

## II. Économie mondiale

### Faits marquants

L'économie mondiale a enregistré une croissance soutenue en 2005, mais l'inflation est restée modérée, bien que les prix du pétrole et des autres matières premières aient poursuivi leur ascension. Si, en début d'année, l'expansion a été tirée par les États-Unis et la Chine, le mouvement s'est ensuite amplifié, gagnant le Japon et l'Europe continentale.

À l'échelle du globe, les chiffres de la croissance et de l'inflation ont dépassé les prévisions optimistes du début de 2005, en dépit d'évolutions contraires dans l'environnement macroéconomique. Premièrement, les tensions inflationnistes ont été contenues, alors même que les cours des produits de base ont continué à monter durant cette troisième année consécutive de forte croissance mondiale. Deuxièmement, l'économie américaine a conservé une dynamique puissante, malgré la vive hausse des prix de l'énergie et les perturbations dues aux cyclones. Troisièmement, les conditions de financement sont restées favorables à la croissance, nonobstant une politique monétaire progressivement moins accommodante aux États-Unis et, à un moindre niveau,

Croissance et inflation								
Variation annuelle moyenne, en %								
	PIB réel				Prix à la consommation <sup>1</sup>			
	Moyenne 1991–2003	2004	2005	2006 <sup>2</sup>	Moyenne 1991–2003	2004	2005	2006 <sup>2</sup>
Total <sup>3</sup>	3,6	4,8	4,3	4,4	11,8	3,1	3,2	3,2
Pays industrialisés avancés <sup>3</sup>	2,3	3,0	2,6	2,8	2,2	2,0	2,3	2,3
États-Unis	2,9	4,2	3,5	3,4	2,7	2,7	3,4	3,2
Zone euro	2,0	1,8	1,4	2,1	2,4	2,1	2,2	2,1
Japon	1,1	2,3	2,6	3,0	0,5	-0,0	-0,3	0,4
Royaume-Uni	2,4	3,1	1,8	2,3	2,4	1,3	2,1	2,0
Autres <sup>3,4</sup>	2,6	3,1	2,6	3,0	2,2	1,6	2,0	2,1
Économies émergentes <sup>3</sup>	5,4	7,3	6,9	6,7	25,9	4,9	4,5	4,4
Asie <sup>3,5</sup>	7,2	7,9	8,0	7,7	6,1	3,8	3,3	3,7
Amérique latine <sup>3,6</sup>	3,4	5,9	4,3	4,6	57,5	6,7	6,0	5,4
Europe centrale et orientale <sup>3,7</sup>	0,5	6,9	5,9	5,6	80,4	8,7	8,6	6,9
Autres <sup>3,8</sup>	2,3	4,8	5,4	5,0	5,5	1,0	2,3	2,9

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

Sources : Eurostat ; © Consensus Economics ; données nationales.

Tableau II.1

dans la zone euro. Enfin, les marchés financiers ont conservé leur calme face à une nouvelle dégradation, forte autant qu'inattendue, des paiements courants américains en 2005. Le déficit extérieur du pays a été supérieur d'environ \$100 milliards aux prévisions, ce qui n'a pourtant pas empêché le dollar de s'apprécier en termes effectifs réels durant l'année.

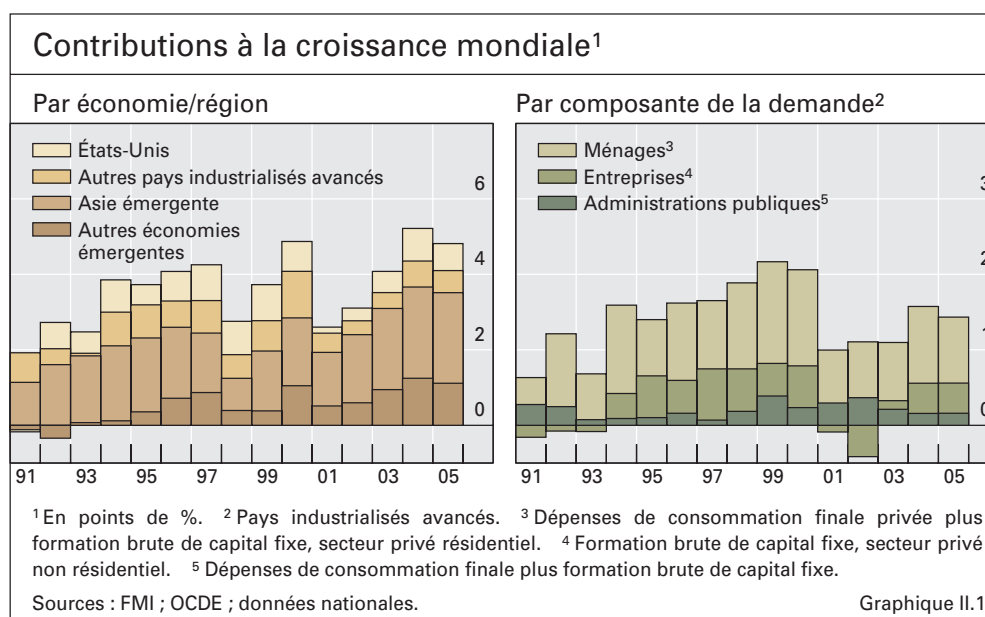
Pour 2006, les prévisions tablent dans l'ensemble sur la persistance d'une croissance forte et d'une inflation modérée dans le monde (tableau II.1). Une solide confiance des entreprises et un niveau de chômage bas ou en recul confortent cet optimisme à l'égard des perspectives de croissance à court terme. Cependant, la bonne conjoncture actuelle est tempérée par plusieurs éléments moins positifs : déficits budgétaires substantiels ; faiblesse difficilement soutenable de l'épargne des ménages dans de nombreuses économies avancées ; niveaux d'investissement des entreprises obstinément bas et ampleur sans précédent des déséquilibres mondiaux des paiements courants. Parallèlement, les perspectives d'inflation deviennent plus incertaines alors que les prix du pétrole atteignent de nouveaux sommets et que les écarts de production se réduisent ou se combent.

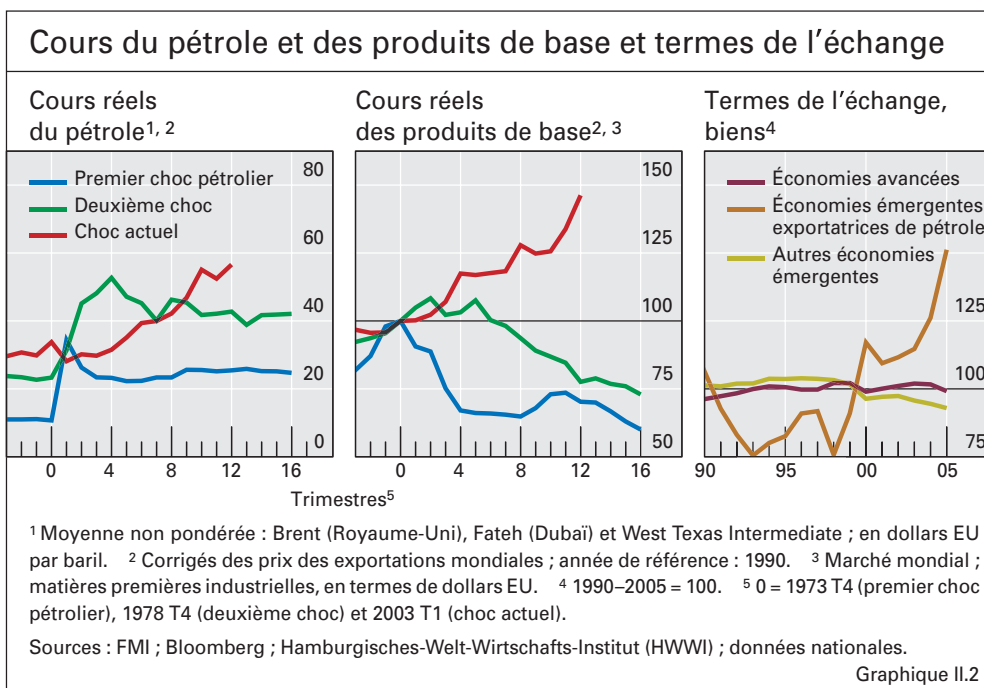
## Panorama de l'économie mondiale

### *Poursuite d'une croissance soutenue et d'une faible inflation*

Troisième année consécutive de forte croissance

En 2005, pour la troisième année consécutive, la croissance du PIB mondial a dépassé 4 %, ce qui représente la plus forte reprise depuis le début des années 70. Si la production s'est légèrement moins accrue qu'en 2004 sur le continent américain et en Europe, l'Asie a connu un nouvel essor. L'expansion économique de la Chine s'est poursuivie au même rythme et, au Japon, la reprise longtemps attendue a insufflé un élan supplémentaire à la région, grâce en particulier à la grande complémentarité des structures des échanges entre le Japon et l'Asie émergente, laquelle a contribué, l'an dernier, pour plus de moitié à la hausse de la production mondiale (graphique II.1).





La vigueur de la demande (surtout dans les économies émergentes d'Asie) a favorisé la poursuite du renchérissement des produits de base, même si la quasi-saturation des capacités de production et de raffinage du pétrole a accentué les pressions sur les prix. Sur le marché au comptant, le baril de brut a atteint \$70 fin août 2005, soit un bond d'environ 60 % par rapport au début de l'année. L'augmentation régulière, en termes réels, des prix pétroliers depuis deux ans se distingue nettement des chocs d'offre des années 70 ; à l'époque, la hausse brutale des prix s'était assez vite partiellement inversée. Les cours des métaux de base et des autres matières premières ont également monté, dans le sillage des prix du pétrole (graphique II.2).

L'économie mondiale a remarquablement bien résisté à la nouvelle envolée des prix de l'énergie. En termes nets, les importations de pétrole des pays de l'OCDE ont représenté quelque 11½ % de leur PIB, soit un demi-point de plus qu'en 2004, mais seulement la moitié du chiffre des années 70. Alors que le dynamisme des importateurs de pétrole est resté intact, la croissance dans les économies émergentes d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique exportatrices de pétrole et d'autres produits de base a été stimulée par une amélioration substantielle des termes de l'échange.

Le fait que l'inflation reste imperturbablement à un faible niveau a atténué l'incidence du prix élevé de l'énergie sur la demande globale dans les pays importateurs de pétrole. L'inflation des prix à la consommation n'a que légèrement augmenté par rapport à 2004. On n'a quasiment pas observé d'effets de second tour, car la modération salariale s'est poursuivie et le pouvoir de marché des entreprises a été limité. Les anticipations d'inflation à long terme sont restées solidement ancrées. Dans ce contexte, la banque centrale des États-Unis et, par la suite, celles de la zone euro et du Japon ont appliqué des stratégies de retour à une orientation moins accommodante (chapitre IV).

Poursuite du renchérissement des produits de base...

...mais persistance d'une croissance économique soutenue dans le monde...

...à la faveur d'une faible inflation...

