Le contexte est particulièrement exigeant pour les principales banques centrales qui constituent le fondement de la stabilité mondiale. Aux États-Unis, la situation est difficile, car l'inflation monte tandis que l'économie ralentit, et la Réserve fédérale devra continuer de suivre de près les données à venir tout en communiquant clairement son évaluation de la situation au marché. Comme il est important de maintenir les anticipations inflationnistes fermement sous contrôle, un nouveau resserrement de la politique monétaire sera peut-être encore nécessaire. Au Japon, si les récentes données sur les prix confirment la fin d'une déflation tenace et si l'abandon de taux d'intérêt nuls a été géré sans problème, les relèvements des taux d'intérêt devront être graduels, car il n'y a guère de danger d'une dérive inflationniste, tandis qu'une réapparition de la déflation serait coûteuse. Dans la zone euro, de nouveaux relèvements des taux d'intérêt seront probablement nécessaires si l'expansion prend de l'ampleur comme prévu, mais, jusqu'à présent, les tensions inflationnistes semblent contenues dans l'ensemble et, face à la persistance des risques de ralentissement, les pouvoirs publics peuvent se permettre d'être prudents en durcissant la politique monétaire.

Les pouvoirs publics des pays émergents doivent aussi s'adapter à un contexte plus difficile, en prenant soin de réagir rapidement aux tensions qui apparaissent. En Chine et dans quelques autres pays émergents d'Asie, il est essentiel de gérer une transition vers des taux de change plus flexibles qui permettraient aux monnaies de s'apprécier comme il se doit et offrirait une plus grande marge de manœuvre monétaire face à l'évolution de la situation mondiale et nationale. Pour des raisons similaires, la Russie et quelques autres pays exportateurs de pétrole pourraient aussi tirer profit d'un assouplissement des taux de change. Les pays émergents qui dépendent beaucoup du financement extérieur (en Europe orientale) et ceux qui ont encore une dette publique élevée (en Amérique latine et ailleurs) devront être capables de s'adapter, en tirant profit des occasions de réduire ces facteurs de vulnérabilité, tout en réagissant rapidement à une évolution défavorable pour maintenir la confiance du marché et préserver des antécédents durement acquis en matière de lutte contre l'inflation.

Par ailleurs, les réformes nécessaires pour soutenir la croissance à plus long terme ne doivent pas être mises en veilleuse. Dans la plupart des grands pays avancés, le rééquilibrage budgétaire demeure un problème d'envergure étant donné le vieillissement de la population.

Des progrès bienvenus ont été accomplis dans la réduction de déficits budgétaires élevés au cours des trois dernières années, surtout en France, au Japon et aux États-Unis, tandis que le Canada continue de dégager un excédent (tableau 1.3). Cependant, pour la plupart des pays, les trajectoires semblent peu ambitieuses, même en supposant une croissance soutenue. En conséquence, les déficits budgétaires et les dettes publiques nettes resteraient assez élevés à la fin de la période de projection de cinq ans (à l'exception notable du Canada), surtout étant donné les coûts budgétaires croissants d'une population vieillissante. L'Italie et le Japon font face à une tâche particulièrement difficile, tandis qu'aux États-Unis, le rééquilibrage budgétaire est d'autant plus important qu'il est nécessaire d'accroître l'épargne nationale et de contenir le déficit des transactions courantes. Il faudra établir des objectifs budgétaires suffisamment ambitieux à moyen terme et s'attaquer aux problèmes profondément ancrés, notamment en assainissant les systèmes de sécurité sociale et en trouvant des moyens efficaces de contenir la tendance qui semble inexorablement à la hausse des coûts des soins de santé.

Des réformes structurelles qui améliorent le climat des affaires et la compétitivité internationale restent essentielles pour rehausser les perspectives à moyen terme. Dans la zone euro, une accélération des progrès dans l'agenda de Lisbonne — en particulier, une intensification de la concurrence dans les services et un assouplissement des marchés du travail — et des réformes du secteur financier demeurent fondamentales pour améliorer les perspectives de productivité et les possibilités d'emploi. Au Japon, les priorités sont les réformes du secteur public, l'assouplissement du marché du travail, le renforcement de l'efficacité du secteur financier et l'accroissement de la productivité dans le secteur des services.

