

Études économiques et financières

DISTRIBUTION PRÉLIMINAIRE
Avril 2014

Avant-propos, résumé analytique et chapitres 1 et 2
des *Perspectives de l'économie mondiale*



Fonds monétaire international

Les dynamiques qui se dégageaient lorsque l'édition d'octobre 2013 des *Perspectives de l'économie mondiale* a été publiée deviennent plus visibles.

La reprise qui commençait à s'installer dans les pays avancés prend de l'ampleur. Le rééquilibrage des finances publiques ralentit, et les investisseurs s'inquiètent moins de la viabilité des dettes. Les banques se renforcent progressivement. Bien que la reprise soit loin d'être complète, la normalisation de la politique monétaire, conventionnelle et non conventionnelle, est maintenant à l'ordre du jour.

Ces dynamiques impliquent un nouvel environnement pour les pays émergents et les pays en développement. L'affermissement de la croissance dans les pays avancés implique une hausse de la demande de leurs exportations. Cependant, la normalisation de la politique monétaire implique un durcissement des conditions financières et de l'environnement financier. Les investisseurs seront moins indulgents, et les faiblesses macroéconomiques deviendront plus coûteuses.

Les risques extrêmes ont diminué, mais les risques n'ont pas disparu. Aux États-Unis, la reprise semble bien en place. Au Japon, le programme Abenomics doit encore se traduire par une augmentation de la demande privée intérieure pour que la reprise soit durable. Dans le Sud de l'Europe, l'ajustement ne peut être tenu pour acquis, surtout si l'inflation est faible dans l'ensemble de la zone euro. Comme indiqué dans l'édition d'avril 2004 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*), les réformes financières sont incomplètes, et le système financier reste exposé. Les risques géopolitiques ont augmenté, bien qu'ils n'aient pas encore eu de répercussions macroéconomiques à l'échelle mondiale.

De plus en plus, la priorité doit être d'agir sur l'offre.

La croissance potentielle dans beaucoup de pays avancés est très faible. C'est une mauvaise chose en soi, mais cela complique aussi l'ajustement budgétaire. Il est donc d'autant plus important de relever la croissance potentielle : il s'agirait notamment de repenser les institutions du marché du travail, d'accroître la concurrence et la productivité dans un certain nombre de secteurs de biens non échangeables, de repenser la taille de l'État et d'examiner le rôle de l'investissement public.

Bien que les données ne soient pas encore claires, la croissance potentielle dans beaucoup de pays émergents semble aussi avoir fléchi. Dans certains pays, comme la Chine, ce fléchissement est peut-être en partie un effet secondaire souhaitable d'une croissance plus équilibrée. Dans d'autres pays, il est manifestement possible d'opérer des réformes structurelles afin d'obtenir de meilleurs résultats.

Enfin, à mesure que les effets de la crise financière s'estompent lentement, une autre tendance pourrait occuper le devant de la scène : il s'agit de l'augmentation des inégalités de revenu. Bien que les inégalités aient toujours été considérées comme un problème important, on ne pensait pas, jusqu'il y a peu, qu'elles aient des implications majeures sur le plan macroéconomique. Cette idée est de plus en plus remise en question. L'examen des retombées des inégalités sur la macroéconomie et sur la conception de la politique macroéconomique sera probablement un point de plus en plus important de notre programme de travail.

Olivier Blanchard
Conseiller économique

L'activité mondiale s'est dans l'ensemble affermie et devrait continuer de progresser en 2014–15, principalement sous l'impulsion des pays avancés. Cependant, l'inflation dans ces pays a été inférieure aux projections, en raison de la persistance d'écart de production élevés et du recul récent des cours des produits de base. Dans beaucoup de pays émergents, l'activité a été inférieure aux prévisions dans un environnement financier extérieur moins favorable, même si ces pays continuent de représenter plus de deux tiers de la croissance mondiale. Leur croissance devrait profiter de l'augmentation de leurs exportations vers les pays avancés. Dans ce contexte, les risques de dégradation qui étaient recensés dans les éditions antérieures des *Perspectives de l'économie mondiale* ont quelque peu diminué, mais avec trois réserves : les risques ont augmenté dans les pays émergents, l'inflation est inférieure aux prévisions dans les pays avancés et des risques géopolitiques ont réapparé. Globalement, si le solde de tous les aléas s'est amélioré, il reste négatif.

La nouvelle augmentation de la volatilité sur les marchés financiers à la fin du mois de janvier dernier souligne les problèmes que représente l'évolution de l'environnement extérieur pour les pays émergents. La cause directe semble être un regain d'inquiétude des marchés à propos des paramètres fondamentaux des pays émergents. Bien que les tensions aient été relativement généralisées, les pays qui affichent une inflation et un déficit courant plus élevés ont été généralement plus touchés. Certaines de ces faiblesses existent depuis quelque temps, mais, étant donné l'amélioration attendue des rendements dans les pays avancés, les investisseurs sont maintenant moins enclins à prendre des risques sur les pays émergents. Étant donné la possibilité d'une inversion des flux de capitaux, les risques liés à des besoins considérables de financement extérieur et à des dépréciations monétaires désordonnées constituent un sujet de préoccupation. Quelques pays émergents ont durci leur politique macroéconomique pour rétablir la confiance et renforcer leur engagement envers leurs objectifs. Globalement, les conditions financières se sont encore durcies dans certains pays émergents par rapport à l'édition d'octobre 2013 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Le coût du capital a donc augmenté, ce qui devrait peser sur l'investissement et la croissance.

La croissance mondiale devrait passer de 3 % en 2013 à 3,6 % en 2014 et à 3,9 % en 2015, soit des prévisions plus ou moins inchangées par rapport à octobre 2013. Dans les pays avancés, la croissance devrait monter aux environs de 2¼ % en 2014–15, soit une amélioration d'environ 1 point de pourcentage par rapport à 2013. Une réduction du durcissement de la politique budgétaire, sauf au Japon, et la persistance de conditions monétaires très accommodantes sont les raisons principales de cette accélération. La croissance sera la plus élevée aux États-Unis, où elle avoisinera 2¾ %. La croissance devrait être positive, mais variable dans la zone euro : plus vigoureuse dans les pays du cœur de la zone, mais plus faible dans les pays caractérisés par une dette (privée et publique) élevée et une fragmentation financière, ces deux facteurs pesant sur la demande intérieure. Dans les pays émergents et les pays en développement, la croissance devrait monter progressivement de 4,7 % en 2013 à environ 5 % en 2014 et à 5¼ % en 2015. La croissance sera portée par l'affermissement de la demande extérieure des pays avancés, mais le durcissement des conditions financières pèsera sur la croissance de la demande intérieure. En Chine, la croissance devrait rester voisine de 7½ % en 2014 tandis que les autorités cherchent à freiner le crédit et à faire avancer les réformes tout en assurant une transition graduelle à une trajectoire de croissance plus équilibrée et durable.

La reprise mondiale reste fragile en dépit d'une amélioration des perspectives, et il subsiste des risques de dégradation considérables (vieux et nouveaux). Récemment, de nouveaux risques géopolitiques sont apparus. En ce qui concerne les vieux risques, ceux liés *aux pays émergents* ont augmenté du fait de l'évolution de l'environnement extérieur. Comme indiqué dans l'édition d'avril 2014 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*), une normalisation plus rapide que prévu de la politique monétaire américaine ou de nouveaux accès de forte aversion au risque de la part des investisseurs pourraient entraîner de nouvelles turbulences sur les marchés financiers. Cela conduirait à des ajustements difficiles dans certains pays émergents, avec un

risque de contagion et de tensions financières généralisées, et donc de ralentissement de la croissance.

Dans les *pays avancés*, les risques liés à une inflation très faible attirent l'attention, surtout dans la zone euro, où des écarts de production élevés ont contribué à une inflation basse. Comme il est prévu que l'inflation restera inférieure à l'objectif fixé pendant quelque temps, les anticipations inflationnistes à plus long terme pourraient baisser, ce qui conduirait à une inflation encore plus basse que prévu aujourd'hui, ou peut-être à une déflation si les autres risques de dégradation se matérialisent. En conséquence, les taux d'intérêt réels et les dettes privées et publiques augmenteraient, et la demande et la production s'affaibliraient.

L'affermissement de la reprise dans les pays avancés après la Grande Récession constitue une évolution encourageante. Mais la vigueur de la croissance n'est pas la même partout dans le monde, et il convient de redoubler d'efforts pour rétablir pleinement la confiance, réaliser une croissance vigoureuse et réduire les risques de dégradation.

Les dirigeants des pays avancés doivent éviter un retrait prématuré de leur politique monétaire accommodante. Tandis que le rééquilibrage des finances publiques se poursuit, que les écarts de production restent élevés et que l'inflation est très basse, la politique monétaire doit rester accommodante. Dans la zone euro, il est nécessaire de poursuivre l'assouplissement monétaire, y compris à l'aide de mesures non conventionnelles, pour soutenir l'activité et atteindre l'objectif de stabilité des prix de la Banque centrale européenne, ce qui réduirait le risque d'une inflation encore plus basse ou d'une déflation pure et simple. La persistance d'une inflation basse ne serait probablement pas propice à un redressement approprié de la croissance économique. Au Japon, il est essentiel de mettre en œuvre les deux volets restants du programme Abenomics (réformes structurelles et plans de rééquilibrage budgétaire au-delà de 2015) pour atteindre l'objectif d'inflation et accélérer durablement la croissance. Cependant, la nécessité d'établir des plans crédibles de rééquilibrage budgétaire à moyen terme ne concerne pas seulement le Japon. Selon l'édition d'avril 2014 du Moniteur des finances publiques (*Fiscal Monitor*), la combinaison de dettes publiques élevées et de l'absence de plans d'ajustement à moyen terme prévoyant des mesures concrètes et des réformes vigoureuses des droits à prestations constitue le principal facteur qui explique les risques budgétaires à moyen terme importants dans les pays avancés, y compris aux États-Unis. Dans la zone euro, il sera fondamental de réparer les bilans des banques dans le cadre d'un examen crédible de la qualité de leurs actifs et de recapitaliser les banques fragiles afin de rétablir

la confiance et de relancer le crédit. Pour atteindre ces objectifs, il est essentiel aussi d'avancer dans la mise en place de l'union bancaire, notamment en établissant un mécanisme de résolution unique indépendant qui soit en mesure d'agir en temps opportun dans les banques en difficulté et qui dispose de garanties communes pour briser le lien entre les pays et les banques. Des réformes structurelles supplémentaires sont nécessaires pour rehausser les perspectives de l'investissement et de l'activité.

Les *pays émergents* devront surmonter les turbulences et maintenir une croissance élevée à moyen terme. Les mesures appropriées différeront d'un pays à l'autre. Cependant, bon nombre de ces pays ont des priorités communes. Premièrement, les dirigeants devraient laisser leur taux de change varier en fonction de l'évolution des paramètres fondamentaux et faciliter l'ajustement extérieur. Les pays qui disposent de réserves de change adéquates peuvent intervenir sur les marchés de changes pour lisser la volatilité et éviter les perturbations financières. Deuxièmement, dans les pays où soit l'inflation est encore relativement élevée, soit les risques que la dépréciation monétaire récente puisse alimenter l'inflation sous-jacente sont élevés, il pourrait s'avérer nécessaire de durcir la politique monétaire. Si la crédibilité de l'action gouvernementale constitue un problème, il faudra peut-être renforcer la transparence et la cohérence des cadres d'action afin que ce durcissement soit efficace. Troisièmement, sur le plan budgétaire, les dirigeants doivent réduire le déficit, bien que le degré d'urgence varie d'un pays à l'autre. Il est nécessaire d'agir rapidement si la dette publique est déjà élevée et si les besoins de refinancement y afférents représentent une source de vulnérabilité. Quatrièmement, beaucoup de pays doivent engager une nouvelle série de réformes structurelles qui inclut l'investissement dans les infrastructures publiques, l'élimination des obstacles à l'entrée sur les marchés de produits et de services, et, en Chine, le rééquilibrage de la croissance, qui doit être tirée davantage par la consommation et moins par l'investissement.

Les *pays à faible revenu* devront éviter une accumulation de la dette extérieure et publique. Bon nombre de ces pays ont réussi à maintenir une croissance vigoureuse, en partie grâce à une meilleure politique macroéconomique, mais leur environnement extérieur évolue aussi. L'investissement direct étranger a commencé à ralentir du fait du recul des cours des produits de base; les recettes budgétaires et les recettes en devises liées aux produits de base sont compromises. Il sera important d'ajuster la politique économique en temps opportun pour éviter une accumulation de la dette extérieure et de la dette publique.