...et de conditions de financement attrayantes

La persistance de conditions de financement attrayantes a également contrebalancé les effets de la hausse des prix de l'énergie sur la croissance économique. Dans les grandes zones monétaires, les taux d'intérêt réels à court et à long terme sont restés très en deçà de leur moyenne de longue période. En liaison avec cette évolution, le faible niveau des primes de risque a été bénéfique à l'ensemble des actifs : le prix du logement a explosé dans de nombreux pays (chapitre VII) et, quasiment partout, les cours des actions ont atteint leurs maximums depuis plusieurs années (chapitre VI). L'étroitesse inhabituelle des marges s'est accompagnée d'une accélération de l'expansion du crédit, dont le taux de croissance est remonté au niveau de la fin des années 90.

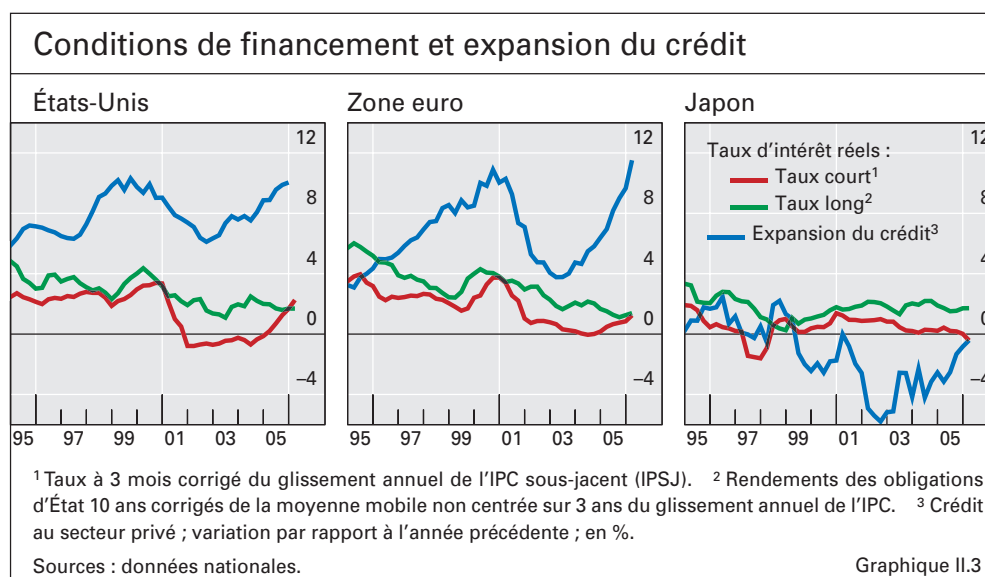
### Expansion économique plus équilibrée

Poursuite de l'expansion aux États-Unis et en Chine...

Au début de 2005, les États-Unis et la Chine ont continué d'être les principaux moteurs de la croissance mondiale. Dans le même temps, la vigueur des dépenses des consommateurs américains et de l'investissement en Chine a aidé la zone euro et les économies émergentes d'Asie à surmonter un accès de faiblesse lié à l'ajustement des stocks du secteur manufacturier. D'ailleurs, les exportations se sont accélérées en Europe au premier semestre 2005, puis dans les autres pays d'Asie – y compris pour la haute technologie, jusqu'alors en retard.

...avec extension à la zone euro...

L'expansion mondiale a pris de l'ampleur au fil des mois. Tandis que le dynamisme de l'économie américaine se confirmait et que la Chine maintenait son rythme de croissance, l'essor de la demande intérieure a favorisé la reprise en Europe continentale. Grâce à la progression marquée des bénéfiques, à l'amélioration de la confiance des milieux d'affaires et, plus récemment, à la hausse du taux d'utilisation des capacités, la zone euro a enregistré la plus forte augmentation de la dépense des entreprises depuis 2000. En revanche, la consommation des ménages n'est pas parvenue à redémarrer. Les écarts sont restés importants entre les grandes économies de cette zone : expansion rapide en Espagne, inférieure à la moyenne en Allemagne et en France, et stagnation en Italie.



L'accroissement de la demande intérieure a donné des raisons de croire que la reprise était bien installée au Japon. La vigueur de la dépense des entreprises et l'expansion retrouvée du crédit permettent de penser que l'ajustement des bilans des sociétés commerciales et financières est arrivé à son terme (graphique II.3). La consommation privée a rebondi, sous l'effet de l'amélioration des conditions sur les marchés du travail. Par ailleurs, la demande intérieure s'est raffermie dans de nombreuses économies émergentes d'Asie (chapitre III).

...et raffermissement au Japon

L'expansion économique s'est, en outre, appuyée sur un meilleur équilibre entre les différentes composantes de la demande globale. L'investissement des entreprises a fini par redémarrer dans beaucoup d'économies avancées. En 2005, sa contribution à la hausse de la demande intérieure a rappelé les précédentes phases de reprise aux États-Unis et au Japon, mais elle a été légèrement en retrait par rapport à la seconde moitié des années 90 dans la zone euro. Les dépenses des ménages, investissement résidentiel compris, ont avoisiné 67 % de la progression totale du PIB dans les pays de l'OCDE, contre plus de 80 % depuis le début de la décennie. Cet écart s'explique par la décélération de l'investissement résidentiel et de la consommation privée, à la suite du tassement de l'activité sur le marché du logement en Australie et au Royaume-Uni, ainsi qu'aux États-Unis en raison des dégâts causés par les cyclones.

Expansion plus équilibrée entre les composantes de la demande

#### Perspectives et risques

Pour 2006, les prévisions s'accordent sur une croissance mondiale qui devrait encore dépasser 4 % et sur la persistance d'une inflation modérée. L'environnement économique apparaît, en effet, favorable à de nombreux égards : les entreprises se montrent de nouveau confiantes et devraient donc

Les prévisions de forte croissance en 2006...

2005 : une année inhabituelle						
Moyenne ou total sur l'année						
	2005	Maximum		Minimum		Moyenne 1980-2004
		Valeur	Date	Valeur	Date	
Croissance du PIB mondial	4,8	5,3	2004	1,2	1982	3,4
Cours réels du pétrole <sup>1</sup>	49,1	49,1	2005	14,0	1998	26,3
Taux d'intérêt réel à long terme dans le G 3 <sup>2</sup>	1,6	5,3	1990	1,6	2005	3,5
Taux d'épargne des ménages aux États-Unis <sup>3</sup>	-0,4	11,2	1982	-0,4	2005	6,1
Solde financier des entreprises aux États-Unis <sup>4</sup>	1,3	1,9	2003	-2,7	1980	-0,4
Solde des paiements courants <sup>5</sup>	-2,8	-1,1	1995	-2,8	2005	-1,6

<sup>1</sup> Moyenne non pondérée : Brent (Royaume-Uni), Fateh (Dubai) et West Texas Intermediate, corrigée des prix des exportations mondiales (année de référence : 1990) ; en dollars EU par baril. <sup>2</sup> Rendements des obligations d'État 10 ans corrigés de la moyenne mobile non centrée sur 3 ans de la variation annuelle de l'IPC ; moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. <sup>3</sup> En % du revenu disponible. <sup>4</sup> Épargne moins investissement, en % du PIB. <sup>5</sup> Somme des soldes des paiements courants des économies déficitaires, en % du PIB mondial.

Sources : FMI ; Bloomberg ; données nationales.

Tableau II.2

étouffer leurs investissements ; les conditions sur le marché du travail se sont consolidées aux États-Unis ainsi qu'au Japon et semblent faire de même dans la zone euro ; une forte dynamique d'expansion autonome paraît se développer en Asie. La croissance devrait également s'accroître en Amérique latine et rester soutenue en Europe centrale et orientale.

...dépendent des risques circonstanciels...

Cependant, certains risques ne sont pas à exclure. Sans même envisager des événements pouvant avoir des conséquences catastrophiques, tels qu'une pandémie de grippe aviaire ou une crise géopolitique, on peut se demander si les tendances macroéconomiques actuelles peuvent se maintenir à moyen terme.

...et de la soutenabilité des rythmes d'expansion actuels

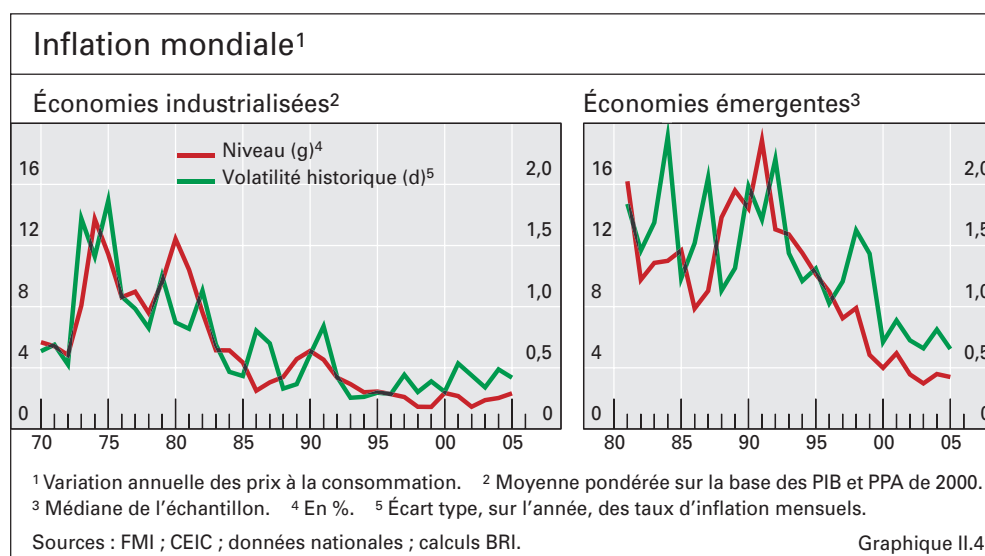
La configuration des variables macroéconomiques clés est nettement atypique (tableau II.2). Premièrement, les prix du pétrole ont battu de nouveaux records et sont à peu près deux fois supérieurs, en termes réels, à leur moyenne de long terme. À un moment ou à un autre, des tensions inflationnistes peuvent resurgir, étant donné surtout que les écarts de production se resserrent, voire disparaissent, dans beaucoup d'économies. Deuxièmement, les taux d'intérêt réels à long terme demeurent très bas, même s'ils se redressent depuis le début de 2006. Des interrogations subsistent en ce qui concerne les causes de la faiblesse des taux réels ainsi que les éventuelles implications macroéconomiques d'une forte remontée après une longue période de taux bas. Troisièmement, aux États-Unis, alors que les entreprises épargnent en termes nets, le chiffre de l'épargne des ménages est devenu négatif. Enfin, les déficits des paiements courants ont atteint des niveaux sans précédent. Sur une base consolidée, la position extérieure des pays dont le compte courant est déficitaire représente plus de 2½ % du PIB mondial, situation imputable en grande partie aux États-Unis.