Dans les pays émergents et les pays en développement aussi, il faut redoubler d'efforts pour faire avancer les réformes de marché, tout en veillant à ce que les bénéfices de la croissance soient partagés par le plus grand nombre. Le chapitre 3 du présent rapport examine en détail la croissance asiatique. Il conclut que le maintien d'une croissance rapide en Asie et la réduction de la pauvreté et des disparités de revenu dépendront de plus en plus de réformes qui renforcent la concurrence et la flexibilité, tout en améliorant l'accès, en particulier des groupes à faible revenu, à l'éducation, aux soins de santé et à un dispositif satisfaisant de protection sociale. Ces enseignements sont très pertinents aussi en dehors de l'Asie. Des réformes du gouvernement d'entreprise et du secteur financier qui renforcent la discipline de marché contribueraient à orienter l'investissement de manière efficace en Chine, tandis que l'amélioration des dispositifs de protection sociale pourrait soutenir la croissance de la consommation. Une réglementation financière plus stricte dans les pays émergents d'Europe réduirait les facteurs de vulnérabilité liés à la croissance rapide du crédit. Des réformes des marchés du travail et des finances publiques qui permettent de mieux cibler les dépenses publiques sur les priorités sociales et les priorités d'investissement amélioreraient substantiellement les perspectives des groupes à faible revenu dans divers pays.

Le niveau élevé et la volatilité des cours sur les marchés mondiaux de l'énergie demeurent une préoccupation majeure et toutes les parties intéressées devront déployer des efforts soutenus pour y faire face. L'augmentation prévue de l'investissement des principaux

producteurs de pétrole au Moyen-Orient est très opportune. Cependant, les efforts unilatéraux déployés récemment pour garantir la sécurité énergétique nationale par l'autosuffisance — notamment en maintenant les compagnies étrangères hors des marchés nationaux, en promouvant des champions nationaux et en se hâtant de s'assurer à tout prix l'accès à des champs pétrolifères à l'étranger — pourraient accroître les inefficiences à l'échelle mondiale sans réduire les risques pesant sur la communauté internationale. Ce qui est nécessaire, plutôt que ce «protectionnisme énergétique», c'est de veiller à ce que les marchés fonctionnent bien, en fournissant des incitations appropriées et prévisibles aux producteurs pour qu'ils investissent (en particulier dans des sources d'énergie plus risquées et plus coûteuses), et d'assurer un niveau adéquat de capacités disponibles. Par ailleurs, il convient d'encourager les économies d'énergie en veillant à ce que les consommateurs paient des prix qui reflètent le coût social intégral de l'utilisation de l'énergie. Une amélioration supplémentaire des statistiques sur l'énergie, notamment des mesures plus cohérentes et plus fiables des réserves pétrolières, encouragerait un processus décisionnel plus rationnel et plus avisé.

Toujours à l'échelle mondiale, il reste essentiel de libéraliser le commerce multilatéral pour améliorer les perspectives de croissance soutenue. L'impasse dans laquelle se trouvent aujourd'hui les négociations du cycle de Doha est très décevante et fait craindre un retour du protectionnisme. Il faut redoubler d'efforts pour relancer le processus de libéralisation du commerce multilatéral, se prémunir contre la montée du protectionnisme et éviter le recours excessif aux accords commerciaux bilatéraux pour faire avancer la libéralisation des échanges. La libéralisation sur une base non discriminatoire (clause de la nation la plus favorisée) reste le meilleur moyen de développer les possibilités de croissance mondiale.

Par ailleurs, il faut veiller à maintenir la hausse des apports d'aide aux pays les plus pauvres, afin d'appuyer les efforts que ceux-ci déploient pour atteindre les objectifs du Millénaire pour le développement. Cela deviendra d'autant plus important si le cycle de Doha ne peut être ressuscité ou si les cours des produits de base, qui ont aidé à soutenir une croissance vigoureuse en Afrique subsaharienne, fléchissent.

