

Vue d'ensemble

Après avoir enregistré une très forte croissance de 3,8 % l'année dernière, l'économie mondiale accuse un ralentissement. La production a augmenté particulièrement rapidement au premier semestre de 2004 sous l'effet de solides performances aux États-Unis et d'un rythme effréné d'expansion en Chine, alimenté par les exportations. Mais la hausse des prix du pétrole et les effets de l'appréciation des taux de change ont entraîné au second semestre une baisse des chiffres trimestriels de production dans un certain nombre de pays à revenu élevé, notamment l'Allemagne, l'Italie et le Japon. Les économies en développement ont connu une croissance supérieure à celle des pays à revenu élevé, avec un PIB global en hausse de quelque 6,6 % pour l'ensemble de l'année — un taux d'expansion record. Outre la Chine, l'Inde et la Russie ont également enregistré une croissance très rapide. Mais l'ensemble des régions en développement ont progressé plus vite en 2004 qu'elles ne l'avaient fait au cours des dix dernières années.

Le très fort niveau de la demande mondiale s'est traduit par l'apparition de contraintes de capacité, une hausse des prix sur les marchés des produits de base et un surcroît d'inflation dans certaines régions en développement, notamment l'Asie du Sud, l'Amérique latine et certaines parties de l'Europe en développement. Les prix pétroliers ont augmenté de 31 % et ceux d'autres produits de base, de 18 %, ce qui a eu des conséquences variables pour les pays en développement. Les pays exportateurs de pétrole et d'autres produits de base ont été en mesure de consolider leur excédent courant, tandis que les pays importateurs (soit la majorité des pays en développement) ont vu leurs factures d'importation augmenter sensiblement. À la différence de ce qui s'était passé lors des phases antérieures de hausse des prix des produits de base, les pays en développement, notamment la Chine, ont été les principaux artisans du surcroît de demande de ces dernières années.

Les hausses des taux d'intérêt aux États-Unis, l'atténuation des effets des mesures antérieures

d'assouplissement budgétaire et, en Europe, les incidences de l'appréciation effective réelle de 25 % de l'euro depuis février 2002 ont contribué à un ralentissement de la croissance du PIB dans la seconde moitié de 2004 et au début de 2005. Ces mêmes facteurs devraient amener le taux de croissance du PIB à tomber aux alentours de 2,5 % dans les pays à revenu élevé en 2005. Conjugués à la baisse de la demande d'importations, ces facteurs devraient en outre réduire la croissance dans les pays à revenu faible ou intermédiaire — quoique l'accroissement continu de leurs parts de marchés devrait tempérer ce ralentissement. Ainsi, bien qu'un déclin de la croissance soit à prévoir, ces économies n'en devraient pas moins progresser à un rythme soutenu, et supérieur à la tendance, de 5,7 % en 2005. C'est en partie pour cette raison qu'on s'attend à ce que les prix du pétrole et des métaux augmentent encore en 2005, pour se relâcher légèrement en 2006 et 2007 avec la mise en service de nouvelles capacités.

Pour la période allant jusqu'à fin 2007, une reprise progressive de l'activité en dehors des États-Unis, conjuguée à une hausse des taux d'intérêt américains et à un certain resserrement de la politique budgétaire, devrait inverser la tendance à la hausse du déficit courant américain, lequel devrait tomber de 5,6 % du PIB en 2004 à 5,3 % environ en 2007. Dans le même temps, les excédents des pays en développement devraient baisser, de 2,7 % à 1,4 % du PIB. Bien que ces changements ne doivent pas considérablement réduire l'offre de dollars sur les marchés financiers mondiaux, la hausse des taux d'intérêt américains devrait entraîner un regain d'intérêt des investisseurs privés pour les avoirs libellés en dollars, et la monnaie américaine ne devrait donc se déprécier que modérément durant la période considérée.

La dépréciation subie jusqu'ici par le dollar vis-à-vis de la plupart des monnaies a fait de la demande intérieure des pays autres que les États-Unis un facteur encore plus déterminant de la croissance mondiale. Selon les projections, la structure des échanges commerciaux doit encore s'infléchir, avec une augmentation du volume des exportations américaines de l'ordre de 8 % en 2007. Jusqu'à présent, le plupart des pays en développement

n'ont subi que des fluctuations modérées de leurs taux de change effectifs réels, soit parce que le taux de change de leur monnaie par rapport à celle de leur principal partenaire commercial a évolué dans le même sens, ou encore parce que l'effet de la dépréciation du dollar a été compensé par l'appréciation de l'euro et du yen. S'il faut s'attendre à ce que l'évolution des taux de change bilatéraux impose des coûts d'ajustement, la croissance des exportations des pays à revenu faible et intermédiaire devrait rester soutenue dans la mesure où leurs taux de change effectifs réels, dans l'ensemble, ont assez peu évolué. Ces pays devraient par conséquent continuer d'accroître leurs parts des marchés mondiaux.

Il s'agit là d'un scénario relativement anodin. Toutefois, une poussée soudaine des taux d'intérêt, une nouvelle baisse prononcée du dollar, une flambée des prix pétroliers supérieure aux prévisions ou une résurgence des tendances protectionnistes pourraient provoquer un net ralentissement, voire une récession, de l'économie mondiale.

Les politiques suivies peuvent aider à réduire le risque d'évolution plus défavorable de la situation et son degré de gravité potentiel. Un resserrement sensible de la politique budgétaire aux États-Unis aurait pour effet de limiter la nécessité d'un relèvement des taux d'intérêt dans ce pays (ou d'un abaissement des taux en Europe) pour soutenir le dollar. Pour leur part, les pays en développement doivent veiller à ne pas accumuler trop de créances dont le remboursement futur, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de ralentissement de la croissance de l'économie mondiale, pourrait poser de sérieux problèmes. De plus, dans certains pays, une appréciation contrôlée de la monnaie pourrait aider à atténuer les pressions inflationnistes intérieures et permettre de répartir plus facilement les fruits de la croissance économique en abaissant les coûts des biens de consommation et des services importés. L'abandon d'un rattachement strict au dollar pour les monnaies de certains pays en développement aurait certes tendance à accentuer la dépréciation de la monnaie américaine, mais cela dissiperait probablement une partie des tensions que l'anticipation, jusqu'ici non avérée,

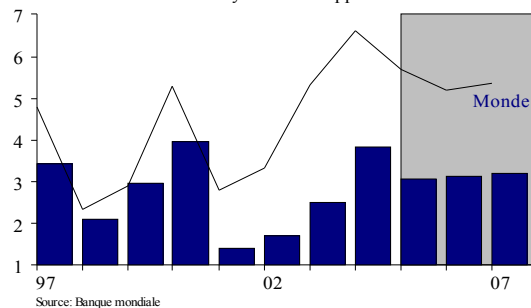
d'une telle dépréciation provoque sur les marchés financiers internationaux. Dans le même temps, le processus de libéralisation des échanges multilatéraux mérite d'être relancé, faute de quoi le cycle de Doha court le risque de générer peu d'avancées pour les pays en développement.

S'il est vrai qu'une réaction coordonnée des politiques au plan international serait probablement l'idéal, les diverses mesures énoncées ci-dessus devraient être prises même en l'absence de coordination, car elles seraient profitables à chacun des groupes mentionnés même si les autres n'agissaient pas de leur côté.

Croissance mondiale

Selon les estimations, le PIB mondial a augmenté de 3,8 % en 2004, soutenu par une impressionnante progression de 10,3 % du volume des échanges (tableau 2.1). Dans les pays à revenu élevé, la croissance s'est établie à un solide niveau de 3,1 % sous l'impulsion des États-Unis (plus 4,4 %), les moindres performances du Japon (2,6 % de croissance) et de l'Europe (1,8 %) ayant toutefois eu un effet modérateur. Bien que le Japon et l'Europe aient connu une croissance plus forte qu'en 2003, l'appréciation de leur monnaie a contribué au fléchissement de leurs exportations dans la seconde partie de l'année. Globalement, la production de l'Allemagne et de l'Italie a en fait diminué au troisième et au quatrième trimestres, tandis que plusieurs autres grandes économies européennes, dont la France et l'Espagne, enregistraient une croissance supérieure à 2,5 %. Parallèlement, la dépréciation du dollar a soutenu la croissance des exportations américaines en dépit

Figure 2.1 Croissance mondiale :
les pays en développement au premier rang
Croissance du PIB, USD constants de 1995
Pays en développement



Résumé des perspectives, 2003-07

(Variation annuelle en pourcentage, sauf pour les taux d'intérêt et le prix du pétrole)