## Inflation et détermination des salaires

### Tendances de l'inflation dans le monde

Persistance d'une inflation faible et stable

L'inflation est restée faible et stable au cours de la période examinée, malgré la persistance d'une croissance économique soutenue et le renchérissement de l'énergie (graphique II.4). Aux États-Unis, la hausse des prix à la



Économies avancées : facteur commun de l'inflation <sup>1</sup>										
	Taux d'inflation					Volatilité du taux d'inflation				
	Moyenne 1970–1989	Moyenne 1990– 2005	Différence <sup>2</sup>			Moyenne 1970–1989	Moyenne 1990– 2005	Différence <sup>2</sup>		
			Total	Attribuée à				Total	Attribuée à	
				Facteur commun <sup>3</sup>	Facteur propre <sup>3</sup>				Facteur commun <sup>3</sup>	Facteur propre <sup>3</sup>
États-Unis	6,1	2,8	-3,3	-3,7	0,4	0,7	0,1	-0,6	-0,4	-0,2
Japon	5,6	0,6	-5,0	-5,3	0,3	2,2	0,2	-2,0	-0,3	-1,7
Allemagne	3,8	2,2	-1,6	-2,6	1,0	0,3	0,3	-0,0	-0,3	0,3
France	7,8	1,9	-5,9	-5,6	-0,3	0,9	0,1	-0,8	-0,6	-0,2
Royaume-Uni	9,5	2,6	-6,9	-6,9	0,0	2,4	0,3	-2,1	-0,5	-1,6
Italie	11,2	3,5	-7,7	-8,0	0,3	2,3	0,2	-2,1	-0,6	-1,5
Canada	6,7	2,2	-4,5	-4,5	-0,0	0,7	0,3	-0,4	-0,5	0,1
OCDE	8,3	2,7	-5,6	-5,2	-0,4	1,7	0,4	-1,3	-0,4	-0,9

<sup>1</sup> Décomposition des taux d'inflation de 22 pays de l'OCDE, à l'aide d'un modèle factoriel dynamique, en un facteur commun (covariations sur l'ensemble des pays) et en facteurs propres à chaque pays. <sup>2</sup> Différence entre 1970–1989 et 1990–2005. <sup>3</sup> Contribution à la différence.

Sources : OCDE ; calculs BRI.

Tableau II.3

consommation (IPC) a atteint 4<sup>3</sup>/<sub>4</sub> % l'automne dernier, lorsque le prix de l'essence a inscrit un maximum après le passage des cyclones, mais elle a fléchi en fin d'année. L'inflation mesurée par l'IPC s'est également accrue dans d'autres pays industrialisés avancés, tout en se maintenant à un bas niveau par rapport aux chiffres antérieurs ; elle s'est modérée en Amérique latine et est demeurée relativement stable en Europe centrale et orientale. L'Asie émergente, pour sa part, offre un tableau plus contrasté : si l'inflation a reculé en Chine malgré la poursuite d'une forte croissance, elle s'est amplifiée dans plusieurs autres économies (chapitre III).

L'inflation sous-jacente n'a quasiment pas varié aux États-Unis et en Europe, ce qui a nettement accentué son écart avec l'inflation IPC au troisième trimestre 2005. Au Japon, l'inflation hors produits alimentaires frais est montée à 1/2 % en fin d'année. Dans les économies émergentes, l'inflation sous-jacente a été globalement stable.

L'inflation IPC n'a pas suivi l'augmentation des prix de l'énergie, contrairement à ce qui s'était produit dans les années 70 avec les spirales salaires-prix. Cela correspond, en revanche, à la tendance plus récente à une baisse persistante de l'inflation. De 1970 à 1989, dans les pays du G 7, plus de 80 % des hausses de prix observées sur une période de six mois perduraient le mois suivant. Cette proportion est tombée à moins de 50 % aux États-Unis après les années 90 et a également fléchi au Canada, au Japon et au Royaume-Uni. Les chiffres sont moins probants pour la zone euro. Il semble, par ailleurs, que l'inflation ait continué à régresser dans de nombreuses économies émergentes.

Une autre tendance mondiale s'est perpétuée : le resserrement des écarts de taux d'inflation. En 2005, dans les économies avancées, ces taux ont convergé pour se situer dans une fourchette comprise entre 0 et 3 % environ, alors qu'elle était de l'ordre de 20 points de pourcentage en 1980. Leur

L'inflation IPSJ n'a quasiment pas varié

Tendances mondiales : poursuite de la baisse de l'inflation...

...et resserrement des écarts entre pays

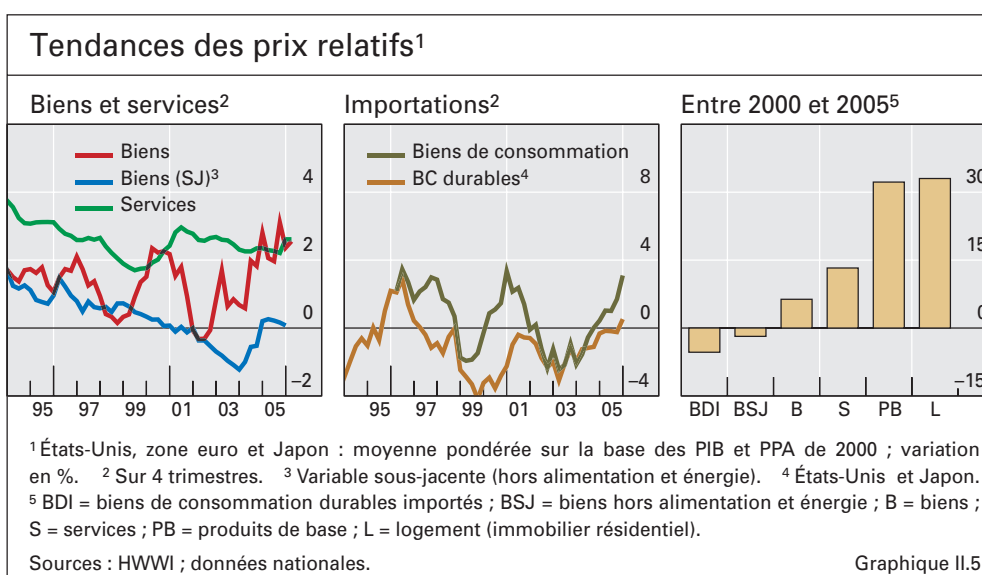
coefficient de variation est revenu de 1,2 au milieu des années 80 à moins de 0,5 en 2005. Dans le monde émergent, les efforts de stabilisation macroéconomique ont également permis de réduire ces écarts depuis le milieu des années 90.

Des interrogations subsistent au sujet des déterminants de ces tendances longues des taux d'inflation. Pour l'essentiel, la baisse en termes de niveau et de variabilité peut s'expliquer par un facteur commun (tableau II.3). Cependant, il est vrai que cette mesure recouvre des causes économiques très distinctes. L'un des éléments d'explication a trait au changement dans la conduite de la politique monétaire. De ce point de vue, les tendances mondiales de l'inflation résultent d'une inflexion simultanée de la politique économique dans de nombreux pays. Autre élément, au caractère véritablement mondial : l'intégration accrue des marchés des biens et facteurs de production, parallèlement à une modification des conditions de l'offre et de la demande. À cet égard, l'ouverture économique de la Chine, de l'Inde et de l'ancien bloc soviétique, mais aussi la montée en puissance de l'Amérique latine et de l'Asie, ont joué un rôle fondamental. L'importance apparemment plus grande donnée aux indicateurs mondiaux du sous-emploi des capacités dans l'explication de l'inflation domestique est le signe de la dimension de plus en plus mondiale du processus d'inflation (chapitre IV).

L'ampleur des mouvements des prix relatifs dans le monde, sur les cinq dernières années, conforte l'idée que l'évolution de l'économie réelle influe sur la dynamique mondiale de l'inflation. D'une part, les cours des produits de base ont augmenté de plus de 30 % (graphique II.5) ; cette hausse a coïncidé avec une explosion de la demande de ces produits ainsi que des matières premières et de l'énergie dans les économies émergentes : de 1995 à 2005, l'expansion de 20 % de la consommation totale de pétrole a été due, pour deux tiers environ, aux pays non membres de l'OCDE. D'autre part, l'offre de biens manufacturés a grimpé en flèche grâce aux exportations de ces économies émergentes récemment intégrées ; c'est ainsi que les volumes des ventes à l'étranger des économies en développement d'Asie ont fait un bond de

Déterminants des tendances communes de l'inflation

L'évolution des prix relatifs concorde avec la mondialisation de l'inflation...





quelque 15 % par an de 2000 à 2005. Durant cette période, les prix à l'importation des biens de consommation durables ont baissé de 5 % dans les grands pays industrialisés, tandis que ceux de nombreux produits non échangés sur les marchés internationaux continuaient d'augmenter.

Ces modifications des prix relatifs contrastent nettement avec les tendances observées durant le choc pétrolier de la fin des années 70. Sur la période 1978–81, les prix des biens, services et produits de base avaient enregistré, dans les pays du G 3, une progression plus ou moins uniforme, de l'ordre de 25 à 35 %.

...et contraste fortement avec les tendances antérieures

### Détermination des salaires et mondialisation

La décreue sur longue période de l'inflation est allée de pair avec une modération sensible de la progression des salaires nominaux. Parallèlement, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est ralenti, et la part des salaires dans l'ensemble de l'économie s'est réduite de 5 % ces trente dernières années (graphique II.6).

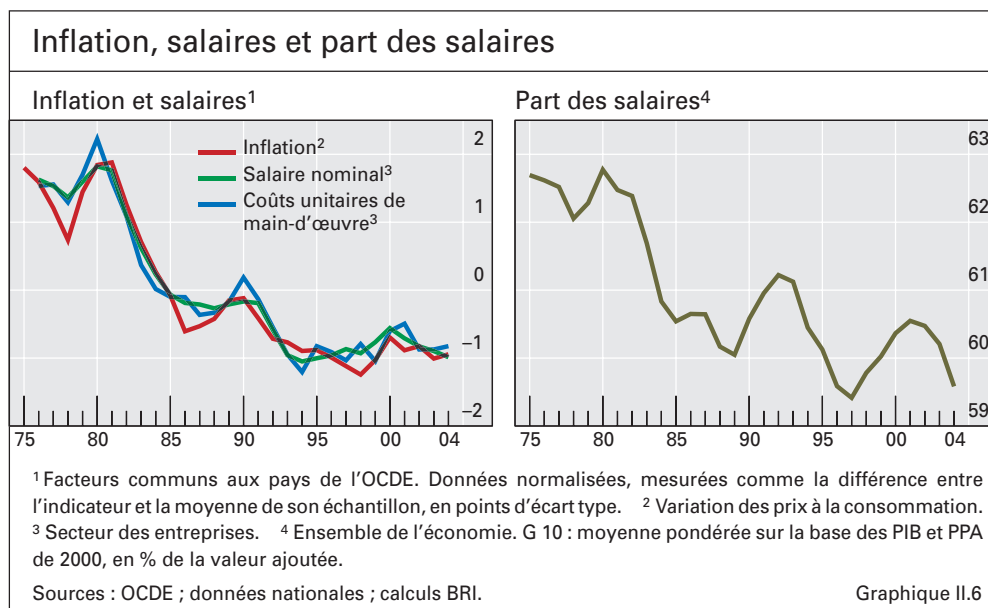
Modération salariale sur le long terme...

À l'évidence, plusieurs facteurs ont contribué à ce processus. Pour de nombreux observateurs, la crédibilité accrue de la politique monétaire, obtenue grâce à une meilleure réactivité lors de chocs inflationnistes, a permis d'ancrer plus fermement les anticipations d'inflation et ainsi d'endiguer les hausses salariales (chapitre IV). En outre, les gains de productivité du travail, attribuables à une élévation de l'intensité en capital et au progrès technologique, ont également permis de contenir les coûts unitaires de main-d'œuvre. Enfin, conjuguée au recul de la syndicalisation et à une plus grande décentralisation des négociations collectives, la déréglementation des marchés de l'emploi nationaux a tendance, depuis une dizaine d'années, à restreindre le pouvoir de négociation de certaines catégories de travailleurs.

