

II. Économie mondiale

Faits marquants

L'économie mondiale a bien progressé en 2004, soutenue par des politiques monétaires expansionnistes et des conditions financières exceptionnellement favorables. Le net renchérissement des produits de base n'a pas déclenché d'inflation généralisée, mais a contribué à freiner l'expansion en fin d'année. Après une reprise synchrone au premier semestre, les écarts de croissance se sont de nouveau creusés entre les pays importateurs de produits de base qui, à l'exception notable des États-Unis et de la Chine, ont connu un ralentissement, et les exportateurs, où l'activité a généralement poursuivi sa vive progression.

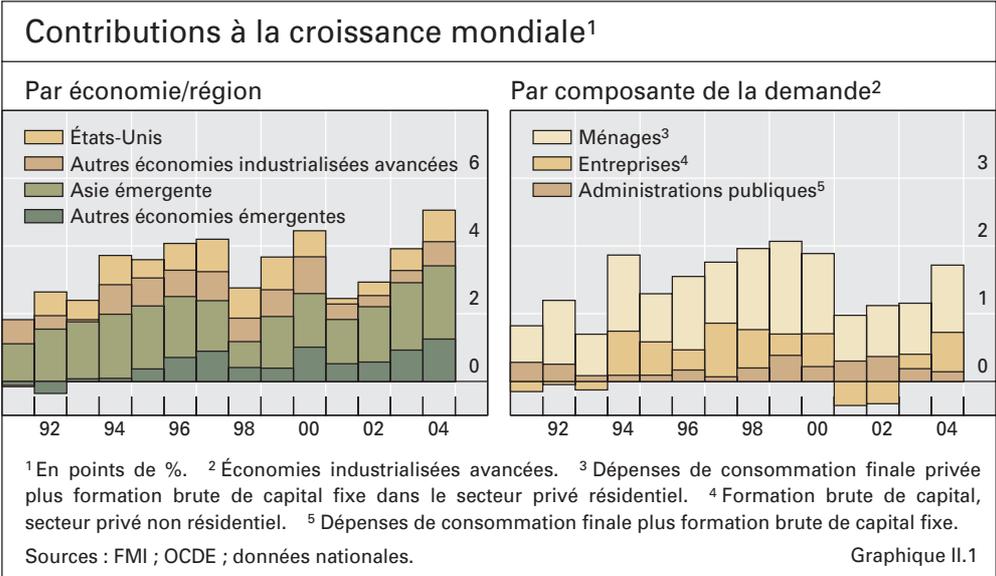
Cette dynamique mondiale étonne à plus d'un titre : tout d'abord, par la vigueur de l'activité dans les économies émergentes, signe d'un rééquilibrage structurel de la croissance, au profit de l'Asie surtout ; ensuite, par la robustesse de l'expansion aux États-Unis, malgré la hausse des cours du pétrole. Par ailleurs, de nouveaux accès de faiblesse dans les autres économies avancées font douter de leur capacité à s'adapter aux mutations de l'environnement, telles que la forte variation des prix relatifs des biens manufacturés par rapport aux produits de base, associée à la montée en puissance d'un nouveau groupe d'économies émergentes, et la vive appréciation de l'euro et du yen face au dollar en 2004.

La projection consensuelle pour 2005 donne une croissance mondiale soutenue, des tensions inflationnistes généralement modérées et une accentuation des déséquilibres internationaux. Toutefois, la conjonction de plusieurs éléments vient compliquer l'exercice de la prévision : situations cycliques divergentes dans les grandes économies, taux d'intérêt exceptionnellement bas et mutations structurelles liées à l'intégration d'économies émergentes majeures dans l'économie mondiale. En particulier, le net renchérissement des produits de base depuis le printemps 2004, lié à l'intensification de la demande émanant de Chine et d'Inde, suscite des préoccupations quant à l'utilisation des ressources mondiales, aux perspectives d'inflation et à la résorption des déséquilibres internationaux. Dans le même ordre d'idée, il y a lieu de s'interroger sur la soutenabilité des comportements d'épargne et d'investissement, à l'échelle des pays et des secteurs ; la mise en œuvre de mesures d'assainissement budgétaire est cruciale à cet égard.

Croissance économique

Vitalité mondiale

En 2004, la production mondiale s'est accrue de presque 5 %, sa meilleure performance depuis près de trois décennies. Les États-Unis et l'Asie

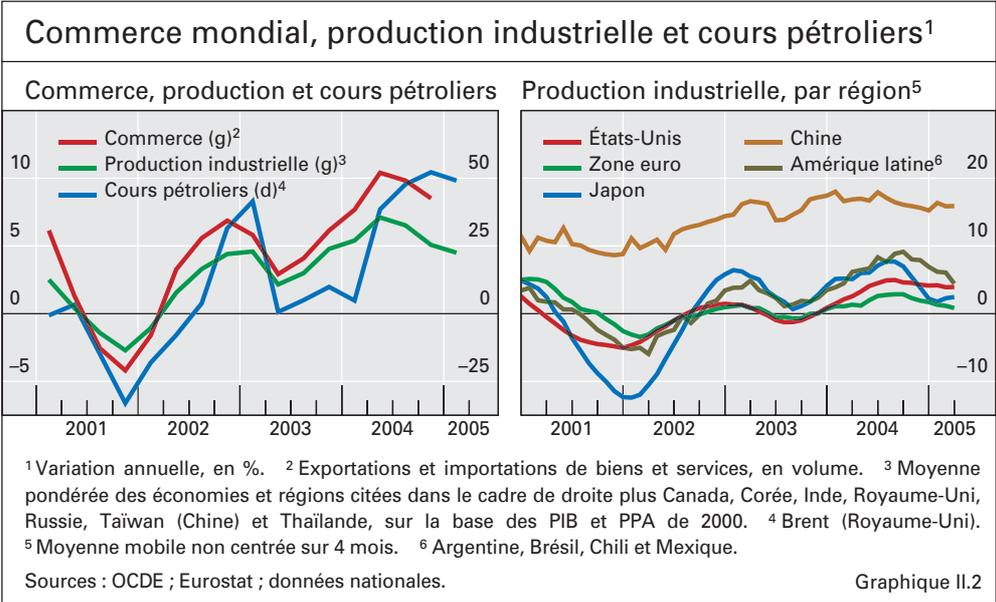


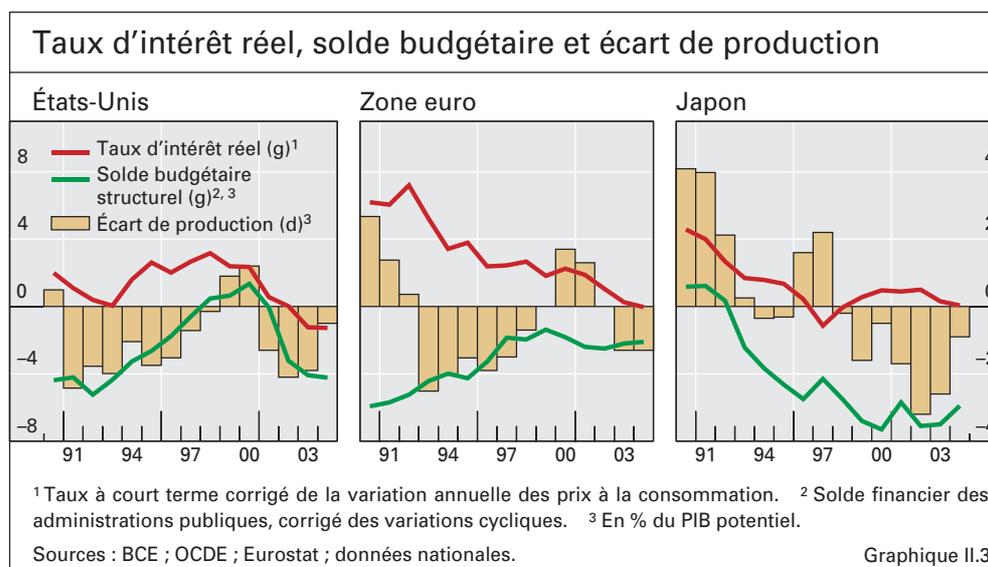
émergente y ont contribué pour plus de moitié (graphique II.1). Une redistribution régionale de la croissance se confirme, avec deux pôles de dynamisme : les États-Unis, moteur des économies avancées par ailleurs peu vigoureuses, et plusieurs pays clés en Asie émergente et dans quelques autres régions en développement.

Forte expansion aux États-Unis et en Asie émergente...

La vigueur de la demande américaine et le rapide accroissement des capacités de production en Chine ont encore accéléré les échanges mondiaux (graphique II.2). Ainsi dynamisée, la production a redémarré de façon synchrone au premier semestre dans les principales régions : en Asie surtout (avec une croissance record depuis la crise de 1997-98), dans les pays d'Europe tournés vers l'exportation (Allemagne, par exemple) et dans la zone ALENA.

...qui s'est diffusée par l'accélération des échanges





Maintien de conditions monétaires et financières favorables

Si les politiques budgétaires ont été moins expansionnistes que les années précédentes, l'activité mondiale a continué de bénéficier de conditions monétaires accommodantes (chapitre IV). Les taux d'intérêt courts corrigés de l'inflation sont restés négatifs aux États-Unis, malgré le resserrement monétaire graduel du second semestre 2004, et se sont maintenus autour de zéro dans la zone euro et au Japon (graphique II.3). Les conditions sont également restées favorables sur les marchés financiers, avec des taux longs étonnamment bas par rapport à leurs niveaux historiques et à la position dans le cycle. Les primes de risque des entreprises et des emprunteurs souverains sont tombées à des creux historiques, tandis que les cours des actions s'élevaient fortement. Cette configuration a maintenu les coûts d'emprunt à un bas niveau et engendré une hausse générale de la valeur des actifs. Ce sont les ménages qui ont surtout profité de ce financement facile, d'où un essor de la création de crédit dans de nombreuses régions du monde. Les taux longs, les primes de risque et la volatilité ont reculé, en dépit du resserrement monétaire aux États-Unis (chapitre VI).

