

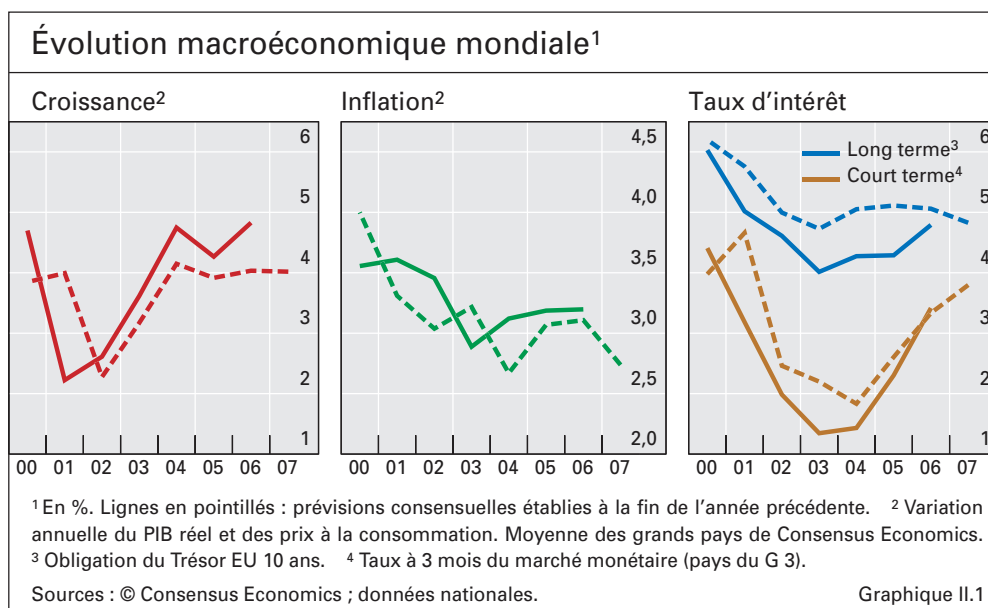
II. Économie mondiale

Faits marquants

La solidité de l'économie mondiale a encore surpris en 2006 (graphique II.1). Elle s'explique par trois facteurs : la bonne tenue de la consommation aux États-Unis, malgré l'affaiblissement du marché du logement ; une reprise généralisée dans les autres économies avancées ; une croissance toujours rapide dans les économies émergentes. L'inflation est restée modérée, la progression de l'indice des prix à la consommation (IPC) fléchissant au second semestre. Toutefois, les tensions sur l'inflation sous-jacente ont persisté dans le contexte d'un taux d'utilisation des capacités élevé ou en augmentation dans les grandes économies.

Pour 2007, les analystes s'accordent à prévoir une expansion économique généralisée, un relâchement des tensions inflationnistes et une atténuation graduelle des déséquilibres des paiements courants. Ce scénario est conforté par des signes de plus en plus nombreux d'une reprise classique dans la zone euro et au Japon, les exportations entraînant une hausse de l'investissement et, en corollaire, une progression de l'emploi et de la consommation. La bonne santé de la demande intérieure dans les grandes économies émergentes est également encourageante.

Le scénario de base n'est toutefois pas exempt d'importants risques à court terme. L'impact du repli du marché immobilier américain ne s'est peut-être pas encore fait pleinement sentir. Certes, l'Europe et l'Asie apparaissent moins dépendantes de la croissance des États-Unis qu'il y a quelques années, mais la vigueur de la consommation dans ces régions et



dans les économies avancées plus généralement semble mal assurée. En outre, il n'est pas certain que les tensions inflationnistes aient été jugulées. Les conditions de financement, toujours favorables à la croissance, pourraient finir par se durcir, surtout si les craintes inflationnistes se renforçaient.

Bilan de l'économie mondiale

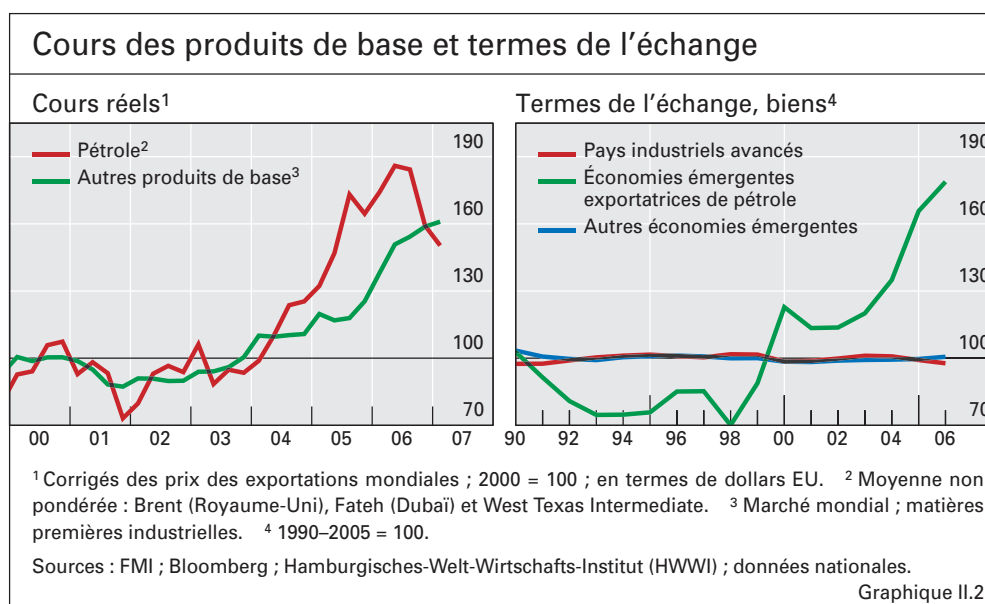
Panorama

Poursuite d'une forte croissance et d'une inflation modérée

En 2006, l'économie mondiale a encore bénéficié de la conjonction d'une croissance soutenue et d'une inflation modérée. La production s'est accrue de 5½ %, soit une croissance supérieure à 4 % pour la quatrième année consécutive. Cette vigueur a été plus largement partagée que les années précédentes : la croissance a été égale ou supérieure à la tendance de long terme dans pratiquement toutes les économies avancées et elle a fortement progressé dans les grands pays émergents d'Asie et d'Amérique latine. Les pays exportateurs de matières premières ont connu une amélioration des termes de l'échange par rapport à 2005. Les prix pétroliers ont baissé fin 2006, mais ceux de nombreux autres produits de base ont encore progressé (graphique II.2). En dépit de la vigueur de la croissance, le rythme d'inflation mesuré à partir de l'IPC est néanmoins resté contenu.

Le risque de surchauffe...

Les risques macroéconomiques ont changé en cours d'année. Au premier semestre, la vigueur de la croissance a fait craindre que l'économie mondiale ne s'approche d'une « vitesse limite ». Les prix pétroliers mesurés en dollars ont augmenté de plus de 35 % entre février et août 2006 du fait d'une hausse persistante de la demande. En outre, des signes de résorption des capacités non utilisées dans les grandes économies ont suscité des inquiétudes quant à une éventuelle surchauffe. Les anticipations d'inflation à long terme sur les marchés financiers ont progressé temporairement au cours des six premiers



mois de 2006, notamment aux États-Unis (chapitre IV), et la volatilité des marchés financiers a augmenté fortement, quoique provisoirement, en mai (chapitre VI).

Au second semestre, les risques d'un fléchissement de la croissance sont devenus plus apparents, alors que les signes d'essoufflement s'accumulaient aux États-Unis. Dans le même temps, l'amorce d'une baisse des cours pétroliers a atténué les préoccupations relatives au risque d'inflation à court terme : après avoir culminé à plus de \$75 le baril en août, les cours au comptant avaient perdu environ 25 % en fin d'année. Cette baisse et le recul concomitant des prix de l'essence ont soutenu les dépenses de consommation en fin d'année, surtout aux États-Unis.

L'expansion économique des quatre dernières années diffère à plusieurs égards de celle des années 1994–1997, également marquée par quatre années consécutives de croissance égale ou supérieure à la tendance (tableau II.1). Premièrement, la contribution à la croissance mondiale des économies

...a fait place à celui d'un fléchissement de la croissance

Une reprise atypique

La reprise mondiale actuelle en perspective				
En % ou en points de %				
	Reprise actuelle		Reprise précédente	
	2003–06 ¹	2006	1994–97 ¹	1997
Croissance du PIB mondial	4,9	5,4	4,0	4,2
Contributions des pays/groupes ²				
Pays industriels avancés	1,3	1,5	1,7	1,8
États-Unis	0,7	0,7	0,8	0,9
Économies émergentes	3,6	3,9	2,3	2,4
Chine	1,4	1,5	0,9	0,9
Contribution des ménages/entreprises ³				
Demande des ménages ⁴	67,4	52,2	60,2	51,0
Investissement résidentiel	7,4	0,2	4,1	0,4
Demande des entreprises ⁵	24,3	31,5	29,9	35,3
Cours réels du pétrole ^{6, 7}	93,8	14,1	10,5	1,0
Cours réels des produits de base ^{6, 8}	66,6	25,4	15,4	5,3
Taux d'intérêt réels ^{9, 10}				
Taux courts (directeurs)	0,6	1,3	0,0	2,2
Taux longs (rendement des obligations d'État 10 ans)	-0,7	1,9	1,1	3,6
Indicateurs budgétaires ^{9, 11}				
Solde financier structurel ¹²	1,8	-1,9	2,4	-1,6
Dette publique brute ¹³	6,9	85,8	7,1	77,2
Crédit au secteur privé ^{9, 13}	12,0	134,5	2,0	105,7

¹ Croissance du PIB mondial et contributions : moyenne annuelle ; autres indicateurs : variation cumulée. ² En points de %. ³ En % de la croissance totale du PIB des pays industriels avancés. ⁴ Dépenses de consommation finale privée plus formation brute de capital fixe du secteur privé résidentiel. ⁵ Formation brute de capital fixe, secteur privé non résidentiel. ⁶ Variation corrigée des prix des exportations mondiales, en termes de dollars EU. ⁷ Moyenne pondérée : Brent (Royaume-Uni), Fateh (Dubai) et West Texas Intermediate. ⁸ Marché mondial ; matières premières industrielles. ⁹ États-Unis, zone euro et Japon : moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. ¹⁰ Corrigés du déflateur de la consommation privée (États-Unis) ou des prix à la consommation (zone euro et Japon). ¹¹ Administrations publiques. ¹² Solde financier corrigé des variations cycliques ; en % du PIB potentiel. ¹³ En % du PIB.

Sources : FMI ; OCDE ; Bloomberg ; HWWI ; données nationales.