	2003	2004e	2005f	2006f	2007f
<i>Situation mondiale</i>					
World Trade Volume	5.6	10.3	7.7	7.7	8.0
Prix à la consommation					
Pays de G-7 ^{a,b}	1.6	1.8	1.6	1.6	1.6
États-Unis	2.3	2.7	2.0	3.5	3.2
Prix des produits de base (en dollars)					
Produits de base autres que le pétrole	10.2	17.5	4.7	-5.2	-5.4
Prix du pétrole (USD/baril) ^c					
Prix du pétrole (Variation annuelle en %)	15.9	30.6	11.3	-14.3	-8.3
Valeur unitaire des exportations de produits ^d	7.5	7.0	3.0	2.8	1.9
Taux d'intérêt					
\$, à 6 mois (%)	1.2	1.6	3.5	4.6	5.0
€, à 6 mois (%)	2.3	2.1	2.1	2.8	3.2
<i>Croissance réelle du PIB ^e</i>					
Monde	2.5	3.8	3.1	3.1	3.2
Pour mémoire : Monde (pondérations PPA)	3.9	5.0	4.3	4.2	4.3
Pays à revenu élevé					
Membres de l'OCDE	1.9	3.2	2.4	2.6	2.6
Zone eurp	1.8	3.1	2.3	2.5	2.6
Japon	0.5	1.8	1.2	2.2	2.6
États-Unis	1.4	2.6	0.8	1.9	1.9
Non membres de l'OCDE	3.0	4.4	3.9	3.0	2.6
Pays en développement					
Asie de l'Est et Pacifique	3.2	6.2	4.4	4.5	4.1
Amérique latine et Caraïbes	5.3	6.6	5.7	5.2	5.4
Amérique latine et Caraïbes	8.0	8.3	7.4	6.9	7.2
Moyen-Orient et Afrique du Nord	5.9	6.8	5.5	4.9	5.0
Asie du Sud	1.7	5.7	4.3	3.7	3.7
Afrique subsaharienne	5.8	5.1	4.9	4.3	4.3
Asie du Sud	7.8	6.6	6.2	6.4	6.7
Afrique subsaharienne	3.4	3.8	4.1	4.0	4.1
Pour mémoire :					
Pays en développement					
à l'exclusion des pays en transition	5.2	6.7	5.7	5.3	5.5
à l'exclusion de la Chine et de l'Inde	3.9	5.8	4.8	4.4	4.4

Note : BSNF = biens et services non facteurs ; PPA = parité de pouvoir d'achat; e = estimation ; f = prévision

a. Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni.

b. En monnaies nationales, taux agrégés au moyen des coefficients de pondération du PIB en 1995.

c Moyenne simple des prix du Dubaï, du Brent et du West Texas Intermediate.

d. Indice de la valeur unitaire des exportations de produits manufacturés des principales économies, exprimées en dollars.

e. PIB en dollars constants de 1995 ; prix et taux de change du marché de 1995.

f PIB évalué sur la base des parités de pouvoir d'achat de 1995.

d'un fléchissement du volume des échanges au plan mondial dans la seconde partie de l'année. Venant s'ajouter à un niveau soutenu de dépenses de consommation et d'investissement dans un contexte de très faibles taux d'intérêt, ce facteur a maintenu la croissance américaine à un solide niveau au second semestre. Le Japon a lui aussi enregistré une croissance négative au deuxième et au troisième trimestres, mais une reprise de l'accroissement des stocks au quatrième trimestre a replacé son économie sur une courbe positive.

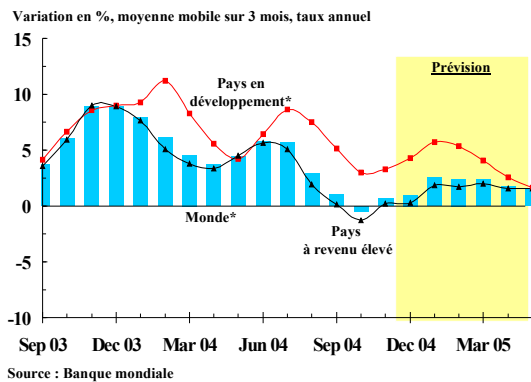
Avec un taux de 6,6 %, les pays en développement ont connu leur plus forte croissance de ces 30 dernières années (figure 2.1). La Chine s'est classée en tête, avec 9,5 %, sous l'effet d'une forte demande intérieure et d'une progression très marquée de ses importations et de ses exportations. Dans ce contexte, la performance de l'économie chinoise est désormais un facteur de plus en plus important pour les perspectives de croissance à l'échelle mondiale, et particulièrement en Asie de l'Est. L'Inde et la Russie ont toutes deux connu une croissance d'environ 7 %, tirée par les exportations pour la première et par de fortes recettes pétrolières pour la seconde. Le reste des pays en développement a également connu une solide croissance, avec une progression du PIB de plus de 5,5 %.

La forte progression des investissements a joué un rôle majeur à cet égard. Le faible niveau des taux d'intérêt a contribué à porter le ratio investissement/PIB à 28 % pour l'ensemble des pays à faible revenu et à revenu intermédiaire. Un autre élément clé à la base de ces solides résultats est le taux de croissance à deux chiffres affiché par les échanges commerciaux des pays en développement, ceux-ci ayant tiré parti de leurs faibles coûts intérieurs, de nouveaux débouchés et d'autres réformes structurelles pour accroître leur part des exportations mondiales (de 20 % à 25 % percent depuis 1999).

Les données à haute fréquence donnent à penser que le taux d'expansion pour les pays en développement s'est ralenti en 2004, l'accroissement de la production industrielle étant tombé de 12 % au premier semestre à 8 % au second (figure 2.2). L'expansion du volume des

échanges de marchandises s'est également ralenti, tombant de 18 % (en valeur annualisée) au premier trimestre à environ 14 % au second. Ces tendances au ralentissement de l'activité se sont poursuivies au début de 2005, quoique les grands indicateurs de conjoncture laissent penser qu'on peut s'attendre à un renversement de tendance en cours d'année.

Figure 2.2 Ralentissement de la production industrielle

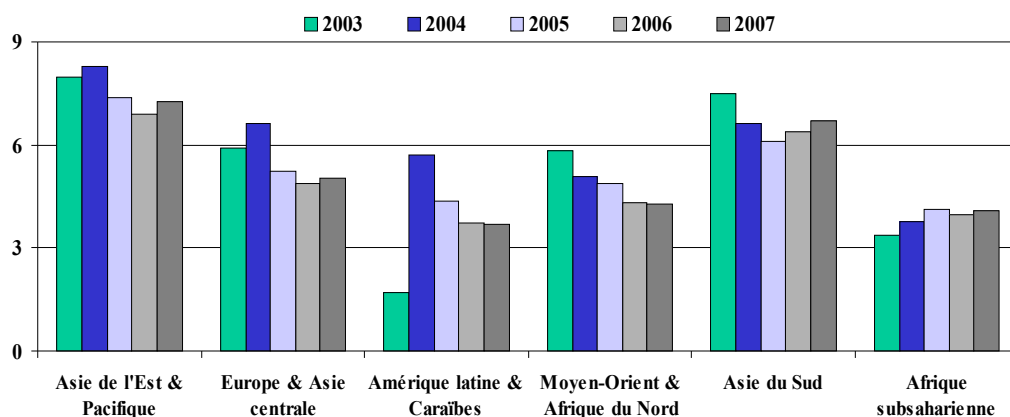


À l'avenir, la hausse des taux d'intérêt et le niveau élevé des prix du pétrole, conjugués à l'atténuation progressive des effets des mesures de relance budgétaire qui ont soutenu la croissance ces derniers temps, devraient continuer d'exercer un frein sur la croissance mondiale. On s'attend, de ce fait, à ce que l'activité économique mondiale se ralentisse assez fortement en 2005, pour se stabiliser en 2006 et se redresser quelque peu en 2007.

Avec l'adoption d'une politique monétaire plus neutre par la Réserve fédérale américaine, il faut s'attendre à ce que la hausse des taux d'intérêt ralentisse le rythme de l'activité, tant au niveau de la consommation qu'en matière d'investissement. Mais dans le même temps, la dépréciation du dollar devrait stimuler la croissance des exportations et contribuer ainsi à maintenir l'activité à un niveau relativement élevé. Au Japon, le recul prononcé de la demande mondiale de biens à haute technicité, le ralentissement des échanges mondiaux, l'appréciation du yen et le cycle de l'investissement intérieur ont contribué à de faibles résultats au second semestre de 2004, et le taux de croissance projeté pour 2005 est de 0,8 % seulement.

Figure 2.3 Projections de croissance au plan régional

Croissance annuelle, en %



En Europe, la croissance modérée des salaires et le haut niveau des prix du pétrole ont freiné la demande des consommateurs, et les exportations ont pâti de l'appréciation de l'euro. Ces facteurs négatifs sont compensés par une importante demande non satisfaite de biens d'équipement, après des années d'effort limité d'investissement — ce qui transparaît déjà de l'accélération régulière (quoique peu spectaculaire) de l'activité d'investissement au cours de l'année passée. Le renforcement continu des investissements et l'atténuation des effets négatifs de l'appréciation de l'euro devraient se traduire par un raffermissement graduel des taux de croissance dans la zone euro, à 2,6 % environ en 2007.

Si le tsunami de décembre 2004 a eu d'horribles conséquences sur le plan humain, ses incidences économiques devraient rester localisées. Selon les projections, les baisses de production liées à la catastrophe devraient se traduire au premier semestre de 2005 par un ralentissement de la croissance en Indonésie, aux Maldives, à Sri Lanka et en Thaïlande, ralentissement qui se fera le plus sentir dans les régions côtières directement touchées. Avec la mise en œuvre du processus de reconstruction, la croissance devrait se raffermir vers la fin de l'année. Cependant, on aura du mal à

discerner l'impact global de cette évolution au niveau des taux de croissance des régions concernées¹.

Le ralentissement prévu dans les pays à revenu élevé se traduira par de plus faibles taux de croissance des échanges et de la production dans les pays en développement, et la hausse des taux d'intérêt au plan mondial aura en outre pour effet de freiner l'expansion de la demande intérieure (figure 2.3). Mais le groupe des pays à revenu faible ou intermédiaire, pris dans son ensemble, devrait à nouveau afficher des performances de beaucoup supérieures à celles des pays à revenu élevé jusqu'à la fin de 2007. Et ses taux de croissance devraient dépasser ceux observés dans les années 90².

Dans les pays de la région *Asie de l'Est et*

¹ La région Asie de l'Est et Pacifique est celle qui a été le plus touchée par les effets du tsunami, suivie de l'Asie du Sud et, dans une bien moindre mesure, de l'Afrique subsaharienne.