Envolée des cours des produits de base...

La vitalité de la croissance économique, surtout en Asie émergente, s'est traduite par une hausse importante et durable des cours des produits de base en 2004. Le cours moyen du brut s'était renchéri des deux tiers environ à l'automne, atteignant \$50 en valeur nominale, ce qui constituait alors un record. Les prix des autres produits de base (intrants industriels en particulier) se sont envolés, eux aussi – avec une augmentation d'un quart pour les métaux, par exemple. Conjuguées à la vive hausse des coûts de transport et à l'engorgement grandissant des installations portuaires, ces tendances indiquaient que la croissance mondiale atteignait ses limites. De fait, au second semestre 2004, elle a semblé enregistrer un ralentissement qui paraît être davantage compatible avec sa tendance longue.

...mais sans grande incidence sur la production et l'inflation

Par rapport aux épisodes antérieurs, le renchérissement des produits de base a relativement peu influé sur l'activité et l'inflation au plan mondial. Cette situation s'explique notamment par les gains d'efficacité énergétique dans les économies industrialisées avancées. Ainsi, dans la zone OCDE, l'intensité

pétrolière représente aujourd'hui la moitié de son niveau des années 70. De plus, sur la période analysée, les cours réels du pétrole sont restés très en deçà des niveaux atteints lors des chocs antérieurs. Leurs effets de second tour ont été évités par le faible pouvoir de marché des entreprises, une situation de l'emploi déprimée et des anticipations d'inflation fermement ancrées. La demande mondiale a pâti de la redistribution des revenus en faveur des pays exportateurs, qui n'ont pas pu dépenser immédiatement toutes les recettes de la manne pétrolière, malgré une propension nettement plus grande que par le passé.

Creusement des écarts de croissance

Les écarts de croissance se sont creusés avec le ralentissement de l'activité mondiale au second semestre 2004. Tandis que, aux États-Unis, la dynamique de l'expansion s'affirmait, avec la remontée de la demande des entreprises et une hausse des créations d'emplois, la zone euro et le Japon ont connu un nouvel accès de faiblesse. La persistance de différentiels de croissance entre les grandes régions a beaucoup accentué les déséquilibres extérieurs.

Une expansion américaine de plus en plus auto-entretenue...

Dans la zone euro, le ralentissement s'est accompagné d'un élargissement des écarts de croissance entre pays. La France et l'Espagne ont pu poursuivre sur leur lancée, grâce à la vigueur de la demande intérieure, mais l'Allemagne et l'Italie ont enregistré une contraction de leur PIB au dernier trimestre 2004. En Allemagne, ni l'investissement ni la consommation ne sont repartis, le fort taux de chômage et des incertitudes sur l'incidence des réformes structurelles continuant de peser sur la confiance.

...mais un nouvel accès de faiblesse dans la zone euro...

Le Japon est entré en récession technique. L'essor de la consommation, en début d'année, et une amélioration des conditions pour les entreprises avaient laissé espérer une dynamique de reprise. Or, comme dans la zone euro, la demande intérieure ne s'est pas assez raffermie pour se substituer aux exportations en décélération. À cela s'est ajouté un important ajustement de la production dans les secteurs des nouvelles technologies, conséquence d'une politique de réduction des capacités excédentaires et de stocks relativement élevés.

...et au Japon

Les autres économies avancées ont moins souffert du ralentissement. Le Royaume-Uni a conservé un rythme de croissance soutenu, malgré le fléchissement de la consommation des ménages. La Suède a poursuivi son essor grâce au raffermissement de la demande intérieure, tandis que l'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande bénéficiaient d'une nette amélioration des termes de l'échange et d'une demande intérieure finale vigoureuse.

Croissance soutenue dans les autres économies avancées...

Les régions émergentes ont, elles aussi, su préserver une forte dynamique (chapitre III). La Chine a poursuivi sa vive croissance, malgré des mesures administratives visant à éviter la surchauffe. L'Amérique latine a tiré parti du renchérissement des produits de base et d'une confiance accrue dans ses politiques macroéconomiques. Dans les PECO (pays d'Europe centrale et orientale), l'activité a également progressé plus vite que prévu. Les huit pays qui ont adhéré à l'Union européenne le 1^{er} mai 2004 ont bénéficié d'un afflux de capitaux, tandis que l'expansion rapide du crédit et la baisse des taux

...et les grandes économies émergentes

d'intérêt réels stimulaient la demande intérieure. En Afrique, l'amélioration des termes de l'échange a renforcé la croissance.

Perspectives et risques

La croissance devrait rester soutenue en 2005...

Pour cette année, le consensus prévoit une croissance mondiale de quelque 4 % (tableau II.1). Avec des bénéfices confortables partout dans le monde, la demande des entreprises devrait rester soutenue aux États-Unis et s'intensifier dans les autres régions en 2005. Une inflation toujours faible et de meilleures conditions sur le marché du travail devraient, à leur tour, conforter le revenu et la consommation des ménages. L'expiration du système de quotas sur le textile, début 2005, a donné un élan supplémentaire aux exportations des grandes économies d'Asie, Chine en tête. La solidité de la croissance américaine au premier trimestre 2005 ainsi qu'une accélération de l'activité au Japon et, dans une moindre mesure, dans la zone euro, après un quatrième trimestre 2004 morose, ont conforté le consensus.

...mais le renchérissement du pétrole...

Cependant, les derniers développements signalent certains risques pour la croissance mondiale. Premièrement, les cours du pétrole, qui ont de nouveau monté au printemps 2005, pourraient rester élevés un bon moment encore. Le renchérissement des contrats à long terme sur le pétrole suggère une nette correction en hausse du prix d'équilibre. Une augmentation supplémentaire, si elle devait survenir, pourrait avoir des conséquences plus graves qu'on ne l'imagine actuellement. Les récents signes de tensions inflationnistes aux États-Unis en témoignent.

Croissance et inflation								
Variation annuelle moyenne, en %								
	PIB réel				Prix à la consommation ¹			
	Moyenne 1991–2002	2003	2004	2005 ²	Moyenne 1991–2002	2003	2004	2005 ²
Total ³	3,5	3,6	4,8	3,9	12,9	2,9	3,2	3,1
Économies industrialisées								
avancées ³	2,3	1,9	3,1	2,3	2,2	1,8	2,0	2,0
États-Unis	2,9	3,0	4,4	3,4	2,7	2,3	2,7	2,8
Zone euro	1,9	0,5	1,8	1,5	2,4	2,1	2,1	1,8
Japon	1,2	1,4	2,6	1,0	0,6	-0,3	-0,0	-0,1
Royaume-Uni	2,4	2,2	3,1	2,5	2,4	1,4	1,3	1,8
Autres ^{3, 4}	2,7	1,9	2,9	2,5	2,2	2,4	1,6	1,9
Économies émergentes ³	5,1	6,1	7,1	6,3	28,5	4,5	4,9	4,8
Asie ^{3, 5}	7,1	7,5	7,8	7,2	6,5	2,3	3,9	3,8
Amérique latine ^{3, 6}	2,7	2,0	5,9	4,3	64,0	7,0	6,7	6,3
Europe centrale et orientale ^{3, 7}	0,1	5,9	6,8	5,3	88,1	12,2	8,3	8,0
Autres ^{3, 8}	2,1	4,5	4,3	4,5	5,6	3,8	1,0	2,3

¹ Zone euro et Royaume-Uni : indice harmonisé ; Amérique latine : chiffres de fin d'année. ² Prévisions consensuelles publiées en mai. ³ Moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁴ Australie, Canada, Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse. ⁵ Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. ⁶ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁷ Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie. ⁸ Afrique du Sud et Arabie Saoudite.

Sources : Eurostat ; © Consensus Economics ; données nationales.

Tableau II.1

Deuxièmement, si les taux longs (exceptionnellement bas actuellement) revenaient à des niveaux plus habituels, la demande des ménages pourrait en pâtir ; la construction de logements aussi : dans certains pays, les prix de l'immobilier résidentiel pourraient subir des corrections à la baisse dont on ne peut mesurer l'ampleur.

...et la perspective d'une hausse des taux...

Troisièmement, dans ce contexte, la réduction des déséquilibres macroéconomiques demeure un défi fondamental à relever. Aux États-Unis, le déficit courant se creuse, tandis qu'ailleurs, notamment en Asie, les excédents augmentent. En parallèle, l'endettement des ménages ne cesse de croître et leur épargne est faible dans de nombreuses économies industrialisées avancées. Enfin, les déficits budgétaires restent élevés.

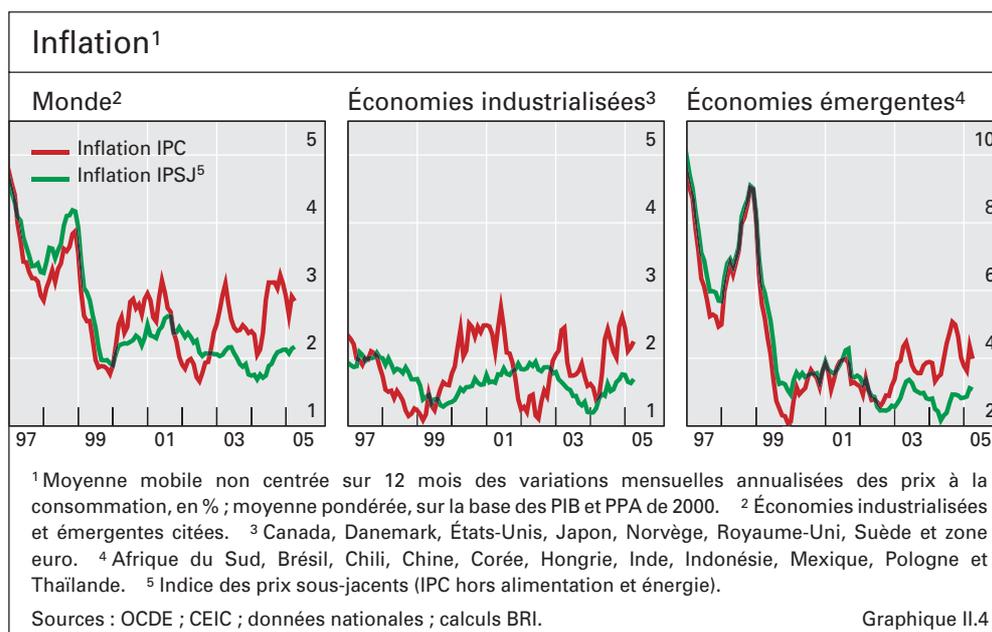
...soulignent la nécessité de résorber les déséquilibres macroéconomiques