ÉVOLUTION RÉCENTE ET PERSPECTIVES

L'activité mondiale s'est affermie pendant le second semestre de 2013 et devrait continuer sur cette lancée en 2014–15. L'impulsion vient principalement des pays avancés, bien que leurs redressements restent inégaux. Grâce à une politique monétaire accommodante et à une réduction de l'effet de freinage exercé par le rééquilibrage budgétaire, la croissance annuelle devrait dépasser la tendance aux États-Unis et être proche de la tendance dans les pays du cœur de la zone euro. Dans les pays de la zone euro qui sont en difficulté, la croissance devrait rester faible et fragile, car la dette élevée et la fragmentation financière freinent la demande intérieure. Au Japon, le rééquilibrage budgétaire en 2014–15 devrait entraîner un ralentissement de la croissance. Dans les pays émergents, la croissance ne devrait s'accélérer que modestement. Ces pays s'ajustent à des conditions de financement extérieur moins favorables : les investisseurs internationaux sont plus sensibles à la faiblesse de l'action des pouvoirs publics et à la vulnérabilité d'un pays, étant donné les perspectives d'accélération de la croissance et de normalisation de la politique monétaire dans quelques pays avancés. En conséquence, les conditions de financement dans les pays émergents se sont encore durcies par rapport à l'édition d'octobre 2013 des Perspectives de l'économie mondiale (PEM), alors qu'elles ont été plus ou moins stables dans les pays avancés. Les risques de révision à la baisse continuent de dominer les perspectives de croissance mondiale, malgré des chances de révision à la hausse aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne. Dans les pays avancés, les risques principaux sont liés à une inflation basse et à une croissance qui pourrait rester faible pendant une longue période, surtout dans la zone euro et au Japon. Les écarts de production restent généralement élevés, mais la politique monétaire devrait rester accommodante, étant donné la poursuite du rééquilibrage budgétaire. Dans les pays émergents, les facteurs de vulnérabilité semblent pour la plupart localisés. Néanmoins, il subsiste un risque de ralentissement général encore plus marqué, parce que les entrées de capitaux pourraient ralentir ou s'inverser. Les pays émergents et les pays en développement doivent donc être prêts à faire face à des turbulences sur les marchés et à réduire leur vulnérabilité extérieure.

Perspectives de la demande et de l'activité

La croissance mondiale s'est accélérée au deuxième semestre de 2013, pour atteindre en moyenne 3 $\frac{2}{3}$ %, soit une hausse marquée par rapport aux 2 $\frac{2}{3}$ % observés

lors des six mois précédents. Cette accélération tient en grande partie aux pays avancés, tandis que la croissance dans les pays émergents ne s'est accélérée que modestement (graphique 1.1, page 2). L'affermissement de l'activité s'est reflété dans le commerce mondial et la production industrielle (graphique 1.1, page 1).

Selon les dernières données disponibles, la croissance mondiale ralentit légèrement au premier semestre de 2014. L'accélération plus vive que prévu de l'activité mondiale pendant la dernière partie de 2013 s'expliquait en partie par des augmentations de l'accumulation des stocks qui s'inverseront. Globalement, cependant, les perspectives restent plus ou moins les mêmes que celles figurant dans l'édition d'octobre 2013 des PEM : la croissance mondiale devrait s'affermir pour atteindre 3,6 % en 2014, puis 3,9 % en 2015 (tableau 1.1).

- La croissance mondiale profite d'une forte impulsion des États-Unis, où l'activité (graphique 1.2, page 1) a progressé de 3 $\frac{1}{4}$ % au deuxième semestre de 2013, soit plus que prévu dans l'édition d'octobre 2013 des PEM. Cette bonne surprise s'explique en partie par la croissance vigoureuse des exportations et des augmentations temporaires de la demande de stocks. Les indicateurs récents font état d'un certain ralentissement au début de 2014. Cela semble en grande partie lié à des conditions climatiques exceptionnellement mauvaises, bien qu'un retour de manivelle après des augmentations antérieures de la demande de stocks ait peut-être joué un rôle aussi. Néanmoins, la croissance annuelle devrait avoisiner 2 $\frac{3}{4}$ % en 2014–15, soit au-dessus de la tendance (tableau 1.1). Un rééquilibrage budgétaire plus modéré joue un rôle; selon les estimations, la variation du solde structurel primaire tombera d'un peu plus de 2 % du PIB en 2013 à environ $\frac{1}{2}$ % en 2014–15. Les autres facteurs qui soutiennent la croissance sont la politique monétaire accommodante, le redressement du secteur immobilier après une longue récession (graphique 1.3, page 5), l'augmentation du patrimoine des ménages (graphique 1.3, page 3) et l'assouplissement des normes d'octroi de prêts bancaires.
- La zone euro connaît de nouveau la croissance. En Allemagne, la politique monétaire accommodante, la solidité du marché du travail et l'amélioration de la confiance ont conduit à une accélération de la de-

Tableau 1.1. Perspectives de l'économie mondiale : aperçu des projections
(Variation en pourcentage, sauf indication contraire)

	Sur un an						4 ^e trimestre à 4 ^e trimestre		
	2012	2013	Projections		Différence par rapport à la Mise à jour des PEM de janvier 2014		Estimations 2013	Projections	
			2014	2015	2014	2015		2014	2015
Production mondiale¹	3,2	3,0	3,6	3,9	-0,1	-0,1	3,3	3,6	3,7
Pays avancés	1,4	1,3	2,2	2,3	0,0	0,0	2,1	2,1	2,4
États-Unis	2,8	1,9	2,8	3,0	0,0	0,0	2,6	2,7	3,0
Zone euro ²	-0,7	-0,5	1,2	1,5	0,1	0,1	0,5	1,3	1,5
Allemagne	0,9	0,5	1,7	1,6	0,2	0,1	1,4	1,6	1,7
France	0,0	0,3	1,0	1,5	0,1	0,0	0,8	1,2	1,6
Italie	-2,4	-1,9	0,6	1,1	0,0	0,0	-0,9	0,7	1,4
Espagne	-1,6	-1,2	0,9	1,0	0,3	0,2	-0,2	1,1	0,9
Japon	1,4	1,5	1,4	1,0	-0,3	0,0	2,5	1,2	0,5
Royaume-Uni	0,3	1,8	2,9	2,5	0,4	0,3	2,7	3,0	1,9
Canada	1,7	2,0	2,3	2,4	0,1	0,0	2,7	2,1	2,4
Autres pays avancés ³	1,9	2,3	3,0	3,2	0,1	0,0	2,9	2,7	3,6
Pays émergents et pays en développement⁴	5,0	4,7	4,9	5,3	-0,2	-0,1	4,8	5,2	5,3
Communauté des États indépendants	3,4	2,1	2,3	3,1	-0,3	0,1	1,3	2,0	2,5
Russie	3,4	1,3	1,3	2,3	-0,6	-0,2	1,1	1,6	2,5
Russie non comprise	3,3	3,9	5,3	5,7	1,2	1,4	...	...	...
Pays en développement d'Asie	6,7	6,5	6,7	6,8	0,0	0,0	6,4	6,7	6,8
Chine	7,7	7,7	7,5	7,3	0,0	0,0	7,7	7,6	7,2
Inde ⁵	4,7	4,4	5,4	6,4	0,0	0,0	4,7	5,7	6,5
ASEAN-5 ⁶	6,2	5,2	4,9	5,4	-0,2	-0,2	...	...	...
Pays émergents ou en développement d'Europe	1,4	2,8	2,4	2,9	-0,5	-0,2	3,6	2,5	2,9
Amérique latine et Caraïbes	3,1	2,7	2,5	3,0	-0,4	-0,3	1,9	3,1	2,5
Brésil	1,0	2,3	1,8	2,7	-0,5	-0,2	1,9	2,0	2,9
Mexique	3,9	1,1	3,0	3,5	0,0	0,0	0,6	4,5	2,4
Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan	4,2	2,4	3,2	4,4	-0,1	-0,4	...	...	...
Afrique subsaharienne	4,9	4,9	5,4	5,5	-0,7	-0,3	...	...	...
Afrique du Sud	2,5	1,9	2,3	2,7	-0,5	-0,6	2,1	2,1	3,0
<i>Pour mémoire</i>									
Union européenne	-0,3	0,2	1,6	1,8	0,2	0,1	1,1	1,7	1,7
Pays en développement à faible revenu	5,7	6,1	6,3	6,5	-0,3	0,1	...	...	...
Moyen-Orient et Afrique du Nord	4,1	2,2	3,2	4,5	-0,2	-0,5	...	...	...
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	2,5	2,4	3,1	3,3	0,0	0,0	2,8	3,0	3,2
Volume du commerce mondial (biens et services)	2,8	3,0	4,3	5,3	-0,1	0,1	...	...	...
Importations									
Pays avancés	1,1	1,4	3,5	4,5	0,1	0,3	...	...	...
Pays émergents et en développement	5,8	5,6	5,2	6,3	-0,7	-0,1	...	...	...
Exportations									
Pays avancés	2,1	2,3	4,2	4,8	0,2	0,1	...	...	...
Pays émergents et en développement	4,2	4,4	5,0	6,2	-0,4	-0,1	...	...	...
Cours des matières premières (en dollars)									
Pétrole ⁷	1,0	-0,9	0,1	-6,0	0,4	-0,8	2,6	-2,3	-6,3
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de matières premières)	-10,0	-1,2	-3,5	-3,9	2,7	-1,5	-3,0	-3,2	-3,0
Prix à la consommation									
Pays avancés	2,0	1,4	1,5	1,6	-0,2	-0,1	1,2	1,6	1,7
Pays émergents et en développement ⁴	6,0	5,8	5,5	5,2	-0,2	-0,1	5,3	5,1	4,7
Taux du LIBOR à six mois (pourcentage)									
Dépôts en dollars (6 mois)	0,7	0,4	0,4	0,8	0,0	0,3	...	...	...
Dépôts en euros (3 mois)	0,6	0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,2	...	...	...
Dépôts en yen (6 mois)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	...	...	...

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent aux niveaux observés entre le 31 janvier et le 28 février 2014. Lorsque les pays ne sont pas classés par ordre alphabétique, ils le sont sur la base de la taille de leur économie. Les données trimestrielles agrégées sont corrigées des variations saisonnières. Les projections pour l'Ukraine sont exclues dans l'édition d'avril 2014 des PEM en raison de la crise en cours, mais étaient incluses dans la *Mise à jour des PEM* de janvier 2014. La Lettonie fait partie des pays avancés; dans la *Mise à jour des PEM* de janvier 2014, elle faisait partie des pays émergents et des pays en développement.

¹Les estimations et projections trimestrielles représentent 90 % des poids mondiaux en parité de pouvoir d'achat.

²Hors Lettonie.

³Hors pays du G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni) et de la zone euro, mais Lettonie comprise.

⁴Les estimations et projections trimestrielles représentent environ 80 % des pays émergents et en développement.

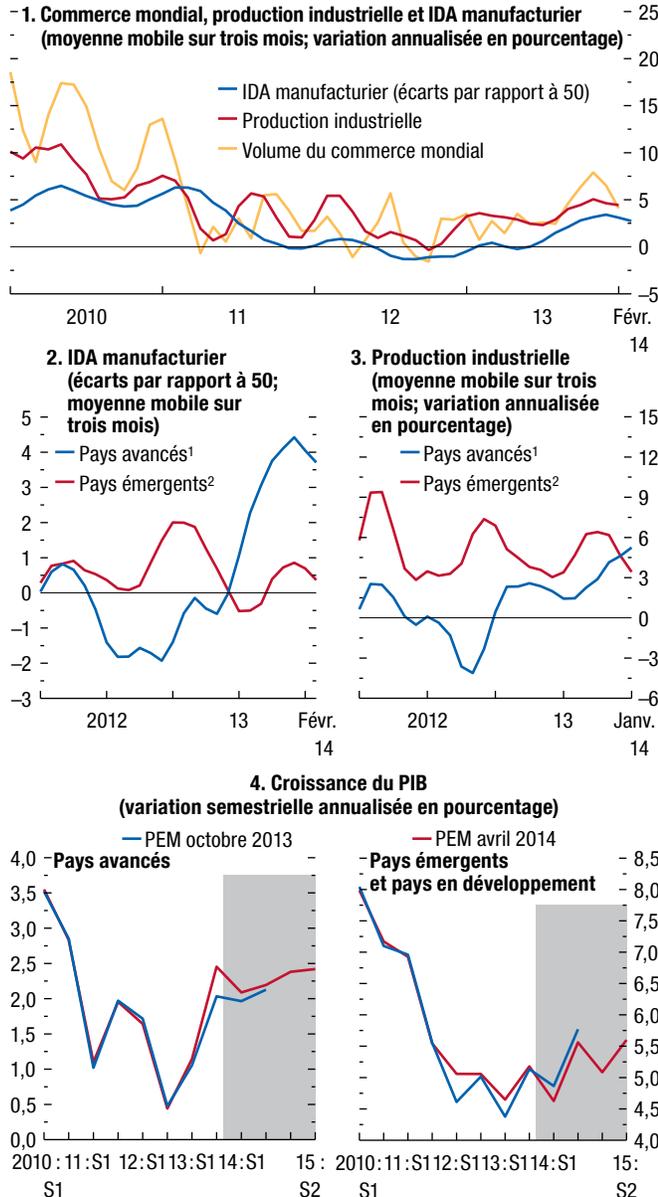
⁵Pour l'Inde, les données et les prévisions sont présentées sur la base de l'exercice budgétaire, et la croissance de la production est fondée sur le PIB aux prix du marché. Les prévisions correspondantes pour le PIB au coût des facteurs sont de 4,6 %, 5,4 % et 6,4 % pour 2013, 2014, et 2015, respectivement.