² Au total, trois quarts des pays en développement ont eu, dans les quatre premières années de cette décennie, des taux de croissance en augmentation par rapport aux années 90. Parmi les pays à revenu élevé, en revanche, la moitié environ a enregistré une amélioration et la moitié, un recul.

Pacifique, la croissance continuera de refléter l'essor de la Chine. Dans ce pays, les mesures de contrôle prises par l'administration ont réussi à freiner le rythme des investissements dans certains secteurs, et l'on relève des indications croissantes selon lesquelles les revenus et dépenses des particuliers augmentent moins rapidement que dans un passé très récent. Dans ces conditions, on s'attend à une modération de la croissance du PIB, et l'inflation devrait rester sous contrôle. Dans les autres pays d'Asie, les exportations subissent actuellement les effets de la baisse de la demande mondiale de biens à haute technicité et du niveau relativement moins soutenu de la demande d'investissement en Chine. Dans l'ensemble, le taux de croissance du PIB de la région devrait tomber à 7,4 % en 2005 et 6,9 % en 2006, pour se reprendre quelque peu en 2007. Si l'on fait abstraction de la Chine, les projections pour la région font apparaître une tendance analogue, avec une croissance qui s'établit aux alentours de 5,4 % en 2005 pour augmenter ensuite et atteindre 6,2 % en 2007³.

Dans la région *Europe et Asie centrale*, le PIB a progressé de 6,8 % en 2004, alimenté par une très forte croissance dans la Fédération de Russie, où le haut niveau des prix pétroliers a donné un coup de pouce aux revenus. La croissance du PIB et des échanges commerciaux dans cette région a en outre bénéficié des apports d'investissement liés à l'accession de plusieurs pays à l'Union européenne — un facteur qui s'est traduit par de très forts taux d'augmentation des importations ainsi que des exportations. En Turquie, une baisse plus prononcée que prévu de l'inflation a donné un coup de fouet aux revenus réels, provoquant une poussée de la demande intérieure et une nette augmentation du déficit courant. Dans le reste de la région, les pressions inflationnistes s'accumulent peu à peu. On s'attend à ce que cela provoque un resserrement des politiques monétaires des pays, ce qui, conjugué aux hausses prévues des taux d'intérêt mondiaux, devrait faire

³ Le site web qui reprend le contenu du présent chapitre, *Perspectives pour l'Économie mondiale* (<http://globaloutlook.worldbank.org>), présente des données plus détaillées sur la situation et les prévisions économiques pour cette région.

augmenter encore plus les taux d'intérêt de la région et ralentir par là même l'investissement et la consommation. Un tassement des revenus pétroliers et l'incidence négative d'une forte appréciation effective réelle de la part d'un certain nombre de ses plus grandes économies⁴ devraient avoir pour effet de modérer le taux de croissance de la région à 5 % environ.

Dans la région *Amérique latine et Caraïbes*, l'activité économique a progressé d'environ 5,7 % en 2004, soit un taux nettement supérieur à la croissance moyenne de 0,4 % enregistrée au cours des trois années précédentes. Une forte demande mondiale de produits de base a contribué à d'importantes augmentations de la production au Brésil, au Chili et au Mexique. Le net rebond que l'Argentine a connu après avoir subi une dépréciation effective réelle de 45 % entre la fin de 2001 et le début de 2005 est un élément qui a joué dans la bonne tenue d'ensemble des économies de cette région. Le tassement escompté des prix des produits de base en 2005 et 2006 signifie que la contribution à la croissance des augmentations des revenus tirés des ressources naturelles va diminuer. Néanmoins, le niveau encore soutenu des prix implique que les revenus resteront élevés, continuant ainsi à maintenir la demande à de hauts niveaux. La hausse des taux d'intérêt, provoquée par la progression de ces taux à l'échelle mondiale et par la montée des pressions inflationnistes intérieures, sera un élément de plus qui freinera la croissance, laquelle devrait tomber aux alentours de 3,7 % à l'horizon 2007.

Les économies de la région *Moyen-Orient et Afrique du Nord* ont continué à tirer profit du niveau élevé des prix du pétrole en 2004. La croissance du PIB dans les pays exportateurs de pétrole s'est établie à un niveau soutenu de 5,5 %, ce qui marque toutefois un recul par rapport au taux de 6,7 % enregistré en 2003, les contraintes de capacité s'étant fait sentir. Les pays dotés de ressources limitées mais d'une main-d'œuvre abondante ont profité d'une forte demande mondiale, notamment de la part des pays de la

⁴ La Bulgarie, la Fédération de Russie et la République slovaque ont toutes connu une appréciation supérieure à 10 %.

région exportateurs de pétrole, ce qui a amené leurs exportations à progresser de 6,8 %. Dans les pays de la région exportateurs de pétrole, on prévoit un ralentissement de l'activité économique, avec une croissance de l'ordre de 5 % en 2006, notamment du fait que le plein impact du surcroît de demande intérieure sera en partie contrebalancé par des déperditions sous la forme d'une accélération des importations. Pour les pays importateurs de pétrole, cette forte demande d'importations, venant s'ajouter à la détente des prix du pétrole qui s'amorcera dans la seconde partie de l'année (voir plus loin la section consacrée aux produits de base) et à l'entrée en vigueur des accords commerciaux préférentiels avec l'Union européenne, donnera un léger coup de pouce à la croissance, qui s'établira aux alentours de 5,1 % en 2006.

Le PIB de la région *Asie du Sud* a augmenté d'environ 6,6 % en 2004, ce qui marque un recul par rapport au taux de 7,8 % enregistré l'année précédente. Le ralentissement s'est pour l'essentiel produit en Inde et est à mettre au compte de mauvaises récoltes. L'Inde ne s'en est pas moins classée en tête des économies de la région, avec une croissance de 6,8 %. Les autres pays d'Asie du Sud ont en fait connu une légère accélération de la croissance, avec un taux de 5,9 %. Selon les projections, la croissance du PIB pour l'ensemble de la région devrait retomber à 6,2 % en 2005, reflétant une modération de la demande d'importations de la Chine et des pays de l'OCDE, pour se ressaisir en 2006 et 2007, avec un taux de l'ordre de 6,7 %. La hausse de l'inflation au Pakistan et à Sri Lanka nécessitera une réponse énergique des responsables nationaux, ce qui affaiblit les perspectives de croissance à court terme dans ces deux pays.

En *Afrique subsaharienne*, l'activité économique a progressé, selon les estimations, de 3,8 % en 2004, et la quasi-totalité des pays ont fait état d'une croissance positive (à l'exception notable de la Côte d'Ivoire, des Seychelles et du Zimbabwe). Bon nombre d'entre eux ont vu la production augmenter de 5 % ou plus. Selon les projections, la croissance de la région devrait s'accélérer en 2005 pour atteindre 4,1 %, les fruits des réformes antérieures et un environnement globalement plus

paisible se reflétant dans cette amélioration. Le niveau toujours élevé des prix des métaux et des minéraux permettra à beaucoup de pays, dont l'Afrique du Sud, d'afficher de bons résultats, tandis que les tensions persistantes observées sur le marché pétrolier seront à l'avantage des exportateurs régionaux de pétrole comme le Nigéria. Pour leur part, l'Éthiopie et la Sierra Leone devraient afficher des résultats particulièrement satisfaisants dans la mesure où elle continue de bénéficier d'une situation plus paisible. La reprise envisagée en Europe, principal partenaire commercial de cette région, devrait également stimuler sa croissance, et l'accroissement de ses exportations vers la Chine prendra une importance croissante. Mais en dépit de l'amélioration sensible de ses performances, la croissance du PIB par habitant de la région continuera d'être inférieure dans d'assez larges proportions à celle du reste du monde, ce qui sous-entend un creusement supplémentaire des écarts de revenu.

Déséquilibres mondiaux, monnaies et inflation

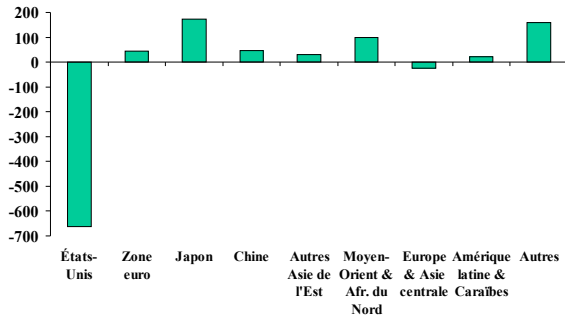
Le compte courant des États-Unis a été en déficit tout au long des 20 dernières années, l'année 1990 étant la seule exception. Après s'être dégradé pendant plusieurs années, ce déficit a atteint un nouveau record de 666 milliards de dollars, ou 5,6 %, en 2004. Du fait de ces déficits à répétition, les États-Unis, importante source nette d'investissements étrangers dans les années 70, sont devenus le plus grand pays débiteur au monde. Ses engagements extérieurs nets à la fin de 2003 étaient estimés à 2 700 milliards de dollars (23 % du PIB américain, ou 7,5 % du PIB mondial).

Reflète de cette évolution, mais aussi de toute une série de politiques structurelles qui ont amélioré les performances de leurs économies, le solde courant de la plupart des pays en développement s'est amélioré, et pratiquement toutes les grandes régions présentent aujourd'hui de légers excédents courants (figure 2.4).