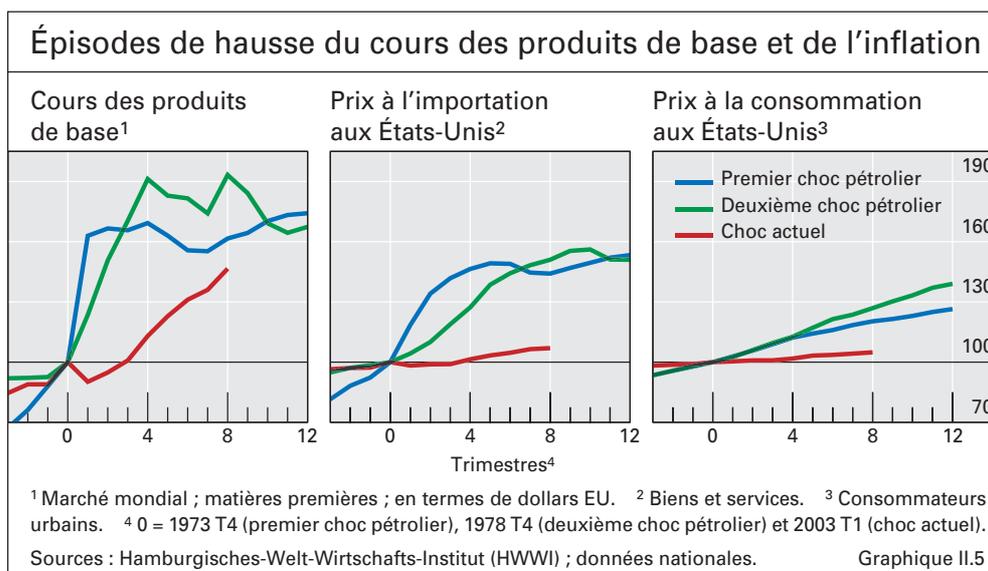
Inflation

Une inflation faible et stable

L'inflation est restée globalement modérée sur la période analysée, malgré l'envolée des cours du pétrole et autres produits de base, des politiques monétaires et budgétaires accommodantes et un degré plus élevé d'emploi des ressources dans beaucoup de pays. Dans les économies industrialisées avancées, entre début et fin 2004, la hausse des prix à la consommation est passée de 1½ % à quelque 2½ %. L'accélération de l'inflation depuis début 2005, particulièrement aux États-Unis, n'a guère modifié cette tendance. L'incidence inflationniste de la montée des cours du pétrole a été plus prononcée dans les économies émergentes, leur dépendance vis-à-vis du pétrole étant généralement plus grande (chapitre III). En Asie, avec le renchérissement des denrées alimentaires, l'indice des prix à la consommation (IPC) est passé d'environ 3 % à un sommet de presque 5 % entre début 2004 et le troisième trimestre. Les PECO ont également connu une détérioration l'an passé, après plusieurs années de désinflation.

Des tensions inflationnistes modérées





L'inflation sous-jacente reste globalement inchangée

Les pressions inflationnistes sous-jacentes ont néanmoins été endiguées. L'inflation IPSJ (IPSC hors alimentation et énergie) est restée globalement stable dans nombre d'économies avancées et émergentes en 2004. Aux États-Unis, elle s'est maintenue à environ 1 % en dessous de l'inflation IPC (égale à quelque 2 1/2 %). Le Japon connaît toujours une déflation modérée : l'inflation IPSJ est ressortie à -1/2 %, contre une inflation totale égale à zéro, sous l'effet d'un abaissement des tarifs publics. Dans la zone euro, la rigidité à la baisse de l'inflation sous-jacente résulte essentiellement du relèvement du prix du tabac et des prix administrés. Dans les principales économies émergentes, elle n'a pas dépassé 3 % depuis mi-2003. L'écart s'est donc creusé entre les deux indicateurs (graphique II.4).

Faible variabilité de l'inflation...

Sur le long terme, les taux d'inflation se sont maintenus à un bas niveau. Dans les économies industrialisées avancées, leur variabilité mensuelle est tombée entre le début des années 80 et 2004, revenant d'environ 1 point de pourcentage à 0,2. La dispersion des taux d'inflation entre pays a suivi la même tendance. En 2004, l'inflation IPSJ s'est établie entre 0 % et 3 %, contre une fourchette comprise entre 4 % (Japon) et plus de 12 % (Norvège et Royaume-Uni) au début des années 80.

...par rapport aux chocs antérieurs des cours des produits de base

La relative stabilité de l'inflation en 2004 est particulièrement frappante par rapport aux chocs pétroliers antérieurs (graphique II.5). Si le renchérissement a été plus faible pour le pétrole lui-même, il s'est révélé à peu près équivalent pour l'ensemble des produits de base. Or, malgré la forte dépréciation du dollar, qui aurait dû accentuer les tensions inflationnistes, l'inflation des prix à l'importation est restée étonnamment contenue aux États-Unis, et les prix à la consommation n'ont quasiment pas été affectés.

Incidence limitée pour les grandes économies avancées...

La répercussion des variations des cours des produits de base sur les prix à la consommation est devenue bien moins sensible, aux États-Unis comme ailleurs. Depuis les années 90, dans les principales économies industrialisées avancées, les prix des importations en sont nettement moins affectés que lors des deux décennies précédentes, marquées par les deux grands chocs pétroliers (tableau II.2).

Transmission de l'inflation						
	Des produits de base aux importations ¹		Du cours de change aux importations ¹		Des importations à l'IPSJ ²	
	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004
États-Unis	0,29 **	0,21 **	0,48 **	0,18 **	0,25 **	0,10
Japon	0,35 **	0,26 **	0,74 **	0,36 **	0,23 **	0,05
Allemagne	0,22 **	0,16 **	0,37 **	0,28 **	0,17 **	-0,03
France	0,20 **	0,12 **	0,76 **	-0,06	0,27 **	-0,14
Royaume-Uni	0,19 **	0,11 **	0,68 **	0,45 **	0,29 *	0,01
Italie	0,33 **	0,25 **	0,56 **	0,41 **	0,32 **	0,46

**/* : chiffre significativement différent de zéro aux niveaux de confiance de 99 % et 95 %.

¹ Variation, en %, des prix des importations consécutive à une augmentation de 1 % des cours des produits de base (mesurés en monnaie locale) ou à une baisse de 1 % du cours de change effectif nominal. ² Variation, en %, de l'indice des prix sous-jacents (IPSJ) consécutive à une hausse de 1 % des prix des importations.

Sources : OCDE ; HWWI ; données nationales ; calculs BRI. Tableau II.2

La faiblesse de l'inflation IPC, malgré la vive appréciation des produits de base, se traduit par une ample variation des prix relatifs : entre 1995 et 2004, les prix des biens de consommation ont ainsi diminué de 30 % par rapport aux cours des matières premières aux États-Unis. Une tendance analogue a été observée dans la zone euro et au Japon.

...et forts écarts des prix relatifs

Facteurs de stabilité et de faiblesse de l'inflation

L'incidence limitée du renchérissement des matières premières sur le niveau et la variabilité de l'inflation, en particulier dans les pays industrialisés avancés, s'explique, premièrement, par la composition des importations. La part du pétrole baisse depuis deux décennies, en raison du recul de la consommation d'énergie par unité de PIB ; celle des produits énergétiques et des matières premières diminue également, car la production de biens manufacturés se déplace vers les économies émergentes.

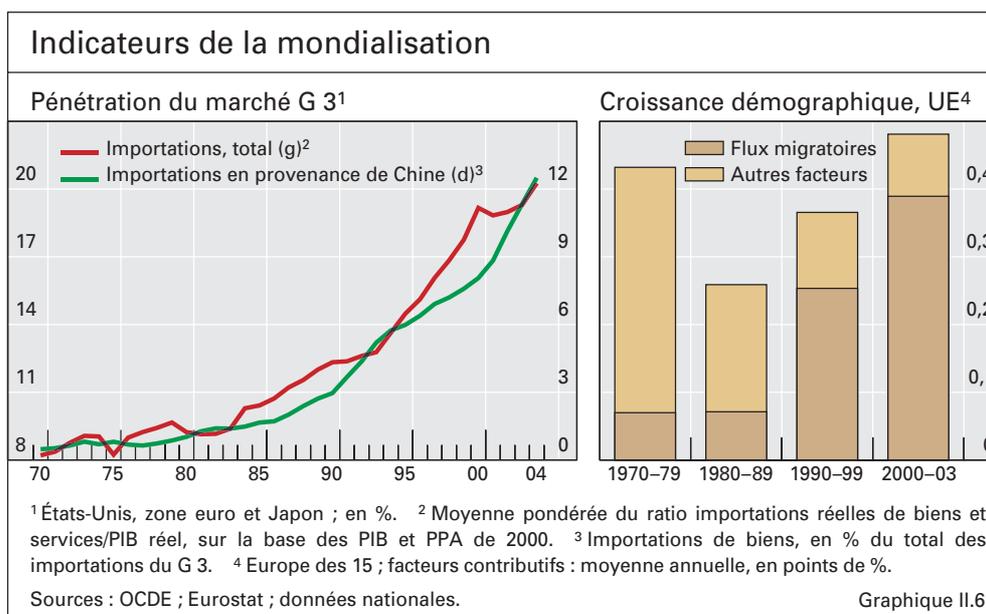
Modification de la composition des importations...