...sous l'effet de plusieurs facteurs

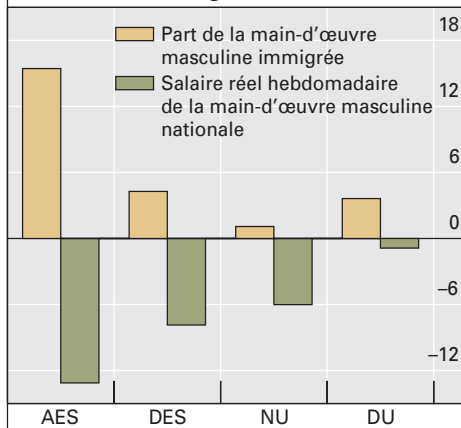
Dans le même temps, il importe de ne pas sous-estimer les effets de la mondialisation. Selon certaines estimations, l'intégration des économies émergentes au système productif mondial a doublé l'offre de travailleurs actifs

La mondialisation influe sur la détermination des salaires...

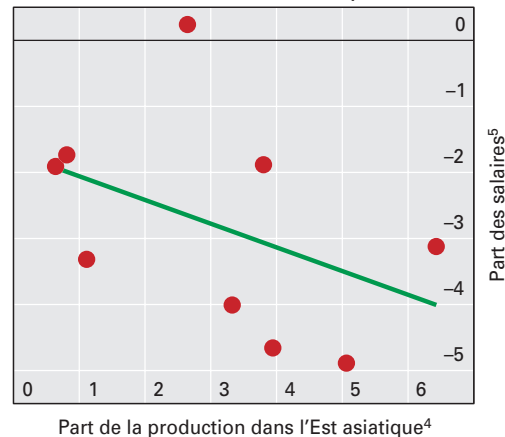


## Mondialisation et salaires<sup>1</sup>

Effets de l'immigration : États-Unis<sup>2</sup>



Effets de la délocalisation : Japon<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Variation en points de %. <sup>2</sup> De 1990 à 2000. AES = abandon en cours d'études secondaires ; DES = diplôme de fin d'études secondaires ; NU = études universitaires sans diplôme ; DU = diplôme universitaire. <sup>3</sup> De 1994 à 2004. Échantillon de 9 industries manufacturières (hors construction de moyens de transport). <sup>4</sup> En % de la production manufacturière totale. <sup>5</sup> En % du chiffre d'affaires.

Sources : G. J. Borjas, « The labor demand curve is downward sloping: reexamining the impact of immigration on the labor market », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, 2003, pp. 1335-1374 ; données nationales ; calculs BRI. Graphique II.7

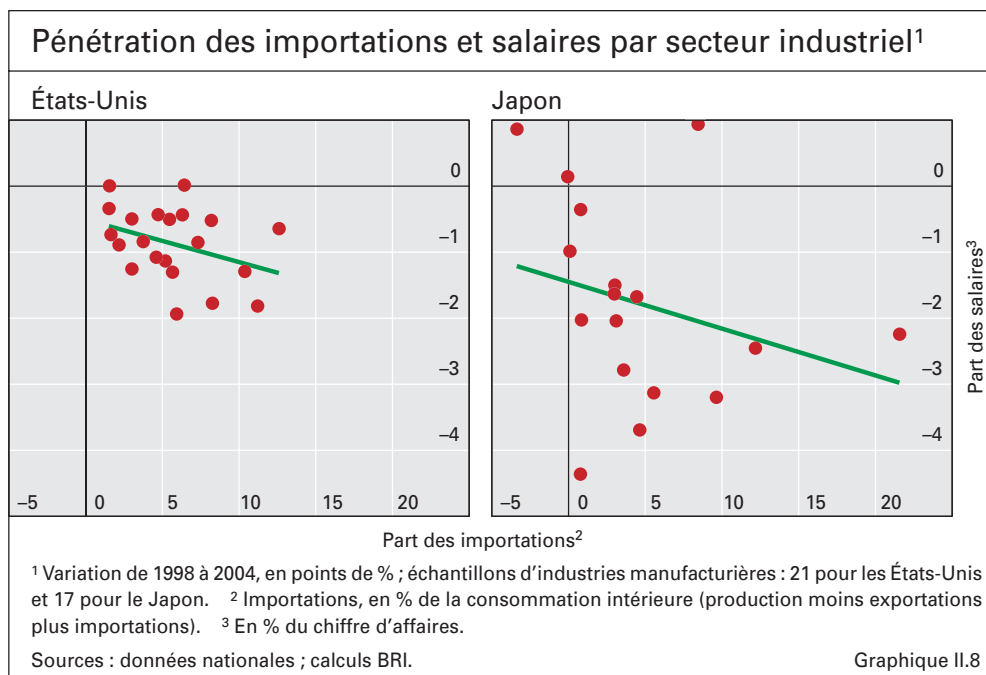
dans l'économie. Avec d'autres aspects de la mondialisation, ce phénomène a probablement influé sur les politiques applicables au marché du travail et sur le processus de détermination des salaires dans les pays industrialisés avancés. Trois éléments, au moins, semblent avoir joué un rôle à cet égard.

Premièrement, la mobilité accrue de la main-d'œuvre à travers le monde a contribué à alléger les contraintes affectant l'offre de travail sur les marchés nationaux, ce qui paraît avoir atténué les tensions sur les salaires, surtout pour les travailleurs peu qualifiés (graphique II.7). De plus en plus d'emplois sont exposés à la concurrence des immigrants, ce qui pourrait exercer une influence notable sur les salaires pratiqués sur les marchés du travail auxquels la main-d'œuvre étrangère a aisément accès. Ainsi, aux États-Unis, l'afflux d'immigrants a gonflé de 11 % l'offre de main-d'œuvre masculine entre 1980 et 2000 et aurait ainsi freiné de 3 points de pourcentage la croissance des salaires. En Europe occidentale, le ratio annuel moyen immigrants/population totale a même doublé depuis la chute du Rideau de fer, en 1989. En Europe, les effets de la mobilité transfrontière sur les salaires pourraient s'être accentués après l'élargissement de l'UE en 2004. Au Royaume-Uni, par exemple, les heures supplémentaires ont été nettement moins bien payées en 2005 dans les secteurs faisant appel à une forte proportion de travailleurs non britanniques.

Deuxièmement, dans nombre de pays industriels, la délocalisation de la production (ou sa menace) a restreint le pouvoir de négociation des travailleurs et des syndicats. L'essor rapide du commerce des produits intermédiaires est l'un des signes de l'intégration verticale croissante de la production à l'échelle du globe : +9 % en moyenne pour les pièces et composants sur 1990-2000, contre 6 1/2 % pour l'ensemble des échanges mondiaux. Aux États-Unis, la part des produits intermédiaires dans les

...à travers la  
mobilité accrue de  
la main-d'œuvre...

...la délocalisation  
de la production...



importations est passée de 12 % en 1992 à 17 % en 2000. Même si, à ce jour, cette tendance s'est fait principalement sentir dans l'industrie manufacturière, les emplois qualifiés et bien rémunérés dans les services sont de plus en plus exposés à la concurrence. Les répercussions du transfert de la production sont manifestes au Japon, où les secteurs ayant déployé de vastes stratégies de délocalisation ont eu tendance à réduire plus radicalement la part des salaires (graphique II.7, cadre de droite). En Allemagne, de grands groupes ont pu négocier des baisses de salaires réels contre l'abandon de leurs projets de délocalisation.

Enfin, l'ouverture à la concurrence internationale des marchés des biens et, de plus en plus, des services amplifie les pressions qui s'exercent sur les producteurs des pays industrialisés avancés. Elle a contraint les entreprises locales dominantes à intensifier leurs efforts de compression des coûts. La réduction de la masse salariale constitue un élément clé des stratégies visant à réduire les avantages, en termes de coûts, dont bénéficient les producteurs des pays, telles la Chine et l'Inde, qui s'intègrent depuis peu à l'économie mondiale. En moyenne, la part des salaires recule davantage dans des secteurs comme l'habillement, confrontés à une plus forte pénétration des importations (graphique II.8).

...et l'intensification de la concurrence

#### Perspectives

Les prévisions consensuelles tablent sur une inflation faible et stable en 2006, même si l'incertitude a récemment grandi à cet égard. Plusieurs indicateurs font état d'une montée des risques d'inflation, en raison de l'utilisation accrue des ressources. Les écarts de production se resserrent, voire disparaissent, dans de nombreux pays et, dans le secteur manufacturier des pays du G 3, le taux d'utilisation des capacités est supérieur à sa moyenne de longue période. Il est cependant difficile d'évaluer l'ampleur des capacités encore inutilisées dans les grandes économies avancées. Ainsi, l'évolution du taux d'activité ou

Les prévisions tablent sur une faible inflation

les réformes structurelles ont pu faire baisser le niveau du chômage pouvant être supporté sans générer de tensions inflationnistes. Plus important peut-être est le fait que la mondialisation pourrait avoir atténué la réactivité des salaires aux écarts de production nationaux et, partant, la probabilité de telles tensions.

La faible hausse des prix des marchandises pourrait persister...

On peut se demander à cet égard si la faible hausse des prix des biens échangés va persister malgré le renchérissement continu des matières premières et de l'énergie. La vive augmentation des prix à la production constatée en 2005 dans les grandes économies avancées laisse clairement présager une aggravation des tensions. L'évolution de la situation dépendra donc, en bonne partie, de la question de savoir si (ou quand) les entreprises retrouveront la maîtrise des prix à la consommation et si les augmentations des coûts salariaux resteront contenues. Or, sur ce point, les signaux diffèrent selon les indicateurs.

...car la délocalisation de la production semble continuer...

Dans les économies émergentes, l'investissement direct étranger est resté soutenu, ce qui pourrait indiquer que le processus de délocalisation de la production n'est pas achevé. Le taux de pénétration des importations n'a cessé d'augmenter, attestant de pressions persistantes sur les prix et salaires intérieurs. Dans les grands pays industrialisés, la progression des salaires nominaux demeure jusqu'ici bien inférieure aux normes historiques et, conjuguée aux anticipations de gains substantiels de productivité du travail, cette tendance devrait continuer à freiner l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre.

...mais l'augmentation des prix à l'importation soulève des questions

Parallèlement, les prix à l'importation des biens durables et des produits de consommation de base ont apparemment cessé de baisser. Nombre d'interrogations subsistent concernant le processus de formation des salaires et des prix ainsi que les marchés du travail dans les économies émergentes qui sont récemment entrées dans la mondialisation. Divers éléments, tels que, en Chine, la hausse à deux chiffres du coût de la main-d'œuvre pour certaines catégories d'ouvriers des usines implantées dans les zones côtières, traduisent un épuisement des capacités excédentaires. En même temps, l'accroissement de l'utilisation des ressources et la persistance de fortes tensions sur les cours des produits de base pourraient signifier que l'écart de production se resserre, même au niveau mondial.

## Épargne et investissement du secteur privé

### *Tendances*

Les pays exportateurs de pétrole et les économies émergentes d'Asie tirent l'épargne mondiale...