⁶Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Viet Nam.

⁷Moyenne simple des cours U.K. Brent, Dubaï et West Texas Intermediate. Le cours moyen du pétrole en 2013 était de 104,07 dollars le baril; hypothèses, sur la base des marchés à terme, pour 2014 : 104,17 dollars le baril, et pour 2015 : 97,92 dollars le baril.

Graphique 1.1. Indicateurs de l'activité mondiale

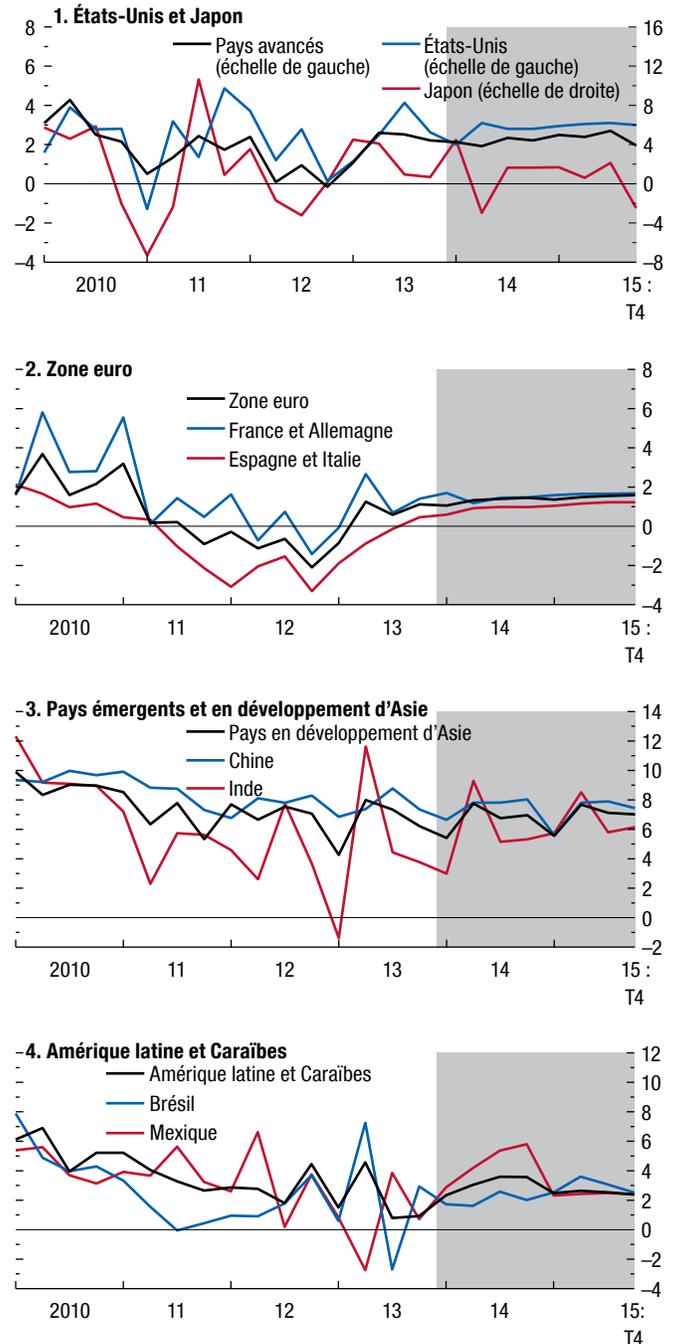
L'activité mondiale s'est affermie au second semestre de 2013, de même que le commerce mondial, mais la reprise a été inégale : elle a été généralisée dans les pays avancés, mais mitigée dans les pays émergents. Bien que la croissance des exportations se soit accélérée, la croissance de la demande intérieure est restée généralement inchangée.



Sources : Bureau néerlandais de l'analyse de la politique économique CPB; Haver Analytics; Markit Economics; estimations des services du FMI.
Note : IDA = indice des directeurs d'achat; PI = production industrielle.
¹Australie, Canada, Corée, Danemark, États-Unis, Hong Kong (RAS de) (PI seulement), Israël, Japon, Norvège (PI seulement), Nouvelle-Zélande, République tchèque, Royaume-Uni, Singapour, Suède (PI seulement), Suisse, Taiwan (province chinoise de) et zone euro.
²Afrique du Sud, Argentine (PI seulement), Brésil, Bulgarie (PI seulement), Chili (PI seulement), Chine, Colombie (PI seulement), Hongrie, Inde, Indonésie, Lettonie (PI seulement), Lituanie, Malaisie (PI seulement), Mexique, Pakistan (PI seulement), Pérou (PI seulement), Philippines (PI seulement), Pologne, Roumanie (PI seulement), Russie, Thaïlande (PI seulement), Turquie, Ukraine (PI seulement) et Venezuela (PI seulement).

Graphique 1.2. Prévisions de croissance du PIB (Variation trimestrielle annualisée en pourcentage)

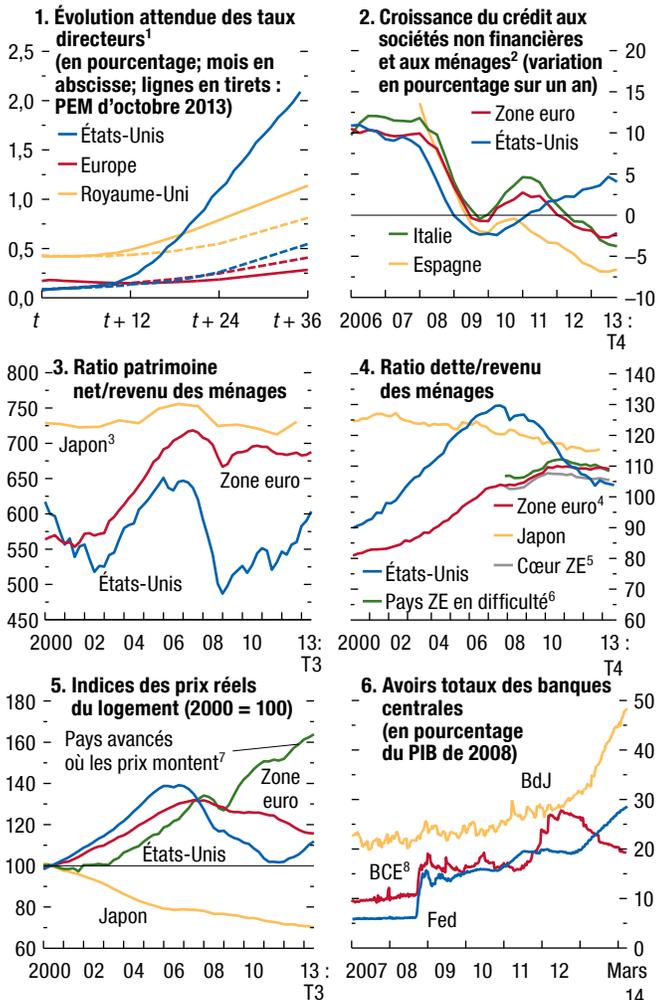
La croissance dans les pays avancés devrait s'affermir modérément en 2014-15, en s'appuyant sur sa progression de 2013. Aux États-Unis, la croissance restera supérieure à la tendance, et au Japon, elle devrait ralentir, principalement en raison d'un frein budgétaire modeste. Du côté des pays émergents, la croissance devrait rester robuste dans les pays émergents et en développement d'Asie et s'accélérer quelque peu en Amérique latine et dans les Caraïbes.



Source : estimations des services du FMI.

Graphique 1.3. Conditions monétaires dans les pays avancés

Les conditions monétaires sont restées plus ou moins accommodantes dans les pays avancés, mais davantage aux États-Unis que dans la zone euro ou au Japon. Les taux directeurs sont proches de la borne du zéro, mais devraient augmenter à compter de 2015, surtout aux États-Unis, où le patrimoine net des ménages et les prix du logement se sont redressés. La dette des ménages s'est plus ou moins stabilisée dans la zone euro par rapport au revenu disponible, et a diminué nettement aux États-Unis. Le crédit au secteur privé non financier dans la zone euro continue de baisser, du fait du durcissement des critères d'octroi de prêts et de la faiblesse de la demande.



Sources : Bank of America/Merrill Lynch; Banque d'Italie; Banque d'Espagne; Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; Organisation de coopération et de développement économiques; estimations des services du FMI.

Note : BdJ = Banque du Japon; BCE = Banque centrale européenne; Fed = Réserve fédérale; ZE = zone euro.

¹Les anticipations reposent sur le taux des fonds fédéraux pour les États-Unis, le taux interbancaire moyen au jour le jour de la livre sterling pour le Royaume-Uni et le taux interbancaire à terme de l'euro pour l'Europe; mise à jour le 26 mars 2014.

²Des données sur les flux de fonds sont utilisées pour la zone euro, l'Espagne et les États-Unis. Les prêts des banques italiennes aux résidents italiens sont corrigés de manière à tenir compte des titrisations.

³Interpolé à partir du patrimoine net annuel en pourcentage du revenu disponible.

⁴La zone euro inclut le sous-secteur employeurs (y compris les travailleurs à leur propre compte).

⁵Allemagne, Autriche, France, Pays-Bas, Slovaquie. Les prêts sont utilisés pour les Pays-Bas pour calculer le ratio.

⁶Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal.

⁷Australie, Autriche, Belgique, Canada, Hong Kong (RAS de), Israël, Norvège, Singapour, Suède, Suisse.

⁸Les calculs de la BCE reposent sur l'état financier hebdomadaire de l'Eurosystème.

mande intérieure, qui apparaît principalement dans une hausse de la consommation et un redressement timide de l'investissement, mais aussi dans le logement. Dans l'ensemble de la zone euro, un net ralentissement du rythme du durcissement budgétaire, d'environ 1 % du PIB en 2013 à ¼ % du PIB, devrait contribuer à accélérer la croissance (graphique 1.4, page 1). En dehors des pays du cœur de la zone, les exportations nettes, de même que la stabilisation de la demande intérieure ont contribué à inverser la tendance.

- Cependant, la croissance de la demande devrait rester languissante, étant donné la persistance de la fragmentation financière, le resserrement du crédit (voir graphique 1.3, page 2) et l'endettement élevé des entreprises. Comme indiqué à l'encadré 1.1, les chocs du côté de l'offre de crédit n'ont pas encore été pleinement surmontés dans certains pays et continuent de peser sur le crédit et la croissance. Cependant, la demande de financement est faible aussi à cause de l'affaiblissement des bilans des entreprises. Globalement, la croissance dans la zone euro devrait atteindre seulement 1,2 % en 2014 et 1½ % en 2015.

- Au Japon, certains moteurs de la croissance devraient se renforcer, notamment l'investissement privé et les exportations, étant donné l'accélération de la croissance dans les pays partenaires et la dépréciation considérable du yen au cours des 12 derniers mois. Néanmoins, globalement, l'activité devrait ralentir modérément en réaction au durcissement de la politique budgétaire en 2014–15. Ce durcissement résulte d'un relèvement du taux de la taxe sur la consommation en 2 étapes (de 5 % à 8 % au deuxième trimestre de 2014 et ensuite à 10 % au quatrième trimestre de 2015) et de l'arrivée à terme des dépenses de reconstruction et du premier train de mesures de relance du programme Abenomics. Cependant, le durcissement de la politique budgétaire en 2014, qui représente environ 1 % du PIB, sera plus modéré que prévu dans l'édition d'octobre 2013 des PEM, en raison d'une nouvelle relance budgétaire à hauteur d'environ 1 % du PIB. Cette impulsion devrait abaisser l'effet négatif du durcissement budgétaire sur la croissance de 0,4 point de pourcentage, à 0,3 % du PIB en 2014. En 2015, l'effet négatif sur la croissance devrait passer à ½ % du PIB. Globalement, la croissance devrait atteindre 1,4 % en 2014 et 1,0 % en 2015.