Tableau II.1

émergentes, surtout d'Asie, a été supérieure de 1¼ point de pourcentage à ce qu'elle fut il y a dix ans. Cela s'explique, dans une large mesure, par le dynamisme de l'économie chinoise, mais aussi, plus généralement semble-t-il, par les effets bénéfiques des grandes réformes engagées dans de nombreux pays émergents (chapitre III). Deuxièmement, malgré une progression relativement modeste du revenu réel dans les économies avancées, la demande des ménages a joué un rôle beaucoup plus important (par rapport à la dépense des entreprises) dans la croissance des économies avancées que lors de la précédente phase de reprise.

Les conditions de financement, notamment, sont restées attractives

Troisièmement, les conditions de financement sont demeurées beaucoup plus favorables qu'il y a dix ans. Les taux d'intérêt réels à long terme n'ont pas augmenté, en dépit de la forte croissance mondiale et de politiques monétaires ayant progressivement perdu leur caractère accommodant depuis 2004. Le faible niveau des taux a non seulement soutenu la valeur des actifs financiers et réels dans le monde (chapitre VI), mais il s'est accompagné d'une expansion rapide du crédit et d'un approfondissement financier marqué (chapitre VII), de sorte que les ratios crédit/PIB ont, dans l'ensemble, atteint de nouveaux sommets. Enfin, les déficits budgétaires structurels ont diminué au cours de la présente reprise, mais moins qu'au milieu des années 1990.

Évolution marquée de l'activité économique mondiale

Rééquilibrage de la croissance mondiale en 2006

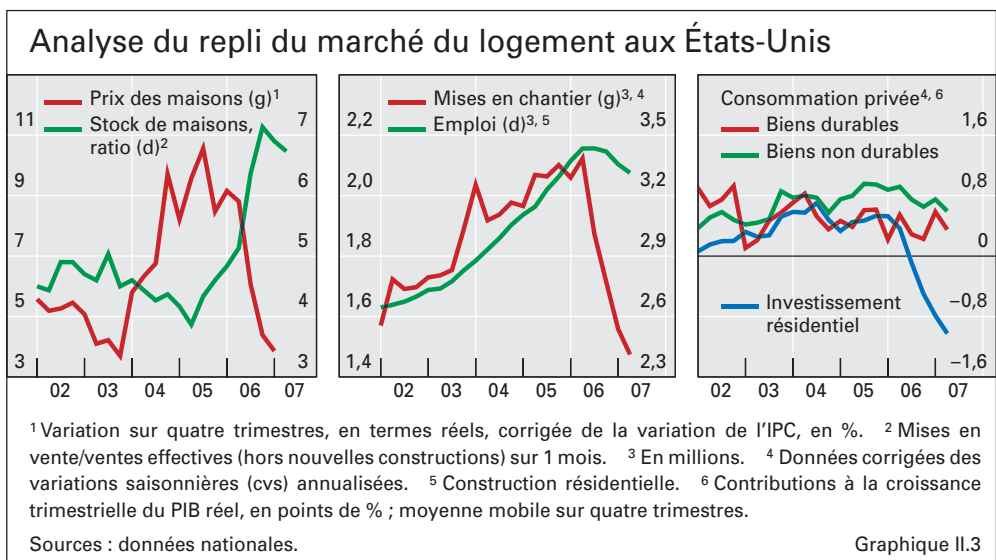
Les moteurs de l'expansion mondiale ont changé en 2006. Aux États-Unis, la croissance de la production s'est ralentie, revenant d'un taux annuel de plus de 4 % aux deux premiers trimestres 2006 à environ 2 % au second semestre et 1¼ % au premier trimestre 2007. Dans le même temps, la demande est restée forte ou s'est accélérée dans la plupart des autres économies avancées, notamment dans la zone euro, au Japon, au Royaume-Uni et au Canada. La vigueur de la demande intérieure a continué de jouer un rôle important dans les grandes économies émergentes d'Asie, d'Europe centrale et orientale, et d'Amérique latine (chapitre III).

Le repli du marché du logement américain...

Le ralentissement de la croissance américaine est dû essentiellement à la forte baisse d'activité sur le marché du logement. Les mises en chantier ont reculé de 35 % en 2006, et le stock de maisons invendues a nettement augmenté (graphique II.3). L'investissement résidentiel, qui avait contribué à la croissance du PIB à hauteur d'environ ½ point de pourcentage en 2005, l'a réduite en moyenne de plus de 1 point de pourcentage en rythme annuel au second semestre 2006. L'économie américaine a cependant continué de progresser à un rythme modéré dans la mesure où le repli du marché du logement n'a quasiment pas eu d'effet sur la consommation.

...semble encore moins prononcé que le précédent...

Le repli actuel du marché du logement aux États-Unis est brutal, mais semble cependant plus modeste que celui enregistré au début des années 1990. Les mises en chantier et les ventes de logements neufs ont chuté de 40 % environ, au lieu de 60 % et 55 %, respectivement, lors du cycle précédent. De fait, les mises en chantier et ventes de logements sont restées autour de leur moyenne de long terme au premier trimestre 2007. Le stock de logements neufs invendus semble régresser, mais demeure élevé par rapport au passé.



Une hausse persistante du patrimoine et du revenu des ménages a limité l'effet du ralentissement du marché immobilier américain sur la consommation. Les prix des logements ont chuté en termes réels dans des endroits où ils avaient connu des augmentations particulièrement marquées, mais ils n'ont fait que marquer le pas au plan national. Simultanément, la valeur des actifs financiers des ménages américains a continué de croître fortement (*infra*). Fait peut-être plus important encore, le chômage est demeuré faible. Même dans la construction résidentielle, l'emploi, qui représente environ 2½ % du total aux États-Unis, est resté stable. Il apparaît d'ailleurs remarquablement élevé eu égard au niveau actuel des mises en chantier.

...et son effet limité par la hausse de la valeur des actifs

Pour la première fois depuis 2002, la croissance dans la zone euro a dépassé celle des États-Unis au second semestre 2006. Cette reprise paraît suivre un schéma classique : hausse des exportations entraînant un essor de l'investissement des entreprises et de l'emploi, puis, dans une moindre mesure, une augmentation de la consommation privée. Le taux de chômage est tombé au-dessous des niveaux enregistrés au plus haut du cycle précédent, en 2001. Les créations d'emplois ont été particulièrement nombreuses en Allemagne, où le taux de chômage a baissé de presque 1½ point de pourcentage en 2006. La reprise de l'économie allemande a également profité à ses principaux partenaires commerciaux européens.

Signes de reprise classique dans la zone euro

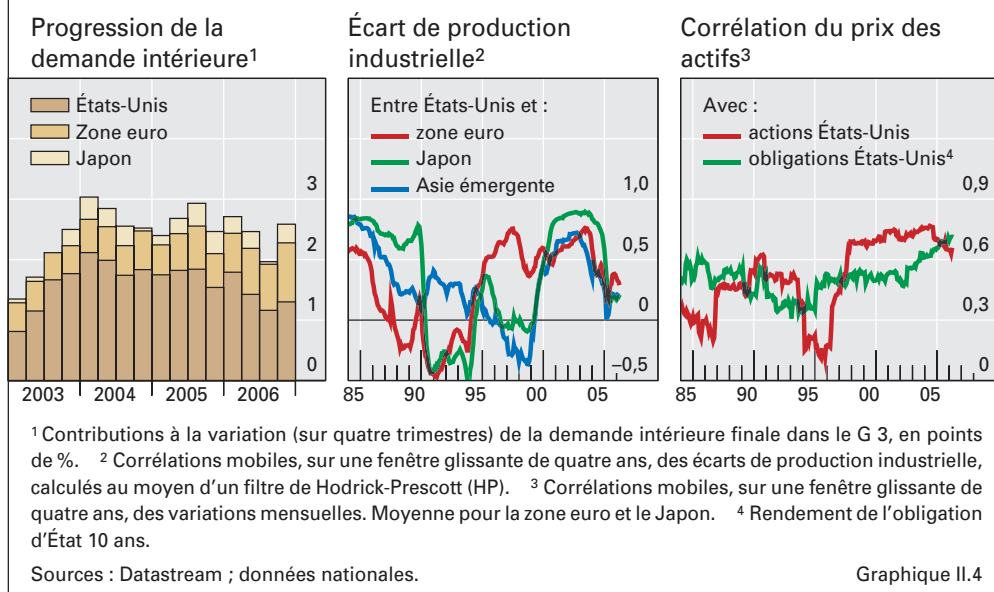
Au Japon, l'économie a continué de progresser à un rythme modéré, même si la demande est restée assez irrégulière. L'investissement des entreprises s'est poursuivi à vive allure, notamment dans les secteurs tournés vers l'exportation, qui ont profité du dynamisme de la croissance chinoise et de la faiblesse du yen (chapitre V). La progression de la consommation est restée forte, quoiqu'elle ait ralenti au second semestre, et ce, malgré un chômage conjoncturellement peu élevé.

Le Japon connaît toujours une croissance modérée

Le monde s'est-il affranchi de la croissance américaine ?

L'expansion économique mondiale est ainsi devenue moins dépendante de la croissance des États-Unis au fil des mois. Alors que la demande intérieure

Demande, production et corrélations sur le marché des actifs



La dépendance apparemment moindre vis-à-vis de la croissance américaine...

globale des économies du G 3 a continué de progresser à un rythme d'environ 2½ % au second semestre 2006, les États-Unis n'ont plus représenté que quelque 50 % de ce chiffre, contre 70 % en moyenne au cours des trois années précédentes (graphique II.4). Cependant, l'affaiblissement de la demande intérieure aux États-Unis a porté essentiellement sur les biens non échangeables ; les importations américaines de biens et services ont encore augmenté en termes réels au second semestre, ce qui, conjugué à une demande en hausse dans le reste du monde, en Europe surtout, a stimulé les exportations des grandes économies émergentes. Début 2007, pour la première fois, les exportations de la Chine à destination de l'Europe ont dépassé en valeur celles en direction de l'Amérique du Nord.

...semble refléter le caractère différent du cycle actuel...

Par comparaison avec la dernière récession américaine de 2001, il semblerait que l'économie mondiale soit devenue moins dépendante du cycle conjoncturel des États-Unis. Depuis quelques années, la production industrielle des États-Unis et celle des grandes économies sont beaucoup moins synchrones qu'au début de la décennie. Cela s'explique, en partie, par le fait que, contrairement à la reprise actuelle, le cycle précédent avait été marqué par la succession d'un essor et d'un effondrement mondial des biens d'équipement liés à l'informatique, ce qui avait entraîné une évolution en tandem de la production de ces biens entre régions.

...une évolution des schémas commerciaux...