Deuxièmement, les producteurs de biens manufacturés ont dû revoir leur politique de prix. La déréglementation et le progrès technologique avivent la concurrence sur les marchés des biens et restreignent les possibilités de relèvement des prix, même en cas de chocs sur les coûts. Au niveau des approvisionnements, la concurrence internationale pèse sur les marges des fournisseurs. Ce phénomène est illustré par la progression régulière des importations en provenance des économies émergentes, telle la Chine (graphique II.6). Les entreprises ont su néanmoins préserver leurs marges grâce à des gains de productivité, en instaurant des réseaux de distribution plus efficaces aux États-Unis et au Royaume-Uni, par exemple.

...et intensification de la concurrence sur les marchés des biens...

Troisièmement, le renchérissement de l'énergie n'a pas eu pour effet de renforcer les pressions salariales. Dans le secteur des entreprises des pays OCDE, le coût unitaire de main-d'œuvre a progressé de 1/2 % en 2004, contre une moyenne annuelle de quelque 4 1/2 % durant les années 80. Nombre d'observateurs considèrent que les multiples délocalisations, l'externalisation de certains services et la mobilité transfrontière de la main-d'œuvre limitent

...ainsi que sur les marchés du travail



le pouvoir de négociation des travailleurs et des syndicats dans beaucoup d'économies industrialisées. Ainsi, en Europe occidentale, le coût horaire de la main-d'œuvre est quasiment partout cinq à dix fois supérieur à celui des nouveaux pays membres de l'UE, d'où un phénomène de migration des travailleurs (souvent compensée par un flux en provenance de pays plus à l'est). L'augmentation régulière des envois de fonds par les expatriés, des pays industrialisés vers les économies en développement (en particulier en direction de l'Amérique latine et de l'Asie émergente), montre que cette tendance est aussi à l'œuvre dans d'autres parties du globe. Même là où la migration effective est limitée, la menace d'une délocalisation de la production induite par une hausse des salaires exerce un effet dissuasif. Au Japon, ce phénomène contribue à la multiplication des emplois à temps partiel. En Allemagne, plusieurs grandes entreprises ont récemment négocié des contrats garantissant le maintien de l'emploi en contrepartie d'une baisse des salaires réels.

Enfin, les changements intervenus dans le processus d'inflation lui-même atténuent peut-être les effets immédiats du renchérissement des produits de base. De nombreux analystes soutiennent que des chocs sur les coûts seraient désormais davantage perçus comme transitoires dans les pays industrialisés, étant donné que les anticipations d'inflation sont solidement ancrées à de bas niveaux et que la politique monétaire a gagné en crédibilité (chapitre IV). Dans ces conditions, les entreprises pourraient ne pas augmenter leurs prix avant longtemps.

Ces facteurs peuvent également expliquer la moindre transmission des variations de change aux prix à l'importation et à la consommation (tableau II.2). La baisse de la part des matières premières dans les importations réduit non seulement l'incidence directe de leur renchérissement sur l'inflation, mais aussi l'incidence indirecte, via les changes. De surcroît, la perméabilité croissante des marchés à la concurrence et l'érosion proportionnelle du pouvoir de marché des entreprises dominantes ont atténué

Crédibilité accrue de la politique monétaire

Transmission moins marquée : un phénomène généralisé

les tensions inflationnistes résultant de la dépréciation du change. En raison de la modération des salaires, les exportateurs contraints par une monnaie forte peuvent maintenir leurs prix dans la monnaie dépréciée de l'importateur – et donc leurs marges bénéficiaires. Ainsi, en Allemagne, le coût unitaire réel de la main-d'œuvre a chuté de près de 20 % sur les deux dernières décennies. Enfin, avec la maîtrise de l'inflation, la politique monétaire accroît sa crédibilité, ce qui facilite peut-être l'absorption des chocs sur le change, que les entreprises perçoivent dès lors comme transitoires.

Perspectives

L'inflation devrait rester faible en 2005 (tableau II.1), perspective conforme à la situation conjoncturelle attendue pour les grandes économies : aux États-Unis, retour de la croissance à des taux plus proches de son potentiel, et baisse modérée des gains de productivité ; dans la zone euro, persistance de capacités excédentaires ; au Japon, moindre degré de sous-utilisation des capacités.

L'inflation devrait rester faible...

Les mutations structurelles évoquées plus haut pourraient encore peser sur les prix à la consommation. Ainsi, la levée, cette année, des quotas dans l'industrie textile en Amérique du Nord et en Europe stimule les importations provenant de Chine et d'Inde. Il est trop tôt pour en évaluer l'incidence sur les prix des produits finis, même si, à en juger par l'expérience de pays tels le Japon ou la Norvège, qui n'avaient pas imposé de quotas ou qui les avaient levés plus tôt, les répercussions pourraient être significatives. Plus généralement, la forte contraction des prix relatifs des biens manufacturés par rapport aux produits de base pourrait être perçue comme un signe de la grande élasticité de l'offre dans les économies émergentes, aujourd'hui grosses exportatrices de produits manufacturés.

...et une pression à la baisse sur les prix est possible...

Avec les avancées de la mondialisation, les facteurs locaux deviennent peut-être moins déterminants pour l'évolution de l'inflation dans chaque économie. En particulier, l'intégration de pays disposant d'une main-d'œuvre abondante peut atténuer les pressions salariales dans l'économie mondiale. De fait, les estimations de la courbe de Phillips montrent que l'incidence de l'écart de production par rapport au potentiel, qui traduit principalement les conditions d'offre et de demande intérieures, tend à diminuer dans la plupart des pays industrialisés (tableau II.3), avec, certes, des disparités nationales.

...de même qu'une moindre incidence des facteurs locaux

Néanmoins, des incertitudes subsistent quant à l'incidence sur l'inflation de la réduction de l'écart de production, conjuguée à la sous-utilisation des capacités au niveau mondial. L'augmentation des prix (hors alimentation

Des incertitudes subsistent

Écart de production et inflation ¹							
	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
1971–1989	0,11 **	0,37 **	0,10 **	0,18 **	0,10	0,17 **	0,11 **
1990–2004	0,07 **	0,08	0,09	0,05	0,28 **	0,05	0,09

¹ Variation, en %, de l'IPJ consécutive à une variation de 1 point de % de l'écart de production.
 ** : chiffre significativement différent de zéro au niveau de confiance de 99 %.

Sources : données nationales ; calculs BRI. Tableau II.3

et énergie) aux États-Unis, en début d'année, pourrait indiquer que les entreprises ont retrouvé un certain pouvoir de fixation des prix. À un horizon plus lointain, une hausse des revenus dans les économies émergentes pourrait dynamiser la demande de biens et de services. L'offre de travail pourrait, à terme, buter sur des contraintes de capacités.

Paiements courants

Aggravation des déséquilibres extérieurs

Aggravation des déséquilibres des paiements courants...

Sur la période étudiée, les déséquilibres des paiements courants se sont aggravés. Le déficit extérieur croissant des économies industrialisées avancées s'explique essentiellement par le gonflement du solde négatif américain, avoisinant \$670 milliards, soit plus de 5½ % du PIB en 2004 (tableau II.4). À l'inverse, l'excédent courant des exportateurs nets de produits de base s'est renforcé. En Asie, plusieurs grandes économies ont continué de dégager des excédents notables, malgré la dégradation des termes de l'échange et la vigueur de la croissance ; avec un excédent de quelque 3½ % du PIB, le Japon représente environ la moitié du solde extérieur de la région. Celui de la Chine, peu élevé en 2004, s'est considérablement amplifié dernièrement. La zone euro a de nouveau affiché un léger excédent, de l'ordre de ½ % du PIB, avec un surplus de presque 4 % du PIB pour l'Allemagne et un déficit de quelque 5 % pour l'Espagne. Dans les autres économies avancées, la situation a peu changé, le Royaume-Uni et l'Australie présentant encore

Solde des paiements courants						
En milliards de dollars EU						
	Moyenne 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2004, en % du PIB
États-Unis	-153	-386	-474	-531	-666	-5,7
Zone euro ¹	20	13	54	26	36	0,4
Japon	107	88	112	137	172	3,7
Autres économies industrialisées avancées	-7	36	33	52	42	0,8
Chine	13	17	35	46	69	4,0
Autres économies émergentes d'Asie	9	74	96	124	124	4,6
Amérique latine	-49	-54	-16	7	16	0,8
Europe centrale et orientale	-12	-17	-24	-37	-51	-5,0
Russie	10	34	29	35	60	12,2
Arabie Saoudite	-8	9	12	28	52	20,7
Reste du monde	-14	25	10	30	65	3,9
<i>Monde</i> ²	<i>-84</i>	<i>-161</i>	<i>-133</i>	<i>-83</i>	<i>-81</i>	<i>...</i>

¹ Somme des soldes des économies de la zone euro. ² Reflète les erreurs, omissions et asymétries dans les statistiques de balance des paiements.

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau II.4

d'importants déficits, tout comme les PECO. En Amérique latine, en revanche, l'amélioration engagée à la fin des années 90 s'est poursuivie.

Cette aggravation a pour principale origine l'envolée des cours des matières premières. Le renchérissement du pétrole a alourdi de plus de \$100 milliards (1/4 % du PIB) la facture des importations nettes des pays OCDE. L'impact est comparable à celui des années 90, mais bien moindre que lors des deux premiers chocs pétroliers. Le cours élevé des produits de base a gonflé les recettes d'exportations au Moyen-Orient, en Russie et ailleurs. L'Australie constitue une exception notable : son déficit s'est élargi, malgré la nette amélioration des termes de l'échange, en partie parce que ses exportations ont été apparemment freinées par des goulets de production.

...en partie due à la hausse des cours des matières premières...

Autre cause de l'accentuation des déséquilibres des paiements courants : le rôle moteur des États-Unis dans la reprise des pays industrialisés. Selon un schéma observable depuis 2001, leurs exportations ont été freinées par la faible croissance de la demande intérieure dans les autres grandes économies, et leurs importations stimulées par la vigueur de la consommation intérieure. En 2004, par ailleurs, une hausse de l'investissement des entreprises américaines a quelque peu accru les importations de biens d'équipement.