En 2005, l'épargne mondiale s'est accrue, atteignant 22 % du PIB, ce qui représente environ 1 1/2 point de plus que lors du creux conjoncturel de 2002 et avoisine la moyenne des années 90 (tableau II.4). Sa hausse dans le monde émergent y a encore contribué pour beaucoup. Les économies émergentes exportatrices de pétrole représentent une part croissante de l'épargne mondiale : leur taux d'épargne a augmenté de 4 points l'an dernier. Dans les économies émergentes d'Asie, les tendances ont divergé. Le taux d'épargne national de la Chine a poursuivi son augmentation et se situe à quelque 51 %. Ce résultat pourrait surtout être attribuable aux entreprises, dont les bénéfices

Épargne et investissement : tendances mondiales					
En % du PIB					
	Moyenne 1990-99	Moyenne 2000-03	2004	2005	1991- 2005 <sup>1</sup>
Épargne dans le monde	22,1	21,2	21,4	22,0	-1,0
Économies avancées <sup>2</sup>	21,7	20,1	19,4	19,4	-3,2
États-Unis	16,3	15,5	13,4	13,3	-2,9
Zone euro	21,2	20,9	21,2	20,9	-1,0
Japon	31,4	26,7	26,4	26,8	-7,6
Économies émergentes <sup>3</sup>	23,7	25,4	28,6	30,3	6,0
Asie en développement	31,2	32,0	36,0	38,2	9,7
Chine	38,7	37,1	46,8	51,3	13,5
Amérique latine	18,3	18,5	21,3	21,8	2,5
Europe centrale et orientale	21,1	18,8	18,5	18,8	-8,0
Investissement dans le monde	22,7	21,4	21,7	22,2	-1,6
Économies avancées <sup>2</sup>	22,0	20,7	20,5	20,9	-2,5
États-Unis	18,7	19,2	19,6	20,0	1,5
Zone euro	19,8	20,7	20,5	20,9	0,7
Japon	29,0	24,0	22,7	23,2	-9,7
Économies émergentes <sup>3</sup>	25,5	24,3	26,4	26,4	1,2
Asie en développement	32,0	29,7	33,4	34,3	4,0
Chine	37,0	35,0	43,3	44,1	9,4
Amérique latine	21,0	20,1	20,6	20,7	1,1
Europe centrale et orientale	23,8	23,1	24,3	24,0	-3,6

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

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau II.4

ont continué à croître en 2005 ; l'épargne des ménages n'aurait donc quasiment pas varié, autour de 25 % du PIB, ce qui est considérable. Par contre, les taux ont diminué dans le reste de l'Asie émergente. En Europe centrale et orientale ainsi qu'en Amérique latine, la stabilité a prévalu.

Dans les pays industrialisés avancés, le niveau d'épargne nationale n'a pas évolué, restant très en deçà de la moyenne de la décennie précédente, mais les écarts entre pays ont été substantiels : d'un côté, en Allemagne, la prudence a pu inciter les ménages à épargner encore davantage ; de l'autre, aux États-Unis et en Espagne, deux pays où le patrimoine immobilier s'est fortement apprécié en 2005, l'épargne des ménages s'est effondrée. Parallèlement, aux États-Unis et dans d'autres économies avancées, les entreprises ont continué d'épargner en termes nets, ce qui a eu pour effet de valoriser la composante « actions » dans le patrimoine des ménages ces dernières années. Cette valorisation pourrait expliquer la baisse de l'épargne des ménages. Aux États-Unis, abstraction faite de cet effet, le taux d'épargne des ménages, devenu négatif en 2005 selon la plupart des indicateurs, ainsi que celui de l'épargne nationale se situent à des niveaux insoutenables.

En 2005, l'investissement s'est quelque peu redressé dans les pays développés et il est resté généralement stable dans les économies émergentes – avec, là aussi, des différences en Asie émergente. En Chine, le taux

...alors que les taux d'épargne sont restés inchangés dans les économies avancées

Poursuite de l'expansion de l'investissement en Chine

d'investissement a augmenté à nouveau de 1 point de pourcentage. Dans le reste de l'Asie émergente, il n'a guère varié, de sorte que la formation brute de capital fixe demeure à des niveaux largement inférieurs à ceux d'avant la crise asiatique.

Recentrage de l'investissement sur les entreprises dans les économies avancées

Dans les économies avancées, l'investissement a privilégié la formation de capital fixe des entreprises au détriment du secteur résidentiel. Dans la zone OCDE, la croissance de l'investissement résidentiel s'est ralentie à 3 1/2 %, contre 6 1/2 % en 2004. L'investissement des entreprises est resté soutenu aux États-Unis et s'est accéléré dans plusieurs autres économies : au Japon, dans les pays scandinaves, chez les exportateurs de produits de base – comme l'Australie et le Canada – ainsi que dans certaines parties de la zone euro, notamment en Allemagne et en Belgique. En revanche, il est demeuré relativement faible au Royaume-Uni et a diminué en Italie.

### *Bénéfices et investissement des entreprises*

Poursuite de la progression des bénéfices

Les bénéfices des entreprises ont continué à progresser en 2005, et ils semblent avoir atteint de nouveaux sommets historiques en pourcentage du PIB mondial. Cette tendance, observée ces dernières années, paraît résulter de facteurs mondiaux, quoique des évolutions sectorielles y aient également contribué. Depuis quelques années, les marges d'exploitation se sont accrues dans tout le secteur non financier (tableau II.5). Elles sont ainsi passées au-dessus de leur niveau de la seconde moitié des années 90 dans nombre de secteurs, le dépassant même nettement dans le secteur lié aux produits de base. Si le pouvoir de marché reste, dans l'ensemble, limité, le repli substantiel et assez généralisé des coûts de main-d'œuvre a favorisé l'élargissement des marges. Le fait que les bénéfices ont encore progressé au cours de la phase

Industrie mondiale : indicateurs de bénéfice, par secteur <sup>1</sup>						
En % des revenus						
	Excédent d'exploitation <sup>2</sup>			Bénéfice après impôts		
	2004-05	Variation sur <sup>3</sup>		2004-05	Variation sur <sup>3</sup>	
		2001-02	1995-99		2001-02	1995-99
Automobile	4	0	0	2	1	0
Chimie	9	3	1	6	3	1
Commerce de détail	5	1	1	3	1	1
Équipement industriel	8	2	2	5	3	2
Exploitation minière	22	4	9	17	6	9
Logiciels	26	2	0	18	5	3
Matériel informatique	5	2	0	4	4	0
Pétrole et gaz, production	14	3	5	9	3	4
Services collectifs	14	3	1	7	3	1
Télécommunications	16	3	-2	9	13	-1
Transport aérien	3	3	-3	2	3	-1

<sup>1</sup> Moyenne, pondérée sur la base des revenus, des entreprises de l'indice World Equity Market.  
<sup>2</sup> Revenus moins charges d'exploitation totales. <sup>3</sup> Moyenne 2004-05 moins moyenne 2001-02 et 1995-99, respectivement.

Sources : Datastream ; calculs BRI.

Tableau II.5

d'expansion actuelle s'explique, dans une large mesure, par la baisse considérable des charges d'intérêts – autre phénomène mondial.

Malgré des bénéfiques records, des trésoreries abondantes et de faibles taux d'intérêt, l'investissement des entreprises n'a pas été exceptionnel. En 2005, la formation de capital fixe s'est redressée et, en termes réels, a progressé dans les économies avancées à peu près comme lors des cycles précédents. Cependant, l'investissement relativement faible au début de la phase actuelle de reprise semble avoir provoqué un recul cumulé de la formation de capital. En effet, l'investissement des entreprises en proportion du PIB est resté modeste dans les économies du G 3 (graphique II.9) au regard des évolutions passées. La relative atonie de l'investissement est confirmée par le fait que, dans la plupart des secteurs, la proportion du capital fixe dans l'ensemble des actifs des entreprises a été, en 2004 et 2005, inférieure à son niveau de la seconde moitié des années 90 (tableau II.5).

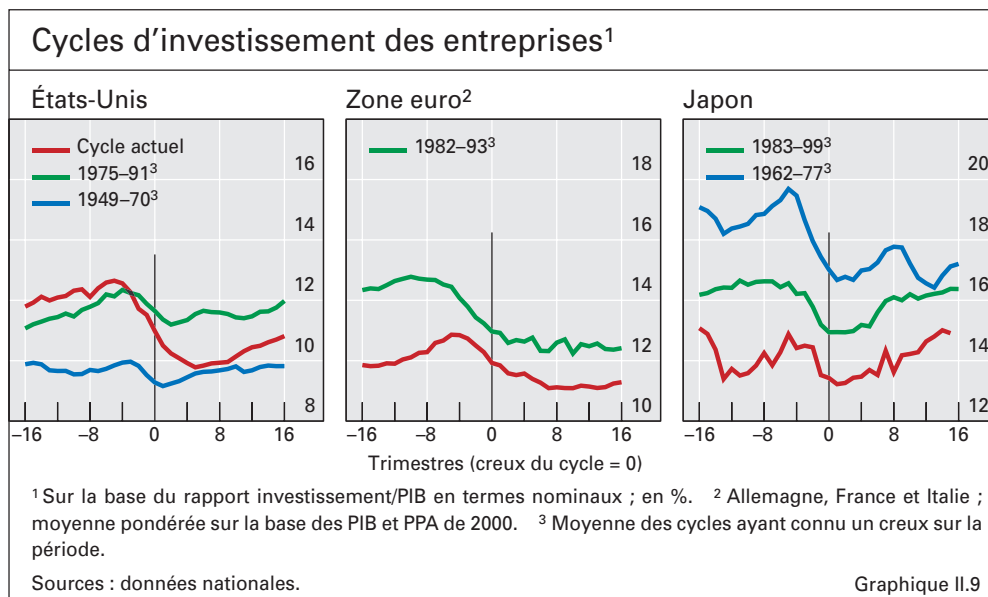
Une énigme subsiste : pourquoi le ratio investissement nominal/PIB reste-t-il faible dans la plupart des économies avancées ? Peut-être est-ce, en partie, en raison de la forte baisse du prix relatif de l'investissement en capital fixe. Ainsi, au Japon et aux États-Unis, ce prix a régressé de 25 à 40 % depuis 1980. Il pourrait en résulter un recul des taux d'investissement nominaux, dans la mesure où la baisse du prix relatif n'est pas compensée par le renforcement de l'intensité capitalistique.

