

## 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 tiédisme 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.

## 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

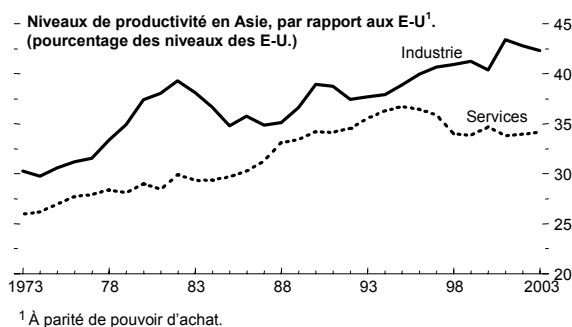
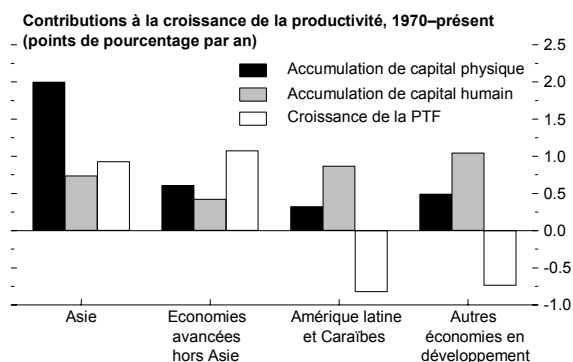
Préparé par Florence Jaumotte, économiste, et Nikola Spatafora, économiste principal, Département des études

### 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.

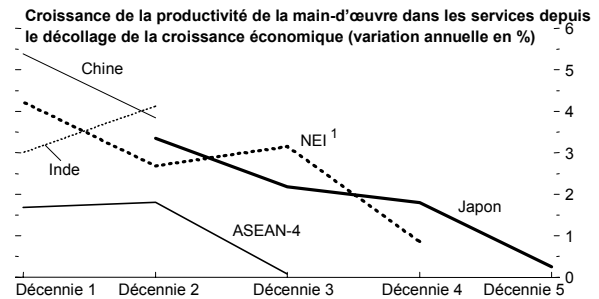
**Depuis 1950, le revenu réel par habitant a été multiplié par sept en Asie.** La croissance de la production par habitant a été en moyenne de 4 % par an pour l'ensemble de la région, et de plus de 5 % dans les pays en développement rapide tels que les nouvelles économies industrielles (NEI) et la Chine. 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.



<sup>1</sup> 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

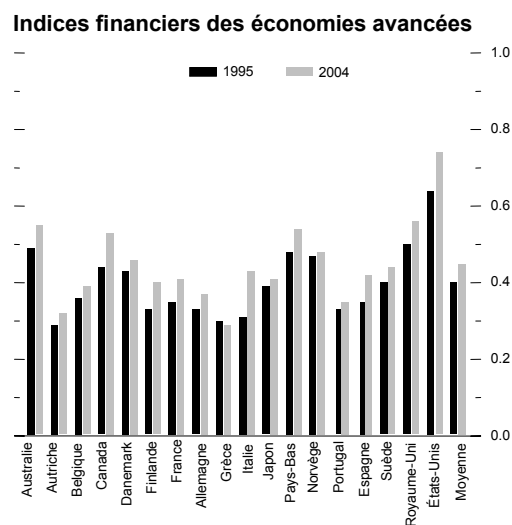
Préparé par Subir Lall, Chef de division adjoint, Roberto Cardarelli, Économiste principal, et Irina Tytell, Économiste, tous du Département des études

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:

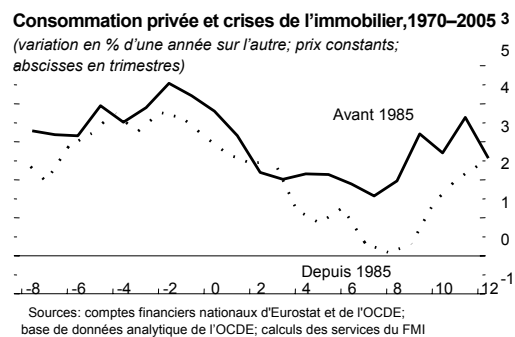
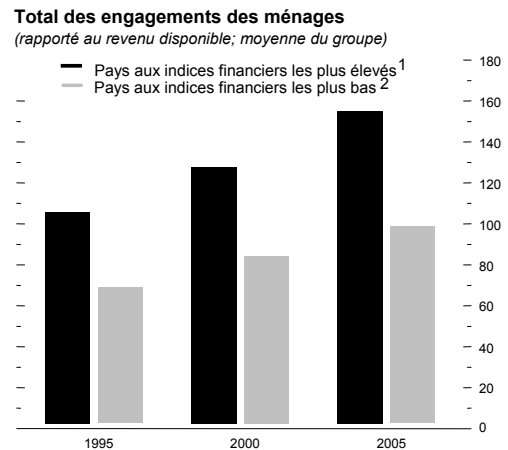
- Les systèmes financiers des économies avancées se transforment sous l'effet conjugué des innovations technologiques et de la déréglementation, mais les différences entre pays restent considérables. Ce chapitre fait apparaître, en s'appuyant sur un nouvel indice unique, que les systèmes financiers de 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

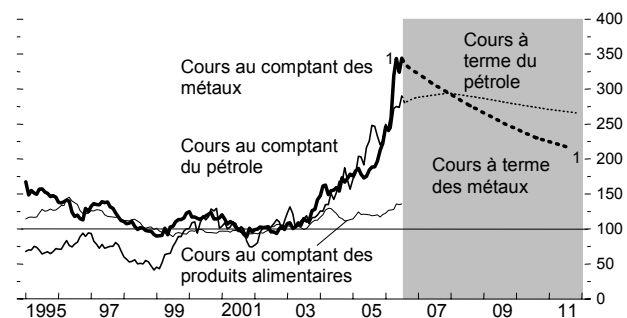
Préparé par Martin Sommer, Économiste, Département des études

### 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 actuels<sup>1</sup>.

**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.

<sup>1</sup> 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

<sup>1</sup> 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.

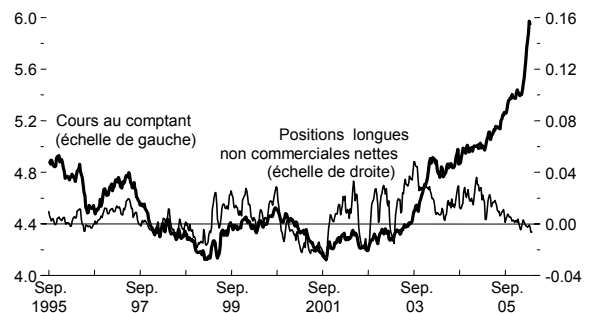
**Contrairement à ce qu'il est convenu de penser, il semble que les investisseurs financiers n'aient pas eu une influence majeure sur les mouvements des cours des produits primaires non combustibles.** Les investissements spéculatifs sur les marchés à terme des produits primaires ont sensiblement augmenté 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.**