...et au rôle moteur des États-Unis dans la croissance

Par définition, la situation des comptes courants est la contrepartie du solde épargne–investissement dans les divers pays. Des excédents croissants en Asie et dans les pays exportateurs de pétrole en 2004 traduisent une nouvelle progression du taux d'épargne agrégé de ces régions. Les taux d'investissement dans les économies émergentes d'Asie ont augmenté eux aussi, mais sont demeurés bien inférieurs à leurs niveaux d'avant la crise – à l'exception notable de la Chine. Pour la première fois depuis 2000, le creusement du déficit courant américain a eu pour contrepartie une augmentation de l'investissement privé plutôt qu'un repli de l'épargne nationale, restée quasiment inchangée, à un niveau historiquement bas.

Déséquilibres entre épargne et investissement

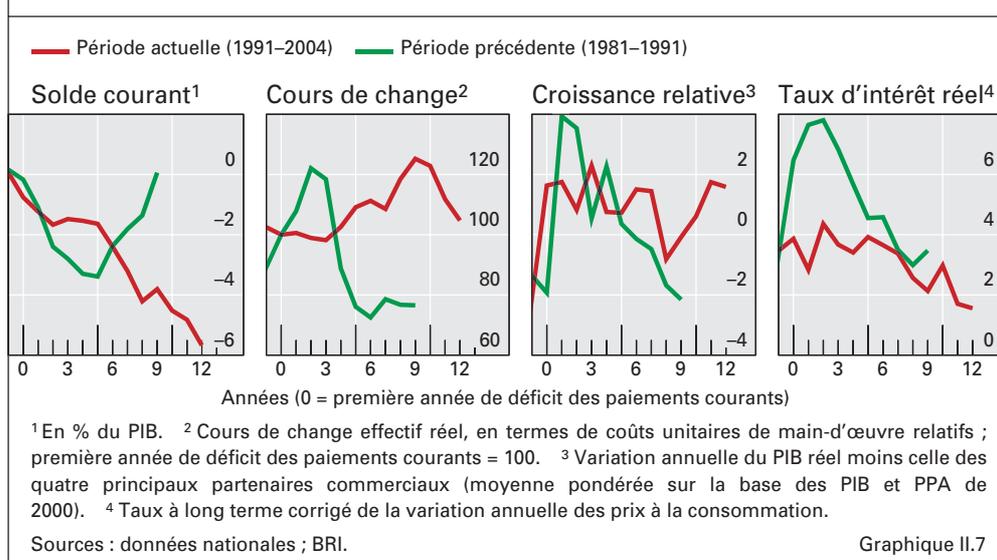
Mécanismes d'ajustement dans l'économie réelle

Par le passé, la correction du solde des paiements courants, dans les économies industrialisées avancées, résultait habituellement d'une conjonction d'ajustements des cours de change et des taux d'intérêt, avec un rééquilibrage de la croissance mondiale. Ainsi, aux États-Unis, le dollar s'était fortement déprécié (en termes effectifs réels) avant que le déficit courant ne commence à se contracter, en 1987 (graphique II.7). Le changement des prix relatifs en faveur des biens échangeables aux États-Unis avait permis une vive accélération des exportations, accentuée par une augmentation des revenus plus rapide chez les principaux partenaires commerciaux. Le haut niveau des taux d'intérêt réels américains à l'époque avait contribué à élever le taux d'épargne privée au début des années 80, ce qui avait limité l'aggravation du solde courant résultant du creusement du déficit budgétaire. À la fin des années 80, la discipline budgétaire était venue soutenir la correction du compte courant.

L'ancien schéma d'ajustement extérieur

Ces mécanismes d'ajustement n'ont guère joué durant la période étudiée. Premièrement, en cédant quelque 20 % sur deux ans, le dollar s'est déprécié

Périodes de déficit extérieur aux États-Unis



Pour les États-Unis, la croissance des exportations s'est raffermie...

...mais moins que celle des importations...

...la faiblesse des taux d'intérêt entravant l'ajustement

Mesures aptes à faciliter l'ajustement

bien moins qu'au milieu des années 80 (il avait perdu près de 50 % entre 1985 et 1988) en termes effectifs réels mesurés par les coûts unitaires de main-d'œuvre. L'accélération des exportations américaines en 2004 n'a pas été aussi vive qu'alors.

Deuxièmement, la croissance chez les principaux partenaires commerciaux n'a guère stimulé les exportations américaines. Le fait que, ces dernières années, le rythme d'expansion des importations américaines a continué de dépasser celui des exportations – même abstraction faite de la flambée des cours du pétrole – reflète en partie la plus grande vigueur de la demande intérieure américaine. Les projections pour 2005 et 2006 n'indiquent qu'une convergence graduelle et incomplète des taux de croissance. De surcroît, jusqu'à maintenant, l'atténuation des répercussions du change sur les prix à l'importation n'a peut-être pas suffisamment incité à réorienter la dépense des importations vers les produits locaux, ni l'investissement vers la production de biens échangeables.

Troisièmement, le niveau exceptionnellement bas des taux longs réels semble également avoir contribué au déficit courant américain ces dernières années (graphique II.8). Il a abaissé le coût de l'emprunt et a été associé à une hausse des prix des actifs (en particulier le logement, voir infra). Il a aussi facilité le financement des déficits budgétaires accrus, essentiellement dus à de fortes baisses d'impôts. Ces deux évolutions ont induit un renforcement de la demande d'importations par les ménages, alors que, à la fin des années 90, le creusement du déficit courant s'expliquait par une expansion de l'investissement des entreprises, dans un contexte d'appréciation des cours des actions.

Pour améliorer l'efficacité des mécanismes d'ajustement dans l'économie réelle, il faudra une conjonction de mesures dans les pays en déficit et en excédent. Les politiques à mettre en œuvre font, dans leurs grandes lignes, l'objet d'un consensus : aux États-Unis, en particulier, renforcement de l'épargne des ménages et assainissement budgétaire (infra) ; en Europe et en Asie, réformes structurelles porteuses d'une accélération de la croissance dans

le secteur des biens non échangeables ; pour l'Asie émergente, plus grande flexibilité du change (chapitre V). Toutes ces mesures pourraient, à moyen terme, réduire les déséquilibres extérieurs.

Épargne et investissement du secteur privé

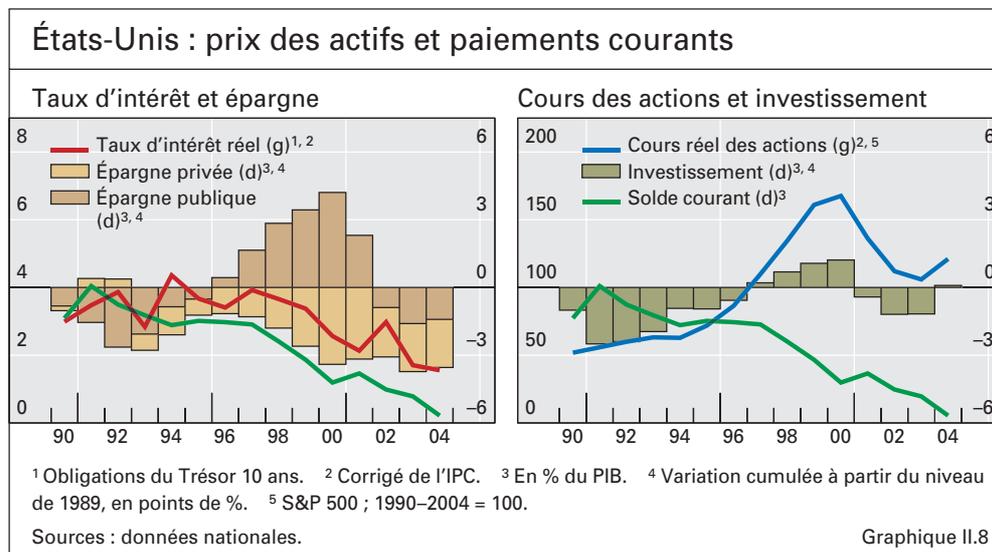
Tendances

L'épargne mondiale a continué de croître en 2004. Le taux d'épargne moyen a été porté à 25 % du PIB, soit quelque 1 point et 2 points de plus que pour la décennie actuelle et pour les années 90 respectivement (tableau II.5). Cette expansion est tirée par le monde en développement. Le principal contributeur a été l'Asie, et plus particulièrement la Chine, où le taux a grimpé à 48 %. On connaît mal la répartition sectorielle de l'épargne et les difficultés de mesure statistique de la comptabilité nationale en Chine, mais la quasi-stabilité du déficit budgétaire indiquerait un rôle majeur du secteur privé. Cette hausse mondiale s'explique ensuite par la progression de l'épargne dans les pays exportateurs de pétrole, grâce à l'essor des recettes d'exportations, vraisemblablement sous forme d'épargne publique, car le revenu pétrolier est rentré, pour les deux tiers environ, dans les caisses de l'État.

Accroissement de l'épargne mondiale

Dans les économies industrialisées avancées, le taux d'épargne nationale a globalement augmenté, pour la première fois depuis 2001, mais très modestement, puisqu'il reste largement inférieur à sa moyenne des deux dernières décennies. Ce résultat a été obtenu grâce à une légère réduction des déficits budgétaires, et aussi à un surcroît d'épargne des entreprises (sous forme de bénéfices non distribués), observé depuis 2000. Dans le même temps, le recul tendanciel du taux d'épargne des ménages s'est poursuivi, mais à un rythme très variable selon les pays. Alors que le taux a encore baissé aux États-Unis, il a enregistré une progression modérée au Japon et dans plusieurs pays européens, surtout là où l'avenir des perspectives d'emploi et des retraites est incertain, notamment en Allemagne et aux Pays-Bas.