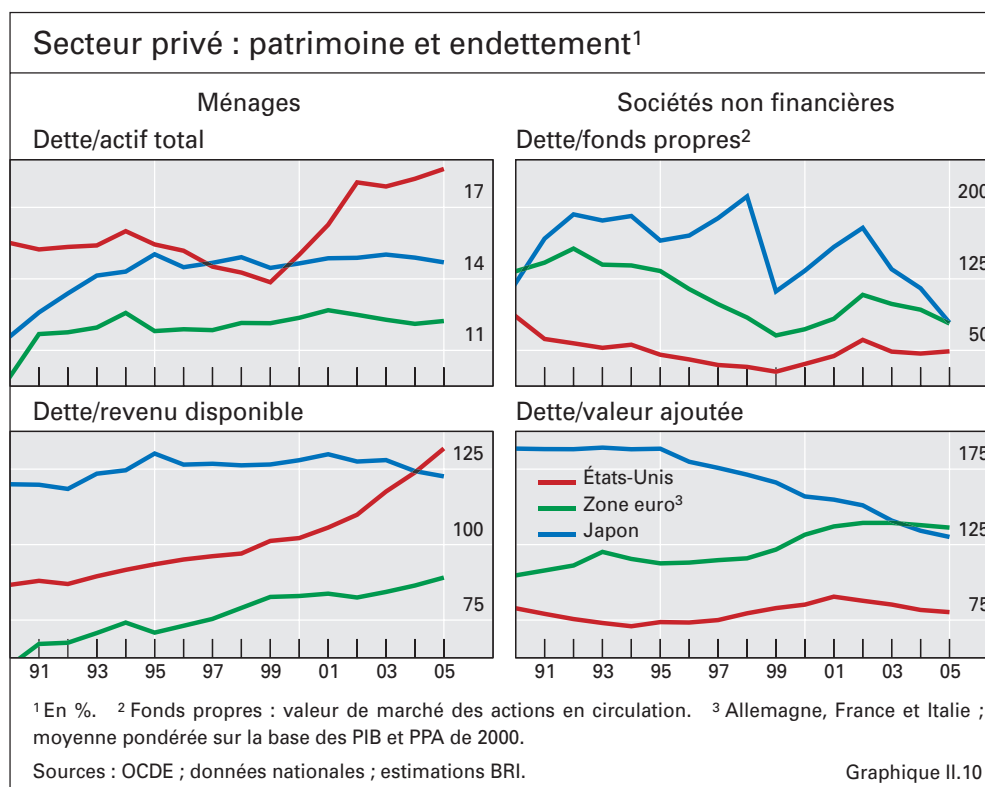
Les changements dans la structure de l'activité économique pourraient également expliquer ce tassement de l'investissement. Les actifs incorporels, tels que valeur des marques et procédés, semblent influencer davantage sur la production aujourd'hui qu'au cours de la décennie précédente. Il reste que ce type d'investissement n'est sans doute pas bien pris en compte dans les statistiques. En outre, il se peut que la mondialisation des processus de production ait fait baisser le niveau d'investissement dans les économies avancées. De fait, l'investissement direct étranger est solide, surtout en Chine, mais il est difficile de dire s'il s'agit d'un substitut à l'investissement national.

Les niveaux d'investissement restent en dessous des normes historiques

Le recul des prix des biens d'équipement est une cause possible de la faiblesse de l'investissement...

...de même que l'évolution des processus de production





Dans le cas des multinationales américaines, l'intégration verticale internationale semble se traduire par un surcroît d'investissement aussi bien dans le pays qu'à l'étranger et non par une simple relocalisation de la production intérieure.

Des taux de rendement requis élevés par rapport aux taux escomptés ont pu dissuader des chefs d'entreprise de développer leurs capacités dans certains secteurs. À cela, deux raisons possibles : l'exigence de rendements élevés par les actionnaires ; des doutes sur le caractère durable de certains marchés, qui maintiennent les rendements attendus à un faible niveau. C'est ce qui expliquerait pourquoi les investissements du secteur pétrolier semblent être restés relativement peu importants à l'échelle du globe ces dernières années, en dépit de la forte progression des bénéfices.

Dans le même ordre d'idées, nul ne sait vraiment combien de temps il faudra pour que le souvenir de la période de surinvestissement passée s'estompe. D'un côté, l'investissement dans certains secteurs informatiques a redémarré ces deux dernières années ; plus généralement, le désendettement consécutif aux conditions de financement difficiles liées à l'effondrement des marchés boursiers en 2001 et au durcissement ultérieur de la gouvernance d'entreprise semble arrivé à son terme. Les ratios dettes/fonds propres ont, en effet, baissé dans les principales économies avancées (graphique II.10). D'un autre côté, la multiplication généralisée, en 2005, des rachats d'entreprises avec effet de levier témoigne d'un regain d'intérêt pour l'achat, plutôt que pour la création, d'actifs.

#### *Investissement résidentiel et marché du logement*

Malgré une croissance légèrement moins soutenue en 2005, l'investissement résidentiel est resté vigoureux ; sa part dans le PIB a augmenté de 1½ point

L'exigence de rentabilité de l'investissement peut être relativement élevée dans certains secteurs...

...et le souvenir du surinvestissement passé peut encore jouer un rôle



environ par rapport à sa moyenne de longue période de 5 % en Australie et aux États-Unis. En Espagne, il a représenté quelque 9 % du PIB, soit près de 3 points de plus que la moyenne des dix années précédentes. L'Allemagne et le Japon, en revanche, font figure d'exceptions parmi les économies avancées.

Investissement résidentiel vigoureux...

Aux États-Unis, c'est principalement la construction résidentielle qui explique la récente conjoncture favorable du bâtiment, qui s'est poursuivie début 2006. En Espagne, elle enregistre sa treizième année d'expansion consécutive ; son essor a été tiré (et financé) dans une large mesure par des sources extérieures, notamment par des *baby boomers* d'Europe du Nord qui prennent leur retraite et acquièrent une résidence secondaire sur les bords de la Méditerranée.

...tout comme le secteur du bâtiment

Ces vingt dernières années, dans les grands pays industrialisés, le bâtiment (construction résidentielle et commerciale) a connu plusieurs cycles. Les périodes de forte activité ont été généralement assez longues (quatre à dix ans ou plus dans les pays figurant au tableau II.6). À ces moments-là, sa contribution à la croissance globale du PIB a facilement atteint 10–15 % ; il a représenté jusqu'à 10 % de la production totale de l'économie à l'apogée du cycle et employé 13 % de la main-d'œuvre totale. Aux États-Unis, par exemple, sa progression moyenne a été de 8½ % par an pendant le boum de 1983–86, entrant alors pour 9 % dans l'expansion du PIB. Dans les années 90, l'essor a été moins marqué, mais il a eu un effet un peu plus sensible sur l'emploi. Le dynamisme du bâtiment est également bénéfique à des secteurs connexes, tels que les agences immobilières et les sociétés de crédit-bail. Ainsi, de 1983 à 1986, la part de ces services dans le PIB a augmenté de 0,7 % aux États-Unis.

Caractéristiques des précédents cycles de la construction

Tout comme les périodes d'expansion du bâtiment avaient tendance à durer, les ralentissements ont souvent été prolongés et sévères. En Allemagne, en Espagne, aux États-Unis et au Japon, la production en termes réels de ce secteur s'est contractée de 13 à 21 % durant les principales phases de repli de ces trente dernières années, et le recul de l'emploi a parfois atteint 20 %.

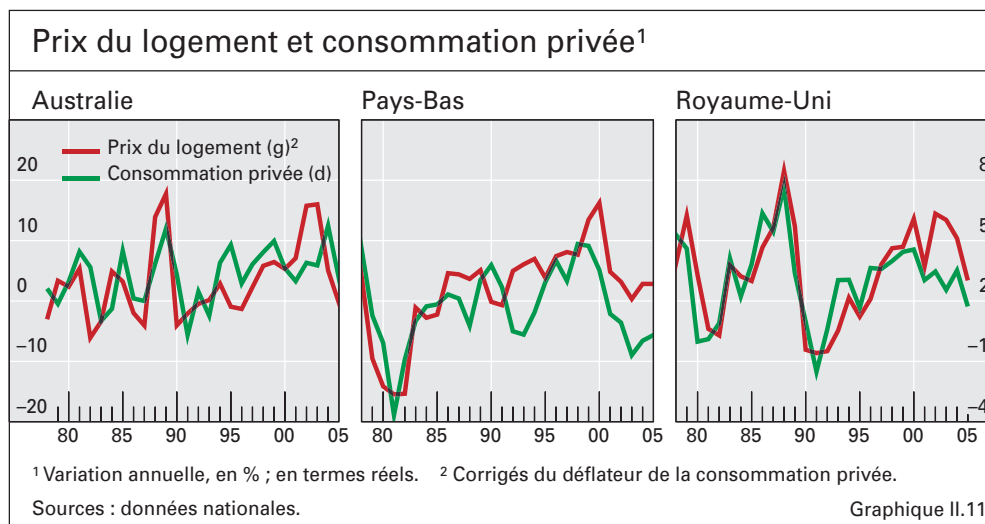
Les phases de ralentissement ont été généralement longues...

Secteur du bâtiment <sup>1</sup> dans certaines économies							
En %							
	Période de forte activité <sup>2</sup>					Écart pic–creux <sup>5</sup>	
	Date	Taux de croissance moyen <sup>3</sup>	Contribution à la croissance <sup>4</sup>	Part maximale du PIB nominal	Part maximale de l'emploi	Production réelle	Emploi
Allemagne	1988–1994	3,1	9	6,3	8,5	–18	–20
Espagne	1994–2004	4,9	11	9,7	13,2	–20	–19
États-Unis	1983–1986	8,3	9	4,7	5,0	–13	–8
	1992–2000	2,6	3	4,4	5,2		
Japon	1985–1990	7,1	15	9,9	9,6	–21	–2

<sup>1</sup> Définition de la comptabilité nationale (PIB par secteur d'activité). <sup>2</sup> Phase durable pendant laquelle la valeur ajoutée dans le secteur du bâtiment connaît une croissance moyenne annuelle proche de 3 % ou plus. <sup>3</sup> Variation annuelle moyenne. <sup>4</sup> Contribution à la croissance du PIB réel, en % de la croissance du PIB. <sup>5</sup> Variation d'un pic au creux suivant ; moyenne calculée sur la base de ralentissements majeurs (jusqu'à trois) depuis 1970.

Sources : OCDE ; données nationales.

Tableau II.6



...surtout en  
Allemagne et  
au Japon

En Allemagne et au Japon, les retournements les plus récents ont été particulièrement marqués : dans ce premier pays, la production comme l'emploi du secteur se sont repliés de 30 % entre 1994 et 2004. C'est seulement en 2005 que de timides signes de redressement sont apparus. Au Japon également, le bâtiment ne s'est pas encore remis de l'éclatement de la bulle immobilière de 1990. La production en termes réels de ce secteur a, là aussi, reflué de près de 30 % entre 1990 et 2003. L'emploi, cependant, a légèrement progressé, car de nombreux ouvriers étaient recrutés pour des chantiers publics qui s'inscrivaient dans la politique budgétaire expansionniste des années 90. Néanmoins, les effets du ralentissement sur les agrégats macroéconomiques, tels que la consommation des ménages, ont été clairement ressentis lorsque les salaires dans le bâtiment se sont trouvés nettement amputés.

Le tassement  
du marché de  
l'immobilier devrait  
peser sur la  
consommation...

Un repli du marché immobilier et un tassement de la hausse des prix du logement signifieraient aussi un moindre support, par d'autres canaux, pour les dépenses de consommation. Premièrement, le patrimoine immobilier croît plus lentement (voire diminue). Deuxièmement, il en résulte une capacité réduite à rendre liquides des actifs immobiliers au moyen d'emprunts adossés à des garanties immobilières. L'Australie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni sont passés par des périodes de ralentissement des prix immobiliers : dans les trois cas, elles se sont accompagnées d'un net affaiblissement de la croissance de la consommation en termes réels (graphique II.11).