En outre, on assiste ces dernières années à une diversification régionale plus poussée des liens commerciaux. Alors que les économies sont généralement plus ouvertes, la part des exportations des grandes régions économiques vers les États-Unis a diminué entre 2001 et 2006, à l'exception notable de la Chine. La montée en puissance des économies émergentes et le développement du commerce intrarégional ont réduit cette exposition directe, et peut-être également indirecte, aux exportations vers les États-Unis depuis 2001 (tableau II.2). La variation de l'exposition commerciale – par

Exposition commerciale vis-à-vis des États-Unis								
	Exposition directe ¹		Exposition indirecte ²		Ouverture			
	2006	2001	2006	2001	Exportations/PIB ³		Importations/PIB ³	
					2006	2001	2006	2001
Canada et Mexique	81,2	87,9	4,0	2,5	31	32	29	29
Europe	7,6	9,1	7,7	9,5	31	28	31	27
Japon	22,7	30,4	10,6	11,0	14	9	12	8
Chine	21,0	20,4	10,1	14,5	37	23	30	21
Autres pays d'Asie ⁴	13,5	19,2	12,4	14,0	44	41	42	39
Amérique latine ⁵	26,2	30,5	10,6	10,2	19	14	12	13

¹ Exportations vers les États-Unis, en % du total des exportations. ² Somme de la part des exportations vers les pays tiers (hors États-Unis), multipliée par la part des États-Unis dans les exportations de ces mêmes pays tiers. ³ En %. ⁴ Hors Chine. ⁵ Hors Mexique.

Sources : FMI, *Direction of Trade Statistics* ; données nationales ; calculs BRI. Tableau II.2

exemple celle du Japon, de l'Asie émergente et de l'Amérique latine – s'explique, pour l'essentiel, par l'intégration de la Chine au marché mondial (chapitre III).

L'optimisme persistant des entreprises de la zone euro et des autres grandes économies, fin 2006 et début 2007, pourrait être un autre signe, plus récent, de la moindre dépendance envers le cycle conjoncturel américain. Ce récent « découplage » du sentiment est de bon augure pour les perspectives à court terme, le climat des affaires étant généralement corrélé avec les dépenses d'investissement.

...et un possible « découplage » du sentiment des milieux d'affaires

Cependant, des incertitudes subsistent quant à l'effet probable, sur la confiance des sociétés actives à l'international, d'une faiblesse plus généralisée ou plus prolongée des États-Unis. Ainsi, les entreprises allemandes représentées dans l'indice boursier DAX réalisent environ 70 % de leurs revenus à l'étranger, de sorte que les conséquences d'un ralentissement de la croissance américaine sur leurs prévisions de bénéfices et leurs dépenses pourraient être considérables. Des liens commerciaux toujours plus étroits au niveau mondial, en particulier la plus grande intégration des processus de production, soulignent l'importance possible de tels effets.

Mais les activités des entreprises sont imbriquées...

Une autre raison suggérant la prudence est celle des liens financiers avec les États-Unis. Les non-résidents, dont les actifs aux États-Unis ont rapidement progressé en quelques années, sont plus exposés à un repli américain. Entre 2001 et 2005, les engagements extérieurs américains ont augmenté de plus de \$4 000 milliards, notamment du fait de la progression des investissements de portefeuille en titres de dette dont la part est passée de 28 % à environ 34 %. En outre, les évolutions très semblables des prix des actifs peuvent propager les effets d'une baisse des marchés américains bien au-delà des seuls détenteurs d'actifs américains. Les rendements des actions sur les marchés mondiaux sont généralement fortement corrélés avec ceux observés aux États-Unis. Les corrélations sont également élevées entre les rendements des obligations d'État à long terme des États-Unis et ceux d'Europe ; elles ont augmenté durant la période de hausse des prix des actifs et d'accélération de la production qui a commencé mi-2003. La covariation des prix mondiaux des

...et les liens entre marchés financiers restent cependant étroits

actifs est généralement encore plus forte durant les phases de repli du marché.

Amélioration des soldes budgétaires structurels

Les déficits structurels ont diminué en 2006...

Les soldes budgétaires des économies industrielles avancées ont fini par donner des signes d'amélioration en 2006. Les déficits structurels (hors variations cycliques) se sont réduits aux États-Unis (de plus de 1 point de PIB), en Allemagne (de ¾ point) et au Japon (de 3¾ points, essentiellement grâce à un ajustement ponctuel des transferts de capitaux), et ne se sont accrus qu'en Italie, de façon marginale (tableau II.3). La baisse des déficits non ajustés aux États-Unis et en Allemagne a été plus prononcée, de 1½ point dans chaque cas. Si, dans la plupart des pays, la situation budgétaire s'est redressée en raison de rentrées fiscales exceptionnellement élevées, en Allemagne et au Japon, la limitation des dépenses a également joué un rôle important.

...et continué de s'améliorer un peu début 2007...

Les chiffres récents laissent penser que l'amélioration des soldes budgétaires s'est poursuivie début 2007. Aux États-Unis, il est prévu que le déficit budgétaire fédéral revienne à 1,6 % du PIB en 2007, soit son plus bas niveau depuis 2002 et environ 1 point de pourcentage de moins que le déficit public général. Dans la zone euro, la plupart des pays faisant l'objet de la procédure pour déficit budgétaire excessif devraient se maintenir en deçà du plafond de 3 % du PIB en 2007, y compris l'Italie, où le déficit budgétaire devrait baisser de 2 points. L'Allemagne a introduit, début 2007, une augmentation de 3 points de pourcentage de la TVA avec pour objectif de ramener le déficit global à moins de 1 % du PIB cette année. Au Japon, le projet de budget mise sur une réduction du déficit primaire d'environ 1 % du PIB en 2007/08, et vise un excédent primaire d'ici 2011/12.

Budget : indicateurs récents et projections à moyen terme ¹										
	Solde financier			Solde structurel ²			Dettes publiques brutes		Variation de la position à moyen terme ³	
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2006	2007	Solde financier	Dettes publiques brutes
États-Unis	-3,7	-2,3	-2,7	-3,6	-2,5	-2,8	62	62	1,0	1
Zone euro	-2,4	-1,6	-1,0	-1,5	-1,0	-0,8	76	74	0,9	8
Allemagne	-3,2	-1,7	-0,7	-1,9	-1,1	-0,8	71	69	0,4	2
Espagne	1,1	1,8	1,5	1,3	1,9	1,5	47	43	-0,6	5
France	-3,0	-2,6	-2,3	-2,0	-1,7	-1,7	75	74	1,5	6
Italie	-4,3	-4,5	-2,5	-3,2	-3,4	-2,0	120	119	2,1	4
Japon	-6,4	-2,4	-2,7	-5,9	-2,2	-2,7	179	179	1,6	7
Royaume-Uni	-3,3	-2,9	-2,7	-3,3	-2,8	-2,6	47	47	0,9	0
Canada	1,4	0,8	0,8	1,3	0,7	0,8	68	67	0,0	22
Australie	1,4	1,5	1,4	1,3	1,6	1,5	16	15	-0,5	5 ⁴

¹ Administrations publiques ; en % du PIB. ² Solde financier corrigé des variations cycliques, en % du PIB potentiel. ³ Variation, en points de %, entre 2006 et 2012 (Australie : 2011 ; Espagne : 2008). Un chiffre positif indique une réduction du déficit ou une augmentation de l'excédent/une diminution de la dette. ⁴ Dette nette.

Sources : Commission européenne ; FMI ; OCDE.

Tableau II.3

Malgré cela, un assainissement budgétaire durable n'est envisageable qu'à moyen terme dans la plupart des économies avancées. Le niveau de la dette publique est souvent élevé et sa réduction n'est attendue qu'à un rythme très lent. Particulièrement inquiétants sont les cas de l'Italie et du Japon, où la dette reste imperturbablement élevée malgré des taux d'intérêt bas et, pour ce qui est du Japon, une croissance supérieure à sa tendance. Des défis encore plus grands se profilent, puisque le vieillissement de la population aura des répercussions sur les budgets publics et, peut-être plus fortement encore, sur le comportement des ménages dans les prochaines décennies (*infra*).

...mais un assainissement budgétaire durable n'est pas encore à l'ordre du jour

Stabilisation des soldes des paiements courants, mais persistance des déséquilibres sous-jacents

L'an dernier, les soldes des paiements courants exprimés en pourcentage du PIB se sont, dans l'ensemble, stabilisés. Ainsi, le déficit des États-Unis est demeuré autour de 6½ % du PIB (tableau II.4), et ce, principalement grâce à la baisse des prix de l'énergie vers la fin 2006 : pour les États-Unis, le solde négatif des échanges de produits pétroliers a diminué de près de \$20 milliards au quatrième trimestre. Sur l'ensemble de l'année, le déficit courant des pays importateurs de pétrole est resté inchangé aux environs de 1 % du PIB, alors qu'il était en hausse de ½ % en 2005. En contrepartie, l'excédent des pays

Les soldes courants se sont stabilisés grâce à la baisse du pétrole...

Solde des paiements courants						
En milliards de dollars EU						
	Moyenne 1991–2002	2003	2004	2005	2006	2006 ¹
États-Unis	-202	-528	-665	-792	-857	-6,5
Zone euro ²	15	36	97	8	-29	-0,3
Japon	106	136	173	166	172	3,9
Autres pays						
industriels avancés	1	54	56	64	63	1,1
Chine	16	46	69	161	239	9,1
Autres économies						
émergentes d'Asie	19	117	104	84	102	2,8
Amérique latine	-46	8	20	35	49	1,7
Europe centrale et orientale	-14	-36	-58	-63	-89	-6,7
Pays exportateurs de pétrole						
Arabie Saoudite	12	139	234	402	472	9,3
Norvège	-5	28	52	87	96	27,4
Russie	11	28	33	47	56	16,7
Pays importateurs de pétrole						
Avancés	14	35	59	83	96	9,8
Émergents	-114	-212	-275	-451	-490	-1,1
Autres	-86	-339	-394	-626	-728	-2,2
Total	-27	127	118	175	239	2,3

¹ En % du PIB. ² Somme des soldes des économies de la zone euro.
Sources : FMI ; données nationales.

Tableau II.4

exportateurs de pétrole a moins augmenté qu'en 2005 : sur une base consolidée, il est resté pratiquement inchangé à 9¼ % du PIB, alors qu'il était en hausse de près de 3 points en 2005.

...et à une croissance mondiale plus équilibrée

Mieux répartie géographiquement, l'expansion économique mondiale ne s'est pas traduite par une aggravation des déséquilibres des balances des paiements. Les exportations réelles de biens des États-Unis ont augmenté de plus de 10 %, leur plus forte hausse depuis l'an 2000, en particulier sous l'effet de l'accélération de la croissance de leurs principaux partenaires commerciaux. La zone euro a enregistré un léger déficit, après une situation de quasi-équilibre en 2005 et un petit excédent en 2004. Dans les pays émergents d'Asie (à l'exception de la Chine) et d'Amérique latine, les excédents rapportés au PIB ont été un peu plus importants.