Comme l'ont souligné des éditions antérieures des *Perspectives*, une action de la part de tous les pays qui sont les principaux acteurs de l'économie mondiale aiderait à résorber de manière ordonnée les déséquilibres mondiaux. L'encadré 1.3 examine comment y arriver grâce à une combinaison de mesures visant à accroître l'épargne nationale aux États-Unis, notamment par un rééquilibrage budgétaire plus ambitieux à moyen terme; à faire avancer les réformes structurelles en Europe et au Japon; à stimuler la demande intérieure dans les pays émergents d'Asie (consommation en Chine et investissement ailleurs), ainsi qu'à assouplir les taux de change dans ces pays; et à accroître les dépenses des pays exportateurs de pétrole dans des domaines où leur rendement est élevé, compte tenu des limites imposées par les capacités d'absorption, en particulier au Moyen-Orient, où la forte augmentation des projets d'investissement déjà en cours est encourageante. Chacun de ces objectifs est dans l'intérêt des pays concernés, mais les progrès accomplis ont été dans certains cas plus lents qu'on ne le souhaiterait, en partie parce qu'il est difficile de dégager un consensus politique national sur des réformes qui auront des conséquences sur la distribution des revenus. Une stratégie conjointe et multilatérale pourrait aider à faire avancer l'exécution de ces mesures en mettant

l'accent sur les liens entre les pays et les effets de contagion, en offrant des assurances supplémentaires que les risques liés aux actions individuelles seront atténués par des mesures prises ailleurs, et en suscitant un sentiment d'engagement commun de la communauté internationale qui constituerait le meilleur espoir de pérenniser une croissance rapide et une prospérité soutenue à l'échelle mondiale. La consultation multilatérale engagée par le FMI avec la Chine, la zone euro, le Japon, l'Arabie Saoudite et les États-Unis a pour objectif d'établir une stratégie conjointe de ce type.

Points de presse pour le Chapitre 3 : *L'essor de l'Asie : schémas de développement et de croissance économiques*

Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2006

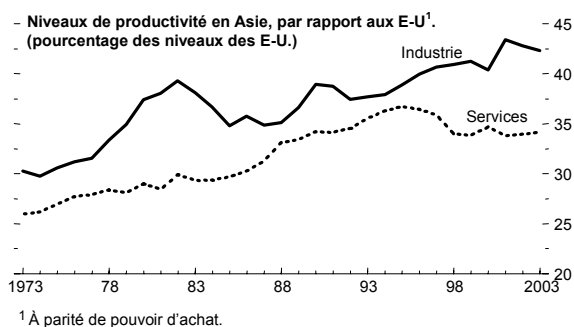
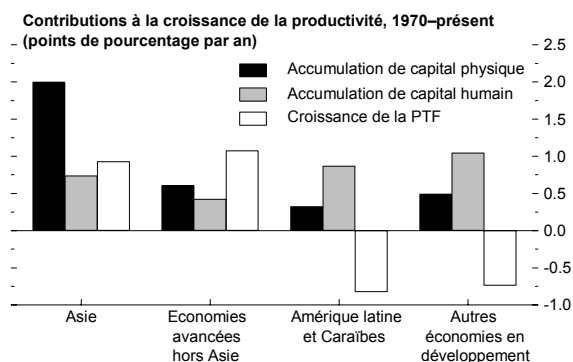
Préparé par Florence Jaumotte, économiste, et Nikola Spatafora, économiste principal, Département des études

Points principaux

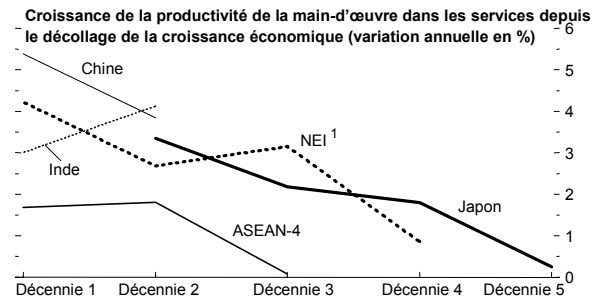
- **La croissance remarquable de l'Asie a été alimentée par le niveau élevé de l'investissement et l'augmentation rapide de la productivité — ces deux facteurs étant confortés par l'existence d'un cadre solide de politique économique.**
- **Le maintien d'une croissance élevée nécessitera des mesures dans des domaines clés:**
 - Mise en œuvre de réformes pour stimuler la productivité dans le secteur des services, qui occupe une place de plus en plus importante.
 - Politiques visant à accompagner le déplacement en cours de la main-d'œuvre de l'agriculture vers l'industrie et les services.
 - Renforcement du cadre de politique économique dans les pays de développement récent.