Jusqu'à une date récente, le déficit américain était

Figure 2.4 Déséquilibres mondiaux

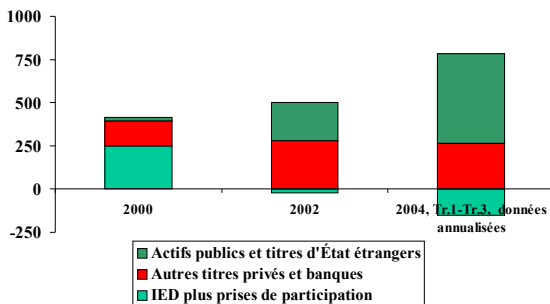
Soldes courants, USD millions, estimations pour 2004



en grande partie financé par des apports de capitaux privés sous la forme d'investissements étrangers directs (IED) et d'achats de titres de sociétés américaines. Mais cela a changé à compter de 2001. Les achats nets d'actifs privés par des entités étrangères se sont taris et sont en fait devenus négatifs au premier semestre de 2004. Pour l'ensemble de l'année, le déficit courant a en majorité été financé par des ventes d'actifs et de titres publics (figure 2.5). De plus, une bonne partie de ces achats aboutit dans les réserves officielles en pleine expansion des banques centrales étrangères, notamment celles des pays en développement (voir chapitre 3).

Figure 2.5 Financement du compte courant américain : flux nets par catégorie d'actifs, 2000-2004

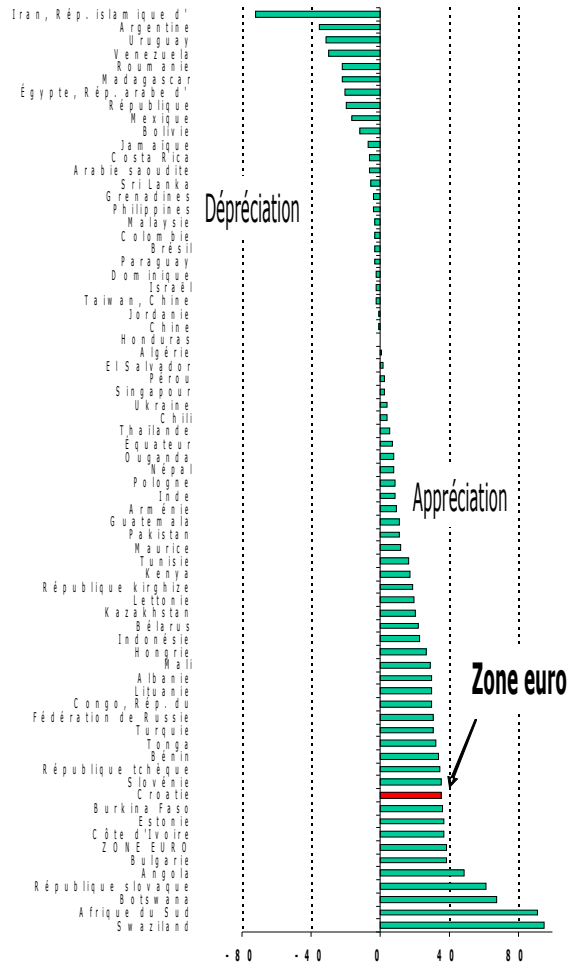
USD milliards



En partie sous l'effet des sorties nettes d'investissements privés, le dollar a commencé à baisser, non seulement par rapport à l'euro mais aussi vis-à-vis des monnaies de la plupart des pays en développement, tant en valeur nominale qu'en valeur réelle (figure 2.6).

Figure 2.6 Les monnaies des pays en développement se sont appréciées par rapport au dollar

Variation en %, taux de change réel depuis janvier 2002



Ces déséquilibres devraient arrêter de s'aggraver et pourraient même s'atténuer quelque peu. Le déficit courant des États-Unis, en particulier, devrait cesser d'augmenter et se réduire progressivement, pour s'établir à 5,3 % en 2007.

Plusieurs facteurs devraient contribuer à cette évolution.

- Les taux d'intérêt américains, à court comme à long terme, devraient continuer d'augmenter pour atteindre 5% environ d'ici à 2007, avec le passage à une politique monétaire plus neutre de la part de

la Réserve fédérale. Ainsi, les taux d'intérêt réels, après avoir été négatifs ces dernières années, deviendront positifs. Cela devrait susciter un accroissement de l'épargne privée nette⁵, qui représente actuellement moins de 1% des revenus des ménages, et entraîner une baisse des importations — contribuant par là même à une diminution du déficit courant.

- Les projections laissent présager un léger resserrement de la politique budgétaire américaine, le déficit des administrations publiques devant tomber d'un niveau estimatif de 4,4 % en 2004 à quelque 3,5 % en 2007. Venant s'ajouter à l'effet cumulatif de la dépréciation du dollar, ce facteur contribuera en outre à restreindre la demande globale et, partant, à faire baisser le déficit courant.

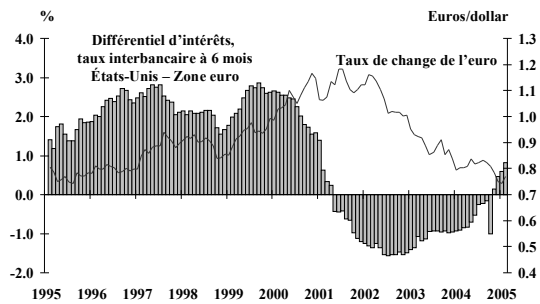
- Les solides taux de croissance que continuent d'enregistrer les pays en développement et une forte demande d'importations entraîneront une augmentation des exportations américaines. Les projections laissent prévoir en particulier une très forte demande intérieure dans les pays exportateurs de pétrole, aboutissant à une réduction de l'excédent courant des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient équivalant à 8 % de leur PIB.

En plus du fait que le déficit courant des États-Unis s'est stabilisé et s'est même légèrement réduit, la hausse des taux d'intérêt dans ce pays vis-à-vis du reste du monde devrait atténuer les pressions à la baisse sur le dollar en amenant les investisseurs à être plus disposés à financer le déficit. Les taux américains à court terme, en particulier, devraient progresser plus que les taux européens jusqu'en 2006, selon les projections, lesquelles chiffrent à près de 200 points de base l'écart qui s'établira entre les uns et les autres. La hausse correspondante des rendements sur les avoirs libellés en dollars devrait suffire à inciter un surcroît d'achats d'obligations ainsi libellées de la part des opérateurs privés. On s'attend de ce fait à ce que le dollar ne se déprécie que légèrement, de 10 % environ, sur la période considérée. Les

⁵ Épargne des ménages diminuée de l'accumulation de capital (OCDE 2004).

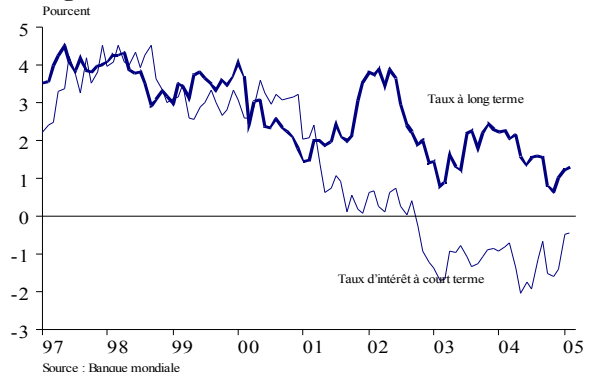
estimations donnent à penser que les hausses des taux d'intérêt déjà observées aux États-Unis (figure 2.7) ont été suffisantes pour éliminer quasiment toute incitation financière à la poursuite des opérations de portage (« carry trade ») contre le dollar (Moore 2004)⁶.

Figure 2.7 Le faible niveau des taux d'intérêt contribue à l'affaiblissement du dollar



La récente période de très faibles taux d'intérêt réels (figure 2.8) a été particulièrement bénéfique pour l'économie des pays en développement. Parallèlement à la réduction des primes de risque qui en a résulté, les taux réduits ont permis à ces pays de réduire leurs charges financières (chapitres 1 et 3) et d'entreprendre résolument d'accroître leurs investissements.

Figure 2.8 Des taux d'intérêt réels très faibles

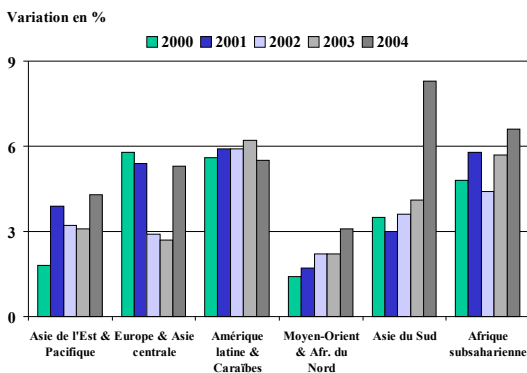


Cependant, cette solide performance économique a

⁶ L'expression « carry trade » décrit la pratique consistant à lever des fonds libellés dans une monnaie à faible taux d'intérêt pour les placer dans une autre mieux rémunérée. Ce type d'arbitrage de taux d'intérêt explique probablement une partie des fortes variations observées dans le taux de change bilatéral entre le dollar et l'euro.

engendré une poussée inflationniste dans beaucoup de pays en développement (figure 2.9). De 3,8 % au quatrième trimestre de 2003, le niveau d'inflation est passé à 6,2 % au troisième trimestre de 2004. Il s'est relâché quelque peu depuis lors, et se situait à 4,8 % en février 2005. Les hausses les plus prononcées ont concerné les prix des produits de base. Au niveau régional, l'inflation a augmenté de façon prononcée en Asie du Sud (Inde, Pakistan) et dans une moindre mesure en Amérique latine (Argentine, Mexique), de nouvelles contraintes de capacité ayant commencé à se faire sentir. Tout récemment, une baisse des prix des produits alimentaires (voir plus loin la section consacrée aux prix des produits de base) a contribué à un certain relâchement des pressions inflationnistes.