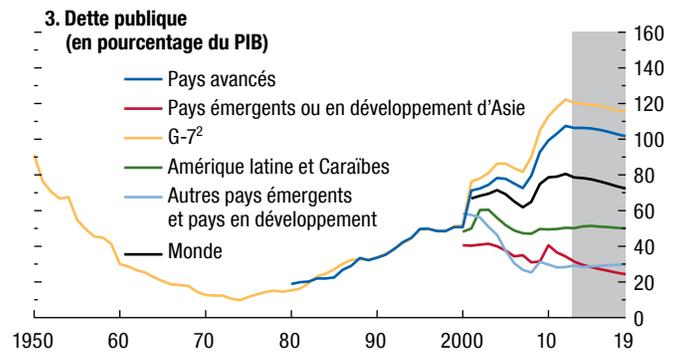
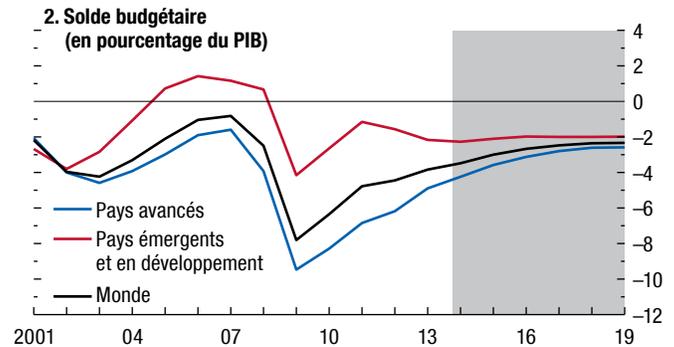
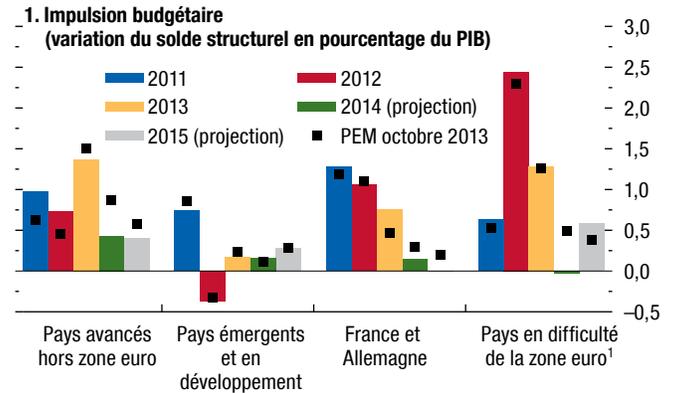
Dans les pays émergents et les pays en développement, la croissance s'est accélérée légèrement au deuxième semestre de 2013. Le manque de dynamisme par rapport aux pays avancés tient aux effets opposés de deux forces sur

la croissance. D'une part, la progression des exportations s'est accélérée, du fait de l'affermissement de l'activité dans les pays avancés et de la dépréciation monétaire. Les politiques budgétaires devraient être plus ou moins neutres (graphique 1.4, page 1). D'autre part, l'investissement est resté faible, et les conditions de financement extérieur et intérieur se sont de plus en plus durcies. Les contraintes du côté de l'offre et les autres contraintes structurelles qui pèsent sur l'investissement et la production potentielle (par exemple, les goulets d'étranglement dans les infrastructures) sont problématiques dans certains pays. Ces forces opposées devraient continuer de faire sentir leurs effets pendant une bonne partie de 2014. Globalement, cependant, les pays émergents et les pays en développement continuent de représenter plus de deux tiers de la croissance mondiale, et leur expansion devrait passer de 4,7 % en 2013 à 4,9 % en 2014, et à 5,3 % en 2015.

- En Chine, la croissance devrait rester plus ou moins inchangée, aux environs de 7½ %, en 2014–15, soit seulement une baisse modeste par rapport à 2012–13. Cette projection repose sur l'hypothèse selon laquelle les autorités freinent progressivement la croissance rapide du crédit et font avancer leur programme de réformes afin de placer l'économie chinoise sur une trajectoire de croissance plus équilibrée et durable. En Inde, la croissance du PIB réel devrait s'affermir à 5,4 % en 2014 et à 6,4 % en 2015, en supposant que les autorités réussissent à relancer la croissance de l'investissement et que la croissance des exportations s'accélère après la dépréciation récente de la roupie (graphique 1.2, page 3; tableau 1.1). Dans les autres pays émergents ou en développement d'Asie, la croissance devrait rester de 5,3 % en 2014 en raison du durcissement des conditions de financement intérieur et extérieur, avant de monter à 5,7 % en 2015, sous l'effet de l'augmentation de la demande extérieure et de l'affaiblissement des monnaies.
- En Amérique latine, l'activité ne devrait s'accélérer que modestement, la croissance passant de 2½ % en 2014 à 3 % en 2015 (graphique 1.2, page 4). Certains pays ont été confrontés récemment à de fortes pressions sur les marchés, et le durcissement des conditions de financement pèsera sur la croissance. Des différences importantes sont manifestes parmi les principaux pays de la région. Au Mexique, la croissance devrait s'affermir à 3 % en 2014, du fait d'une politique macroéconomique plus expansionniste, d'une inversion des facteurs particuliers qui expliquaient la faible croissance de 2013 et de l'accélération de la croissance américaine. La croissance devrait s'accélérer à 3½ % en 2015, sous l'effet de vastes réformes structurelles. Au Brésil, l'activité reste

Graphique 1.4. Politique budgétaire

Le frein budgétaire dans les pays avancés devrait se réduire en 2014, sauf au Japon, et augmenter en 2015. Cette augmentation s'explique dans une large mesure par la deuxième phase du relèvement de la taxe sur la consommation et l'expiration des mesures de relance budgétaire au Japon. Dans les pays émergents, la politique budgétaire devrait rester plus ou moins neutre en 2014, mais devrait se durcir en 2015, lorsque l'activité se sera affermie.



Sources : estimations des services du FMI.

¹Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal.

²Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni.

languissante. La demande est soutenue par la dépréciation récente du real et la croissance encore vigoureuse des salaires et de la consommation, mais l'investissement privé demeure faible, en partie à cause du manque de confiance des chefs d'entreprise. En Argentine et au Venezuela, les perspectives à court terme se sont encore détériorées. Ces deux pays restent confrontés à des conditions difficiles pour leur financement extérieur et aux effets de contrôles des changes et administratifs généralisés sur leur production.

- En Afrique subsaharienne, la croissance devrait passer de 4,9 % 2013 à 5½ % en 2014–15. En Afrique du Sud, la croissance ne devrait s'accélérer que modestement du fait d'une augmentation de la demande extérieure. Les projets liés au secteur des produits de base ailleurs dans la région devraient contribuer à rehausser la croissance. Les monnaies de quelques pays se sont dépréciées considérablement.
- Au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, la croissance devrait s'accélérer modérément en 2014–15. La reprise tient principalement aux pays exportateurs de pétrole : les dépenses publiques élevées dynamisent l'activité non pétrolière dans certains pays et les difficultés liées à l'offre de pétrole devraient s'atténuer en partie dans d'autres. Bon nombre de pays importateurs de pétrole restent confrontés à une situation sociopolitique et sécuritaire difficile, qui pèse sur la confiance et l'activité économique.
- Les perspectives à court terme en Russie et dans beaucoup d'autres pays de la Communauté des États indépendants ont été révisées à la baisse, car la croissance devrait être freinée par les répercussions des événements récents en Russie et en Ukraine, ainsi que par les risques géopolitiques y afférents. L'investissement était déjà faible, du fait en partie de l'incertitude entourant l'action des pouvoirs publics. Dans les pays émergents ou en développement d'Europe, la croissance devrait ralentir en 2014 avant de s'accélérer modérément en 2015 en dépit du redressement de la demande en Europe occidentale, principalement à cause de l'évolution des conditions de financement extérieur et du récent durcissement de la politique économique en Turquie.
- La croissance dans les pays en développement à faible revenu est montée à 6 % en 2013, grâce principalement à une demande intérieure vigoureuse. Elle devrait encore progresser en 2014–15, pour avoisiner 6½ %, sous l'effet de la reprise plus vigoureuse dans les pays avancés et du maintien de l'expansion robuste de la demande intérieure privée.

L'inflation est faible

Les tensions inflationnistes devraient rester modérées (graphique 1.5, page 1). L'activité reste largement en deçà de la production potentielle dans les pays avancés, alors qu'elle est souvent proche ou un peu au-dessous du potentiel dans les pays émergents et les pays en développement (graphique 1.6, page 1).

Le recul des cours des produits de base, en particulier des carburants et des produits alimentaires, est un facteur commun des baisses récentes de l'inflation globale dans le monde (graphique 1.5, page 4). Un nouveau léger repli des cours des produits de base en dollars est attendu en 2014–15, en partie par suite de la trajectoire impliquée par leurs cours à terme. Cependant, comme indiqué dans le dossier spécial sur les produits de base, pour le cas particulier des cours du pétrole, les prévisions diffèrent selon la méthode utilisée. Cela dit, les différents modèles prévoient aujourd'hui des cours stables ou en baisse, bien que la fourchette d'incertitude soit généralement large. De manière plus générale, les variations de l'offre de nombreux produits de base devraient quand même plus que compenser les effets de l'affermissement attendu de l'activité mondiale sur les prix. Les variations de l'offre sont les plus notables pour quelques produits de base alimentaires et le pétrole brut. Il est peu probable que le ralentissement de la croissance qui est attendu en Chine entraîne une baisse de la consommation chinoise de produits de base, qui devrait continuer à augmenter parallèlement au revenu par habitant attendu sur l'horizon de prévision des PEM. Cependant, la croissance et la composition de la consommation des produits de base en Chine devraient changer à mesure que la croissance est davantage tirée par la consommation et moins par l'investissement (encadré 1.2).

Dans les pays avancés, l'inflation avoisine 1½ % en moyenne, soit un taux inférieur à l'objectif fixé et aux anticipations à plus long terme (graphique 1.5, page 1). Le retour à l'objectif devrait être progressif, étant donné que la production ne devrait retrouver son niveau potentiel que lentement (graphique 1.5, pages 2 et 3; tableau A8 de l'appendice statistique).

- Aux États-Unis, tous les indicateurs de l'inflation ont reculé en 2013, l'inflation hors alimentation et énergie étant inférieure à 1½ %, en dépit de la baisse continue du taux de chômage. La diminution du chômage tient en partie au recul du taux d'activité causé par la tendance démographique, ainsi qu'au découragement de travailleurs qui quittent la population active. La baisse du taux d'activité devrait être inversée en partie, parce que certains de ces travailleurs chercheront probablement un emploi à

mesure que la situation du marché du travail s'améliore. En outre, le taux de chômage à long terme reste élevé par rapport au passé. En conséquence, la croissance des salaires devrait être languissante alors même que le chômage diminue et se rapproche de son taux naturel en 2014–15.

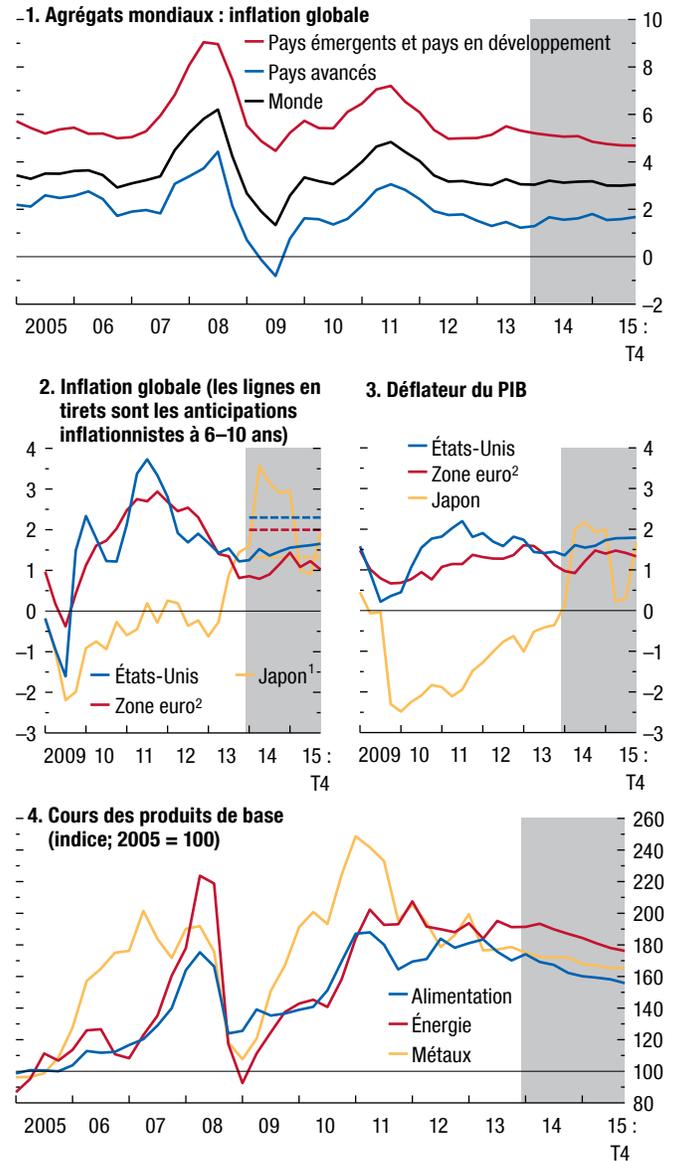
- Dans la zone euro, l'inflation diminue régulièrement depuis la fin de 2011. L'inflation globale et l'inflation sous-jacente sont tombées au-dessous de 1 % depuis le quatrième trimestre de 2013. Plusieurs pays où le chômage est particulièrement élevé ont affiché soit une inflation proche de zéro, soit une déflation pure et simple pendant la même période. Pour l'ensemble de 2013, l'inflation a atteint 1,3 %, un taux plus proche de l'extrémité inférieure de la fourchette de prévisions des services de la Banque centrale européenne (BCE) à la fin de 2012 et en deçà du taux le plus bas fourni par les participants à l'enquête de *Consensus Forecast* à l'époque. L'inflation devrait s'accélérer légèrement à mesure que la reprise s'affermite et que les écarts de production diminuent lentement. Selon les projections de référence actuelles, l'inflation devrait rester inférieure à l'objectif de stabilité des prix de la BCE jusqu'à 2016 au moins.
- Au Japon, l'inflation a commencé à s'accélérer du fait de l'affermissement de la croissance et de la dépréciation du yen pendant l'année écoulée. En 2014–15, une accélération temporaire est prévue en réaction aux relèvements de la taxe sur la consommation. Cependant, il semble que le marché du travail ait commencé à se tendre. Les salaires nominaux ont aussi commencé à augmenter, et l'inflation sous-jacente devrait converger progressivement vers l'objectif de 2 %.