Depuis 1950, le revenu réel par habitant a été multiplié par sept en Asie. La croissance de la production par habitant a été en moyenne de 4 % par an pour l'ensemble de la région, et de plus de 5 % dans les pays en développement rapide tels que les nouvelles économies industrielles (NEI) et la Chine. Cette croissance a été alimentée par l'accumulation rapide de capital physique et humain ainsi que par l'augmentation rapide de la productivité totale des facteurs. Cette évolution reflète à son tour l'existence d'un cadre généralement solide de politique économique dans la région.

Cependant, de nombreux pays asiatiques sont encore loin d'égaliser les niveaux de revenu des économies avancées. Cette convergence est indispensable pour réduire les taux de pauvreté de la région, qui restent élevés. Les politiques doivent donc continuer à encourager une forte croissance de la productivité. En particulier :



- **L'un des principaux défis consiste à stimuler la croissance de la productivité dans le secteur des services, où le rattrapage par rapport aux économies avancées marque le pas alors la productivité n'y atteint qu'un tiers des niveaux américains.** Si, au cours de ces dix dernières années, la productivité dans le secteur des services avait progressé aussi vite que dans l'industrie, la croissance de la production globale aurait été supérieure de 1½ point par an. Pour accroître la productivité dans les services, il faudra stimuler la concurrence, éliminer les obstacles à l'établissement des entreprises, rationaliser les réglementations et valoriser le capital humain.



¹ La Province chinoise de Taiwan et la RAS de Hong Kong sont exclues parce que leurs données ne portent que sur les deux dernières décennies. La tendance générale ne change pas si l'on inclut ces deux dernières économies dans le groupe.

- **La mise en œuvre de politiques visant à accompagner le passage d'une économie agraire à une économie basée sur l'industrie et les services aiderait à réduire la pauvreté rurale et à renforcer la croissance.** Depuis 1970, le déplacement de la main-d'œuvre de l'agriculture vers l'industrie et les services a contribué à raison d'un quart environ au rattrapage de l'Asie par rapport aux niveaux de productivité américains. Pourtant, l'agriculture continue d'employer près de la moitié des actifs dans l'ensemble des pays en développement d'Asie, cette proportion atteignant même 60 % dans les pays de développement récent tels que le Vietnam et le Cambodge. La poursuite de la libéralisation du commerce, l'élargissement et l'approfondissement des systèmes financiers, la valorisation du capital humain, la promotion d'une plus grande flexibilité des marchés de l'emploi et l'élimination des carences généralisées des infrastructures sont autant d'actions qui aideront ces pays à supporter la transformation structurelle de leur économie.
- **Les pays de développement récent, aussi bien en Asie que dans d'autres régions du monde, devraient tirer des enseignements des accomplissements de l'Asie.** Depuis 1970, les autres pays en développement ont connu une croissance moyenne de 1 % par an seulement, alors que l'Asie enregistrait une croissance rapide, mais il demeure en Asie un groupe de pays où le revenu par habitant est encore très faible. L'expérience de l'Asie démontre que des cadres macroéconomiques stables, l'ouverture commerciale, des institutions solides et des systèmes financiers bien développés sont indispensables pour parvenir durablement à une croissance vigoureuse.