Figure 2.9 Inflation en hausse



On relève en revanche peu de signes de poussées inflationnistes dans les pays à revenu élevé, si ce n'est peut-être aux États-Unis où l'évolution reflète en partie la hausse des prix des importations qui a suivi la baisse du dollar. Au lieu de cela, une inflation généralisée des actifs, notamment dans les prix de l'immobilier, et une nette augmentation de la tolérance au risque des investisseurs (comme en témoigne l'abaissement des primes de risque sur les obligations déclassées et la dette des pays en développement⁷) sont les

⁷ Si des progrès sensibles au niveau des données économiques fondamentales sous-tendent une partie de l'amélioration des primes de risque afférentes aux marchés émergents, la compression simultanée des écarts de taux applicables aux emprunts d'entreprise laisse penser que l'abondance de liquidités à

signes les plus tangibles d'une abondance de liquidités et de pressions inflationnistes sous-jacentes dans les pays à revenu élevé.

Avec l'augmentation des taux d'intérêt au plan mondial, ces pressions devraient s'atténuer. On s'attend toutefois à ce que l'inflation continue d'augmenter en 2005 dans les pays en développement, leur rythme de croissance devant rester égal ou supérieur à ses taux tendanciels. En Europe, les effets désinflationnistes de l'appréciation de l'euro et des écarts de production encore importants devraient limiter les hausses de prix. En revanche, on peut s'attendre à ce que la faiblesse du dollar engendre une pression supplémentaire à la hausse aux États-Unis. Un facteur qui devrait en particulier contribuer à un surcroît d'inflation aux États-Unis est le niveau des prix des importations, qui augmentera par répercussion de l'inflation dans les pays en développement⁸.

Commerce mondial

Le commerce mondial a connu une expansion spectaculaire en 2004, augmentant de quelque 10,3 %. L'intégration de la Chine aux marchés mondiaux s'est poursuivie, avec des exportations et des importations en augmentation d'environ 30 %. Dans les autres parties du monde en développement, le taux d'accroissement des échanges a été plus modéré (12,3 %) mais néanmoins bien supérieur au taux de 8,5 % affiché par les pays à revenu élevé. Les données à haute fréquence indiquent que la progression des échanges s'est ralentie vers la fin de l'année (figure 2.10).

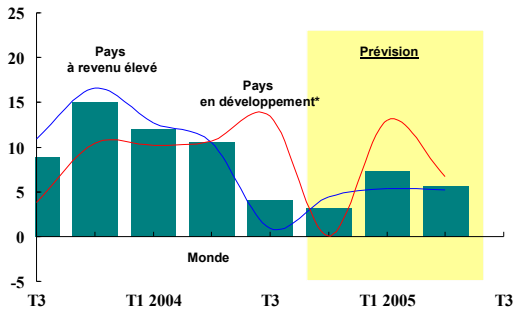
Dans la ligne des projections faisant état d'une modération de l'activité économique mondiale, on prévoit un ralentissement des échanges

l'échelle mondiale est aussi un facteur déterminant.

⁸ Jusqu'au troisième trimestre de 2002, l'inflation due aux prix à l'importation aux États-Unis était négative, ce qui reflétait la part croissante, en termes d'importations comme de PIB, des produits à bas prix des pays en développement et la baisse des prix des importations liée aux importants gains de productivité réalisés par ces pays.

Figure 2.10 Ralentissement de la croissance des échanges

Volume des exportations, par trimestre, taux de croissance annualisés, en %*



(*) Les chiffres font abstraction de la Chine.
Source : Banque mondiale

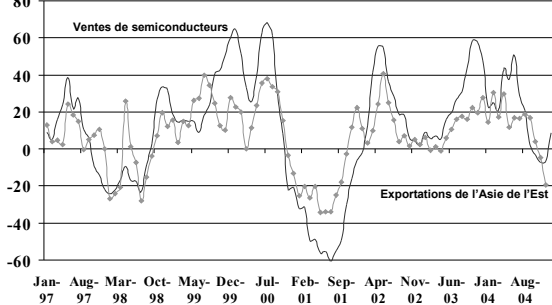
internationaux par rapport à leur niveau pour l'ensemble de l'année 2004. Les volumes d'échanges devraient augmenter d'environ 7,5 % en 2005 et 2006, ce qui représente malgré tout une progression plus marquée que celle observée dans les années 90.

En plus du ralentissement de la croissance du commerce résultant d'une baisse de la demande d'importations, l'évolution de la situation sur certains marchés influencera la structure globale des échanges. Un net ralentissement dans le secteur des technologies de pointe, en particulier, a porté atteinte aux exportations de l'Asie de l'Est et du Pacifique, où cette catégorie de produits représente jusqu'à deux tiers des exportations de certains pays⁹. Le marché des hautes technologies se caractérise par de très fortes fluctuations de la demande, mais sur un cycle relativement court (figure 2.11). Si les exportateurs de la région doivent donc s'attendre à traverser une période difficile dans les mois qui viennent, la demande devrait se redresser vers la fin de 2005 et rester soutenue en 2006. Comme on le verra dans la section suivante, la demande de produits de base devrait également rester forte.

⁹ En 2003, les biens à haute technicité représentaient 13 % des exportations thaïlandaises, mais plus de 50 % de celles de Taiwan, de la Malaisie et des Philippines.

Figure 2.11 Cycle des technologies de pointe et exportations de technologies de l'Asie de l'Est

Ventes mondiales de semi-conducteurs, exportations de technologies de l'Asie de l'Est, en dollars, variation en % (moy. mobile 3 mois/moy. mobile 3 mois, corrigés des variations saisonnières)



Source : Semiconductor Industry Association, Banque mondiale

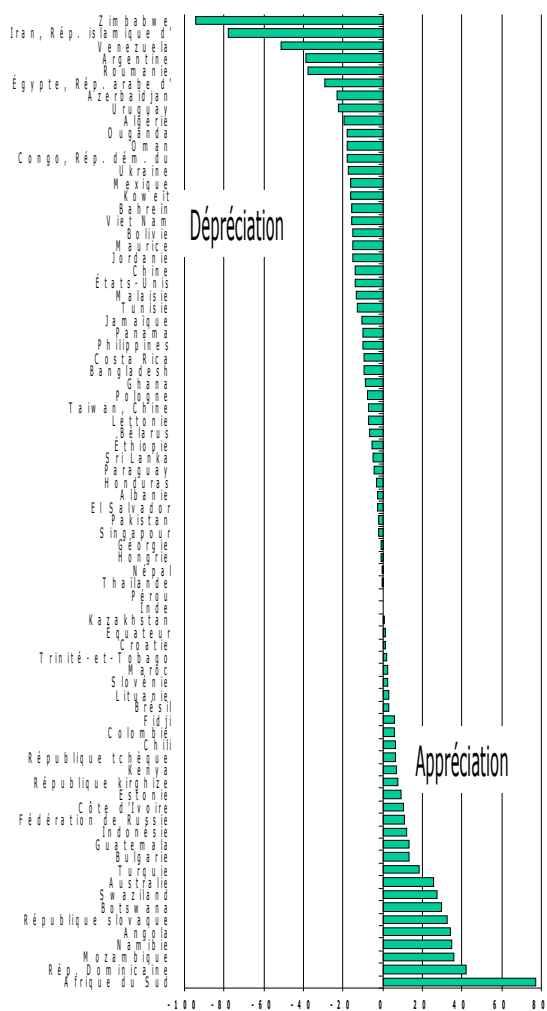
Impact de la dépréciation du dollar sur les économies en développement

Indépendamment de la forte dépréciation du dollar et de la nette appréciation de l'euro, les monnaies de la plupart des pays en développement ont été relativement stables en valeur effective réelle (figure 2.12). Sur les 69 monnaies de pays à faible revenu et à revenu intermédiaire pour lesquelles les données permettent de calculer les taux de change effectifs réels, seules 15 ont enregistré une appréciation de plus de 10 % depuis février 2002, date à laquelle le dollar a amorcé son recul, et plus de la moitié se sont dépréciées. La revalorisation d'un bon nombre de monnaies de pays en développement a été relativement modérée parce que, dans bien des cas, la dépréciation du dollar et l'appréciation de l'euro se sont contrebalancées, laissant pour l'essentiel inchangée la situation effective réelle de la monnaie de ces pays.

Pour les pays pour lesquels une part disproportionnée des échanges se fait avec les États-Unis ou les pays de la zone euro, une évolution dans le même sens de leur propre monnaie a en grande partie atténué les effets que ces fluctuations auraient pu autrement avoir. Pour la plupart des pays en développement qui ont de fait enregistré une nette revalorisation de leur monnaie en valeur effective réelle, cela a tenu à des facteurs d'ordre interne, tels qu'une forte répercussion sur les termes de l'échange consécutive à la récente flambée des prix des produits de base (Afrique du Sud).

Figure 2.12 Réévaluations effectives réelles des monnaies des pays en développement

Variation en % du taux de change effectif réel, janvier 2005 par rapport à février 2002



Bien que limitées par rapport à celles du taux de change bilatéral entre l'euro et le dollar, les fluctuations monétaires enregistrées par les pays en développement auront probablement des conséquences pour le secteur réel de l'économie durant la période considérée.

Si les pays dont la monnaie subit une dépréciation ne prennent pas de mesures à titre compensatoire, la croissance sera stimulée, provoquant éventuellement une surchauffe de leur économie. De la même façon, l'activité économique faiblira

probablement dans les pays dont la monnaie s'apprécie. Alternativement, si les exportateurs abaissent leurs marges pour maintenir leurs parts de marché, il en résultera une baisse des revenus.