Les fluctuations des cours de change effectifs réels sont restées modérées

Les fluctuations des cours de change effectifs réels semblent avoir encore été trop faibles pour entraîner une réduction notable des déséquilibres extérieurs. Le dollar s'est déprécié de 4 % en termes effectifs réels, soit un niveau qui n'est inférieur que de 5 % à sa moyenne de longue période (chapitre V). Parallèlement, l'euro s'est apprécié d'environ 5 %. Dans le même temps, le yen s'est déprécié de 6½ % et le surplus des paiements courants japonais a atteint presque 4 % du PIB en 2006. Par ailleurs, les devises de nombreux pays d'Asie qui dégagent des excédents courants n'ont progressé que modérément et, dans certains cas, se sont même affaiblies. Le renminbi chinois, en particulier, a perdu environ 1 % en termes effectifs réels. Dans ce contexte, l'excédent courant de la Chine a augmenté de 50 %, pour atteindre plus de 9 % du PIB.

Évolution toujours atypique de l'épargne...

En outre, les principaux facteurs à l'origine des déséquilibres entre l'épargne et l'investissement dans le monde sous-tendant les déséquilibres extérieurs ne paraissent pas avoir disparu. Ainsi, le taux d'épargne des ménages américains est demeuré négatif en 2006, même si la baisse du déficit budgétaire a permis une légère progression de l'épargne nationale dans son ensemble. Dans le même temps, le taux d'épargne des pays émergents d'Asie est resté élevé, à un niveau toujours record semble-t-il en Chine.

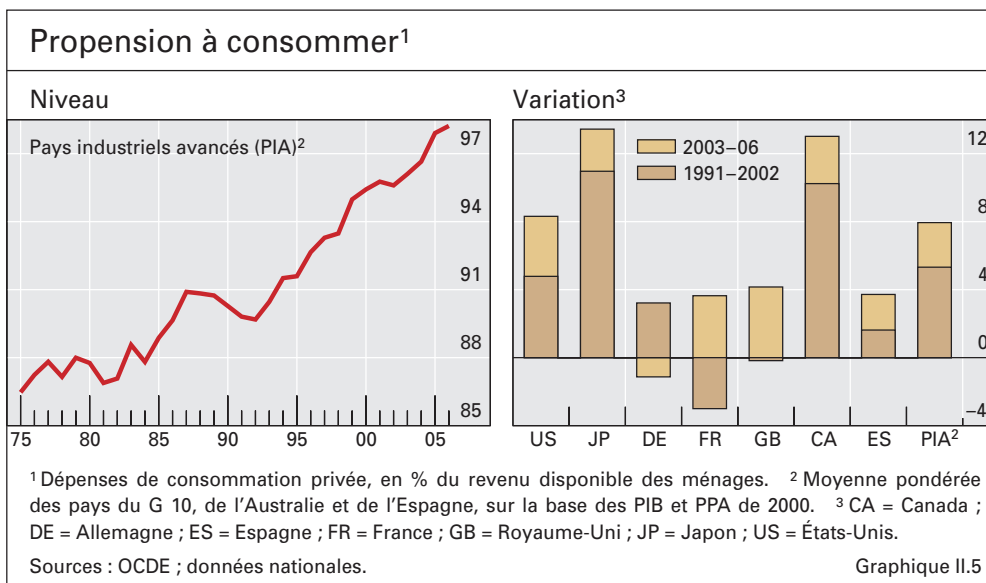
...et de l'investissement

La situation de l'investissement mondial est restée assez disparate. L'investissement résidentiel a baissé aux États-Unis, réduisant l'écart avec l'épargne nationale, mais n'a pratiquement pas évolué dans les autres économies avancées. L'investissement des entreprises américaines a nettement ralenti en cours d'année, l'investissement en capital fixe non résidentiel enregistrant même une baisse au quatrième trimestre 2006. Dans les pays émergents d'Asie, l'investissement des entreprises a augmenté mais, comme les années précédentes, cette hausse est entièrement due à la Chine, où l'investissement, en pourcentage du PIB, a inscrit un nouveau record. Dans les autres pays de la région, l'investissement en machines et outillage semble être demeuré très peu dynamique.

Consommation des ménages dans les économies industrielles avancées

La propension à consommer...

Dans la phase d'expansion actuelle, la consommation des ménages a, de façon inhabituelle, fortement contribué à la croissance du PIB des économies



industrielles avancées, en dépit d'une faible progression des revenus. Le revenu réel disponible des ménages a augmenté d'un peu moins de 2 % par an en moyenne entre 2003 et 2006, alors qu'il avait progressé d'environ 2½ % pendant la deuxième moitié des années 1990 et de près de 3 % de 1975 à 1990. En revanche, la croissance de la consommation a été de quelque 2½ % par an en moyenne entre 2003 et 2006. De ce fait, la part du revenu disponible consacré à la consommation, en hausse dans beaucoup d'économies avancées depuis le début des années 1990, a atteint un niveau record au cours de la période examinée (graphique II.5).

La propension croissante à consommer et, par conséquent, la baisse du taux d'épargne des ménages ont été générales au cours des quatre dernières années. On l'observe en particulier aux États-Unis, mais aussi au Japon, au Royaume-Uni, en France et en Espagne. Dans certains pays, notamment les États-Unis, la consommation est supérieure au revenu disponible, d'où un taux d'épargne des ménages négatif. Exception notable : l'Allemagne, où la propension à consommer recule depuis le début des années 2000.

Plusieurs facteurs semblent avoir soutenu l'augmentation des dépenses des ménages en dépit de la faible croissance des revenus. La valeur de leurs actifs s'est fortement appréciée, tandis que la hausse de la valeur des nantissements et les innovations financières des dix dernières années ont facilité l'accès au crédit. Par ailleurs, les bas taux d'intérêt ont permis une meilleure maîtrise du service de la dette. Le gonflement de l'exposition financière des ménages semble avoir stimulé la consommation, sans prise en compte, cependant, des engagements futurs implicites.

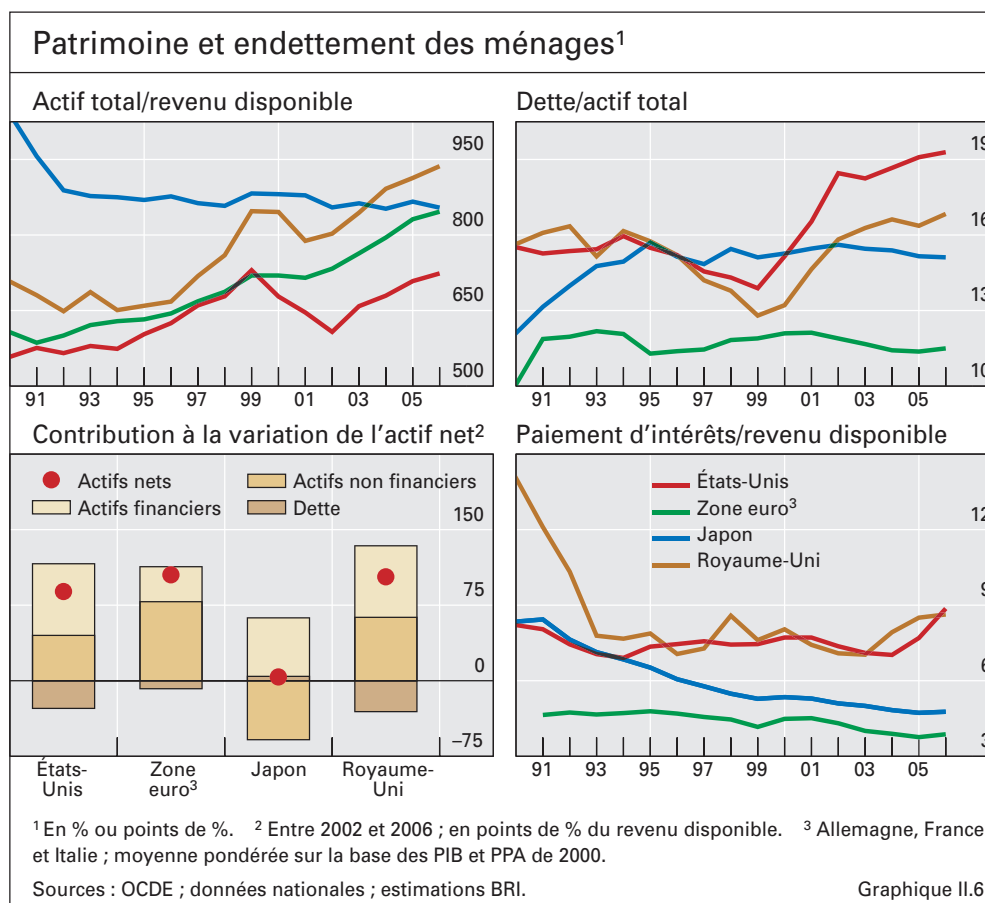
Modifications du patrimoine et des emprunts des ménages

Les prix des actifs détenus par les ménages ont connu une hausse rapide et générale au cours de la phase d'expansion actuelle dans la plupart des économies avancées. Depuis 2002, cette hausse correspond à peu près au revenu disponible annuel ; les ratios actifs/revenu disponible ont progressé de 15-20 % aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, pour

...a augmenté dans de nombreux pays avancés

Facteurs propices aux dépenses des ménages

Croissance rapide de la valeur des actifs des ménages...



atteindre de nouveaux records (graphique II.6). L'exception la plus notable est le Japon, où ce ratio n'a pratiquement pas changé depuis une quinzaine d'années.

...sous forme d'actifs financiers...

Les actifs financiers expliquent l'essentiel de la hausse aux États-Unis (60 %) et au Royaume-Uni (55 %). Celle-ci provient principalement – pour les trois quarts aux États-Unis – des plus-values, en particulier sur les actions détenues directement ou par l'intermédiaire des fonds de pension ou d'investissement, le solde représentant des achats nets. Au Japon, la hausse de la valeur des actifs financiers a compensé la baisse des prix de l'immobilier.

...et d'actifs non financiers

D'une manière générale, les actifs non financiers se sont, eux aussi, très fortement appréciés. Dans la zone euro, où les actifs financiers représentent une part moindre, c'est l'augmentation du prix des logements et autres biens durables qui a dominé. Depuis quelques années, le prix de l'immobilier résidentiel s'envole dans la plupart des économies les plus avancées (tableau II.5). Plus que l'accroissement du parc de logements ou l'accumulation de biens de consommation durables supplémentaires, c'est le principal responsable de la hausse des actifs non financiers. Ainsi, aux États-Unis, l'accumulation nette d'actifs physiques (logements compris) ne représente qu'environ 40 % de l'accroissement des actifs non financiers des ménages mesuré depuis la fin de l'année 2002.

Expansion rapide des crédits aux ménages...