Points de presse — Chapitre 4: *Comment les systèmes financiers influent-ils sur les cycles économiques?*

Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2006

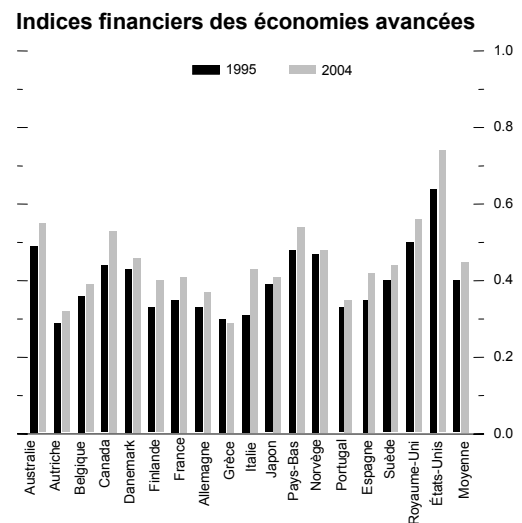
Préparé par Subir Lall, Chef de division adjoint, Roberto Cardarelli, Économiste principal, et Irina Tytell, Économiste, tous du Département des études

Principaux points

- Les différences de système financier entre les économies avancées influent sur le comportement des cycles économiques.
- Les systèmes financiers dits «de pleine concurrence» (*arm's length financial systems*) — ceux des États-Unis et du Royaume-Uni, par exemple — permettent aux ménages d'emprunter davantage pour soutenir leur consommation, mais au prix d'un endettement plus élevé qui les rend plus vulnérables à la hausse des taux d'intérêt et à la baisse des prix des actifs.
- Les systèmes financiers qui reposent davantage sur les relations emprunteur-prêteur, en Europe notamment, sont moins bien équipés pour transférer les ressources des secteurs en perte de vitesse aux secteurs en expansion, ce qui tend à entraver les efforts déployés pour stimuler la productivité et répondre aux innovations technologiques et à la mondialisation.

Le chapitre 4 de cette édition des *Perspectives de l'économie mondiale* présente les nouveaux travaux du FMI sur les relations entre systèmes financiers et cycles économiques. Ses principales conclusions sont les suivantes:

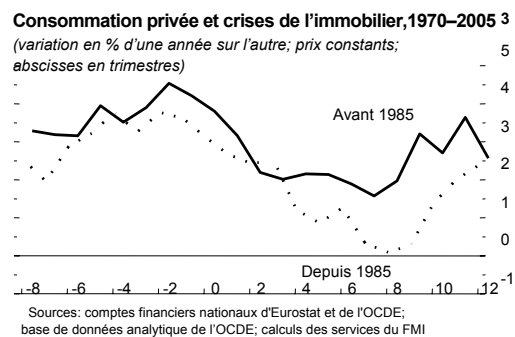
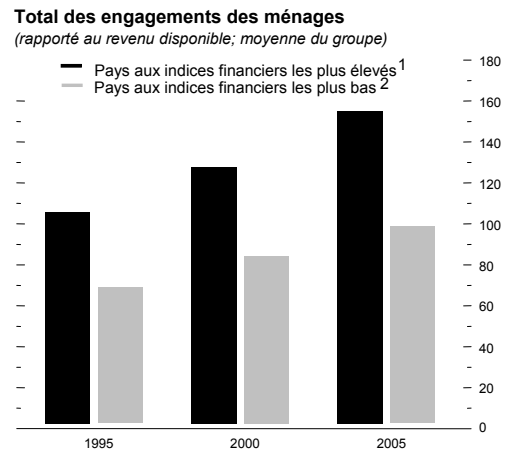
- Les systèmes financiers des économies avancées se transforment sous l'effet conjugué des innovations technologiques et de la déréglementation, mais les différences entre pays restent considérables. Ce chapitre fait apparaître, en s'appuyant sur un nouvel indice unique, que les systèmes financiers de l'Australie, du Canada, des États-Unis, des Pays-Bas et du Royaume-Uni font une plus grande place aux transactions d'égal à égal — au sens où aucune des deux parties ne dispose d'informations privilégiées ou de renseignements sur l'autre partie dont le



Sources: Voir appendice 3.1 pour les sources de l'indice financier.

public n'aurait pas connaissance — que les systèmes financiers de la plupart des pays européens et du Japon. Ces derniers continuent en effet de s'appuyer davantage sur les relations durables entre emprunteur et prêteur, même si les transactions d'égal à égal y ont pris une importance grandissante ces dernières années.