Le réaligement des monnaies influencera la structure des exportations et des importations et pourrait imposer des coûts d'ajustement¹⁰. Pour les différents pays en développement, l'impact dépendra pour beaucoup de la structure préexistante de leurs échanges. Les pays qui ont plus ou moins le même volume d'échanges avec l'Europe et les États-Unis (Namibie, Paraguay, Pologne) trouveront plus facilement moyen d'exploiter les nouvelles données en matière de compétitivité car leurs entreprises sont déjà au fait du marché étranger et des réseaux avec lesquels traiter. En revanche, les entreprises et les pays dont les échanges sont surtout axés sur les États-Unis risquent de connaître d'importants délais avant de pouvoir compenser leurs pertes de ventes sur le marché américain par un surcroît de ventes en Europe ou ailleurs. Même les pays dont la monnaie a accompagné la baisse du dollar (c'est le cas de beaucoup de pays d'Amérique du Sud et d'Asie de l'Est) connaîtront des coûts d'ajustement sous forme d'un surcroît d'inflation et d'une perte de compétitivité au niveau des entreprises tributaires d'importations en provenance de pays autres que les États-Unis.

Enfin, bien qu'on ne puisse tirer des conclusions définitives des éléments d'appréciation disponibles à cet égard, certaines études (voir, par exemple, Esquivel et Larráin 2002) donnent à penser que la volatilité des taux de change des grandes économies a tendance à introduire un élément d'aléa dans les échanges internationaux et peut par conséquent contribuer à un ralentissement des volumes d'échanges mondiaux.

Perspectives d'expansion des échanges à plus long terme

En dépit de ces coûts, les pays à faible revenu et à

¹⁰ Ces coûts d'ajustement et les incidences qu'ils ont sur la production sont, d'un point de vue qualitatif, similaires à ceux décrits par Lilien (1982) dans le contexte des hausses des prix pétroliers, un autre exemple de choc international au niveau des prix.

revenu intermédiaire devraient continuer d'accroître leurs parts de marché au niveau mondial. Au cours des cinq dernières années, les pays en développement dans leur ensemble ont vu leur part des exportations mondiales passer de 20 à 25 %. La Chine a en fait doublé sa part de marché durant cette période, de 2,5 % à plus de 5,4 %.

Cette expansion des échanges a été un facteur déterminant pour les progrès réalisés au plan économique. Les pays qui ont le mieux réussi à accroître leurs parts de marché sont ceux qui ont enregistré le recul le plus prononcé de la pauvreté au cours des 15 dernières années¹¹.

Pour les pays en développement dans leur ensemble, l'augmentation de leurs exportations totales a tenu pour 40 % à l'accroissement des parts de marché. Cela reflète plusieurs facteurs, y compris le fait que leurs avantages comparatifs sous-jacents se sont peu à peu révélés à la suite des nombreuses phases de libéralisation des échanges intervenues ces 20 dernières années, lesquelles ont vu les tarifs douaniers des pays en développement tomber d'environ 30 % à moins de 10 %. Il faut ajouter à cela l'application de meilleures politiques macroéconomiques, le recul de l'inflation, la réduction des déficits publics et l'amélioration des soldes courants de ces pays, qui ont contribué à une meilleure tenue de leurs commerce extérieur en réduisant les aléas pour les investisseurs comme pour les négociants.

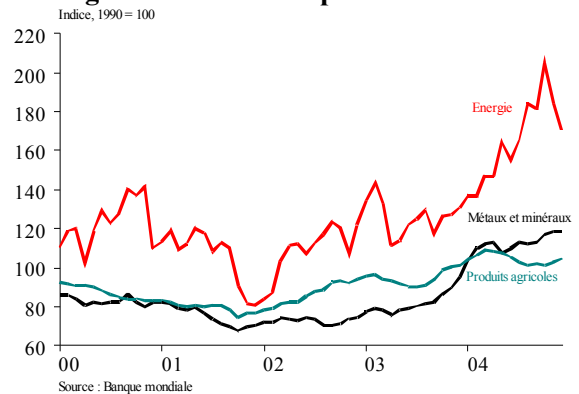
Le scénario de base qui sous-tend les projections part de l'hypothèse que cette situation persistera. Dans ces conditions, les parts de marché des pays en développement devraient progresser encore de 1 point de pourcentage entre 2004 et 2007.

Marchés des produits de base

La hausse qu'ont connue les prix des produits de base depuis 2002 (figure 2.13) a tenu à une très forte demande pour ces produits et à l'apparition de contraintes de capacité dans les pays

producteurs de produits primaires. Globalement, les prix de l'énergie ont augmenté de quelque 30 % en 2004. Les prix des métaux et des minéraux ont pour leur part progressé de 3,7 %, et ne présentent à ce jour aucun signe de relâchement. En revanche, les prix de la majorité des produits agricoles ont plafonné au deuxième trimestre de 2004 pour amorcer ensuite une baisse, mais ils ont quand même enregistré une hausse de 10,5 % sur une base annuelle.

Figure 2.13 Prix des produits de base

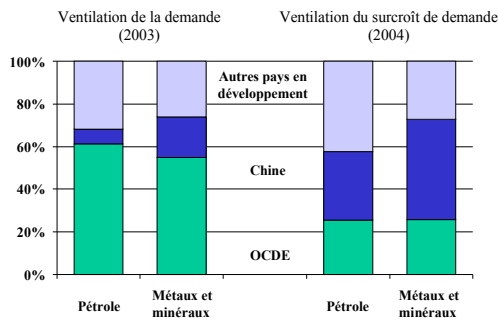


Contrairement à ce qui s'était passé lors des épisodes de surchauffe précédents, ce sont les pays en développement qui ont été principalement à l'origine du surcroît de demande, à commencer par la Chine. De fait, 7,4 % de l'augmentation totale de la demande de pétrole brute observée en 2004 a eu pour origine les économies en développement (figure 2.14) — ce qui représente près du double de leur part de la demande totale. Près de la moitié de ce surcroît de demande est à mettre au compte de la Chine, dont les besoins pressants de matières premières ont également été à la base de l'augmentation de la demande de métaux et de minéraux. Globalement, les pays à revenu faible ou intermédiaire ont compté pour 74 % dans la demande supplémentaire de métaux en 2004, mais représenté 45 % seulement de la demande totale. Cette demande des pays en développement a été particulièrement en évidence sur les marchés du zinc et de l'aluminium, où la part du surcroît de demande qui leur est attribuable a dépassé 80 % en 2004.

Cela n'est probablement pas un fait isolé. Selon les projections, la part de la demande mondiale de

¹¹ Le coefficient de corrélation entre les hausses de revenus par habitant et les augmentations de parts de marché est de 0,5.

Figure 2.14 La demande des pays en développement soutient les prix des produits de base



produits de base revenant aux économies en développement devrait continuer d'augmenter. Cela tient en partie au transfert progressif dans ces pays d'une part croissante de l'activité mondiale de fabrication de produits manufacturés à forte intensité de main-d'œuvre. Cela reflète également une plus forte croissance démographique et une augmentation des revenus, lesquelles devraient gonfler la demande de produits à fort coefficient de ressources tels que les automobiles, exerçant ainsi une pression supplémentaire sur les marchés des produits de base. C'est ce type de facteurs qui sous-tend la prédiction de l'Agence internationale de l'énergie (AIE, 2004) selon laquelle, d'ici à 2030, la demande de pétrole en provenance des pays actuellement classés dans la catégorie des pays à revenu faible ou intermédiaire augmentera de plus du double pour atteindre environ 50 % de la demande mondiale.

Mais en dépit de la hausse des prix des produits de base et de l'importance croissante des économies en développement sur ces marchés, les prix en question devraient se relâcher au cours des trois prochaines années. Dans le secteur agricole, une augmentation de l'offre — fruit de réactions endogènes au haut niveau des prix et à une reprise à la suite de mauvaises campagnes — a déjà commencé à faire baisser les prix d'un certain nombre de produits, notamment le soja et le coton. On s'attend à ce que la progression supplémentaire de l'offre et le ralentissement projeté de l'activité mondiale se traduisent par une baisse des prix agricoles de l'ordre de 6 % en 2006.

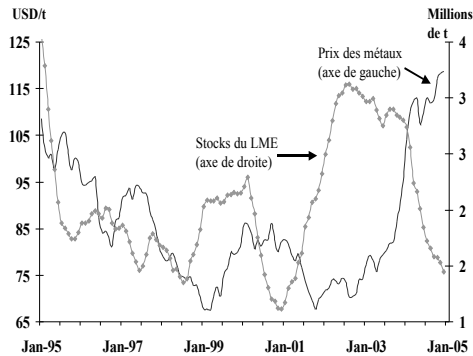
À en croire les modèles simples de la demande dérivée de pétrole, la demande de produits

pétroliers en provenance des pays en développement va continuer d'augmenter rapidement. Bien qu'on s'attende à ce que la production quotidienne mondiale augmente d'environ 1,5 million de barils, le faible niveau des stocks et la forte demande devraient maintenir les prix à un niveau élevé au premier semestre de 2005, avant qu'ils ne commencent à se tasser. Pour l'ensemble de l'année, les projections indiquent une moyenne d'environ 42 dollars en 2005¹². À mesure que la progression de la demande s'atténue encore et avec la mise en service de nouvelles sources d'approvisionnement, on s'attend à ce que les prix baissent peu à peu, pour tomber à 33 dollars à l'horizon 2007.