Dans les pays émergents et les pays en développement, l'inflation devrait tomber d'environ 6 % actuellement à environ 5¼ % d'ici 2015 (graphique 1.5, page 1). Un recul des cours mondiaux des produits de base en dollars devrait réduire les tensions sur les prix, même si, dans certains pays, ce recul sera plus que compensé par la dépréciation récente de la monnaie. En outre, les tensions sur les prix liées à l'activité s'atténueront du fait du ralentissement récent de la croissance dans de nombreux pays émergents. Cela dit, cet allègement des tensions sera limité dans quelques pays émergents, étant donné la pression de la demande intérieure et l'insuffisance des capacités dans certains secteurs (indicateurs de surchauffe rouges et jaunes au graphique 1.7). Cela cadre avec le maintien de la production au-dessus de sa tendance de crise et la nouvelle baisse du chômage dans un certain nombre de pays émergents (graphique 1.6, pages 1 et 2).

Dans les pays en développement à faible revenu, le recul des cours des produits de base et le durcissement

Graphique 1.5. Inflation mondiale
(Variation en pourcentage sur un an, sauf indication contraire)

De manière générale, l'inflation devrait rester modérée en 2014–15, du fait de la persistance d'écarts de production négatifs considérables dans les pays avancés, d'un affaiblissement de la demande intérieure dans plusieurs pays émergents et de la baisse des cours des produits de base. Dans la zone euro et aux États-Unis, l'inflation globale devrait rester inférieure aux anticipations à long terme, ce qui pourrait entraîner des ajustements des anticipations et des risques d'une augmentation de la dette et des taux d'intérêt réels.



Sources : Consensus Economics; Haver Analytics; FMI, système des cours des produits de base; estimations des services du FMI.

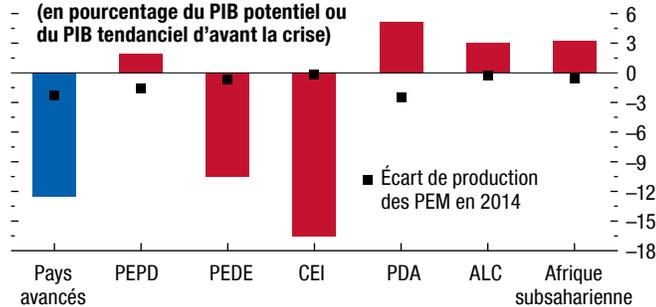
¹Au Japon, l'accélération de l'inflation en 2014 s'explique dans une large mesure par le relèvement de la taxe sur la consommation.

²Hors Lettonie.

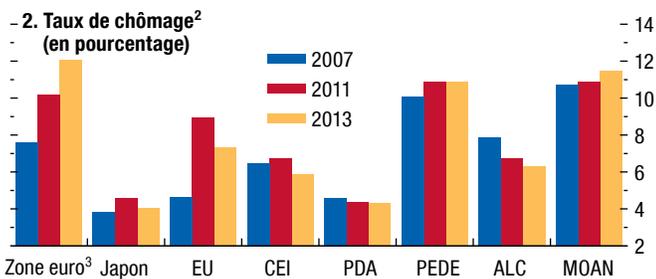
Graphique 1.6. Capacités, chômage et production

La production dans les pays émergents et en développement d'Asie, en Amérique latine et en Afrique subsaharienne reste supérieure à sa tendance d'avant la crise, mais les écarts de production des PEM ne font pas état d'une production supérieure aux capacités. En dépit du ralentissement de la croissance économique, les taux de chômage continuent de diminuer légèrement dans les pays émergents d'Asie et en Amérique latine. Les services du FMI ont révisé à la baisse leurs estimations de la production à moyen terme, en réaction aux résultats inférieurs aux prévisions dans un passé récent. Les révisions considérables de la production dans les BRIC représentent la majeure partie des révisions à la baisse pour le groupe des pays émergents et des pays en développement.

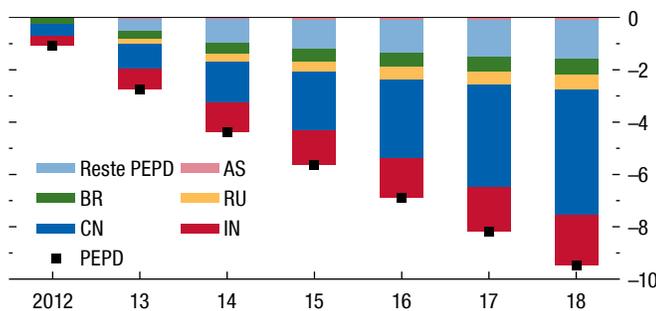
1. Production par rapport à la tendance d'avant la crise dans les estimations des PEM en 2014¹ (en pourcentage du PIB potentiel ou du PIB tendanciel d'avant la crise)



2. Taux de chômage² (en pourcentage)



3. Contribution à la réduction de la production à moyen terme des pays émergents et des pays en développement⁴ (en pourcentage)



Sources : Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; estimations des services du FMI.

Note : ALC = Amérique latine et Caraïbes; AS = Afrique du Sud; BR = Brésil; BRICS = Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud; CEI = Communauté des États indépendants; CN = Chine; EU = États-Unis; IN = Inde; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord; PDA = pays en développement d'Asie; PEDE = pays émergents et en développement d'Europe; PEPD = pays émergents et pays en développement; RU = Russie.

¹La tendance d'avant la crise est la moyenne géométrique de la croissance du PIB réel entre 1996 et 2006.

²L'Afrique subsaharienne est omise en raison de l'insuffisance des données.

³Hors Lettonie.

⁴Par rapport aux PEM de septembre 2011; les chiffres de production de 2017 et de 2018 pour les PEM de septembre 2011 sont extrapolés à partir des taux de croissance de 2016.

prudent de la politique monétaire ont fait baisser l'inflation d'environ 9,8 % en 2012 à 7,8 % en 2013. Sur la base des politiques économiques actuelles, l'inflation devrait continuer de ralentir, pour avoisiner 6½ %.

Les politiques monétaires, les conditions de financement et les flux de capitaux divergent

Les conditions monétaires sont restées généralement favorables dans les pays avancés en dépit des augmentations durables des taux d'intérêt à long terme depuis mai 2013, lorsque la Réserve fédérale a annoncé son intention de commencer à réduire son programme d'achat d'actifs (graphique 1.8, pages 2 et 5). Cependant, les taux à long terme demeurent en deçà du niveau qui serait le leur si la prime d'échéance avait retrouvé son niveau d'avant la crise, et la situation financière générale est restée favorable : les marchés d'actions ont rebondi et les primes de risque sur les obligations restent faibles (graphique 1.8, page 3).

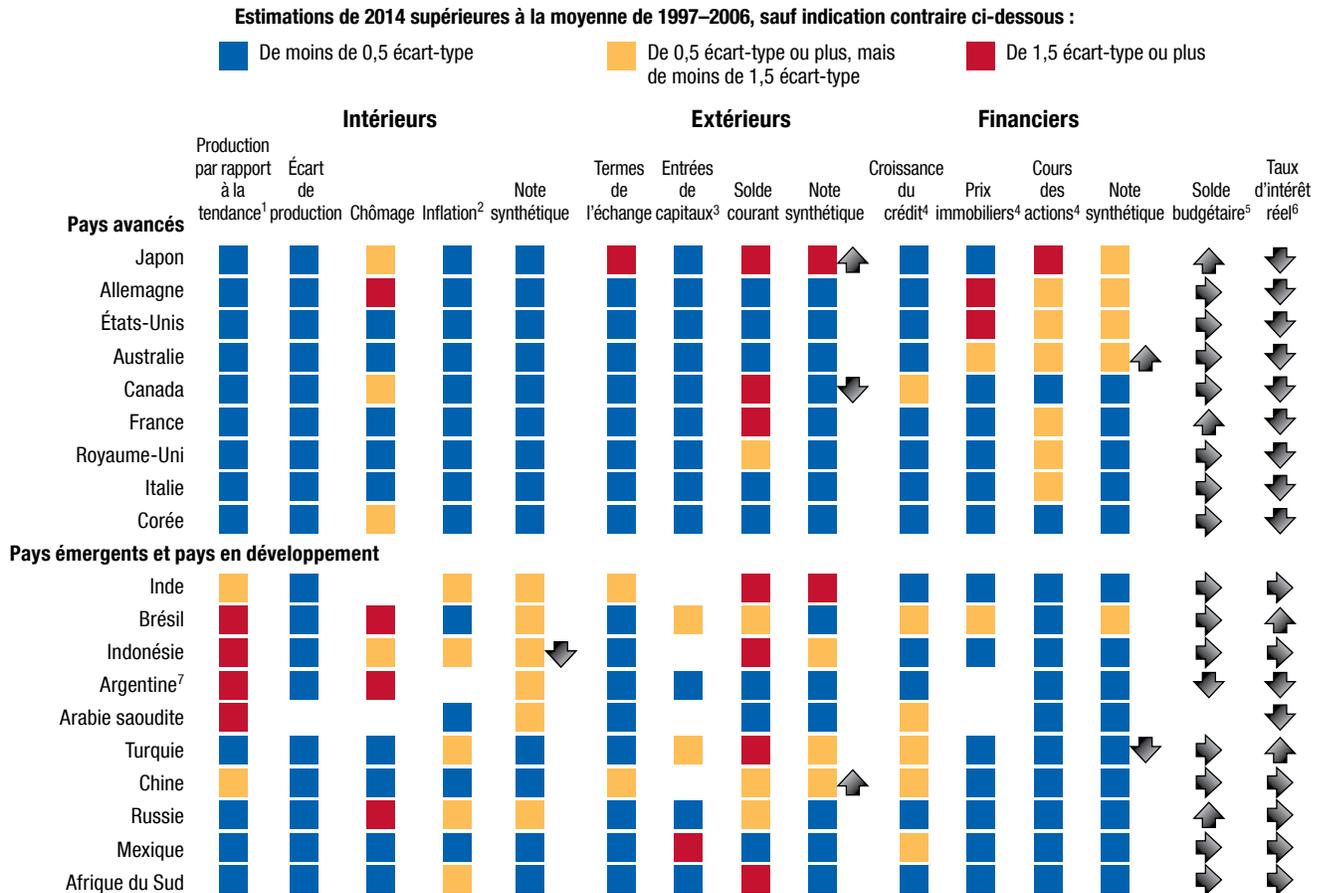
Cependant, les politiques monétaires menées par les pays avancés devraient commencer à diverger en 2014–15.

- Il ressort des enquêtes auprès des opérateurs de marché (par exemple celle de la Banque de réserve fédérale de New York, en janvier 2014, auprès des teneurs de marché : *Survey of Primary Dealers*) qu'une augmentation du taux directeur est attendue aux États-Unis au deuxième semestre de 2015. Cependant, sur la base des cours à terme, ce serait plus tôt, au premier semestre de 2015 (graphique 1.8, page 1). Les projections des PEM cadrent avec les orientations stratégiques de la Réserve fédérale prévoyant la poursuite d'une politique propice à la croissance, et supposent que le premier relèvement du taux directeur américain se produira au troisième trimestre de 2015. Ces projections tiennent compte du fait que l'inflation devrait rester faible, que les anticipations inflationnistes resteront bien ancrées et que le taux de chômage continuera de diminuer lentement jusqu'à ce moment-là. Il est supposé aussi que la Réserve fédérale continuera de réduire ses achats d'actifs au rythme actuel au cours des prochains mois et que le programme s'achèvera d'ici la fin de 2014.
- Les marchés continuent de s'attendre à une période prolongée de taux d'intérêt bas et de politique monétaire accommodante dans la zone euro et au Japon (graphique 1.3, page 1). À l'inverse de l'Europe, les rendements des obligations japonaises à long terme sont restés pratiquement inchangés depuis que l'on a commencé à parler de retrait des mesures non conventionnelles de politique monétaire, en raison de la forte demande

Graphique 1.7. Indicateurs de surchauffe pour les pays du G-20

Selon la plupart des indicateurs, les capacités inemployées restent excessives dans les pays avancés. Dans les principaux pays émergents, certains indicateurs donnent à penser qu'il subsiste des contraintes de capacité, en dépit du ralentissement récent de la croissance. Pour un certain nombre de pays émergents, les indicateurs font état d'une vulnérabilité extérieure

persistante. Les indicateurs financiers font apparaître le niveau élevé des cours des actions dans beaucoup de pays avancés et une augmentation des prix du logement en Allemagne et aux États-Unis. Dans les pays émergents, les indicateurs font état d'une vulnérabilité persistante due à la croissance rapide du crédit; ailleurs, l'évolution est plus ou moins conforme à celle du passé.