Parallèlement, les prêts aux ménages se développent rapidement dans de nombreux pays industriels avancés, et cette tendance est particulièrement

Immobilier résidentiel : prix et emprunts hypothécaires					
	Variation annuelle des prix ¹			Emprunts hypothécaires ²	
	1996-2002	2003-05	2006	2003-05 ³	2006
Norvège	8,3	7,2	16,4	7,5	-0,8
Danemark	7,1	12,4	12,3	17,0	5,1
Suède	8,0	8,9	10,5	6,7	2,5
Nouvelle-Zélande	4,0	17,2	9,6	18,6	7,3
Canada	3,7	9,7	9,4	5,0	2,3
Espagne	7,7	16,1	9,1	16,0	6,1
Royaume-Uni	11,9	8,1	9,1	12,7	4,7
Australie	9,1	7,0	8,9	18,1	4,3
France	6,2	13,3	6,6	6,9	3,0
Italie	3,7	9,2	6,4	5,1	1,3
États-Unis	5,7	10,9	5,9	14,3	1,7
Finlande	8,2	7,3	5,7	9,1	2,1
Pays-Bas	11,2	3,9	5,3	13,2	-0,3
Japon	-4,7	-3,8	4,1	-0,1	-0,2
Suisse	0,4	2,0	1,8	12,3	1,1
Allemagne	-0,7	-1,7	0,0	4,6	-0,6

¹ Chiffres de fin de période ; en termes nominaux, en % ; Japon : prix des terrains dans six grandes villes. ² Variation d'encours, en points de PIB. ³ Variation cumulée.

Sources : associations immobilières ; données nationales ; estimations BRI. Tableau II.5

manifeste là où les prix de l'immobilier se sont envolés : États-Unis, Royaume-Uni, France, Espagne et quelques autres plus petites économies développées. De ce fait, l'encours de la dette hypothécaire a fortement augmenté dans ces pays (tableau II.5).

Avec la progression simultanée de l'actif et du passif des ménages, le ratio endettement/actifs a peu varié. Dans la zone euro, la dette et la valeur des actifs ont évolué de façon parallèle ; aux États-Unis et au Royaume-Uni, en revanche, la dette a progressé plus rapidement (graphique II.6). Au Japon, les deux postes se sont légèrement repliés en proportion du revenu disponible au cours des dix dernières années, conséquence de la baisse des prix de l'immobilier jusqu'à une période récente.

La hausse de l'endettement des ménages a été favorisée par des taux d'intérêt peu élevés. Entre 2003 et 2006, les taux hypothécaires les plus courants dans les pays représentés sur le graphique II.6 étaient, en moyenne, inférieurs de près de 3 points de pourcentage à leur niveau des années 1990. Ce faible niveau des taux d'intérêt semble refléter le niveau général des taux dans le monde ainsi qu'une offre de crédit plus abondante. L'assouplissement des critères de prêt, dû à une concurrence plus vive et à un recours plus large à la titrisation, a contribué à un accroissement sensible du crédit, y compris aux ménages présentant des risques plus importants.

« Financiarisation » et consommation des ménages

Ces évolutions ont probablement soutenu la croissance de la consommation grâce à divers mécanismes étroitement imbriqués. En premier lieu, les

...mais l'effet de levier a moins progressé

Baisse des taux pour les particuliers

Effet positif de l'appréciation des actifs sur la croissance de la consommation...

ménages semblent avoir tout simplement consommé une plus grande proportion de leur revenu courant en réponse à une appréciation de la valeur de leurs actifs. Il est difficile d'isoler ce canal, mais des études empiriques trouvent, en général, une influence significative du patrimoine sur la consommation. Par exemple, des études empiriques aux États-Unis pour la période 2003–2006 montrent que la hausse du prix des actifs avait même davantage contribué à la croissance de la consommation que la hausse du revenu disponible. Dans les autres économies, l'effet de richesse semble avoir été moindre mais néanmoins significatif.

...augmentation des emprunts...

En deuxième lieu, l'appréciation des actifs a accru la capacité d'emprunt des ménages. En particulier, l'extraction hypothécaire, sous la forme d'emprunts adossés à des actifs en hausse, constitue une source importante de trésorerie, particulièrement dans les pays anglophones. Par exemple, aux États-Unis, les tableaux de flux financiers semblent indiquer que l'extraction hypothécaire représente, en moyenne, l'équivalent de 4½ % du revenu disponible des ménages pour la période 2003–2005 et 1½ % pour 2006. Pourtant, l'effet direct sur la consommation a probablement été moindre que ce que ces chiffres laissent supposer. Des enquêtes conduites en Australie et aux États-Unis montrent que seulement un cinquième de ces sommes a alimenté la consommation.

...réduction de la charge d'intérêt grâce au faible niveau des taux...

En troisième lieu, les taux d'intérêt peu élevés ont permis aux ménages d'augmenter leur endettement moyen sans pour autant alourdir la charge des remboursements. Les intérêts rapportés au revenu disponible ont baissé dans la zone euro et, jusqu'à récemment, modérément progressé aux États-Unis et au Royaume-Uni. Le service de la dette semble également être resté stable dans les autres pays avancés, à quelques exceptions près, comme l'Australie.

...et aux transferts d'endettement

La modération des ratios de charge d'intérêt s'explique aussi par le basculement en faveur du crédit lié au logement, meilleur marché, au détriment du crédit à la consommation, ce qui a contribué non seulement à limiter la charge globale d'intérêt, mais également consisté à rallonger la durée moyenne de la dette des ménages. Enfin, au moins aux États-Unis, une part du service de la dette hypothécaire s'est substituée à d'autres charges telles que les loyers à mesure que l'accès à la propriété s'élargissait. C'est pourquoi des indicateurs plus larges des obligations financières des ménages

Revenu (R) et consommation (C) : mesure de variation ¹												
	Allemagne		Canada		États-Unis		France		Japon		Royaume-Uni	
	R	C	R	C	R	C	R	C	R	C	R	C
1966–75	1,3	1,0	0,9	0,9	1,2	0,9	1,0	1,2	1,6	0,9	3,8	2,6
1976–85	2,3	2,5	2,4	1,4	1,0	1,0	2,6	1,4	2,4	0,8	3,0	2,6
1986–95	2,0	1,8	2,9	1,5	1,3	0,7	1,4	1,3	2,5	1,3	1,5	1,2
1996–2006	3,8	2,6	1,2	0,5	1,1	0,4	1,3	0,8	13,0	3,5	1,9	0,6
2003–06	7,0	6,3	1,0	0,4	1,1	0,4	1,6	0,5	3,1	2,1	1,2	0,7

¹ Coefficient de variation de la progression trimestrielle du revenu disponible des ménages corrigée du déflateur de la consommation (R) et des dépenses de consommation privée à prix constants (C).
Sources : données nationales. Tableau II.6

font apparaître une progression moindre que celle de la seule charge d'intérêt de la dette hypothécaire.

En plus de stimuler la consommation, ces développements ont permis aux ménages de mieux lisser leurs dépenses que par le passé. Au cours des dix dernières années, le coefficient de variation du revenu global des ménages n'a guère changé par rapport à la décennie précédente (tableau II.6), mais celui de la consommation s'est, dans l'ensemble, réduit, à l'exception notable de l'Allemagne et du Japon, où la situation financière des ménages a peu évolué. Des études empiriques montrent également une baisse de l'élasticité-revenu de la consommation américaine sur les deux dernières années, corroborant le fait que la « financiarisation » a contribué à diminuer les contraintes de liquidité pesant sur les ménages.

Meilleure capacité à lisser la consommation

La situation financière des ménages est-elle tenable ?

La question reste posée de savoir si la hausse de la valorisation des actifs à la base de l'expansion du compte de patrimoine des ménages est durable. Au cours des dix dernières années, il n'y a pas eu de test sérieux (sous la forme d'une baisse profonde et simultanée des prix des actifs dans les principaux pays) de la capacité de résistance des bilans des ménages. Les chocs financiers n'ont en général affecté qu'une seule classe d'actifs à la fois. La chute mondiale des marchés boursiers entre 2000 et 2002 a coïncidé avec une hausse plutôt rapide des prix des logements dans les pays industriels les plus avancés, à l'exception de l'Allemagne, du Japon et de la Suisse. Au cours des années suivantes, les prix des logements ont temporairement baissé dans plusieurs pays plus petits, mais ont continué à bien progresser en termes nominaux dans beaucoup d'autres.

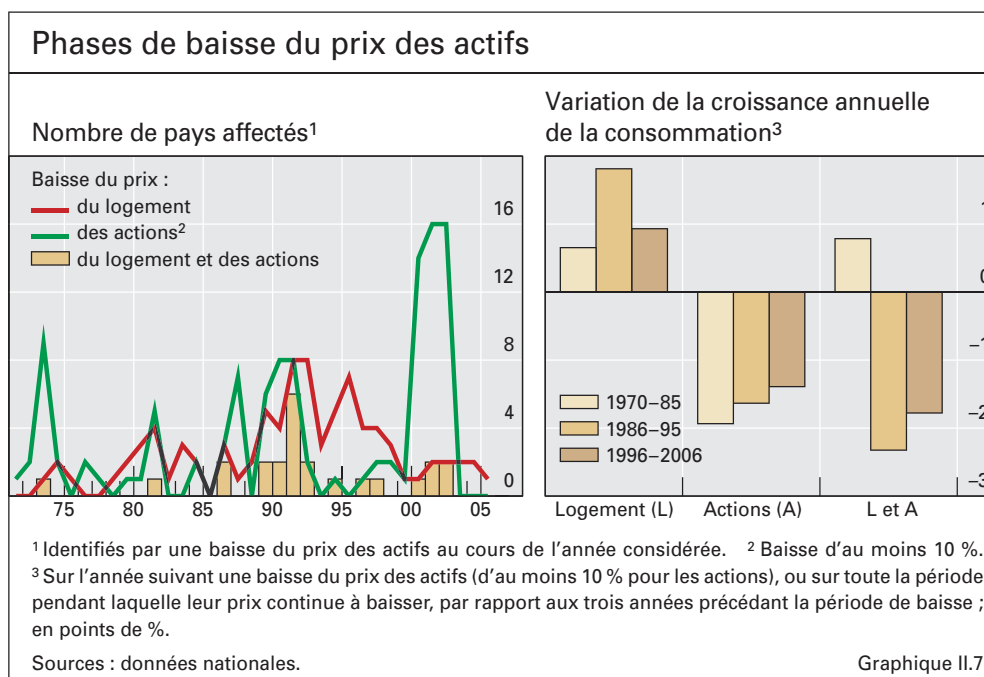
La résistance du compte de patrimoine n'a pas été testée

L'examen des pays où les prix de l'immobilier résidentiel se tassent depuis quelques années laisse à penser que, sous certaines conditions, les chocs propres à cette classe d'actifs peuvent facilement être absorbés. Tant que l'économie et l'emploi restent solides, une modeste contraction des prix des logements devrait freiner la consommation, mais probablement pas au point de casser la croissance. Par contre, en phase de ralentissement, un repli plus généralisé des actifs (comme en Scandinavie au début des années 1990 et, plus récemment, aux Pays-Bas) risquerait de peser davantage sur la consommation. Un brusque effondrement de la bourse préfigurant souvent une récession, on considère qu'il annonce aussi, plus fréquemment, un fléchissement plus fondamental de la consommation que la seule chute des prix de l'immobilier (graphique II.7).

La baisse de l'immobilier a peu d'effets...