...même si  
les effets des  
ralentissements  
observés  
récemment sur ce  
marché ont été  
jusqu'à présent  
modérés

Toutefois, surtout en Australie et au Royaume-Uni, ce tassement de la hausse des prix immobiliers a eu moins d'incidence que prévu sur la consommation. En termes réels, dans ces deux pays, les variations des prix du logement durant la première moitié de l'actuelle décennie ont eu moins d'influence sur la fluctuation de la consommation qu'au cours des 25 années précédentes. Plusieurs explications peuvent être avancées : les ménages ont anticipé, dans une certaine mesure, une correction de l'envolée des prix immobiliers ; dans le récent épisode de croissance vigoureuse et de faible chômage, ils ont révisé en baisse leurs programmes de dépenses, mais moins que, par exemple, les Néerlandais lors du ralentissement économique de

2001–03 ; enfin, si ces prix se sont stabilisés dans les deux pays, ils n’ont pas sensiblement baissé en termes réels.

L’effet possible du tassement de l’immobilier sur la demande globale reste très difficile à cerner. L’expansion actuelle de ce marché s’est révélée inhabituelle en termes de durée, d’ampleur et de covariation des prix au plan international. Ces prix ont grimpé en flèche dans de nombreux pays avancés, mais aussi dans bien des économies émergentes, y compris en Chine et en Corée. De surcroît, cette flambée a eu lieu dans des pays déjà engagés dans une transformation profonde de leur offre de financement. Les propriétaires peuvent ainsi choisir dans une palette plus large de contrats d’emprunt. Par voie de conséquence, l’emprunt adossé à une garantie immobilière est devenu moins cher et plus facile à obtenir, de sorte que de nouvelles catégories de ménages ont pu entrer sur le marché. En particulier, les crédits de qualité inférieure sont en nette progression dans les pays qui les autorisent. Jusqu’à présent, toutefois, la faiblesse des taux d’intérêt a permis de maîtriser l’évolution des charges d’intérêts, malgré des niveaux d’endettement de plus en plus élevés (graphique II.10).

L’incidence du ralentissement du marché de l’immobilier reste difficile à cerner

## Politique budgétaire

Même si, en 2005, la situation des finances publiques s’est révélée généralement meilleure que prévu un an auparavant, de nombreuses économies avancées continuent d’enregistrer un déficit budgétaire substantiel. Sous l’effet d’évolutions conjoncturelles favorables, les déficits nominaux ont été réduits de 1 % du PIB environ aux États-Unis ainsi qu’au Japon, et d’environ 1/2 point de pourcentage dans la zone euro (tableau II.7). Les déficits structurels (hors variations cycliques) se sont aussi contractés, mais

Amélioration des soldes budgétaires...

Budget : indicateurs récents et projections à moyen terme <sup>1</sup>											
	Solde financier			Solde structurel <sup>2</sup>			Dettes publique brute		Variation de la position à moyen terme <sup>3</sup>		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2005	2006	Année	Solde financier	Dettes publique brute
États-Unis	-4,7	-3,8	-3,6	-4,4	-3,7	-3,7	64	64	2009	1,3	0
Zone euro	-2,8	-2,4	-2,3	-2,3	-1,6	-1,6	78	78	2008	1,1	3
Allemagne	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7	-2,2	-2,1	70	71	2009	1,8	1
France	-3,7	-2,9	-2,9	-2,9	-2,0	-2,1	77	76	2009	2,0	3
Italie	-3,5	-4,3	-4,2	-3,4	-3,7	-3,6	121	122	2009	2,8	7
Espagne	-0,2	1,1	1,1	0,3	1,3	1,3	50	48	2008	-0,4	7
Japon	-6,3	-5,2	-5,2	-5,6	-4,9	-5,3	172	175	2011	1,6	0
Royaume-Uni	-3,3	-3,2	-3,4	-3,6	-3,1	-3,1	47	50	2011	1,6	-3
Canada	0,7	1,7	2,2	0,6	1,7	2,1	69	63	2011	-1,1	26
Australie	1,3	1,5	0,9	1,2	1,5	1,0	14	13	2010	0,2	9 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Administrations publiques, chiffres en % du PIB. <sup>2</sup> Solde financier corrigé des variations cycliques, en % du PIB potentiel. <sup>3</sup> Variation, en points de %, entre 2005 et l’année citée ; définitions nationales. Un chiffre positif indique une réduction du déficit (une augmentation de l’excédent)/une diminution de la dette. <sup>4</sup> Dette nette.

Sources : Commission européenne ; FMI ; OCDE ; données nationales.

Tableau II.7

demeurent, dans bien des pays, à des niveaux qui appellent à poursuivre l'assainissement budgétaire.

...substantielle aux États-Unis...

L'amélioration de la position budgétaire des États-Unis en termes nominaux a résulté de la forte progression des recettes fiscales, au titre de l'impôt sur les bénéfices tout particulièrement, et d'une maîtrise relativement stricte des dépenses de nature non discrétionnaire. Le déficit devrait rester plus ou moins stable en 2006, sous l'effet d'un accroissement moins rapide des recettes, mais aussi des coûts de reconstruction consécutifs au passage des cyclones et des opérations militaires en cours à l'étranger.

...et modérée dans la zone euro

Dans la zone euro, la croissance modérée en termes réels a permis d'améliorer légèrement les ratios de recettes budgétaires, tandis que les ratios de dépenses sont restés globalement stables. Pourtant, les déficits se sont maintenus au-dessus du critère de 3 % dans quatre pays de la zone euro (dont l'Allemagne et l'Italie), alors qu'en France, ils se sont approchés de cette limite. Les prévisions budgétaires pour 2006 n'envisagent pas fondamentalement de resserrement, dans un environnement où l'activité économique devrait s'accélérer jusqu'à atteindre son potentiel de croissance.

Déficits moindres mais endettement toujours lourd au Japon

Au Japon, le déficit nominal a diminué plus vite qu'on ne s'y attendait, revenant de plus de 8 % du PIB en 2002-03 à un peu plus de 5 % en 2005. Cette amélioration a été due aux recettes fiscales (sur les revenus et les bénéfices) supérieures aux prévisions et à des économies au titre du collectif budgétaire. En termes corrigés des variations cycliques, le déficit est ressorti à moins de 5 % du PIB. Toutefois, après une décennie de déficits substantiels, la dette publique brute, de loin la plus élevée des grands pays industrialisés, dépasse 170 % du PIB. L'endettement net est bien moindre, mais, avec environ 85 % du PIB, il excède de beaucoup celui de la plupart des autres économies avancées.

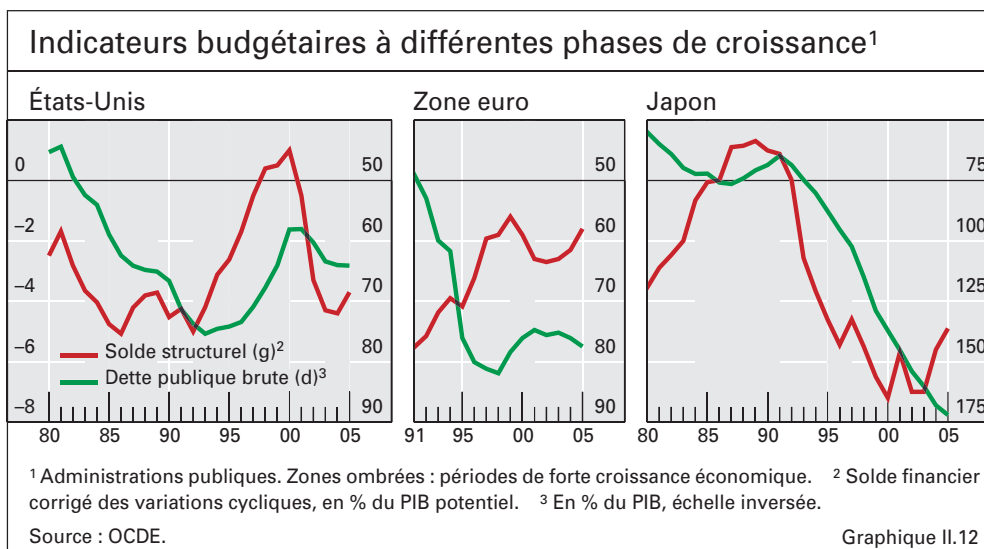
Perspectives d'assainissement budgétaire toujours incertaines

L'assainissement budgétaire va-t-il nettement progresser après 2006 ? Dans de nombreux cas, cela reste incertain. Aux États-Unis, les autorités ont annoncé leur intention de ramener le déficit fédéral à environ 1 1/2 % du PIB d'ici 2009, même si les mesures qui permettront d'y parvenir n'ont pas été confirmées. Dans la zone euro, le tour de vis budgétaire n'est envisagé qu'à un rythme mesuré. Tout dépendra de la façon dont sera appliqué le nouveau Pacte de stabilité et de croissance. Si les opinions divergent sur ce point, la plupart des décideurs politiques affirment que les nouvelles dispositions affaiblissent le « volet correctif » du pacte (c'est-à-dire la procédure pour déficit excessif) et que la mise en œuvre de la politique budgétaire y gagnera en flexibilité. L'Allemagne pense ramener son déficit à moins de 3 % du PIB en 2007, grâce surtout à un relèvement de 3 points de pourcentage de son taux de TVA. Le Japon a décidé de rapprocher d'un an la date butoir pour le retour à l'équilibre primaire, soit l'exercice 2011. Cependant, là encore, les mesures spécifiques dans ce sens ne sont toujours pas élaborées.

#### *Viabilité budgétaire : les enjeux*

La persistance d'importants déficits...

La condition fondamentale de la viabilité budgétaire, à savoir que, sur longue période, l'encours de la dette publique ne progresse pas plus vite que le PIB nominal, n'est pas satisfaite aux États-Unis et dans la zone euro depuis 2001,



ni au Japon depuis la fin des années 80. En fait, durant la dernière phase de croissance rapide dans la zone euro, les déficits structurels se sont creusés (graphique II.12). Aux États-Unis, ils se sont réduits sur la période de forte croissance la plus récente (2002–05), mais beaucoup moins que pendant l’expansion des années 90.

La persistance d’importants déficits budgétaires, même dans un contexte de croissance mondiale soutenue et de faibles taux d’intérêt, a suscité des préoccupations au sujet de la viabilité à long terme des finances publiques dans les principaux pays industrialisés. Ces préoccupations sont amplifiées par les tensions budgétaires qui se profilent, en raison des dépenses liées au vieillissement démographique et du tassement de la croissance qu’il laisse présager.

Le vieillissement de la population pèsera de plus en plus sur les budgets dans les décennies à venir. Dans les pays du tableau II.7, les dépenses publiques au titre des retraites devraient augmenter en moyenne de près de 3 % du PIB d’ici 2050. Sur ce point, cependant, les projections diffèrent sensiblement d’un pays à l’autre. Par rapport à 2000, le ratio retraites/PIB diminuerait en Italie et au Royaume-Uni mais augmenterait de 8 points en Espagne.

Concernant la santé et les soins de longue durée, les dépenses publiques semblent devoir s’alourdir massivement. Selon les projections de l’OCDE, en l’absence d’une action des autorités, elles pourraient passer d’une moyenne de 7 % du PIB en 2005 à 13 % en 2050 dans les principaux pays industrialisés (tableau II.7). En outre, contrairement à ce qui se passe pour les retraites, l’évolution prévue de ces dépenses touche tous les pays de façon relativement homogène. Même dans un scénario prenant en compte les effets supposés de mesures visant à en limiter la progression, elles sont appelées à s’accroître en moyenne de 3½ points, pour atteindre 10½ % du PIB d’ici 2050.