Légère hausse de l'épargne dans les économies avancées



Épargne et investissement : tendances mondiales					
En % du PIB					
	Moyenne 1990-99	Moyenne 2000-02	2003	2004	1991- 2004 ¹
Épargne dans le monde	22,9	23,4	23,9	24,9	1,7
Économies avancées ²	21,3	20,6	19,1	19,4	-2,8
États-Unis	16,3	16,2	13,5	13,7	-2,5
Zone euro	21,5	21,3	20,3	20,9	-1,1
Japon	31,6	27,8	27,1	27,6	-6,8
Économies émergentes ³	25,3	27,2	29,8	31,5	6,9
Asie en développement	31,0	32,6	36,5	38,2	9,5
Chine	40,3	39,9	45,5	48,0	9,6
Amérique latine	18,3	17,8	20,0	21,0	1,9
Europe centrale et orientale	20,6	18,8	18,6	19,1	-7,0
Investissement dans le monde	24,0	23,2	23,5	24,6	0,1
Économies avancées ²	21,8	21,0	20,0	20,7	-2,5
États-Unis	18,7	19,4	18,4	19,7	1,1
Zone euro	21,1	20,9	19,5	20,2	-2,9
Japon	29,3	25,3	23,9	23,9	-9,0
Économies émergentes ³	27,2	26,1	27,9	29,2	2,8
Asie en développement	32,2	30,8	33,6	35,5	5,1
Chine	38,5	37,9	42,4	43,9	8,7
Amérique latine	20,9	19,8	19,0	19,8	0,3
Europe centrale et orientale	23,3	23,1	23,2	23,8	-2,9

¹ Variation cumulée, en points de %. ² Y compris économies nouvellement industrialisées (ENI) d'Asie. ³ Hors ENI d'Asie.

Sources : FMI, *Perspectives économiques mondiales* ; données nationales. Tableau II.5

Dynamisme de l'investissement résidentiel...

L'investissement global (formation de capital dans l'immobilier résidentiel et les entreprises) s'est redressé dans la plupart des économies industrialisées avancées et émergentes, à un rythme variable. La Chine et les États-Unis ont connu la progression la plus forte (tableau II.5). Le dynamisme du logement semble universel ; en 2004, dans les pays OCDE, l'investissement dans ce secteur a augmenté de plus de 6 % en termes réels, soit le taux le plus élevé depuis le milieu des années 90.

...et remontée de l'investissement des entreprises

L'investissement des entreprises s'est, lui aussi, accéléré, surtout dans les économies industrialisées avancées, après sa lente sortie du creux de 2002. La demande des entreprises en 2004 s'est raffermie aux États-Unis et a progressé dans la zone euro également, quoique à un rythme modéré, après deux années de contraction. Au Japon, le taux d'investissement est resté stable. Globalement, l'investissement des entreprises dans les économies avancées a été moins soutenu que pendant la seconde moitié des années 90, en termes de taux de croissance comme de part du PIB.

Situation financière et investissement des entreprises

Bilans des entreprises plus solides...

Les entreprises ont amélioré leur situation financière au sein du G 3 en 2004. En général, leur endettement a diminué, par rapport aux fonds propres et à la valeur ajoutée, mais, cette fois encore, elles paraissent plus solides aux

États-Unis que dans la zone euro et au Japon (graphique II.9). La forte progression des bénéfiques, partout dans le monde, a alimenté cette embellie (graphique II.10). Aux États-Unis, la marge bénéficiaire et la part des profits ont frôlé des records. En Europe, cette dernière s'est approchée du niveau du milieu des années 90 ; au Japon, elle s'est nettement améliorée.

Au vu de ces bénéfiques inhabituels et des conditions d'offre favorables, l'atonie relative de l'investissement a de quoi surprendre. La faiblesse des taux d'intérêt réels, les primes de risque serrées et les cours des actions en hausse ont maintenu le coût du capital à un bas niveau. De plus, la productivité de la main-d'œuvre a progressé de quelque 3 % dans les pays OCDE, la zone euro accusant un net retard.

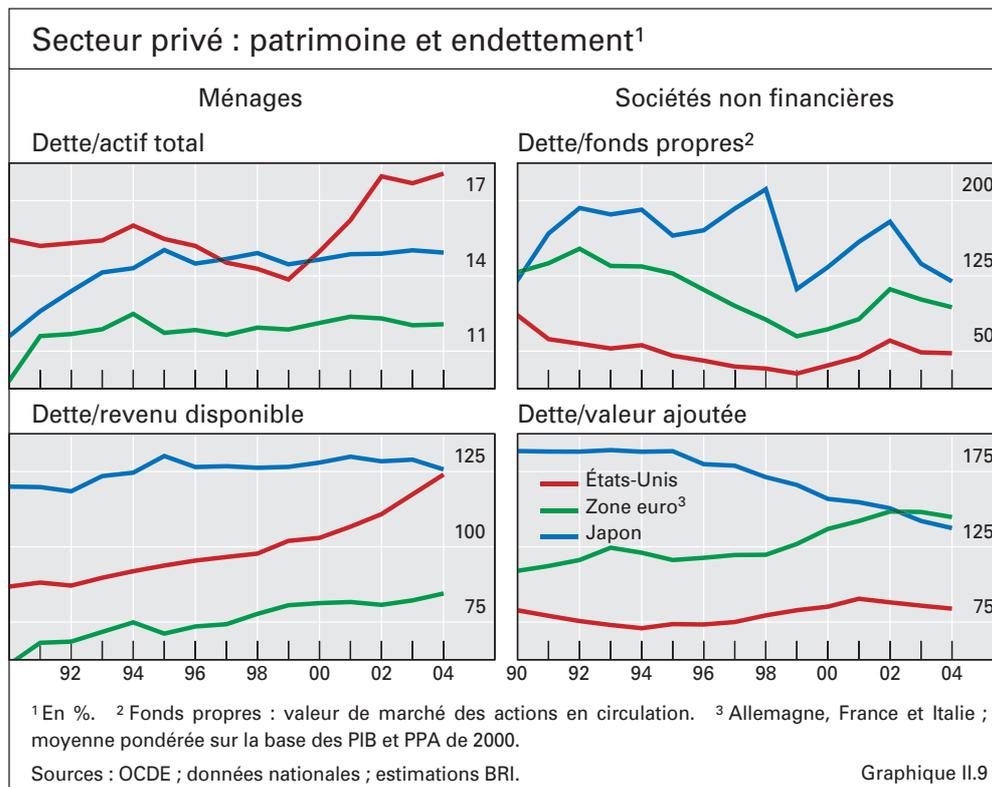
...mais atonie relative de l'investissement...

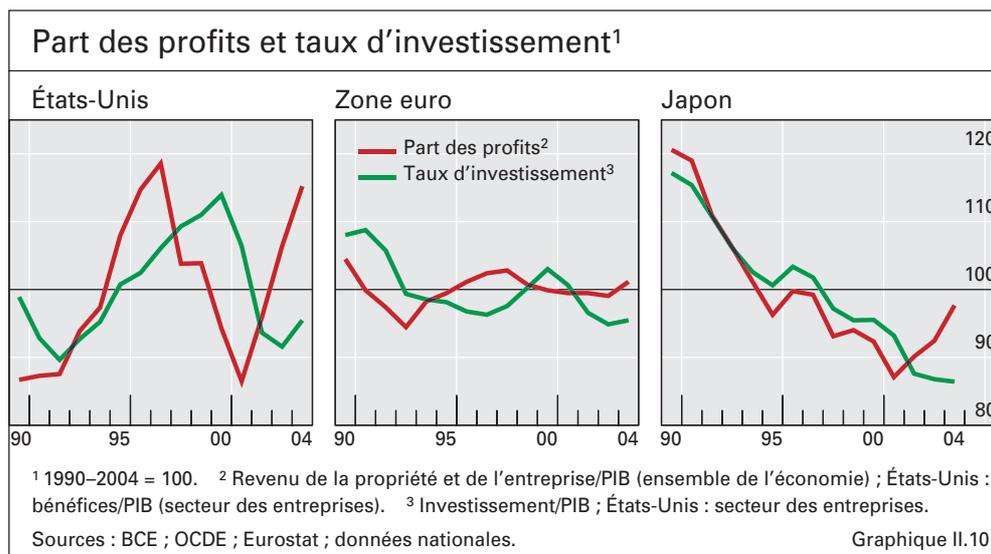
Les chefs d'entreprise ont manifesté une aversion accrue pour le risque après l'effondrement du marché boursier, ce qui semble avoir freiné la formation de capital fixe. Ils ont privilégié la restructuration des bilans, comme l'indique la baisse des ratios d'endettement et l'accumulation de liquidités (chapitre VI). Cette priorité à la réduction de la dette traduit probablement la perception d'une vulnérabilité persistante face aux mouvements sur les marchés financiers. La prudence redoublée des chefs d'entreprise face aux difficultés d'accès au crédit en cas de dégradation de l'environnement économique, les banques ayant modifié leur comportement ces dernières années, semble aussi avoir joué au Japon et dans certains pays d'Europe.

...due à l'aversion pour le risque...

Aux États-Unis, la composition sectorielle des bénéfiques donne également une partie de l'explication. Dans de nombreux secteurs de services, comme la distribution ou les services financiers, les bénéfiques progressent de façon assez

...la composition sectorielle des bénéfiques...





régulière et soutenue depuis quelques années. Dans le secteur manufacturier, en revanche, où ils avaient régressé de près de 70 % en 2001–02, et où leur part était tombée de 25 % du total à moins de 10 %, ils se sont redressés en 2004, mais restent bien inférieurs, en termes de dollars et en part de la valeur ajoutée du secteur, à leur niveau de la fin des années 90. L'investissement des entreprises manufacturières avait chuté avec les bénéfices, en 2001–02, et même après une remontée en 2003, il ne dépassait que de 10 % son niveau des années 90, contre près de 50 % pour l'ensemble du secteur des entreprises.

...et à la morosité des marchés locaux

Dans la zone euro et au Japon, les incertitudes relatives à la demande intérieure continuent de peser sur la dépense des entreprises. Des enquêtes montrent les entreprises européennes durablement pessimistes, surtout en ce qui concerne les perspectives de leur marché local. Dans un environnement de croissance atone, la hausse des bénéfices s'accompagne d'augmentations salariales modérées et d'un chômage toujours élevé, et même en progression dans certains pays. Il faut y voir la conséquence du souci permanent de renforcer l'intensité en capital et d'alléger les effectifs, principalement dans les activités manufacturières, soumises à une concurrence mondiale particulièrement vive. L'amélioration des perspectives d'emploi, et donc de la demande, passe par le développement du potentiel de croissance, surtout dans les services, et par une flexibilité accrue des marchés du travail.