La répartition de la richesse peut, elle aussi, expliquer les faibles répercussions attendues de baisses isolées des prix des logements. Dans la plupart des pays où la dette immobilière croît rapidement, la hausse est principalement imputable à des emprunteurs en milieu de carrière et à revenu élevé, souvent déjà propriétaires. En général, ils disposent de ressources substantielles, notamment financières, et sont donc moins susceptibles que l'emprunteur moyen de perdre leur emploi lors d'un repli conjoncturel. Ils sont donc les mieux à même de supporter les risques associés à un endettement supplémentaire.

...en partie du fait de la répartition de la richesse



Les prêts à risque aux États-Unis...

Les États-Unis pourraient faire exception à la règle. Même si les critères des prêts aux ménages ont été presque partout assouplis, c'est dans ce pays que les crédits accordés aux emprunteurs à risque ont été les plus massifs. Les prêts hypothécaires à risque y représentent une part plus forte des nouveaux prêts que dans les autres grandes économies, et leur proportion augmente par rapport à l'ensemble du marché hypothécaire américain.

...ont conduit à une hausse des défauts

Nombre de ces prêts, tout comme d'autres montages moins classiques, prévoient une hausse substantielle des remboursements à l'approche de l'échéance, même en l'absence d'augmentation des taux du marché. Les emprunteurs qui ne peuvent pas se refinancer ou revendre avec une plus-value contrairement à ce qu'ils avaient prévu sont alors en difficulté. C'est ce qui explique, outre-Atlantique, l'explosion du taux de défaut depuis fin 2006. C'est pour les prêts immobiliers à risque que ce phénomène est le plus manifeste, mais il s'accroît aussi pour les prêts de qualité ou d'assez bonne qualité assortis d'un taux variable et d'une clause de révision des mensualités.

Engagements budgétaires latents

Croissance des transferts sociaux...

En dépit d'une plus grande prise de conscience de l'existence d'engagements budgétaires latents, les programmes de protection sociale et les politiques fiscales ne semblent pas avoir eu pour objectif d'encourager les ménages à épargner davantage. Depuis 1990, la part des transferts sociaux dans le revenu total des ménages a légèrement augmenté dans la quasi-totalité des grandes économies industrielles, surtout dans celles où le vieillissement de la population (Italie et Japon, entre autres) accroît la proportion des retraités. Dans plusieurs pays, notamment aux États-Unis, cette part est aujourd'hui un peu plus élevée qu'elle ne l'était lors des cycles précédents.

...et baisse des impôts

Le revenu des ménages a bénéficié non seulement de la croissance des transferts sociaux, mais également de la baisse des impôts. En effet, en

Incidence du vieillissement de la population sur les dépenses publiques : projection										
	Total des dépenses liées à l'âge		Retraites		Santé		Soins de longue durée		Éducation	
	Niveau 2005 ¹	Variation 2005-50 ²	Niveau 2005 ^{1,3}	Variation 2005-50 ²	Niveau 2005 ¹	Variation 2005-50 ²	Niveau 2005 ¹	Variation 2005-50 ²	Niveau 2005 ¹	Variation 2005-50 ²
Union européenne	22,4	3,8	10,6	2,2	6,4	1,5	0,9	0,6	4,5	-0,5
Japon	19,6	7,1	9,2	0,6 ⁴	6,0	4,3	0,9	2,2	3,5	...
États-Unis	16,7	6,0	4,4	1,8 ⁴	6,3	3,4	0,9	1,8	5,1	-1,0 ^{4,5}

¹ En % du PIB. ² En points de PIB. ³ Japon : année budgétaire 2006 ; États-Unis : 2000. ⁴ 2000-50. ⁵ Y compris allocations et prestations familiales.

Sources : Commission européenne ; OCDE.

Tableau II.7

proportion du revenu, l'impôt sur le revenu et celui sur la fortune ont été allégés à la fin des années 1990. Bien que, récemment, la fiscalité se soit alourdie à nouveau dans certains pays (affermisssement de la croissance économique et réalisation de plus-values taxées), elle reste globalement inférieure à son niveau du début de la décennie.

Étant donné les engagements budgétaires induits par le vieillissement, on peut sérieusement douter du maintien de ces deux tendances. D'ici dix à quinze ans, dans l'ensemble du monde industriel, des travailleurs toujours moins nombreux devront subvenir aux besoins d'une proportion croissante d'inactifs. Dans ce contexte, pour maintenir les pensions de retraite, le remboursement des frais médicaux et les autres prestations sociales à leur niveau d'aujourd'hui, il faudrait augmenter le total des dépenses au cours des quatre prochaines décennies (tableau II.7), ce qui, bien sûr, nécessiterait un important relèvement des impôts. Autre solution : le financement par l'emprunt, mais il porterait les ratios d'endettement public largement au-delà des plafonds actuels (fixés à 60 % du PIB dans la zone euro).

Les engagements budgétaires latents...

Selon des études empiriques, l'épargne et la consommation des ménages sont assez sensibles à l'évolution des finances publiques, surtout si l'État est déjà très endetté. Ainsi, en Allemagne, la faiblesse de la consommation observée depuis le début de la décennie serait due, en partie, aux inquiétudes suscitées par l'avenir des systèmes de retraite et de santé. L'heure du « réveil » des ménages dépendra de multiples facteurs, notamment du niveau de leur épargne actuelle, mais, probablement, surtout du moment et de la nature des réformes de ces systèmes.

...pourraient affecter l'épargne des ménages

Perspectives d'évolution de la consommation et de l'épargne

Le niveau record de la propension à consommer et, corrélativement, la faiblesse de l'épargne des ménages dans de nombreux pays industriels avancés sont inhabituels. Ils ne sont tenables que si les anticipations de revenus permanents futurs sur lesquelles reposent les décisions de dépenses actuelles se concrétisent. À court terme, plusieurs facteurs tels que la vigueur de la croissance mondiale, la hausse de l'emploi dans nombre d'économies et les taux d'intérêt encore bas semblent conforter ces anticipations sur le revenu

Consommation et épargne atypiques

et le patrimoine. À plus long terme, le gonflement de l'exposition financière des ménages soulève d'importantes questions, dont certaines pourraient également se présenter à brève échéance.

Rôle de la valorisation des actions...

Premièrement, on peut se demander si l'appréciation des actifs accroît réellement le patrimoine des ménages. L'augmentation de la valeur des placements en actions entraîne une expansion globale de richesse si elle s'appuie sur des anticipations correctes d'expansion de la production. Par exemple, via la diversification internationale des portefeuilles, les ménages des pays développés contribueraient aux gains de productivité dans les économies émergentes en croissance rapide.

...et du patrimoine immobilier

Dans le cas de l'immobilier résidentiel, l'envolée des prix se traduit plus par une redistribution de la richesse (des locataires actuels et futurs vers les propriétaires) que par un accroissement net du patrimoine des ménages dans leur ensemble. L'augmentation actuelle de la consommation qui résulte de cette redistribution pourrait être contrebalancée à l'avenir par une progression de l'épargne des futurs locataires. Cependant, il se pourrait que ces derniers tardent à changer leurs habitudes de consommation.

L'expansion de l'emprunt pourrait durer quelque temps...

Deuxièmement, il n'est pas sûr que l'élan apparent insufflé par l'emprunt des ménages à la consommation persiste. D'un côté, la capacité accrue à emprunter du fait de l'appréciation des actifs et, plus généralement, l'expansion de l'offre de crédit aux ménages devraient soutenir la consommation pendant un certain temps, surtout dans un contexte d'innovations financières permanentes et d'intensification de la concurrence au sein du secteur financier.

...mais la vulnérabilité des ménages pourrait s'être accrue

D'un autre côté, l'augmentation de l'endettement a pu accentuer la vulnérabilité des ménages aux chocs financiers et macroéconomiques. Néanmoins, malgré leur augmentation ces deux dernières années dans les pays anglophones, les ratios endettement/actifs restent dans l'ensemble relativement faibles. Une question essentielle se pose : qu'arriverait-il en cas de remontée des taux longs, pour l'heure à leur plus bas historique (chapitre VI) ? Tout dépendrait, probablement, des causes d'une telle hausse. Si celle-ci traduisait des anticipations de croissance soutenue, les cours des actions pourraient, eux aussi, augmenter en raison d'une progression attendue des profits. En revanche, on peut penser qu'une remontée des taux d'intérêt due au gonflement des primes de risque ou à une reprise de l'inflation comprimerait la valeur actualisée nette de toutes les classes d'actifs. Une telle situation pourrait également réduire la capacité des ménages à gérer leurs risques financiers et à lisser leur consommation au fil du temps.

Engagements budgétaires latents

Les engagements budgétaires latents induisent, enfin, un autre risque, difficile à quantifier, en ce qui concerne la soutenabilité des dépenses des ménages. Même si les tendances lourdes de la démographie et les principes d'économie politique qui sous-tendent les grandes réformes sociales permettent de penser que le comportement d'épargne et de consommation des ménages ne changera pas brutalement, des surprises ne sont pas à exclure durant la transition vers une protection sociale moins généreuse mais plus pérenne. À relativement court terme, les difficultés financières des

régimes de retraite par répartition ou des systèmes de santé publics pourraient influencer sur les attentes des ménages et renforcer leur propension à épargner.

Évolution de l'inflation

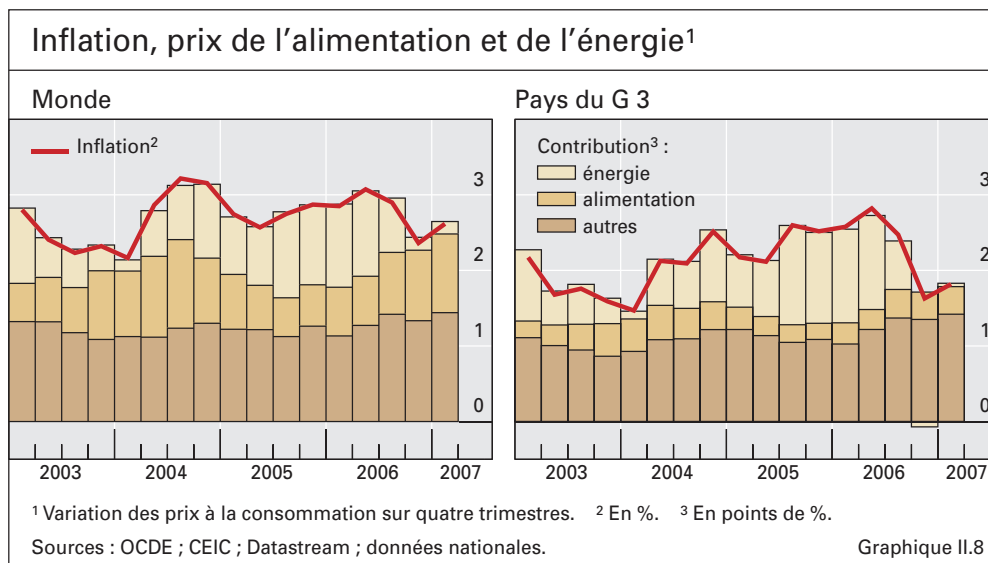
Baisse de l'inflation grâce au recul du prix de l'énergie

L'inflation mondiale mesurée par la variation des indices de prix à la consommation (IPC) a été fortement soumise aux fluctuations des prix de l'énergie au cours de la période examinée : après avoir dépassé 3 % au premier semestre 2006, dans le sillage des cours pétroliers, elle s'est sensiblement repliée lors du recul, en fin d'année, des prix de l'énergie (graphique II.8). Aux États-Unis, l'inflation ainsi mesurée a dépassé 4 % au deuxième trimestre 2006, son maximum depuis le début des années 1990, pour revenir à 2 % en fin d'année. Dans la zone euro aussi, elle a augmenté sous l'effet des prix du pétrole, atteignant 2½ % avant de retomber à moins de 2 % en fin d'année. Au Japon, le repli des cours énergétiques a fait passer l'inflation dans les chiffres négatifs début 2007. Les économies émergentes ont connu des fluctuations semblables de leur IPC, même si, dans certaines économies d'Asie, l'incidence des variations des cours pétroliers a été atténuée par des mesures administratives (chapitre III).