- Dans les systèmes financiers de pleine concurrence, les ménages peuvent plus facilement emprunter pour financer leurs dépenses de consommation, mais sont aussi plus vulnérables aux chutes des prix des actifs.** Les plus développés de ces systèmes, aux États-Unis et au Royaume-Uni par exemple, permettent aux ménages d'emprunter en s'appuyant sur la valeur croissante de leur logement, ce qui stimule la consommation et étaye une croissance économique vigoureuse. Cependant, cela se traduit aussi par un endettement plus élevé de ces ménages — 160 % du revenu disponible (en moyenne) en 2005 dans les systèmes de pleine concurrence, contre moins de 100 % dans les systèmes reposant davantage sur les relations emprunteur-prêteur. Dans les systèmes financiers de pleine concurrence, les ménages sont donc plus vulnérables à la hausse des taux d'intérêt et aux chutes des prix des actifs. À titre d'exemple, lors des épisodes précédents de crise immobilière dans ces pays, la croissance de la consommation a en général ralenti pour tomber d'une moyenne de 3 % (en glissement annuel) au début de la contraction du marché à 0 % deux ans plus tard. Le fléchissement du marché du logement aux États-Unis est un risque clé en ce qui concerne les perspectives de croissance de ce pays et de l'économie mondiale.



- 1 Autriche, Canada, Danemark, États-Unis, Italie, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède
 2 Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Japon et Portugal
 3 Australie, Canada, Danemark, États-Unis, Italie, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède. Le zéro indique le trimestre après lequel un épisode de contraction commence.

- Les systèmes financiers qui s'appuient davantage sur les relations emprunteur-prêteur répondent moins efficacement aux nouvelles opportunités de croissance que créent l'innovation technologique et la mondialisation.** En effet, les relations emprunteur-prêteur tendent en général à favoriser les entreprises déjà bien implantées dans les secteurs existants, tandis que les systèmes financiers de pleine concurrence sont relativement affranchis des contraintes qu'impose le maintien des relations

établies de longue date entre emprunteur et prêteur. Il leur est donc plus facile de réaffecter les ressources des secteurs en perte de vitesse vers les secteurs en expansion, ce qui a des conséquences très bénéfiques pour la croissance de la productivité. Ce résultat est particulièrement important pour l'Europe où, depuis une dizaine d'années, la croissance de la productivité du travail est inférieure à celle que l'on observe en Australie, aux États-Unis et au Royaume-Uni.

- **Les différences de système financier peuvent être un élément d'explication des déséquilibres mondiaux actuels.** Aux États-Unis (de même qu'en Australie et au Royaume-Uni), le système financier a permis aux ménages d'augmenter beaucoup plus leurs emprunts que dans d'autres pays, ce qui a entraîné une baisse de l'épargne et un creusement du déficit extérieur courant. Les marchés financiers des États-Unis, complexes et liquides, ont aussi offert des possibilités d'investissement attrayantes aux épargnants étrangers, ce qui a aidé à financer le déficit américain. Ainsi, les investisseurs étrangers contribuent pour environ 10 % aux 8.000 milliards de dollars que représente le marché des titres adossés à des créances hypothécaires dans ce pays. Si d'autres systèmes financiers rattrapent celui des États-Unis, toutefois, le financement des déséquilibres deviendra vraisemblablement plus difficile.

Le chapitre souligne que l'évolution des systèmes financiers se poursuivra, entraînant avec elle des bénéfices économiques considérables, mais que ces systèmes posent aussi des problèmes complexes aux responsables économiques. Il met en lumière trois conclusions importantes à l'intention de ces derniers:

- **Politique monétaire.** Étant donné que les ménages utilisant leurs actifs, et en particulier leur logement, pour garantir leurs emprunts, l'impact des fluctuations des taux d'intérêt sur les prix des actifs devrait prendre une importance de plus en plus grande en tant que canal de transmission des effets de la politique monétaire à l'économie. À mesure que les banques centrales resserreront la politique monétaire durant ce cycle, il leur faudra être très attentifs à l'impact des hausses de taux d'intérêt sur les dépenses des ménages, en particulier dans les pays qui ont le plus progressé dans la transition vers des systèmes financiers de pleine concurrence.
- **Réglementation et contrôle.** L'évolution des systèmes financiers s'accompagnera de l'apparition de risques dans de nouveaux secteurs, et il est important que les organes chargés d'en assurer la réglementation et de contrôle s'adaptent à cette situation. Ainsi, l'autorité réglementaire devra suivre avec une vigilance particulière les conséquences de l'explosion, aux États-Unis, des prêts immobiliers dont les mensualités ne couvrent que les intérêts ou des prêts hypothécaires à amortissement négatif.
- **La mutation en cours des systèmes financiers ne portera pleinement ses fruits que si elle s'accompagne d'aménagements des politiques conduites dans d'autres**