Sources : Bureau des statistiques australien; Banque des règlements internationaux; base de données CEIC China; *Global Property Guide*; Haver Analytics; FMI, base de données *Balance of Payments Statistics*; FMI, base de données *International Financial Statistics*; Bureau national des statistiques de Chine; Organisation de coopération et de développement économiques; estimations des services du FMI.

Note : Pour chaque indicateur, sauf indication contraire ci-dessous, les pays reçoivent une couleur sur la base de la valeur prévue actuellement pour 2014 par rapport à leur moyenne d'avant la crise (1997–2006). Pour chaque indicateur, des points sont attribués : rouge = 2, jaune = 1 et bleu = 0. La note synthétique est égale à la somme des scores des composantes divisée par la somme maximale possible de ces scores. La couleur de la note synthétique est rouge si la note synthétique est égale ou supérieure à 0,66, jaune si elle est égale ou supérieure 0,33 mais inférieure à 0,66, et bleue si elle est inférieure à 0,33. Lorsqu'il manque des données, aucune couleur n'est attribuée. Les flèches vers le haut (bas) indiquent une amélioration (détérioration) de la situation par rapport aux PEM d'octobre 2013.

¹Une production supérieure de plus de 2,5 % à la tendance d'avant la crise est en rouge. Une production inférieure de moins de 2,5 % à la tendance d'avant la crise est en bleu. Une production se situant dans la fourchette de ± 2,5 % par rapport à la tendance d'avant la crise est en jaune.

²La méthodologie ci-dessous est employée dans l'édition d'avril 2013 des PEM pour les pays qui ciblent l'inflation : Afrique du Sud, Australie, Brésil, Canada, Corée, Indonésie, Mexique, Royaume-Uni et Turquie. Pour une inflation en fin de période supérieure à la fourchette cible à partir du point médian, le signal est jaune; pour une inflation en fin de période plus de deux fois supérieure à la fourchette à partir du point médian, il est rouge. Pour les pays qui ne ciblent pas l'inflation, le signal est rouge si l'inflation en fin de période est d'environ 10 % ou au-dessus, jaune si elle est se situe entre 5 % et 9 %, et bleu si elle est inférieure à 5 %.

³Les entrées de capitaux sont les dernières valeurs disponibles par rapport à la moyenne de 1997–2006 des entrées de capitaux en pourcentage du PIB.

⁴Les indicateurs de la croissance du crédit, des prix immobiliers et des cours des actions sont les dernières valeurs disponibles par rapport à la croissance moyenne de la production en 1997–2006.

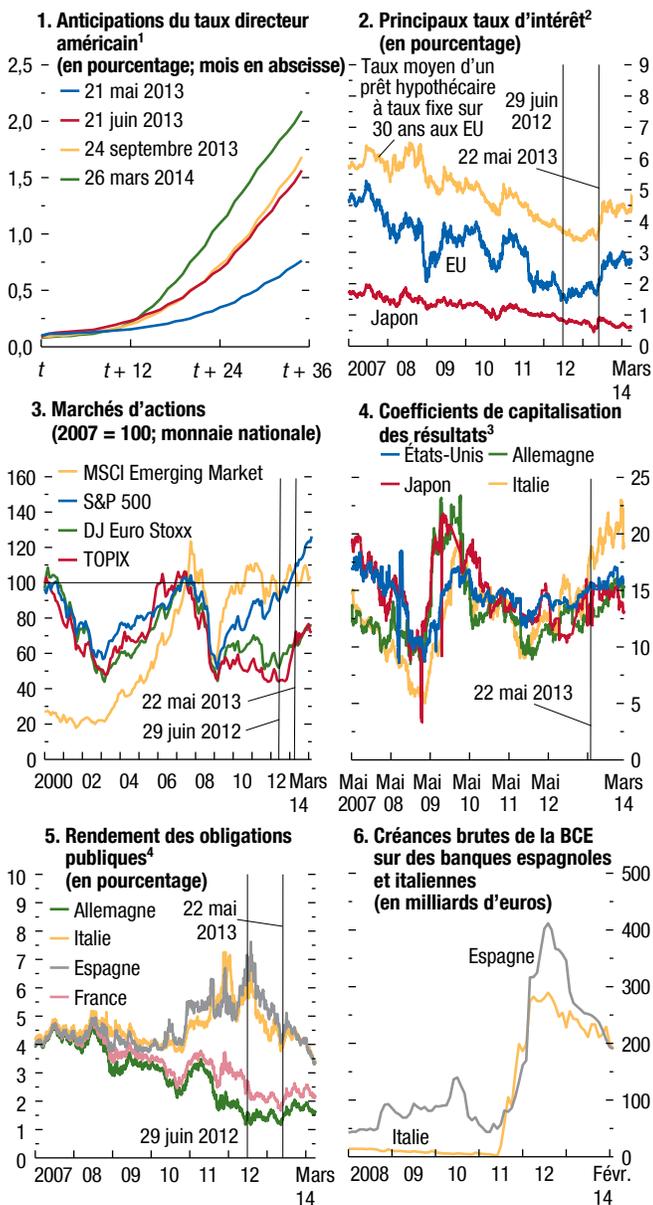
⁵Les flèches dans la colonne du solde budgétaire représentent la variation des prévisions du solde structurel en pourcentage du PIB sur la période 2013–14. Une hausse de plus de 0,5 % du PIB est indiquée par une flèche vers le haut et une baisse de plus de 0,5 % du PIB par une flèche vers le bas. Une variation du solde budgétaire entre -0,5 % et 0,5 % du PIB est indiquée par une flèche vers la droite.

⁶Des taux d'intérêt directs réels inférieurs à zéro sont indiqués par une flèche vers le bas et des taux supérieurs à 3 % par une flèche vers le haut. Les taux directs réels sont déflatés par les projections de l'inflation à deux ans; des taux entre zéro et 3 % par une flèche vers la droite.

⁷Les calculs reposent sur les données officielles de l'Argentine pour son PIB et son indice des prix à la consommation. Voir la note 5 du tableau A4 de l'appendice statistique et la note 6 du tableau A7.

Graphique 1.8. Marchés financiers dans les pays avancés

Les taux d'intérêt américains à long terme ont augmenté immédiatement après que la Réserve fédérale a annoncé en mai 2013 un retrait de l'assouplissement quantitatif, mais ils se sont plus ou moins stabilisés depuis. Dans les pays du cœur de la zone euro et au Japon, les taux ont augmenté légèrement. Les marchés d'actions ont été dynamiques : les coefficients de capitalisation des résultats ont retrouvé leur niveau d'avant la crise. Les marges sur les obligations italiennes et espagnoles ont continué de diminuer.



Sources : Bloomberg, L.P.; Capital Data; *Financial Times*; Haver Analytics; banques centrales nationales; Thomson Reuters Datastream; calculs des services du FMI.

Note : DJ = Dow Jones; BCE = Banque centrale européenne; MSCI = Morgan Stanley Capital International; S&P = Standard & Poor's; TOPIX = Tokyo Stock Price Index.

¹Les anticipations reposent sur le taux des fonds fédéraux pour les États-Unis; mis à jour le 26 mars 2014.

²Les taux d'intérêt sont les rendements des obligations publiques à 10 ans, sauf indication contraire.

³Certaines observations pour le Japon sont interpolées à cause d'un manque de données.

⁴Rendements des obligations publiques à 10 ans.

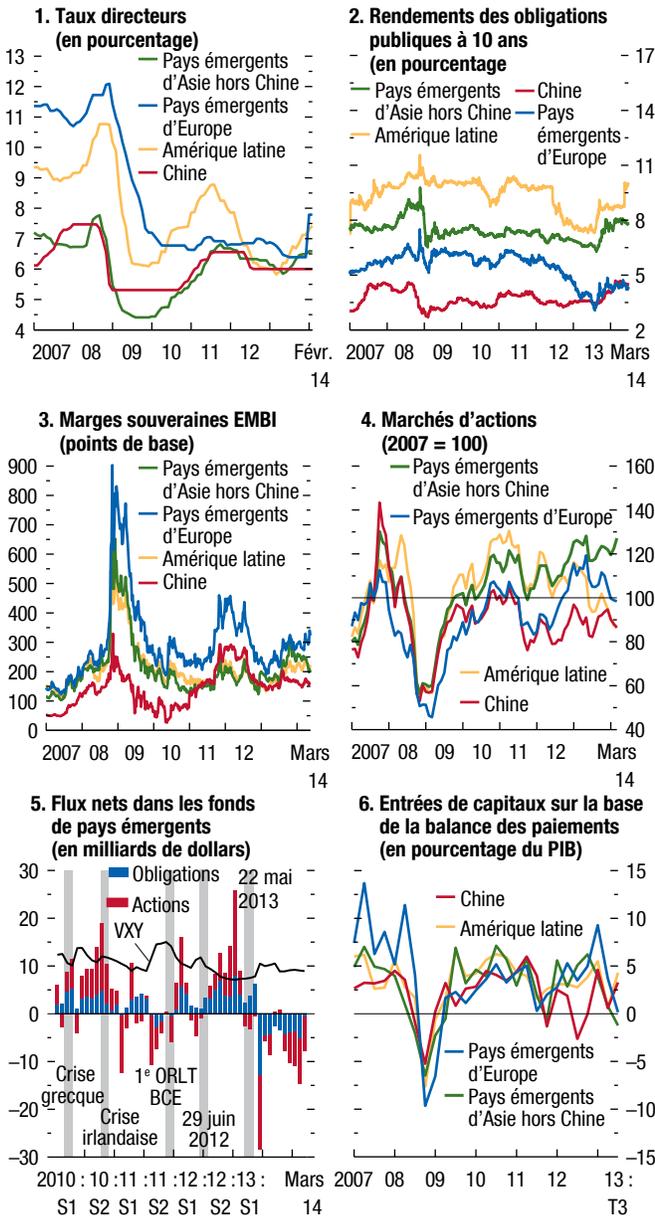
d'obligations par les non-résidents et des résidents, ainsi que des achats d'actifs de la Banque du Japon. Dans la zone euro, la faiblesse de l'inflation reste la préoccupation principale, avec notamment un risque de déflation dans certains pays, sur fond de reprise terne. Les projections des PEM supposent de nouvelles légères baisses des marges souveraines dans les pays fort endettés, ce qui cadre avec les points de vue selon lesquels les risques souverains ont diminué. Cependant, les projections supposent aussi que la fragmentation financière continuera d'entraver la transmission des impulsions de politique monétaire dans la zone euro. La situation demeurera donc tendue sur le marché du crédit, et l'encours du crédit continuera de baisser pendant quelque temps, quoi que plus lentement (graphique 1.3, page 2). Les raisons principales sont les fragilités qui subsistent dans les bilans des banques et, de manière plus générale, le climat économique médiocre, aggravé par un chômage élevé et des dettes considérables.

Dans les pays émergents, les conditions monétaires et financières se sont durcies depuis mai 2013. C'est le résultat combiné de la hausse des taux obligataires et de l'amélioration des perspectives dans les pays avancés, d'une réévaluation des perspectives de croissance à moyen terme par le marché et des craintes accrues des investisseurs quant aux facteurs de vulnérabilité. Les taux des obligations en monnaie locale à long terme dans les pays émergents ont augmenté davantage que ceux des pays avancés, comme par le passé : le risque des pays émergents est réévalué lorsque les taux des pays avancés augmentent (graphique 1.9, page 2). Les cours des actions ont stagné en monnaie locale, tandis qu'en dollars, la référence pour les investisseurs internationaux, ils ont baissé considérablement en raison d'une dépréciation généralisée des monnaies. Néanmoins, la répercussion de la hausse des rendements des obligations en monnaie locale sur les taux débiteurs a souvent été limitée, la croissance du crédit est restée relativement élevée (graphique 1.10, pages 2 et 3) et la dépréciation des taux de changes nominaux vis-à-vis du dollar américain et d'autres monnaies principales a compensé en partie ce mouvement (graphique 1.11, page 2). Les évolutions particulières des marchés sont examinées plus en détail dans l'édition d'avril 2014 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report* ou GFSR).