Le recul du cours du pétrole réduit l'inflation...

Au second semestre 2006, l'effet modérateur de la baisse des prix énergétiques a été partiellement compensé par une accélération de la hausse des prix de l'alimentation. Cette tendance est manifeste dans les économies émergentes, où l'alimentation représente généralement plus de 30 % du panier de la ménagère, contre environ 15 % dans les pays industriels avancés. Les prix des produits alimentaires ont augmenté de quelque 7 % dans les économies émergentes, principalement du fait d'une chute de l'offre. Ainsi, malgré une détente début 2007, les cours du blé sont demeurés environ 25 % plus hauts (en dollars EU) qu'un an auparavant en raison d'une diminution des récoltes due à la sécheresse dans les grands pays producteurs, tels l'Australie.

...mais a été, en partie, compensé par une hausse des prix de l'alimentation...



...qui pourrait persister

Le renchérissement des produits alimentaires pourrait toutefois annoncer une nouvelle tendance fondamentale dans l'évolution des prix relatifs, semblable à celle observée pour le pétrole et les métaux de base par rapport aux biens manufacturés. Les cours du maïs et de la graine de soja se sont fortement tendus en raison d'une hausse marquée de la demande qui semble liée aux politiques visant à réduire la dépendance à l'égard du pétrole par la production de biocarburant. Autre facteur susceptible de gagner en importance : le revenu croissant dans les économies émergentes fait augmenter la demande de produits alimentaires de luxe qui sont relativement rares (comme le poisson) ou qui requièrent un important apport en produits de base (comme la viande).

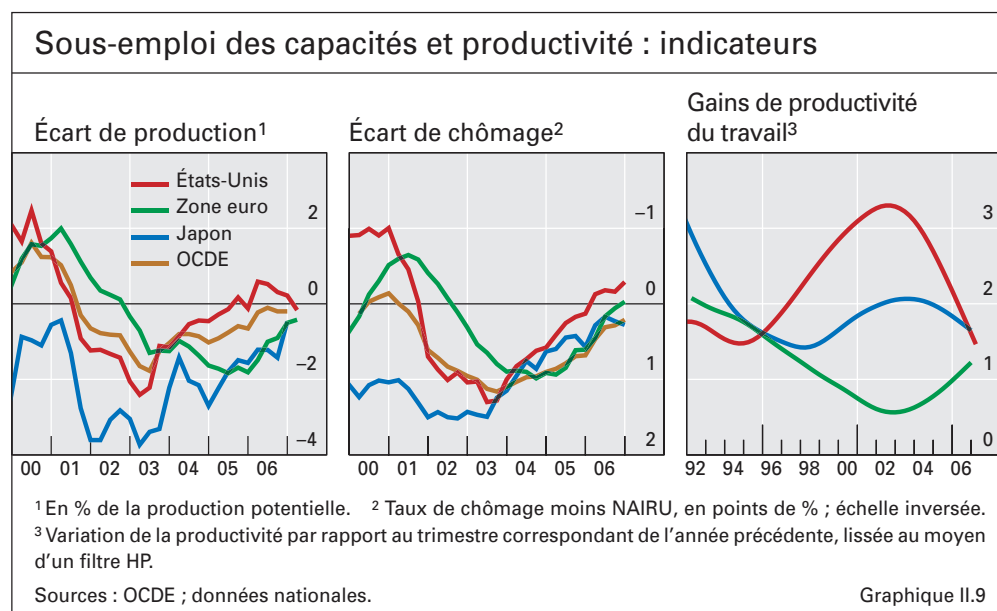
Tendance à la hausse de l'inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) semble avoir progressivement évolué à la hausse en 2006, ce qui paraît cohérent avec l'hypothèse d'une transmission limitée des prix des matières premières aux autres produits, mais pourrait également signaler que les pressions inflationnistes sous-jacentes se font plus fortes. Aux États-Unis et dans la zone euro, elle s'est accélérée durant l'année 2006 et est restée élevée depuis. Si cette évolution peut s'expliquer en partie par des facteurs ponctuels (comme le relèvement de la TVA en Allemagne), aucun signe clair de repli ne se dessine dans ces deux économies. Au Japon, l'inflation sous-jacente est restée négative, malgré une légère tendance ascendante amorcée mi-2006.

Incertitude persistante quant aux tensions inflationnistes sous-jacentes

Nouvelle amélioration de l'utilisation des ressources...

La quatrième année de forte croissance économique s'est accompagnée d'une nouvelle amélioration de l'utilisation des ressources dans le monde entier. Les indicateurs traditionnels tels que écarts de production et de chômage donnent à penser que le sous-emploi des capacités s'est plus ou moins résorbé dans les grandes économies avancées (graphique II.9). Il semble également en voie de disparition dans les économies émergentes, où le taux de chômage a touché, dans de nombreux cas, son plus bas niveau depuis des années.



Il se pourrait que la réduction du sous-emploi des capacités ait exacerbé les risques inflationnistes. Aux États-Unis, divers indicateurs de la rémunération du travail montrent des signes d'emballlement sur un marché du travail tendu. Dans les économies moins avancées dans le cycle, comme l'Allemagne et le Japon, les syndicats apparaissent plus déterminés dans leurs revendications salariales. Les augmentations de salaires restent cependant modérées dans la zone euro, tandis que, au Japon, leur rythme de progression est toujours négatif malgré le recul du chômage.

...et signes de tensions sur les salaires

Contrairement à la tendance à long terme, la plus grande utilisation de la main-d'œuvre a aussi été associée à une augmentation de la part des salaires dans le revenu total d'économies plus avancées dans le cycle, tels les États-Unis et le Royaume-Uni. Selon certains chercheurs, la rémunération moyenne en pourcentage du PIB peut être considérée comme représentative du coût marginal réel de la production, qui lui-même est censé être un important déterminant de l'inflation. De fait, la baisse de la part des salaires, conjuguée au décalage entre prix des importations relativement faibles et prix intérieurs plus élevés, explique en grande partie la désinflation enregistrée au cours des dernières décennies (tableau II.8).

L'augmentation de la part des salaires pourrait aussi indiquer des risques d'inflation...

Pendant, il reste difficile de tirer des conclusions définitives quant aux effets de ces phénomènes sur les perspectives d'inflation. Premièrement, la mesure des niveaux d'utilisation des ressources ne va pas de soi, même dans les économies avancées disposant de statistiques relativement riches. Dans les pays émergents, l'exercice est encore plus délicat, ce qui complique l'évaluation de la sous-utilisation des capacités au niveau mondial. Il existe également une forte incertitude quant au taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU). Selon des études empiriques, aux États-Unis, le NAIRU aurait diminué de 1 point de pourcentage au moins depuis le milieu des années 1980 en raison de divers changements institutionnels sur le marché du

...mais de grosses incertitudes subsistent

Contributions à la variation de l'inflation					
	Variation de l'inflation ¹	Variations :		Inflation	
		de la part des salaires ²	du différentiel de prix ²	Moyenne ³ 1975-89	Moyenne ³ 1990-2006
États-Unis	-3,1	-0,8	-0,8	5,4	2,3
Japon	-3,7	-0,6	-1,4	3,7	0,0
Allemagne	-1,3	-0,3	-0,6	3,1	1,8
France	-6,3	-1,9	-1,3	7,9	1,6
Royaume-Uni	-6,0	-0,4	-3,1	9,0	2,9
Huit pays de l'OCDE ⁴	-4,7	-1,2	-1,8	6,6	2,0

Les contributions sont calculées par régression de la hausse des prix à la consommation sur l'inflation décalée dans le temps, le niveau et la variation décalés dans le temps de la part des salaires et de la différence entre les prix à l'importation et les prix domestiques.

¹ Différence entre 1975-89 et 1990-2006. ² Différence entre les prix à l'importation et les prix domestiques. ³ Variation trimestrielle annualisée, en %. ⁴ Moyenne non pondérée des pays suivants : Allemagne, Australie, Canada, États-Unis, France, Japon, Royaume-Uni et Suède.

Sources : OCDE ; calculs BRI.

Tableau II.8

travail. Les estimations du NAIRU pour la zone euro ont également été abaissées dans une proportion similaire ces deux dernières années.

Difficulté à identifier les tendances de la productivité

Deuxièmement, l'évaluation des gains de productivité, qui ont tendance à varier dans le temps, pose problème. L'interprétation des observations les plus récentes, souvent sujettes à d'importantes corrections, est très incertaine. Ainsi, la dernière révision des estimations des gains de productivité du travail enregistrés aux États-Unis depuis 2000 était d'environ 1 point de pourcentage par an, soit près de la moitié de la moyenne sur la période. En outre, il est toujours difficile de juger dans quelle mesure les dernières fluctuations des gains de productivité reflètent des facteurs structurels ou cycliques.

La moindre part salariale pourrait être en partie structurelle

Troisièmement, il reste difficile d'évaluer l'évolution future du coût marginal de production. La part des salaires a baissé d'environ 4 points de pourcentage dans les économies avancées depuis le début des années 1980. La tendance est observée dans tous les pays industriels et ne peut s'expliquer par des facteurs cycliques. Des études récentes montrent que le progrès technologique et la mondialisation pourraient avoir réduit de façon structurelle la part des salaires dans les pays avancés, peut-être en limitant la capacité de négociation des syndicats ouvriers.

Les modifications du processus d'inflation sont mal connues

Enfin, il existe une forte incertitude quant aux modifications qui pourraient affecter le processus d'inflation en général. Ainsi, la sensibilité de l'inflation au sous-emploi des capacités (mesurée soit par l'écart de production, soit par l'écart de chômage) aurait diminué dans de nombreux pays au cours des vingt dernières années. Cependant, cette observation n'est peut-être pas très utile dans un environnement macroéconomique en mutation. Une interprétation consiste à dire que les courbes de Phillips se sont aplaties et que, pour réduire l'inflation, le chômage doit augmenter plus que dans le passé. On peut aussi penser que ces estimations accordent une importance excessive aux épisodes récents de forte croissance sans impact sur l'inflation. Si cela s'expliquait par des chocs d'offre positifs non identifiés et appelés à se répéter, l'inflation en serait plus facile à maîtriser, pas le contraire.