domaines. L'un des avantages essentiels des systèmes financiers de pleine concurrence est leur aptitude à mieux réaffecter les ressources des secteurs en perte de vitesse aux secteurs en expansion. Ce processus doit être étayé par des réformes visant à rendre les marchés du travail plus flexibles, y compris en améliorant la transférabilité des régimes de retraite et de couverture médicale, et par une législation sur les faillites qui facilite la «sortie» des entreprises non viables. Enfin, des dispositifs de protection sociale solides mais bien définis assureraient un soutien adéquat aux personnes et les aideraient à se recycler en fonction des nouvelles gisements d'emploi.

Points de presse pour le chapitre 5 : *Le boom des produits primaires non combustibles peut-il être durable?*

Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2006

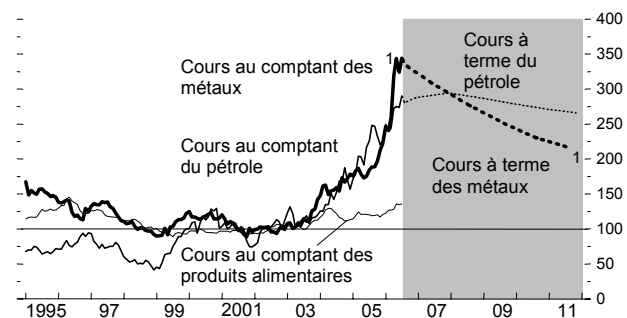
Préparé par Martin Sommer, Économiste, Département des études

Principaux éléments

- Les cours des métaux sont montés en flèche en raison de la vigueur de la demande, émanant en particulier de la Chine, laquelle a contribué pour 50 % à l'augmentation de la consommation mondiale des principaux métaux ces dernières années, qui a été bien supérieure à celle de l'offre.
- Contrairement à ce qu'il est convenu de penser, il semble que la spéculation ait eu un effet limité sur l'évolution des cours des produits primaires.
- Pour l'avenir, il ressort de l'analyse réalisée par le FMI que les cours des métaux vont baisser par rapport à leurs niveaux records actuels à mesure que de nouvelles capacités de production seront mises en exploitation.

Les cours de nombreux produits primaires ont atteint des records cette année — les cours des métaux ont augmenté de 180 % en valeur réelle depuis 2002, éclipsant même la hausse des cours du pétrole (157 % en valeur réelle — voir le premier graphique). Le chapitre 5 analyse les diverses explications possibles du boom actuel des cours des produits primaires non combustibles et cherche à déterminer si les cours resteront durablement à leurs niveaux actuels¹.

Cours des produits primaires clés
(2002 = 100; données mensuelles en valeur nominale)



Sources: Barclays Capital; Bloomberg Financial Markets, LP; FMI, base de données du Commodity Price System et calculs des services du FMI.

¹ Moyenne pondérée des cours de l'aluminium, du cuivre, du plomb, du nickel, de l'étain et du zinc.

S'agissant d'abord des cours des métaux, il apparaît que le principal élément moteur de l'envolée des cours a été la croissance rapide de la demande mondiale, émanant en particulier de la Chine, qui a été bien supérieure à l'expansion de l'offre. Par exemple, la

¹ Ce chapitre complète l'étude portant sur le marché pétrolier intitulée «Les tensions vont-elles persister sur le marché pétrolier», parue dans l'édition d'avril 2005 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

consommation d'aluminium a augmenté de 7,6 % entre 2002 et 2005, contre 3,8 % au cours des dix années précédentes. Compte tenu des longs délais de gestation des investissements dans la métallurgie, les cours de métaux peuvent monter rapidement en réponse à des hausses imprévues de la demande. La Chine, pour sa part, a contribué pour environ 50 % à l'augmentation de la consommation mondiale nette des principaux métaux (aluminium, cuivre et acier) au cours des quatre dernières années. Étant donné son expansion rapide et la place croissante qu'elle occupe dans l'économie mondiale, il faut s'attendre à ce que la Chine demeure une des principales forces motrices sur les marchés des produits primaires.