En dépit d'une baisse des entrées de capitaux depuis l'annonce surprise de la Réserve fédérale à propos du retrait des mesures non conventionnelles de politique monétaire en mai 2013, l'évolution jusqu'à présent ne présage pas une inversion soutenue des flux de capitaux. En fait, les

Graphique 1.9. Conditions financières et flux de capitaux dans les pays émergents

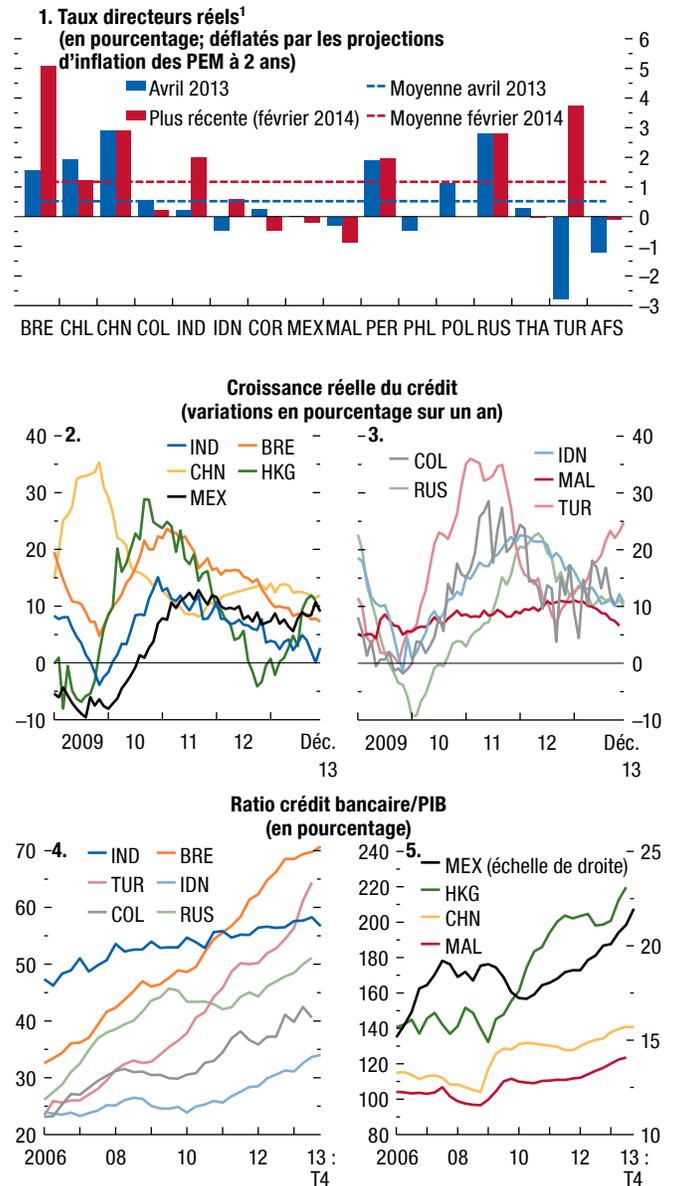
Les conditions financières dans les pays émergents se sont durcies récemment en réaction à un environnement financier extérieur plus difficile. Les taux et les marges obligataires ont augmenté, et les marchés d'actions ont stagné. Les entrées brutes de capitaux ont diminué, et les monnaies se sont dépréciées. Globalement, le coût du capital dans les pays émergents a augmenté, ce qui pèsera sur l'investissement et la croissance, même si une augmentation des exportations vers les pays avancés devrait compenser en partie ce mouvement.



Sources : Bloomberg, L.P.; EPFR Global; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.
Note : Amérique latine = Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou; BCE = Banque centrale européenne; EMBI = JP Morgan Emerging Markets Bond Index; ORLT = opérations de refinancement à long terme; pays émergents d'Asie hors Chine = Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande; pays émergents d'Europe = Pologne, Russie, Turquie; VXY = JP Morgan Emerging Market Volatility Index.

Graphique 1.10. Politique monétaire et crédits dans les pays émergents

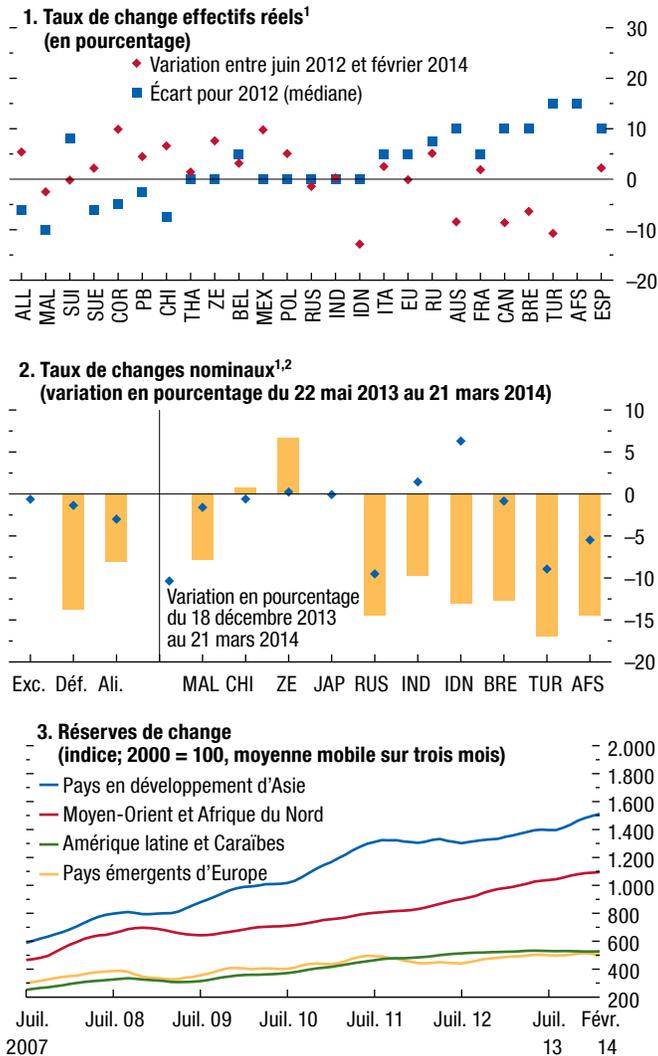
Les conditions monétaires se sont durcies dans beaucoup de pays émergents, du fait de l'évolution du financement extérieur, mais aussi des relèvements du taux directeur dans certains pays (notamment en Afrique du Sud, au Brésil, en Indonésie et en Turquie); cependant, les taux directeurs réels restent négatifs dans certains pays émergents, parfois à cause d'une inflation élevée. La croissance du crédit bancaire a commencé à ralentir dans beaucoup de pays, mais elle reste supérieure à 10 % dans certains d'entre eux, dépassant largement la croissance du PIB. L'endettement dans l'ensemble de l'économie continue d'augmenter rapidement, et les ratios crédit bancaire/PIB ont doublé dans certains pays au cours des sept dernières années.



Sources : Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.
Note : AFS = Afrique du Sud; BRE = Brésil; CHL = Chili; CHN = Chine; COL = Colombie; COR = Corée; HKG = Hong Kong (RAS de); IND = Indonésie; IND = Inde; MAL = Malaisie; MEX = Mexique; PER = Pérou; PHL = Philippines; POL = Pologne; RUS = Russie; THA = Thaïlande; TUR = Turquie.
¹Taux de la Banque d'Indonésie pour l'Indonésie; coût de financement marginal effectif de la banque centrale de la République de Turquie estimé par les services du FMI pour la Turquie.

Graphique 1.11. Taux de change et réserves

Les monnaies de bon nombre de grands pays émergents se sont dépréciées par rapport au dollar américain, en raison de l'affaiblissement des perspectives de croissance à moyen terme de ces pays par rapport à celles des pays avancés et d'un durcissement des conditions de financement extérieur. Selon les évaluations des monnaies figurant dans le Rapport pilote de 2013 sur le secteur extérieur (FMI, 2013b), les monnaies sous-évaluées se sont généralement appréciées en valeur effective réelle en 2013, tandis que les monnaies surévaluées se sont dépréciées. Le rythme d'accumulation des réserves dans les pays émergents et les pays en développement a ralenti en 2013, du fait de la diminution des entrées de capitaux et des pertes de réserves liées aux interventions sur les marchés des changes.



Source : Global Insight; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.

Note : AFS = Afrique du Sud; Ali. = pays émergents alignés; ALL = Allemagne; AUS = Australie; BEL = Belgique; BRE = Brésil; CAN = Canada; CHI = Chine; COR = Corée; Déf. = pays émergents en déficit; ESP = Espagne; EU = États-Unis; Exc. = pays émergents en excédent; FRA = France; IDN = Indonésie; IND = Inde; ITA = Italie; JAP = Japon; MAL = Malaisie; MEX = Mexique; PB = Pays-Bas; POL = Pologne; RU = Royaume-Uni; RUS = Russie; SUE = Suède; SUI = Suisse; THA = Thaïlande; TUR = Turquie; ZE = zone euro.

¹Les écarts des taux de change effectifs réels et les classifications reposent sur FMI (2013b).

²Dollars par unité de monnaie nationale.

entrées de capitaux se sont redressées modérément pendant la dernière partie de 2013 après les bas niveaux atteints pendant l'été 2013 (graphique 1.9, pages 5 et 6). Cependant, selon les estimations, elles sont restées en deçà de leur niveau d'avant le retrait des mesures non conventionnelles.

Les projections de référence des PEM supposent que les entrées de capitaux dans les pays émergents resteront plus basses en 2014 qu'en 2013, avant de se redresser de manière modeste en 2015. Elles supposent aussi que la nouvelle réévaluation des obligations et des actions dans certains pays émergents depuis octobre 2013 était en grande partie une augmentation ponctuelle des primes de risque pour les actifs des pays émergents. Une bonne partie des hausses des rendements et des baisses des prix des actifs qui ont été observés récemment seront donc durables. Cela représente un durcissement généralisé des conditions financières, qui devrait peser sur la croissance de la demande intérieure et constitue l'un des principaux facteurs de l'affaiblissement de la croissance qui est prévu dans les pays émergents en 2014–15 par rapport à l'édition d'octobre 2013 des PEM (tableau 1.1). L'analyse qui figure au chapitre 4 souligne que si le durcissement des conditions de financement extérieur pour les pays émergents est limité à la hausse des taux d'intérêt des pays avancés qui est liée à l'accélération de la croissance dans ces pays, les répercussions sur la croissance seront positives. Cependant, étant donné le durcissement simultané d'autres conditions financières, par exemple les primes de risque sur la dette souveraine des pays émergents, les effets nets pourraient s'avérer négatifs.

La perspective du secteur extérieur

La croissance du commerce mondial en volume a ralenti considérablement lors de l'ajustement après la crise financière mondiale de 2007–09 et la crise de 2011–12 dans la zone euro (graphique 1.12, pages 1 et 2). Ce ralentissement conduit à se demander si le commerce international restera un moteur de la croissance mondiale, tandis que l'on s'inquiète de la stagnation ou de la diminution de la mondialisation (par exemple, parce que les gains de productivité résultant de la libéralisation récente des échanges sous l'égide de l'Organisation mondiale du commerce diminuent). Cependant, les données relatives à la croissance du commerce mondial depuis 2008 semblent cadrer avec la croissance mondiale de la production et de l'investissement. Par ailleurs, les erreurs de prévision récentes concernant la croissance du commerce mondial sont corrélées fortement et positivement avec celles relatives à la croissance du PIB mondial, comme par le passé. Ces facteurs semblent indiquer que la faiblesse récente du commerce re-

flète simplement un fléchissement plus marqué que prévu de la croissance dans le monde entier. En fait, la croissance du commerce mondial s'est accélérée vigoureusement en parallèle avec l'affermissement de l'activité mondiale au second semestre de 2013.