Situation financière et dépense des ménages

Le patrimoine des ménages s'est accru...

En 2004, le patrimoine des ménages s'est accru dans de nombreux pays, grâce au renchérissement des logements et des actions. Dans les économies industrialisées avancées, pour lesquelles on dispose de données sur l'actif et l'endettement des ménages, il s'est étoffé en valeur absolue et par rapport au revenu disponible (à l'exception notable du Japon). Les prix de l'immobilier résidentiel, lequel représente presque partout l'essentiel des actifs, se sont envolés dans bien des cas, atteignant ou approchant souvent, en fin d'année, leur maximum historique (tableau II.6).

Immobilier résidentiel : prix et emprunts hypothécaires					
	Prix ¹				Emprunts hypothécaires ²
	Variation annuelle		Variation depuis le maximum 2004	Date du maximum	
	1996-2003	2004			
États-Unis	6,0	11,2	0,0	2004 T4	3,9
Japon	-3,3	-6,1	-37,1	1991 S1	-0,8
Allemagne	-0,1	-1,0	-2,0	2002	-0,8
Royaume-Uni	11,7	12,3	0,0	2004 T4	5,2
France	7,2	15,6	0,0	2004 S2	1,9
Italie	4,6	9,7	0,0	2004 S2	1,9
Canada	4,5	7,8	0,0	2004 T4	1,7
Espagne	10,8	17,4	0,0	2004 T4	4,7
Pays-Bas	10,2	1,8	-2,5	2004 T3	4,8
Australie	10,2	2,7	-0,2	2004 T2	5,4
Suisse	0,5	1,8	-12,9	1989 T4	3,4
Belgique	5,8	4,2 ³	0,0	2004 T2	0,1
Suède	7,8	10,0	0,0	2004 T4	2,7
Norvège	7,8	10,5	0,0	2004 T4	2,7
Danemark	6,7	11,3	0,0	2004 T4	1,8
Finlande	8,1	5,6	0,0	2004 T4	2,7
Irlande	14,4	7,8 ⁴	0,0	2004 T3	9,5

¹ Chiffres de fin de période, en termes nominaux, en % (Japon : prix des terrains). ² Variation, en points de % du PIB, entre 2003 et 2004. ³ Jusqu'au 2^e trimestre. ⁴ Jusqu'au 3^e trimestre.
Sources : OCDE ; associations immobilières ; données nationales ; estimations BRI. Tableau II.6

Cet enrichissement s'est accompagné d'un alourdissement proportionnel de la dette. Le ratio dette/actifs est ainsi resté globalement inchangé dans la zone euro et s'est accru aux États-Unis (graphique II.9). En conséquence, le ratio dette/revenu disponible a continué d'augmenter, surtout aux États-Unis. Pour l'essentiel, l'endettement a été favorisé par l'emprunt hypothécaire.

...mais aussi leur endettement

Dans de nombreux pays, comme la France et l'Espagne, le bond des prêts hypothécaires a financé l'acquisition de logements. Dans d'autres, comme les États-Unis, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et l'Australie, les ménages ont, ces dernières années, hypothéqué leurs actifs immobiliers pour obtenir des crédits non affectés au logement et accroître substantiellement leur pouvoir d'achat. Depuis les années 90, le recours à cette « extraction hypothécaire » est fortement corrélé à la propension à consommer financée par le patrimoine immobilier (graphique II.11). En théorie, le renchérissement des loyers et des frais relatifs au logement devrait comprimer les autres dépenses des locataires, mais cela ne ressort guère des données.

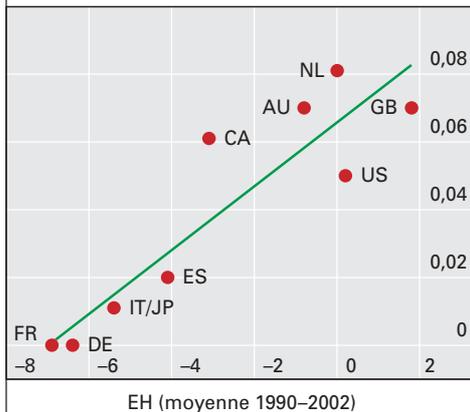
L'« extraction hypothécaire » a alimenté la consommation...

Il est difficile de déterminer dans quelle mesure un repli des prix du logement affecterait la consommation privée. L'expérience du Royaume-Uni, de l'Australie et des Pays-Bas, où ces prix ont ralenti, voire baissé depuis peu, semble annoncer un effet négatif : dans les deux premiers pays, la consommation a décéléré récemment ; aux Pays-Bas, elle est morose depuis environ deux ans, dans un contexte de montée du chômage. Globalement,

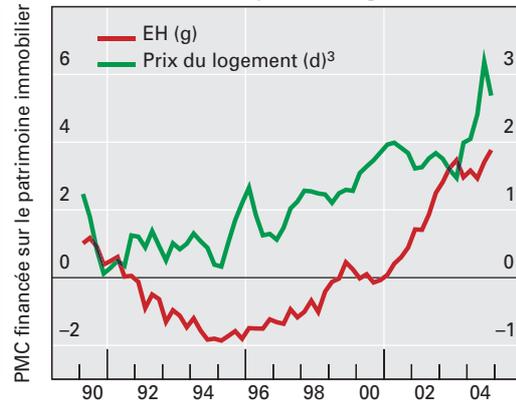
...mais présente certains risques

Extraction hypothécaire

EH et PMC¹



États-Unis : EH et prix du logement²



AU = Australie ; CA = Canada ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; IT = Italie ; JP = Japon ; NL = Pays-Bas ; US = États-Unis.

¹ EH : extraction hypothécaire, en % du revenu disponible ; PMC : propension marginale à consommer.
² Moyenne mobile sur 4 trimestres. ³ Variation trimestrielle, en %.

Sources : OCDE, *Documents de travail du Département des affaires économiques*, ECO/WKP(2004)17 ; données nationales. Graphique II.11

l'incidence sur la dépense dépendra vraisemblablement de plusieurs facteurs, dont une révision des anticipations à long terme concernant le revenu du travail et les retraites, ou une modification des taux d'intérêt. Autre constat, plus rassurant : aux États-Unis, la corrélation entre extraction hypothécaire et hausse des prix du logement diminue depuis peu. De plus, le fait que l'extraction hypothécaire a été pratiquement nulle sur la période 1990-2002 pourrait montrer que les ménages l'utilisent pour lisser leur consommation dans le temps. À terme, on pourrait s'attendre à une phase de remboursement. Quoiqu'il en soit, un reflux des prix nominaux de l'immobilier résidentiel aux États-Unis, premier marché mondial, serait sans précédent ces dernières décennies.

Politique budgétaire

Évolutions récentes

Persistance de déficits budgétaires importants dans les principaux pays industrialisés

Malgré un léger resserrement budgétaire en 2004, les déficits des grands pays industrialisés sont restés bien supérieurs aux moyennes historiques (tableau II.7). Le creusement a été particulièrement prononcé en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni, où la dégradation du solde correspond à 5-7 % du PIB depuis 2000 (tableau II.8). Certains autres pays (Australie, Canada et Espagne, notamment) et nombre d'économies émergentes voient en revanche leur situation se redresser depuis quelques années. Si l'amélioration s'explique en partie par une conjoncture favorable, beaucoup d'économies émergentes ont aussi introduit des réformes structurelles (chapitre III). La décreue des taux d'intérêt a également contribué à endiguer l'accroissement de la dette publique. Cependant, faute de réforme, les engagements implicites

Indicateurs budgétaires ¹ : comparaison historique							
	Moyenne 1980–2003			2004			
	Solde financier	Solde structurel ²	Dette brute	Solde financier	Solde structurel ²	Dette brute	Effort de stabilisation de la dette ³
Économies industrialisées ⁴	-3,4	-3,4	67	-3,8	-3,5	80	2,1
États-Unis	-3,3	-3,1	63	-4,3	-4,2	64	2,0
Zone euro	-3,9	-3,6	66	-2,8	-2,1	78	0,8
Japon	-3,1	-3,2	89	-6,1	-5,9	158	6,8
Économies émergentes ⁵	-3,0 ⁶	...	44 ⁶	-2,5	...	47	...

¹ Administrations publiques ; chiffres en % du PIB. ² Solde financier corrigé des variations cycliques, en % du PIB potentiel. ³ Variation, en points de %, du solde financier nécessaire à la stabilisation de l'endettement net, avec une croissance du PIB nominal à son taux potentiel. ⁴ Allemagne, Australie, Canada, Espagne, États-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas et Royaume-Uni ; moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁵ Les 24 plus grandes économies émergentes ; moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁶ 1998–2003.

Sources : FMI ; OCDE ; Institute of International Finance (IIF) ; JPMorgan Chase ; calculs BRI. Tableau II.7

découlant du vieillissement de la population grèveraient lourdement les charges de l'État. La dette publique demeure particulièrement élevée en Italie et au Japon.

Dans les grands pays industrialisés, le creusement des déficits budgétaires s'explique par des raisons diverses, mais avant tout structurelles (tableau II.7). Aux États-Unis, il résulte d'abord, ces dernières années, d'une baisse des impôts et d'une remontée des dépenses de sécurité et de défense. En 2004, il a été plus faible que prévu, grâce au surcroît de recettes provenant de la croissance et de la compression des dépenses non militaires. Les mêmes facteurs expliquent la contraction du déficit au Japon ; toutefois, les autorités doivent encore remédier aux conséquences des amples

Des déficits essentiellement structurels

Résultats budgétaires récents ¹						
	Solde financier			Dette		
	2003	2004	Variation cumulée 2001–04 ²	Nette	Brute	
				2004	2004	Variation cumulée 2001–04 ²
États-Unis	-4,6	-4,3	-5,9	44	64	5
Zone euro	-2,8	-2,8	-2,9	53	78	1
Allemagne	-3,8	-3,7	-5,0	55	70	9
France	-4,1	-3,7	-2,3	46	73	7
Italie	-3,0	-3,0	-2,3	96	119	-6
Japon	-7,7	-6,1	1,4	84	158	24
Royaume-Uni	-3,4	-3,4	-7,2	36	44	-2
Canada	0,6	1,3	-1,6	31	70	-11
Australie	0,8	0,8	-0,1	2	21	-5

¹ Administrations publiques ; chiffres en % du PIB. ² En points de %.