Il ressort de l'analyse que les cours des produits alimentaires et des autres produits primaires non combustibles ont réagi de façon beaucoup moins marquée à la vive croissance mondiale. Cela tient à plusieurs facteurs. Premièrement, l'utilisation de métaux a augmenté beaucoup plus rapidement, sous l'effet de la hausse des revenus, que la consommation de produits agricoles. Deuxièmement, le secteur agricole réagit beaucoup plus vite aux mouvements des cours que l'industrie métallurgique. La hausse relativement modérée des cours des produits alimentaires ces dernières années traduit surtout les variations du taux de change du dollar EU et l'augmentation du coût des intrants, notamment des engrais, dont le prix est lié à celui du pétrole.

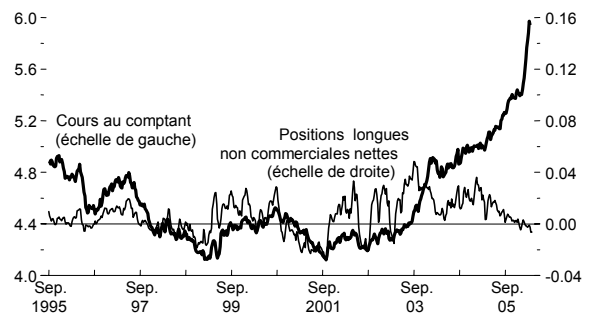
Contrairement à ce qu'il est convenu de penser, il semble que les investisseurs financiers n'aient pas eu une influence majeure sur les mouvements des cours des produits primaires non combustibles. Les investissements spéculatifs sur les marchés à terme des produits primaires ont sensiblement augmenté ces dernières années, mais les investisseurs ont établi à la fois des positions courtes et des positions longues, qui ont eu des effets opposés sur les mouvements des cours. Il n'y a guère d'indications statistiques d'une corrélation entre les variations des

positions spéculatives nettes et celles des cours au comptant (en fait, c'est l'inverse qui est vrai : les investisseurs ont tendance à suivre les tendances des cours et non à les créer). Par exemple, les positions spéculatives nettes sur le marché du cuivre ont diminué durant l'envolée des cours qui s'est produite plus tôt cette année (second graphique).

Pour l'avenir, il y a lieu de s'attendre à ce que les cours des métaux baissent par rapport à leurs niveaux records actuels. Il ressort de l'analyse des marchés de l'aluminium et du cuivre que les cours de ces deux métaux sont au-dessus de leurs niveaux tenables selon divers scénarios de croissance mondiale, d'augmentation des capacités de production et de réactivité de l'offre et de la demande aux prix. D'après le scénario de référence, il est à

Cours du cuivre et investissements spéculatifs

Cours au comptant en échelle logarithmique; positions longues non commerciales nettes en millions de contrats



Sources: Bloomberg Financial, LP et Commodity Futures Trading Commission.

prévoir que les cours de l'aluminium et du cuivre diminueront en valeur réelle de 35 % et 57 %, respectivement, d'ici 2010. Cette conclusion s'accorde avec l'expérience historique : les cours des métaux tendent à se rapprocher des coûts de production sur le moyen terme, or les cours sont actuellement très au-dessus de ces coûts de production (les ratios prix du marché/coût de production se situent entre $1\frac{1}{2}$ et $2\frac{3}{4}$ pour les principaux métaux). Par ailleurs, les marchés à terme laissent aussi entrevoir une baisse graduelle des cours de la plupart des métaux durant les cinq prochaines années (premier graphique).

Étant donné que le boom actuel des cours des produits primaires non combustibles a un caractère passager, il est essentiel que les décideurs des pays exportateurs veillent à épargner les revenus exceptionnels actuels ou à les utiliser de manière à promouvoir la croissance future des autres secteurs.