Sur le marché des métaux et des minéraux, la situation reste très tendue (figure 2.15). Un excédent de demande, en provenance surtout de Chine, a fait augmenter les prix d'environ 3,7 % en 2004 et entraîné une baisse des stocks de 50 % (et de 60 et 90 % dans les cas du plomb et du cuivre). Les entreprises ont réagi à cette hausse des prix en se tournant vers des matériaux moins coûteux pour leur production (par exemple, du nickel de moindre qualité pour la production d'acier), ce qui devrait contribuer à atténuer les pressions au niveau de la demande. Mais on s'attend à ce que cette situation continue de pousser les prix des métaux à la hausse durant le premier semestre de 2005, une augmentation des approvisionnements aboutissant ensuite à une baisse cyclique dans la seconde partie de l'année. Un gros facteur d'incertitude dans ces projections concerne la demande chinoise. Si elle ne devait pas se modérer comme prévu mais rester aux niveaux observés dans la première moitié de 2004, les prix des métaux (notamment l'acier et le minerai de fer) et ceux du charbon et du fret pourraient rester pendant une période prolongée à un niveau élevé, voire augmenter encore plus.

¹² Un simple modèle de la demande de pétrole laisse penser qu'une augmentation de la demande de l'ordre de [1,8] million de barils par jour serait conforme aux projections de la Banque mondiale en matière de production. Ajouté aux prévisions d'accroissement de la production de [1,5] million de barils (AIE, 2004), cela ne laisse guère présager un relâchement marqué des prix du pétrole en 2005.

Figure 2.15 Hausse à venir des prix des métaux en raison du faible niveau des stocks

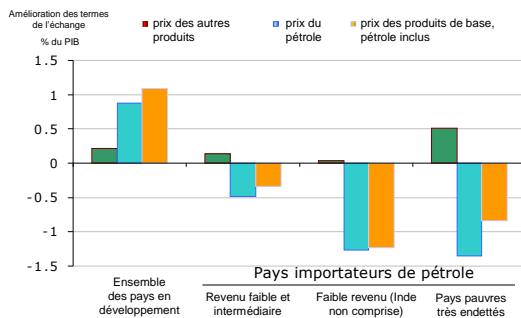


Conséquences d'une hausse des prix des produits de base au plan régional

La hausse des prix des produits de base a pour beaucoup contribué aux solides performances économiques affichées depuis plusieurs années par les pays exportateurs de ces produits (figure 2.16). Cela vaut particulièrement pour les exportateurs de pétrole, pour lesquels la hausse des prix s'est traduite par une amélioration des termes de l'échange estimée à 5,6 % du PIB. Mais les exportateurs nets d'autres produits ont aussi été bénéficiaires. Pour les pays exportateurs de métaux et de minéraux, les gains ont été considérables, mais les effets positifs ont été moins prononcés pour les exportateurs de produits agricoles.

Figure 2.16 Les prix des produits de base ont profité aux pays en développement dans leur ensemble

Impact de l'évolution des prix des produits de base (2001-2004)



Mais comme il a été expliqué plus en détail dans les *Perspectives économiques mondiale 2005* de l'automne dernier (Banque mondiale, 2004), bien qu'un niveau élevé de prix des produits de base

soit bénéfique pour les pays en développement d'une manière générale, la plupart d'entre eux sont importateurs de pétrole et, pour eux, les incidences nettes des hausses des prix observées jusqu'ici ont été négatives. Pour l'Asie du Sud considérée dans son ensemble, l'effet net a été l'équivalent d'une variation des termes de l'échange de -2,2 % du PIB.

Risques et mesures prioritaires pour l'économie mondiale

Dans le scénario de base qui sous-tend les perspectives, l'accroissement de l'épargne publique et privée aux États-Unis et le niveau soutenu de la croissance dans les pays en développement commencent à rectifier les déséquilibres mondiaux et engendrent une légère baisse du déficit courant américain. Conjugée à l'apparition d'un écart positif entre les taux d'intérêt américains et européens à court terme, cette évolution devrait réduire, sans pour autant éliminer, la pression à la baisse sur le dollar. La monnaie américaine continuera de se déprécier, mais d'une manière progressive et ordonnée.

Ce scénario est sujet à un certain nombre de risques :

- La hausse des taux d'intérêt
- La possibilité que les prix pétroliers augmentent encore plus ou ne finissent pas par se modérer comme prévu
- Une surcompensation ou une dépréciation désordonnée du dollar, et
- Des réactions endogènes au haut niveau des prix et l'émergence de tendances protectionnistes

Le premier et, sans doute, le plus important de ces risques est que les taux d'intérêt à court comme à long terme augmentent plus que prévu. Plusieurs facteurs distincts mais liés entre eux contribuent à ce risque.

Les taux pourraient augmenter plus encore, soit parce que les investisseurs sont amenés à se détourner encore plus du dollar que ce n'est le cas actuellement, soit parce que les banques centrales

asiatiques, qui ont financé une bonne partie du déficit courant américain (chapitre 3), décident de ralentir leurs accumulations de réserves. Dans l'un ou l'autre de ces cas, les investisseurs exigeraient des taux plus élevés avant d'assumer plus de créances ou un surcroît de risque. De fait, lorsque certains responsables asiatiques ont récemment laissé entendre qu'ils pourraient diversifier leurs portefeuilles de réserves, cela a provoqué une vague de cessions d'actifs qui n'a cessé qu'avec la publication ultérieure de fermes démentis concernant ces éventuelles diversifications. Des taux d'intérêt américains plus élevés génèreraient probablement une pression à la hausse sur ceux d'autres pays.

Un autre facteur susceptible d'aboutir à une hausse des taux au plan mondial est la propension des investisseurs au risque. Les primes de risque pour les obligations des marchés émergents et les obligations de sociétés de second rang sont à des niveaux très faibles. Si la propension des investisseurs aux risques sous-jacents ou la façon dont ils perçoivent ces risques venait à changer, les taux d'intérêt sur les marchés correspondants pourraient augmenter fortement, entraînant une ponction rapide de liquidités sur les marchés internationaux des capitaux.

Beaucoup de pays en développement ont fait de gros progrès pour ce qui est de réduire leur niveau général de vulnérabilité sur le plan financier, et sont donc relativement à même de supporter ce type de détérioration du contexte financier international. Mais les pays dont le secteur bancaire et le marché des capitaux sont peu développés restent fragiles, et ceux qui ont un fort niveau d'endettement sont particulièrement vulnérables à de subites réévaluations du risque-pays (voir chapitres 3 et 4).

Enfin, si l'excès de liquidités généré par le faible niveau des taux d'intérêt se manifeste sous forme d'une poussée d'inflation, les taux d'intérêt réels augmenteront encore plus sous l'effet des mesures de réaction prises par les autorités monétaires.

Si tant est que les hausses de prix des actifs sont un reflet de taux d'intérêt exceptionnellement bas, des hausses de ces taux pourraient engendrer

d'importantes pertes de richesse, ce qui aurait un fort impact négatif sur la demande des consommateurs. À titre d'exemple, si les prix de l'immobilier devaient se stabiliser aux niveaux actuels, l'élimination de l'effet de richesse positif qui a résulté de leur hausse et contribué à la demande de consommation suffirait à réduire cette demande de plus de 1 % au Royaume-Uni et aux États-Unis¹³. Si une déflation des actifs devait se produire, l'impact pourrait être bien plus grave.

La figure 2.17 rend compte des résultats de trois simulations destinées à essayer de quantifier les incidences que ces risques peuvent avoir sur la sphère réelle de l'économie¹⁴.

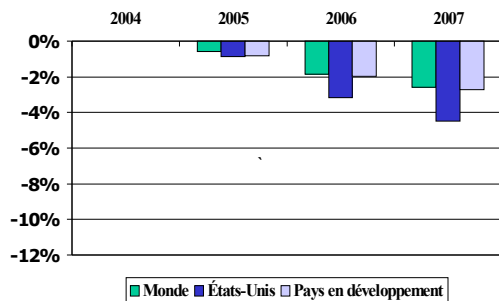
Le premier scénario suppose que les taux d'intérêt américains à court et à long terme augmentent de 200 points de base de plus que dans le scénario de référence en raison d'augmentations du rendement moyen minimum requis par les investisseurs sur les actifs libellés en dollars. Les taux d'intérêt réels à l'étranger réagissent de façon endogène, augmentant dans des proportions relativement moindres qu'aux États-Unis. La croissance de l'économie américaine se ralentit d'environ 1 point de pourcentage en 2005, par rapport au scénario de référence, et de 2 points de pourcentage en 2006, mais une récession est évitée. Le ralentissement de la croissance aux États-Unis freine l'expansion des échanges mondiaux, ce qui aboutit à un ralentissement de la croissance dans les pays en développement de l'ordre de 1 point de pourcentage en 2005 et à nouveau en 2006.

¹³ Aux États-Unis, la valeur du parc immobilier est estimée par la Réserve fédérale à 15 200 milliards de dollars, soit environ 138 % du PIB. Une variation de 10 % de la valeur de ce stock immobilier représenterait 13,8 % du PIB ou 19 % de la consommation. Les estimations économétriques suggèrent que la propension marginale à long terme à consommer la richesse immobilière se situe à 0,05 (voir, par exemple, Catte et autres, 2004, ainsi que Benjamin et autres, 2004), ce qui implique une réduction de la consommation de 1,35 %.

¹⁴ Le chapitre 3 examine plus en détail certaines des incidences que peuvent avoir des hausses de taux d'intérêt sur le secteur financier.