Les entreprises vont-elles répercuter la hausse des coûts de main-d'œuvre ?

Dans ces conditions, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure les entreprises risquent de répercuter toute hausse des coûts de main-d'œuvre sur leurs prix à la production. L'ampleur des bénéfices laisse penser qu'elles ont la capacité de compenser cette hausse par une compression des marges. C'est ce qui semble s'être passé lors de l'augmentation cyclique de la part des salaires, au début des années 1990 et autour de l'an 2000, en conséquence de quoi l'inflation est demeurée stable à un niveau peu élevé. Toutefois, les enquêtes révèlent qu'un nombre croissant d'entreprises dans la zone euro et au Royaume-Uni pensent relever leurs prix à la production, ce qui pourrait témoigner d'une plus grande capacité à transmettre la hausse des coûts de main-d'œuvre aux consommateurs, dans un environnement de forte demande.

La déflation japonaise est-elle moins dangereuse aujourd'hui ?

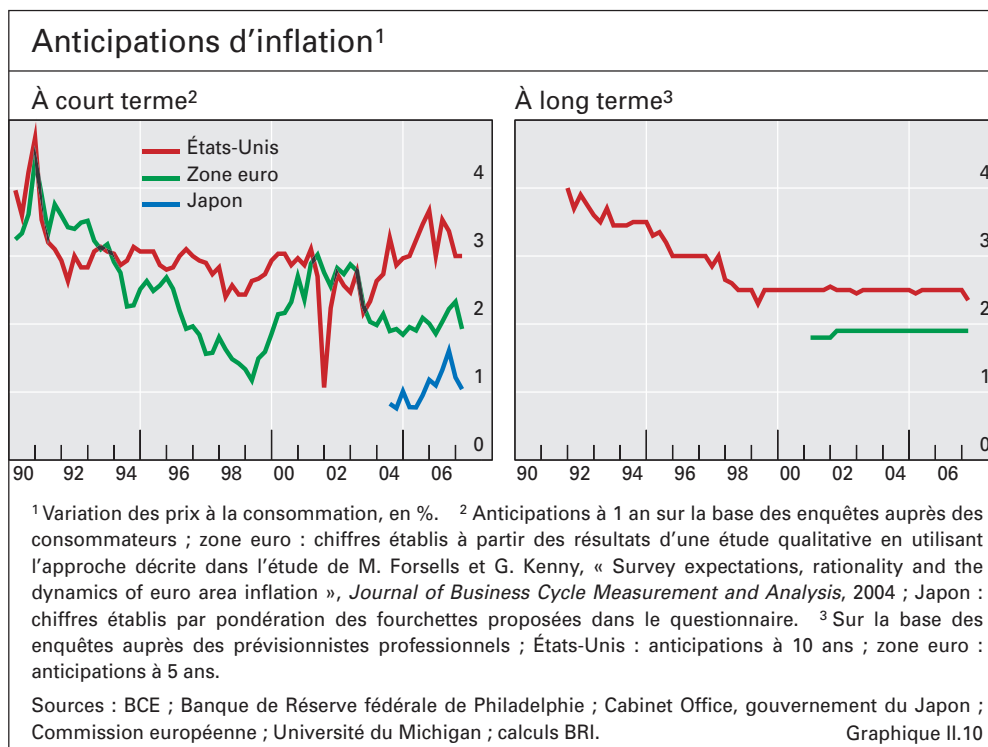
Au Japon, l'inflation imperturbablement basse pourrait être considérée comme un exemple de la façon dont la conjugaison de facteurs structurels et cycliques complique l'évaluation des perspectives d'inflation et des risques associés. Les prix des services n'ont pratiquement pas changé depuis 1999 (contrairement aux États-Unis et à la zone euro, où ils ont enregistré des

hausse annuelle de 1½–4½ %). Cette stagnation semble étroitement liée à l'évolution modérée des salaires, qui a permis des bénéfices élevés et une réduction de l'endettement des entreprises sans hausse des prix. En outre, la déréglementation a eu des effets non négligeables sur les marchés de certains produits (coûts de la téléphonie mobile, par exemple) et sur les marchés du travail. Enfin, le fléchissement des prix des importations et des produits internes concurrents a également pesé dans la balance. Ainsi, même si l'inflation est restée quasiment nulle au Japon, la probabilité d'une spirale déflationniste est beaucoup plus faible qu'il y a cinq ans du fait de la croissance économique et de la stabilité financière retrouvée.

Le rôle des anticipations d'inflation

La relative stabilité des anticipations d'inflation sur longue période pourrait laisser penser que les agents économiques considèrent les incertitudes actuelles comme peu susceptibles de remettre en cause la stabilité des prix. Des enquêtes menées auprès des ménages révèlent que leurs anticipations d'inflation à court terme ont évolué en fonction des prix de l'énergie, mais que celles à long terme sont restées remarquablement stables ces dernières années. Aux États-Unis, les anticipations de hausse de l'IPC à horizon 10 ans (*Survey of Professional Forecasters*) sont demeurées quasiment constantes depuis 1998, à 2½ %. Dans la zone euro, les anticipations d'inflation à horizon 5 ans provenant d'une enquête similaire sont également demeurées stationnaires ces dernières années, à 1,9 % (graphique II.10). Les indicateurs de marchés, comme ceux déduits des obligations indexées, révèlent une forte stabilité des anticipations d'inflation.

La stabilité des anticipations d'inflation sur longue période est encourageante...



...mais elle risque de créer un faux sentiment de sécurité

La fiabilité des indicateurs d'anticipations d'inflation est cependant parfois mise en doute. Certains contestent la qualité des enquêtes ou encore le contenu informationnel des mesures de marché, brouillées par les fluctuations des primes de risque dans le temps et par la liquidité insuffisante du marché. Une autre critique, plus fondamentale, évoque la compréhension insuffisante du processus de formation des anticipations. Le fait que les anticipations d'inflation à long terme sont apparemment restées solidement ancrées ces dernières années ne permettrait pas de savoir si ces anticipations seront éventuellement révisées, ni dans quelle mesure. Si, comme le soutiennent certains analystes, les anticipations reposent sur l'expérience passée, elles risquent alors d'augmenter brutalement en cas de modification profonde ou de dépassement d'un certain seuil de l'inflation.

Vers une modération salubre de la croissance et de l'inflation ?

Les attentes favorables...

Un léger ralentissement de la croissance de la production à un niveau tenable est attendu pour l'année en cours : l'expansion économique devrait dans l'ensemble se poursuivre en 2007, ainsi qu'en 2008, à un rythme légèrement moins vif qu'en 2006 (tableau II.9). L'inflation devrait décroître sous l'effet de la modération de la croissance et d'une stabilisation des cours du pétrole. Le resserrement des différentiels de croissance devrait aussi contribuer à résorber progressivement les déséquilibres des comptes courants.

...sont étayées par une vigueur économique généralisée

La situation économique est à de multiples égards favorable : les conditions de financement restent globalement incitatives, le chômage a baissé dans les grands pays avancés et émergents. Plus important encore, peut-être, le rééquilibrage apparemment sans heurts de la croissance entre les régions du globe, observé depuis plusieurs trimestres, pourrait être le signe d'une économie mondiale plus flexible et plus résiliente.

Croissance et inflation						
Variation annuelle moyenne, en %						
	PIB réel			Prix à la consommation ¹		
	2005	2006	2007 ²	2005	2006	2007 ²
Total ³	4,3	4,8	4,3	3,2	3,2	2,9
Économies industrielles avancées ³	2,4	2,9	2,3	2,3	2,4	1,9
États-Unis	3,2	3,3	2,1	3,4	3,2	2,4
Zone euro	1,5	2,8	2,5	2,2	2,2	1,9
Japon	1,9	2,2	2,2	-0,3	0,2	0,1
Royaume-Uni	1,9	2,8	2,7	2,0	2,3	2,3
Autres ⁴	2,8	2,9	2,8	2,0	2,3	1,8
Économies émergentes ³	7,0	7,6	7,1	4,5	4,4	4,3

¹ Zone euro et Royaume-Uni : indice harmonisé. ² Prévisions consensuelles publiées en mai.
³ Moyenne des principaux pays de Consensus Economics. ⁴ Australie, Canada, Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse.
Sources : Eurostat ; © Consensus Economics ; données nationales.

Tableau II.9

Ce scénario de base comporte toutefois des risques non négligeables à court terme. Il se peut que le recul de l'immobilier résidentiel aux États-Unis n'ait pas encore fait pleinement sentir ses effets. Il pourrait être aggravé par les difficultés récentes du marché des prêts hypothécaires de moindre qualité, via des ventes forcées de logements et des répercussions négatives sur l'offre de crédit. Bien que l'Europe et l'Asie soient aujourd'hui un peu moins tributaires de la croissance américaine qu'il y a quelques années, des interrogations subsistent quant à la solidité de la croissance de la consommation dans un certain nombre de grandes économies. Qui plus est, les risques de contagion associés à l'évolution rapide des liens commerciaux et financiers à l'échelle mondiale sont difficiles à appréhender. Enfin, un ralentissement de l'activité économique pourrait encourager le protectionnisme.

Les menaces à court terme sur la croissance...

Les perspectives en matière d'inflation restent également incertaines. Les prix de l'énergie et des autres produits de base remontent depuis le début de 2007, des facteurs de tensions inflationnistes persistent dans les grandes économies et il n'est pas certain que le ralentissement attendu de la croissance suffise à atténuer nettement les pressions qui s'exercent sur les ressources. En même temps, les taux d'utilisation des capacités semblent en hausse dans les principaux pays émergents. Enfin, les banques centrales du monde industriel avancé pourraient avoir du mal à évaluer les effets de la progression des rémunérations sur l'inflation, particulièrement après une aussi longue période de modération salariale.

...et l'inflation persistante...

Les retombées macroéconomiques pourraient également dépendre de la réaction des marchés financiers aux annonces économiques. Les primes de risque pourraient se renchérir en cas de décélération de l'activité plus marquée que prévu aux États-Unis et d'incertitude quant à l'ancrage de la croissance ailleurs. De même, des risques d'inflation perçus comme non maîtrisés pourraient, eux aussi, amener à réévaluer la rémunération du risque. Les deux épisodes de volatilité financière, en mai-juin 2006 et en février 2007, rappellent que de mauvaises surprises sur le front de l'inflation et de la croissance peuvent perturber les marchés. Même si, dans ces deux cas, il n'y a pas eu d'impact sur l'économie réelle, une telle éventualité ne peut être exclue.

...pourraient affecter les marchés financiers