Ces projections reposent toutes sur des conditions macroéconomiques relativement favorables. Une progression du revenu national plus lente que prévu accélérerait la détérioration tendancielle des positions budgétaires sous-jacentes. La zone euro et le Japon devraient s’attendre, en outre, à une

...amplifie les préoccupations au sujet de la viabilité budgétaire

La viabilité devient plus urgente car les dépenses au titre des retraites s’alourdissent...

...ainsi que les coûts de santé

Un ralentissement de la croissance comporterait des risques additionnels...

diminution notable du taux de croissance potentiel moyen de leur PIB, si les effets du vieillissement démographique ne sont pas compensés par un relèvement de l'âge du départ en retraite. Cela souligne encore la nécessité de réformes structurelles. Les États-Unis sont peut-être dans une situation plus favorable à cet égard, dans la mesure où ils devraient être moins affectés par le ralentissement de la croissance démographique et où leur productivité a progressé à un rythme soutenu au cours de la décennie passée.

...de même qu'une augmentation des taux d'intérêt

La gravité du problème de la dette publique est, dans une certaine mesure, masquée par le bas niveau des taux à long terme. Les paiements d'intérêts nets des pouvoirs publics se sont réduits de 0,6 point de PIB entre 2000 et 2005 aux États-Unis, et de 0,8 point de PIB dans la zone euro. Au Japon, le coût du service de la dette publique a diminué de 0,2 point de PIB sur la même période, malgré l'alourdissement de la dette. Une hausse des taux longs plus forte qu'attendu rendrait donc encore plus difficiles les décisions que les autorités budgétaires doivent prendre pour placer les finances publiques sur une trajectoire viable. À cet égard, les États-Unis sont en moins bonne posture que d'autres pays, en raison de leur faible taux d'épargne national.

## Évolution des paiements courants

### *Aggravation des déséquilibres extérieurs*

Nouvelle augmentation marquée du déficit courant américain

Les déséquilibres mondiaux des paiements courants ont continué à s'accroître. Le déficit extérieur américain a atteint \$800 milliards en 2005 (6½ % du PIB), soit une hausse de près de \$140 milliards en un an (tableau II.8). Alors que la zone euro a affiché des comptes courants en équilibre, la situation des pays membres est devenue plus contrastée : l'excédent de l'Allemagne a dépassé \$110 milliards (4 % du PIB), cependant que le déficit de l'Espagne s'est creusé à quasiment \$85 milliards (7½ % du PIB). L'excédent du Japon est resté substantiel, à quelque \$170 milliards, ou 3½ % du PIB. Plusieurs économies européennes plus petites, telles que la Norvège et la Suisse, ont également été nettement excédentaires.

L'alourdissement des factures énergétiques amplifie les déficits des économies avancées

Ce creusement des déséquilibres s'explique largement par la flambée des prix de l'énergie. Le solde des échanges de produits pétroliers des pays avancés importateurs de pétrole s'est détérioré d'environ 1½ point de PIB. Dans le cas des États-Unis, les importations énergétiques nettes se sont accrues de \$70 milliards, ce qui représente à peu près l'augmentation totale des exportations de marchandises. L'énergie entre désormais pour un tiers dans le déficit commercial américain.

Modification de la composition des excédents

Le renchérissement de l'énergie a également modifié la composition des excédents extérieurs. L'excédent cumulé des pays exportateurs de pétrole a progressé, atteignant environ \$420 milliards en 2005, contre moins de \$90 milliards en 2002 avant le début de l'envolée des prix pétroliers. Ces prix élevés ont encore beaucoup plus pénalisé les pays émergents importateurs de pétrole, dont l'économie est davantage tributaire de cette source d'énergie. Ainsi, pour la Chine, le solde des échanges de produits pétroliers s'est dégradé de 4 points de PIB entre 2002 et 2005. Néanmoins, l'excédent global des

Solde des paiements courants						
En milliards de dollars EU						
	Moyenne 1991-2001	2002	2003	2004	2005	2005 <sup>1</sup>
États-Unis	-178	-475	-520	-668	-805	-6,4
Zone euro <sup>2</sup>	13	39	32	74	-16	-0,2
Allemagne	-21	41	46	102	115	4,1
Espagne	-12	-23	-32	-55	-83	-7,4
Japon	105	112	137	171	168	3,7
Autres pays industrialisés avancés	-3	34	55	48	44	0,8
Chine	14	35	46	69	161	7,2
Autres économies émergentes d'Asie	15	92	120	115	82	2,6
Amérique latine	-49	-16	7	18	30	1,2
Europe centrale et orientale	-13	-24	-37	-59	-65	-5,4
Pays exportateurs de pétrole	5	87	143	239	417	9,6
Arabie Saoudite	-6	12	28	52	91	29,5
Norvège	9	24	29	35	49	16,7
Russie	12	29	35	59	84	11,0
Pays importateurs de pétrole	-101	-239	-210	-304	-515	-1,3
Avancés	-67	-328	-338	-431	-683	-2,2
Émergents	-34	89	128	127	168	1,8

<sup>1</sup> En % du PIB. <sup>2</sup> Somme des soldes des économies de la zone euro.  
Sources : FMI ; données nationales. Tableau II.8

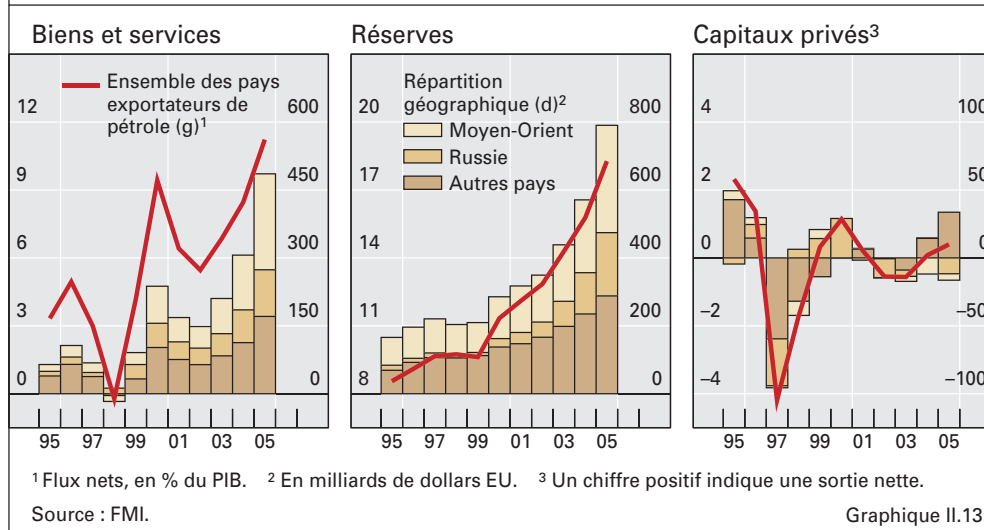
paiements courants des économies émergentes importatrices de pétrole a continué de progresser, s'élevant à \$170 milliards en 2005, contre quelque \$90 milliards en 2002. L'excédent extérieur de la Chine a atteint \$160 milliards (7 % du PIB), en raison d'une expansion toujours vive des exportations et d'un ralentissement marqué de la croissance des importations. L'Amérique latine dans son ensemble a aussi enregistré un excédent croissant, de nombreux pays de cette région ayant profité de la progression des cours des produits de base et du renforcement des exportations en volume (chapitre III).

#### *Rééquilibrage mondial et recyclage des recettes pétrolières*

Les facteurs traditionnels susceptibles de favoriser l'ajustement extérieur n'ont guère contribué, voire se sont opposés, au rééquilibrage mondial. Le dollar EU a progressé de 4 % en termes effectifs réels, tandis que le yen perdait de la valeur (chapitre V). Les monnaies des économies émergentes d'Asie se sont modérément appréciées, mais pas assez pour induire un changement notable dans les flux commerciaux. La hausse du cours de change effectif réel explique en partie la persistance d'un déficit extérieur élevé en Australie (6 % du PIB) et en Nouvelle-Zélande (9 %). Malgré un rétrécissement en cours d'année, l'écart de croissance entre les États-Unis et les autres grandes économies avancées est resté substantiel et favorable au dollar. Enfin, la faiblesse des taux réels à

Les facteurs d'ajustement traditionnels n'ont guère eu d'incidence...

## Pays exportateurs de pétrole : indicateurs de la balance des paiements



long terme a continué d'étayer la vive expansion de la demande des ménages (investissement résidentiel compris) aux États-Unis et ailleurs.

...et les prix élevés du pétrole pourraient retarder encore l'ajustement extérieur

En outre, le processus d'ajustement extérieur au choc pétrolier actuel pourrait être plus long qu'à la fin des années 70. À cette époque, les importants excédents courants des exportateurs de pétrole s'étaient inversés en quelques années. Craignant une augmentation du taux et des anticipations d'inflation, les autorités monétaires avaient nettement durci leur politique. Il en était résulté une récession dans les économies importatrices de pétrole, qui avait induit à son tour un effondrement de la demande pétrolière. Cette fois, en revanche, l'inflation globalement contenue a permis une réaction monétaire beaucoup plus modérée, de sorte que la croissance mondiale et la demande de produits pétroliers sont restées fortes.

Une moindre propension à affecter les recettes pétrolières à des importations...

En 2005, les pays exportateurs de pétrole ont apparemment alloué une proportion moindre de leurs recettes pétrolières à des importations qu'au cours des deux années antérieures et que lors des précédents chocs pétroliers. Leur excédent commercial est passé à plus de \$450 milliards, soit plus de la moitié de leurs recettes pétrolières (graphique II.13). Cette augmentation a été surtout attribuable aux économies qui exportent essentiellement du pétrole, qui n'ont affecté que la moitié environ de la hausse de leurs recettes à l'accroissement de leurs importations de biens et services. En 2003 et 2004 et lors des précédents chocs, cette proportion était à peu près des trois quarts. Trouver et exploiter des opportunités d'investissement locales dans les économies pétrolières peut prendre du temps, davantage qu'il n'en faut, en fait, pour un véritable transfert de ressources par le biais principalement d'une augmentation des dépenses de consommation, comme ce fut le cas dans la décennie 70.

...accroît l'importance des placements

La manière dont les pays exportateurs de pétrole dépensent leurs recettes peut également jouer sur l'efficacité des mécanismes d'ajustement extérieur. Depuis 2003, l'accroissement de leur demande d'importations profite sans doute surtout aux pays européens. La Chine a réussi, elle aussi, à renforcer sa



part dans les exportations, tandis que les États-Unis ont enregistré un recul significatif. Cependant, selon les quelques données disponibles, il semble que les pays exportateurs de pétrole investissent encore en titres américains l'essentiel de leur surcroît de recettes, même s'ils ont opéré une diversification notable entre les catégories d'actifs. Ils se tournent davantage à présent vers les obligations d'entreprise et d'agences gouvernementales ainsi que vers les actions (chapitre VI). En dépit de cette plus grande diversification, l'augmentation du volume de leurs placements pourrait bien avoir soutenu le dollar et contribué au faible niveau des taux longs américains.