Fig 2.17 Hausse des taux d'intérêt de 200 points de base

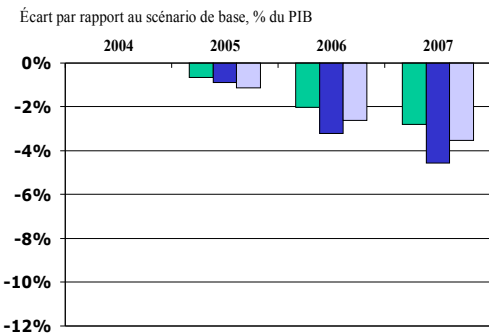
Écart par rapport au scénario de base, % du PIB



Le deuxième scénario repose sur le premier et suppose que la réduction du niveau des liquidités provoquée au plan mondial par le resserrement décrit plus haut amène les spreads appliqués aux obligations et aux marchés émergents à se rétablir à des niveaux normaux. Cela a pour résultat d'amplifier les effets du premier scénario en provoquant des réductions supplémentaires au niveau de la demande de consommation et d'investissement, du fait de la hausse des taux d'intérêt. Aux États-Unis, la croissance reste pour ainsi dire inchangée.

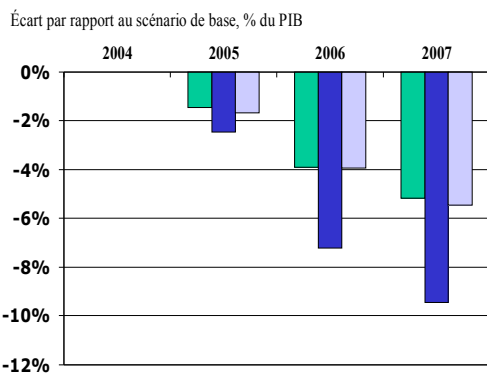
Figure 2.17 Effets d'une hausse des taux d'intérêt sur la croissance du PIB.

Scénario 2 : Scénario 1, avec en plus une augmentation de 60 % des spreads au niveau des marchés émergents



Pour les pays en développement, les perspectives sont bien moins favorables, avec une perte cumulative de production de près de [4,6] % du PIB. Le choc est particulièrement sévère pour les pays très endettés.

Scénario 3 : Scénario 2, avec en plus un effet de richesse



Le dernier scénario combine ces effets, en y ajoutant un effet de richesse substantiel aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Espagne et en France. Il suppose en effet que la hausse des taux d'intérêt provoque une baisse de 10 % des prix de l'immobilier et, partant, du patrimoine des consommateurs dans chacun de ces pays, ce qui contribue à un ralentissement encore plus marqué de la demande. Dans ce cas, les États-Unis entrent dans une phase de récession assez profonde en 2006, ce qui entraîne un net ralentissement au plan international, la croissance mondiale diminuant d'environ 1 %.

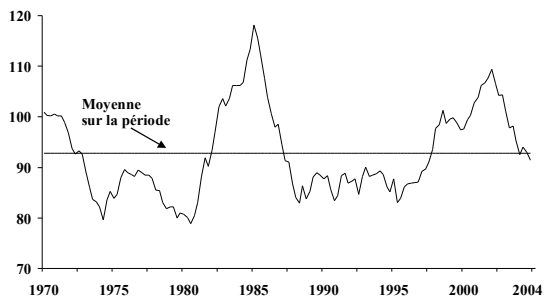
Le risque que les prix du pétrole augmentent plus encore ou ne baissent pas autant que prévu a été analysé en détail dans les *Perspectives économiques mondiales 2005* (2004, p. 12-14). Ce rapport concluait qu'une hausse supplémentaire de 10 dollars des prix du pétrole entraînerait un ralentissement de la croissance mondiale de l'ordre de 0,5 % au cours de l'année suivante. Pour les pays en développement importateurs de pétrole, le choc sur les termes de l'échange se chiffrerait à -2,4 % du PIB environ. De plus, l'accès de ces pays aux marchés financiers internationaux étant limité, un choc de cet ordre aurait un impact bien plus prononcé sur la

demande intérieure que dans les pays à revenu élevé.

La possibilité que le dollar dépasse sa valeur d'équilibre et devienne sous-évalué pendant une période prolongée est un risque à moyen terme. Après la baisse subie jusqu'ici, le dollar est proche de sa moyenne à long terme en valeur effective réelle (figure 2.18). S'il devait se déprécier bien plus encore, ce qui est du domaine du possible si les comportements des épargnants publics et privés n'évoluent pas, il pourrait bien dépasser sa valeur d'équilibre à long terme. Un tel état de fait accroîtrait les coûts d'ajustement, les pays exportateurs devant compenser la perte de ventes sur certains marchés en renforçant leur pénétration sur d'autres marchés. Une fois que le dollar finirait par retrouver sa valeur d'équilibre à long terme, les coûts en question seraient subis une seconde fois.

Figure 2.18 Évolution historique du dollar

Taux de change effectif réel, 1970 - 2004



D'importantes fluctuations du cours du dollar pourraient en outre avoir d'importantes incidences financières pour les pays en développement (chapitre 3). Pour les pays qui ont d'abondantes réserves en dollar, une dépréciation impliquerait des pertes théoriques conséquentes qui pourraient avoir des implications pour la politique budgétaire. Par contre, les pays ayant d'importantes créances libellées en dollars seraient gagnants en cas de dépréciation, parce que la valeur en monnaie nationale de leurs créances s'en trouverait érodée.

Enfin, le ralentissement mondial pourrait entraîner un ralentissement du processus de libéralisation des échanges ou la montée du protectionnisme. La

mise en œuvre récente d'initiatives destinées à approfondir les échanges a coïncidé avec une période de forte croissance pour les pays développés aussi bien que pour les pays en développement. Un affaiblissement de la situation économique pourrait aboutir à une rupture de cette tendance en faisant dérailler le processus de Doha ou en limitant la mesure dans laquelle tout accord qui finirait par être conclu profiterait aux pays à faible revenu. Dans le pire des cas, il risquerait de provoquer une réaction protectionniste de la part des pays à revenu élevé. Dans un cas comme dans l'autre, l'accès des pays en développement aux marchés des pays riches pourrait être restreint, ce qui serait préjudiciable à la croissance et à la réduction de la pauvreté. De même, si la réduction de la croissance dans les pays en développement venait à réduire le rythme des réformes structurelles, qui sont à la base d'une bonne partie de leurs progrès économiques récents, cela pourrait avoir un sérieux impact sur les perspectives de croissance futures.

Défis pour les pouvoirs publics

Les politiques suivies peuvent aider à éviter les scénarios présentés ci-dessus et à en limiter la gravité. Un resserrement sensible de la politique budgétaire aux États-Unis aurait pour effet d'accroître l'épargne globale au niveau de l'économie américaine, de réduire le déficit courant et de limiter la nécessité de procéder à des relèvements des taux d'intérêt pour soutenir le dollar. En Europe, les politiques devraient chercher à maintenir les taux d'intérêt à des niveaux relativement faibles. Cela permettrait non seulement de donner un coup de fouet à la demande intérieure, et de compenser ainsi l'affaiblissement des exportations consécutif à l'appréciation de l'euro, mais aussi de réduire l'attrait relatif des avoirs financiers libellés en euros, ce qui limiterait le risque d'appréciation supplémentaire et découragerait une désaffection incontrôlée vis-à-vis du dollar. À cet égard, si des pressions inflationnistes surgissent, on pourra avoir intérêt à accélérer l'effort de rééquilibrage budgétaire pour réduire le risque de surchauffe.

Face à la perspective d'un ralentissement de l'économie mondiale et à la possibilité que ce

ralentissement soit prononcé, les responsables des pays en développement doivent redoubler d'efforts pour consolider leur situation budgétaire et tirer parti des faibles taux d'intérêt actuels pour restructurer leur dette — ce qu'ont d'ailleurs fait bon nombre d'entre eux. De plus, ils doivent veiller particulièrement à faire en sorte de ne pas accumuler trop de dettes ou d'engagements de dépenses dont le financement futur, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de ralentissement de la croissance, pourrait poser de sérieux problèmes. En outre, une réévaluation minutieuse des politiques de change dans certains pays pourrait révéler qu'une appréciation contrôlée de leur monnaie contribuerait tout à la fois à atténuer les pressions inflationnistes qui se font jour et à permettre à ces pays de répartir plus facilement les fruits de la croissance récente entre toutes les composantes de leur population en abaissant le coût des biens de consommation importés.

S'il est vrai qu'une réaction coordonnée des politiques au plan international serait probablement l'idéal et limiterait les coûts pour les pays en développement, les avantages que les pays ont à tirer de chacune des dispositions énoncées ci-dessus se matérialiseront indépendamment des mesures que les autres pays pourront ou non prendre de leur côté.

Références

Agence internationale de l'énergie (2004), *World Energy Outlook*, Paris

Banque mondiale (2004), *Perspectives économiques mondiales 2005*, Washington

Benjamin, J.D., P. Chinloy et G.D. Jud (2004), "Real estate versus financial wealth in consumption," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 29(3):341-54.

Catte P., N. Girouard, R. Price et C. André, (2004), "Housing markets, wealth and the business cycle," *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, 394

Esquivel, G. et F. Larrain, (2002), *The impact of G-3 exchange rate volatility on developing countries*, G-24 Discussion Paper Series, n° 16, janvier

Lilien, David M. (1982), "Sectoral Shifts and Cyclical Employment," *Journal of Political Economy*, 90(3)

Moore, J. (2004), *2004 Carry trade update*, Barclay's Capital, 22 décembre

OCDE (2004), *Perspectives économiques*, n° 74, Paris