Sources : FMI ; OCDE. Tableau II.8

déséquilibres hérités des années 90. Dans la zone euro aussi, les déficits budgétaires sont surtout structurels. Bien que les facteurs conjoncturels aient joué moins défavorablement qu'en 2003, près de la moitié des membres de l'UEM n'ont pas respecté les critères budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance (certains, pour la troisième année consécutive).

Peu de marge pour un nouvel assouplissement

Dans de nombreux pays, la politique budgétaire expansionniste des dernières années ne laisse guère de place à un nouvel assouplissement. En outre, dans la zone euro, la nécessité d'un assainissement coïncide maintenant avec un certain ralentissement de l'activité. Aux États-Unis, en revanche, la forte croissance de la production et l'ampleur du déficit courant rendent l'assainissement plus indispensable, mais aussi plus facile.

Les modalités de réduction des déficits restent à préciser

Dans ce contexte, la plupart des pays industrialisés ont annoncé des programmes visant à réduire le déficit budgétaire d'ici la fin de la décennie (tableau II.9). Le gouvernement américain s'est engagé à le ramener à moins de 2 % du PIB à l'horizon 2010. Au Japon, les autorités entendent dégager un excédent primaire (hors sécurité sociale) au début de la prochaine décennie et stabiliser la dette publique brute aux alentours de 150 % du PIB. Dans la zone euro, les pays dont la position budgétaire est structurellement faible se sont engagés à la redresser d'environ 1/2 point de PIB par an jusqu'en 2007. Cependant, les mesures concrètes permettant la réalisation de ces objectifs restent, en général, à préciser.

Quelles options pour assainir le budget ?

La réforme fiscale, et en particulier le taux unique, retiennent l'attention

La réforme fiscale est de nouveau à l'ordre du jour, notamment du fait des succès qui lui ont été attribués en Irlande et au Royaume-Uni. Le taux unique récemment adopté en Slovaquie (19 % pour l'impôt sur le revenu des personnes physiques, l'impôt sur les sociétés et la TVA) et dans d'autres PECO retient également l'attention. L'intensification de la concurrence internationale

Projections budgétaires à moyen terme ¹								
	Solde financier			Solde structurel ²		Dette brute		
	2005	2006	Variation depuis 2004 ³	2005	2006	2005	2006	Variation depuis 2004 ³
États-Unis	-4,2	-4,1	2,0 (2010)	-4,2	-4,1	66	68	-6 (2010)
Zone euro	-2,6	-2,4	0,4 (2006)	-1,9	-1,9	79	79	0 (2006)
Allemagne	-3,3	-2,6	2,2 (2007)	-2,0	-1,7	73	74	2 (2007)
France	-3,1	-2,9	1,7 (2008)	-2,7	-2,8	74	74	1 (2008)
Italie	-3,9	-4,3	2,0 (2008)	-3,5	-4,2	119	119	8 (2008)
Japon	-6,4	-5,7	1,9 (2008)	-6,2	-5,7	161	164	-10 (2008)
Royaume-Uni	-3,2	-3,2	1,4 (2010)	-3,3	-3,3	47	49	-3 ⁴ (2010)
Canada	1,3	1,1	0,2 (2008)	1,3	1,0	66	62	14 ⁴ (2008)
Australie	0,4	0,3	-0,2 (2007)	0,6	0,6	18	18	4 ⁴ (2007)

¹ Administrations publiques ; chiffres en % du PIB. ² Solde financier corrigé des variations cycliques, en % du PIB potentiel.
³ Variation du solde/de la dette brute, en points de %, entre l'année indiquée entre parenthèses et le résultat 2004. Un chiffre positif indique une réduction du déficit (une augmentation de l'excédent)/une diminution de la dette. ⁴ Dette nette.
Sources : FMI ; OCDE ; données nationales. Tableau II.9

et les délocalisations font penser que les possibilités de majoration de la fiscalité directe, surtout pour les entreprises, sont limitées. Le recours aux impôts indirects semble donc de plus en plus intéressant.

La réduction des dépenses courantes et des transferts sociaux (hors retraites) n'est pas prioritaire dans les récents projets de réforme. Dans la zone euro, le chômage élevé constitue un obstacle majeur. Là où les autorités ont engagé une réforme des régimes d'assurance-chômage et de santé (par exemple, en Allemagne), elles ont rencontré de grosses difficultés.

Plusieurs pays ont commencé à réformer leur régime de retraite. Le programme japonais, adopté en 2004, comporte une baisse progressive des prestations, une hausse des cotisations salariales et des contributions de l'État au système de retraite (éventuellement avec augmentation de la fiscalité). Ces changements devraient atténuer le déficit à long terme du système. La réforme en Italie, également engagée l'an passé, va relever l'âge effectif du départ en retraite à compter de 2008 ; de plus, elle permettra aux salariés de compléter le régime obligatoire en cotisant à des fonds privés. Aux États-Unis, le budget 2005 prévoit, lui aussi, la création de plans de retraite facultatifs. En Allemagne, le taux de remplacement (qui rapporte la retraite au salaire moyen) a été abaissé, et les prestations ont été ajustées sur le ratio retraités/actifs.

Les pressions exercées par les marchés de la dette publique pourraient inciter à l'adoption de plans d'assainissement. Il est surprenant que les marchés financiers n'aient pas déjà intégré une véritable prime de risque au titre des déséquilibres budgétaires actuels et prévisibles des grands pays industrialisés. Dans la zone euro, malgré quelques déclassements de note, l'ampleur des déficits ou de la dette a, pour l'heure, eu un effet plutôt limité sur les taux d'intérêt réels ou les primes sur la dette souveraine. Il se peut que l'antécédent de maîtrise des déficits, au milieu des années 90, donne quelque crédit aux récentes déclarations d'intention. Il est possible aussi que les investisseurs considèrent peu risqués les déficits budgétaires actuels, peut-être parce que la tendance planétaire à la déréglementation et à la mondialisation leur paraît devoir restreindre, à terme, le rôle de l'État et de la dépense publique. Parmi les autres explications figure le fait que les conditions de financement sont favorables pour tous les débiteurs, pas uniquement pour les États (chapitre VI).

Une motivation supplémentaire pour l'assainissement budgétaire, en particulier dans les grands pays de la zone euro et au Japon, tient au fait qu'il s'est parfois accompagné d'une accélération de la croissance. S'il est perçu comme inaugurant un reflux permanent de la dépense et de la dette publiques, il peut faire anticiper une baisse des impôts et des taux longs. Une fois sur deux environ, l'assainissement mis en œuvre dans l'Europe des 15 à partir des années 70 a été suivi d'un rebond de l'activité. On cite fréquemment les cas du Danemark et de l'Irlande (milieu-fin des années 80) ou de l'Espagne (seconde moitié des années 90). Il convient de préciser que, dans ces exemples, l'effet expansionniste a été en grande partie attribué au fait qu'il y avait eu simultanément assouplissement monétaire et dépréciation du cours de change réel. En réalité, le coût de l'emprunt était élevé, contrairement à aujourd'hui : la baisse des taux et des primes sur risque souverain avait permis de dégager

Peu de changements dans les programmes de dépenses...

...mais la réforme des retraites a commencé

La discipline de marché pourrait inciter à l'assainissement budgétaire

L'assainissement peut-il être expansionniste ?

des gains importants. Néanmoins, dans la situation présente, des ajustements budgétaires visant à réduire les inefficiences des programmes sociaux traditionnels pourraient assurément démontrer la volonté de contenir la dépense publique, et donc influencer positivement sur les anticipations.

L'assainissement peut modérer la demande globale

L'assainissement devrait être plus aisé là où les déséquilibres budgétaires se sont accentués en période de forte croissance. Augmenter la fiscalité et comprimer la dépense publique devrait réduire les déficits et modérer la demande globale. Aux États-Unis, l'assainissement budgétaire pourrait aussi aider à résorber l'important déficit des paiements courants.

Des règles budgétaires pourraient être utiles...

Les incitations à l'assainissement peuvent également venir de l'adoption de règles budgétaires. Lorsque les procédures budgétaires s'inscrivent dans un cadre à moyen terme, les objectifs sont plus faciles à atteindre. Il ne fait aucun doute que, si beaucoup de pays de la zone euro ont réalisé des progrès substantiels dans ce domaine, c'est dans le but de respecter le Pacte de stabilité et de croissance et, auparavant, les critères de convergence du traité de Maastricht. De telles règles ont, par ailleurs, apporté une plus grande discipline aux différents niveaux de la sphère publique ainsi que dans certains pays en développement. Récemment, aux États-Unis, d'aucuns ont prôné la réintroduction d'une règle analogue au Budget Enforcement Act, afin de réaffirmer l'attachement à la discipline budgétaire. Pourtant, les difficultés récentes du Pacte de stabilité et de croissance montrent que même des règles établies peuvent s'avérer inefficaces si la volonté d'application fait défaut.

...mais la volonté d'application est déterminante

Le vieillissement démographique constitue un défi budgétaire majeur à long terme

Sur la durée, le principal stimulant de l'assainissement budgétaire viendra vraisemblablement des défis associés au vieillissement démographique. La première vague des *baby boomers* va partir en retraite dans la prochaine décennie, ce qui viendra solliciter de plus en plus non seulement les régimes de retraite publics, mais aussi les systèmes de santé. Même compte tenu des mesures déjà prises pour comprimer le niveau des prestations à venir, les dépenses induites par le vieillissement devraient augmenter de près de 7 % du PIB en moyenne sur les quatre prochaines décennies dans les pays OCDE. Plus que jamais, la poursuite des réformes semble donc inéluctable.