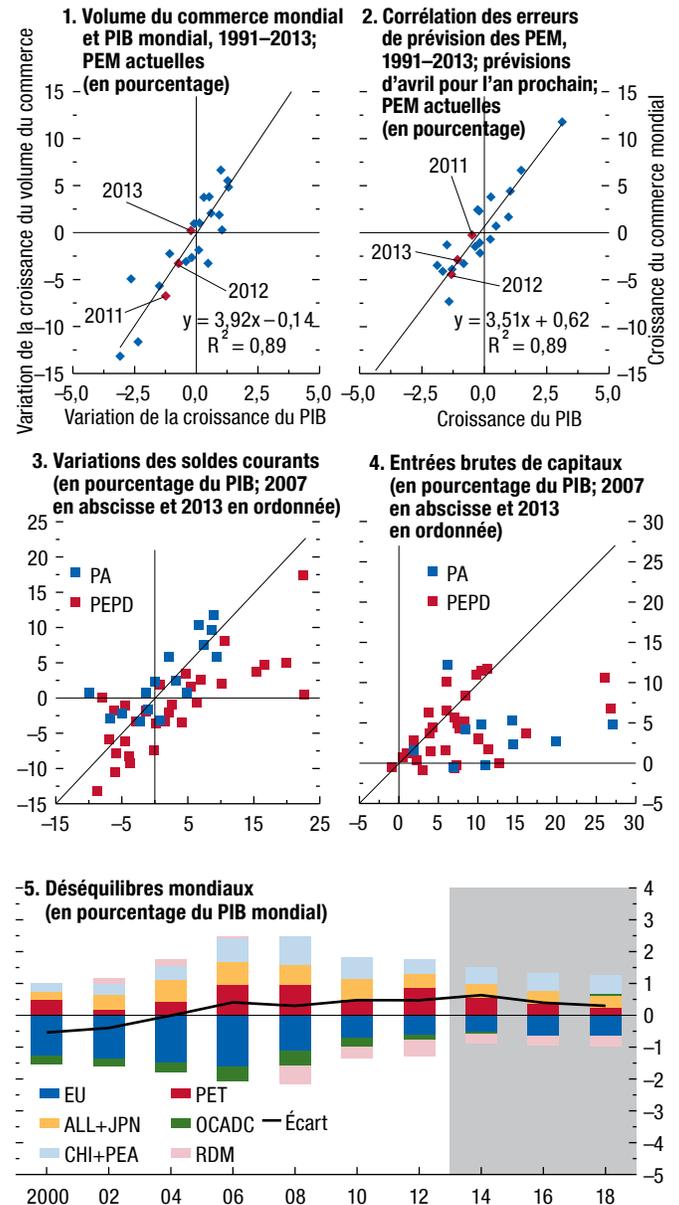
Les déséquilibres mondiaux des transactions courantes se sont encore réduits en 2013. Cela s'explique en partie par un ajustement externe dans les pays en difficulté de la zone euro — qui correspond de plus en plus non seulement à une compression des importations, mais aussi à un ajustement des prix relatifs et à une augmentation des exportations — même si les soldes des pays excédentaires de la zone euro n'ont pas diminué notablement. Il tient aussi à une augmentation des importations énergétiques au Japon depuis le tremblement de terre et le tsunami de 2011, à une baisse des importations énergétiques nettes aux États-Unis et à la combinaison d'une baisse des recettes des exportations pétrolières et d'une augmentation des dépenses dans les pays exportateurs de combustibles. Une nouvelle réduction modeste des déséquilibres est prévue à moyen terme, principalement sous l'effet d'une baisse des excédents des pays exportateurs de pétrole (graphique 1.12, page 5).

Les ajustements des taux de change au cours de l'année écoulée ont correspondu plus ou moins à une nouvelle correction des déséquilibres extérieurs. Sur la base des évaluations des monnaies du Rapport pilote sur le secteur extérieur 2013 (*2013 Pilot External Sector Report*, FMI, 2013b), les monnaies sous-évaluées, définies par un écart négatif du taux de change effectif réel au milieu de 2012, se sont généralement appréciées en valeur effective réelle en 2013, et les monnaies surévaluées se sont dépréciées (graphique 1.11, page 1). Les principales exceptions sont quelques pays avancés qui ont enregistré des entrées de capitaux en raison de leur statut de destination-refuge (par exemple, le Royaume-Uni) ou d'une diminution du risque souverain perçu (zone euro), et dont la monnaie s'est encore appréciée.

Bien que les ajustements des taux de change aient correspondu en général aux corrections des déséquilibres extérieurs, il y a des indications contradictoires pour les soldes des transactions courantes. Dans un certain nombre de pays émergents en particulier, les déficits des transactions courantes ont encore augmenté par rapport à la norme en 2013 plutôt que de baisser, en dépit d'un ajustement du taux de change réel dans la bonne direction. Ce creusement du déficit est peut-être simplement dû à des retards dans la réaction des échanges commerciaux et des transactions courantes (ce qu'on appelle les effets de courbe en J) et à la baisse des cours des produits de base; il indique peut-être aussi que des mesures supplémentaires sont nécessaires pour corriger les déséquilibres.

Graphique 1.12. Secteur extérieur

Le commerce mondial a rebondi en volume du fait de l'affermissement de l'activité mondiale au deuxième semestre de 2013. Son affaiblissement antérieur correspondait plus ou moins au ralentissement de l'activité, ce qui met en évidence la forte élasticité des exportations et des importations par rapport au revenu à court terme. Les soldes des transactions extérieures courantes de la plupart des pays émergents ont diminué depuis la crise financière mondiale et un petit nombre de ces pays dégagent maintenant un déficit excessif.



Sources : Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; estimations des services du FMI.
 Note : ALL+JPN = Allemagne et Japon; CHI+PEA = Chine, Corée, Hong Kong (RAS de), Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, province chinoise de Taïwan, Thaïlande; EU = États-Unis; OCADC : Bulgarie, Croatie, Espagne, Estonie, Grèce, Hongrie, Irlande, Lettonie, Lituanie, Pologne, Portugal, République slovaque, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Slovénie et Turquie; PA = pays avancés; PEPD = pays émergents et pays en développement; PET = pays exportateurs de pétrole; RDM = reste du monde.

Risques de détérioration

Le solde des facteurs qui influent sur les projections des PEM pour la croissance mondiale s'est amélioré, principalement en raison de l'amélioration des perspectives dans les pays avancés. Cependant, il subsiste des risques de détérioration (ou aléas négatifs) importants, surtout pour les pays émergents, pour lesquels les risques ont augmenté.

Évaluation quantitative : l'incertitude diminuée

Selon le graphique en éventail des prévisions du PIB réel mondial jusqu'à la fin de 2015, la marge d'incertitude qui entoure les projections des PEM est légèrement plus étroite que celle de l'édition d'octobre 2013 (graphique 1.13, page 1). Pour 2014, ce rétrécissement s'explique principalement par l'horizon temporel plus court jusqu'à la fin de 2014 («incertitude de référence plus basse», parce qu'il y a moins d'incertitude étant donné que davantage de données influant sur les résultats de 2014 sont déjà connues). La probabilité que la croissance mondiale tombe au-dessous du seuil de récession de 2 % en 2014 est maintenant estimée à 0,1 %, contre 6 % en octobre 2013. Pour 2015, cette probabilité est de 2,9 %, ce qui est bien plus bas pour les prévisions de l'année suivante que les valeurs d'avril 2012 et 2013.

Le risque d'une récession a diminué notablement dans les principaux pays avancés, alors qu'il est resté plus ou moins inchangé dans les autres pays (graphique 1.14, page 1). En particulier, par rapport aux simulations effectuées pour l'édition d'octobre 2013 des PEM, le modèle de projection mondial des services du FMI indique une baisse de la probabilité d'une récession (deux trimestres successifs de croissance négative) dans les quatre trimestres à venir. Néanmoins, des risques de récession d'environ 20 % dans la zone euro et au Japon — ce qui s'explique en partie par la croissance relativement faible prévue dans ces pays — ainsi que dans le reste du monde soulignent qu'un certain nombre de fragilités persistent tandis que l'économie mondiale se redresse.

Dans la plupart des pays, le risque de déflation d'ici la fin de 2014 est pratiquement négligeable, selon les simulations du modèle de projection mondial. Dans la zone euro, cependant, le risque de déflation, estimé à environ 20 %, reste préoccupant bien qu'il ait diminué quelque peu récemment (graphique 1.14, page 2)¹. De même, les

¹La probabilité d'une déflation augmente avec un horizon de prévision plus long, toutes choses étant égales par ailleurs. L'horizon plus long du présent rapport par rapport à l'édition d'octobre 2013 des PEM (3 trimestres au lieu de 1) est une raison importante de la probabilité plus

indicateurs généraux de vulnérabilité à la déflation, qui mesurent le risque d'une baisse plus persistante des prix, restent supérieurs ou proches du seuil de risque élevé pour certains pays de la zone euro, en dépit d'améliorations récentes (graphique 1.14, page 3). Au Japon, l'absence de risque de déflation à court terme tient principalement aux effets du relèvement de 5 % à 8 % du taux de la taxe à la consommation au deuxième trimestre de 2014.

Évaluation qualitative : certains risques subsistent et de nouveaux risques sont apparus

Certains risques recensés dans l'édition d'octobre 2013 des PEM ont perdu de leur importance, notamment les risques budgétaires à court terme aux États-Unis, étant donné l'accord budgétaire de deux ans de décembre 2013 et la suspension du plafond de la dette jusqu'en mars 2015. Cependant, les autres risques restent préoccupants, de nouveaux risques sont apparus, et les risques liés aux pays émergents ont augmenté. Plus récemment, les événements en Ukraine ont accru les risques géopolitiques. Cependant, par ailleurs, des facteurs qui pourraient conduire à une accélération de la croissance (aléas positifs) ont pris de l'ampleur dans certains pays avancés, et le solde de tous ces aléas s'est amélioré par rapport à l'édition d'octobre 2013 des PEM.

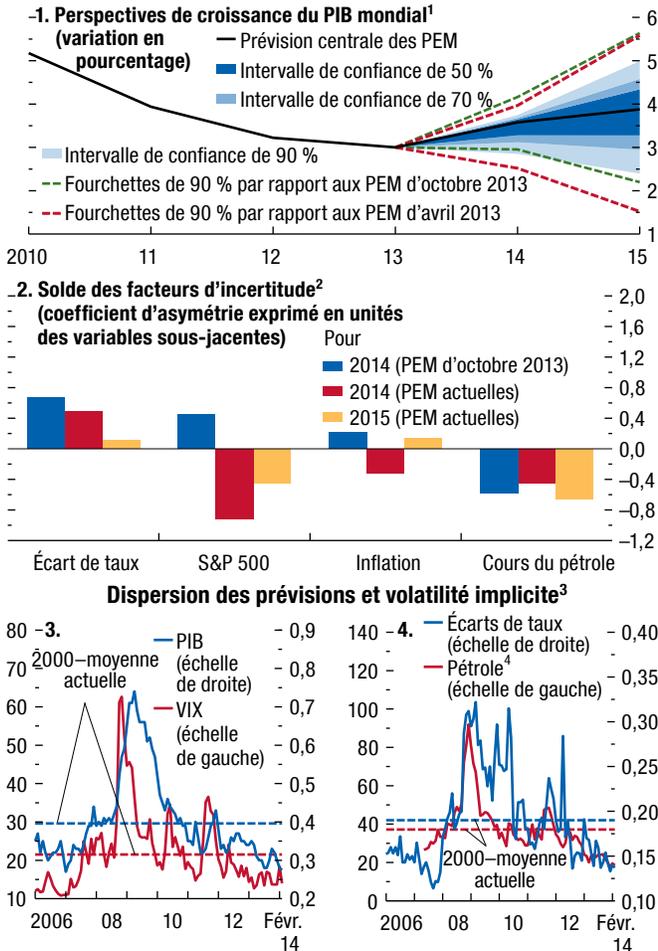
Pays avancés

- Risques liés à une inflation faible. Comme l'inflation est actuellement plus faible que prévu dans de nombreux pays avancés, il existe un risque, même s'il diminue, de déflation en cas de recul de l'activité. En outre, si l'inflation reste inférieure à l'objectif fixé pendant une période prolongée, comme dans les prévisions de référence, il est probable que les anticipations inflationnistes à plus long terme s'orienteront à la baisse. La principale raison de s'inquiéter d'un éventuel effet négatif sur l'activité et les dettes est qu'il sera probablement difficile d'abaisser les taux d'intérêt nominaux pendant un certain temps, car les taux directeurs sont déjà proches de la borne du zéro. Ce risque vaut principalement pour la zone euro, et dans une moindre mesure, le Japon. Dans la zone euro, l'inflation risque d'être inférieure à l'objectif de stabilité des prix de la BCE plus largement ou pendant

élevée d'une déflation dans la zone euro à la page 2 du graphique 1.14. La probabilité comparable à un trimestre pour le deuxième trimestre de 2014 dans le présent rapport serait de 9 %, contre 15 % en octobre. Si les risques de déflation ont diminué, la probabilité que l'inflation dans la zone euro soit supérieure à l'objectif de stabilité des prix de la BCE n'est que de 28 % au quatrième trimestre de 2015 et de 42 % au quatrième trimestre de 2016 (probabilité d'une inflation supérieure à 1,9 %).

Graphique 1.13. Incertitude entourant les perspectives de l'économie mondiale

Le graphique en éventail, qui indique le degré d'incertitude entourant les perspectives de la croissance mondiale, s'est rétréci par rapport à celui figurant dans l'édition d'octobre 2013 des PEM. Le solde des facteurs d'incertitude semble donc être légèrement plus positif; cependant, les risques de dégradation restent préoccupants. Les indicateurs de la dispersion des prévisions et de la volatilité implicite des cours des actions et du pétrole indiquent aussi une diminution de l'incertitude perçue quant à des variables importantes des perspectives de l'économie mondiale.



Sources : Bloomberg, L.P.; marché des options de Chicago (CBOE); Consensus Economics; estimations des services du FMI.

¹Ce graphique en éventail indique l'incertitude entourant la prévision centrale des PEM avec des intervalles de confiance de 50 %, 70 % et 90 %. L'intervalle de confiance de 70 % inclut l'intervalle de confiance de 50 %, et l'intervalle de confiance de 90 % inclut les intervalles de confiance de 50 % et 70 %. Pour des détails, voir l'appendice 1.2 de l'édition d'avril 2009 des PEM. Les fourchettes de 90 % par rapport aux PEM d'avril 2013 et d'octobre 2013 pour les prévisions à un an et à deux ans sont indiquées par rapport à la prévision centrale actuelle.

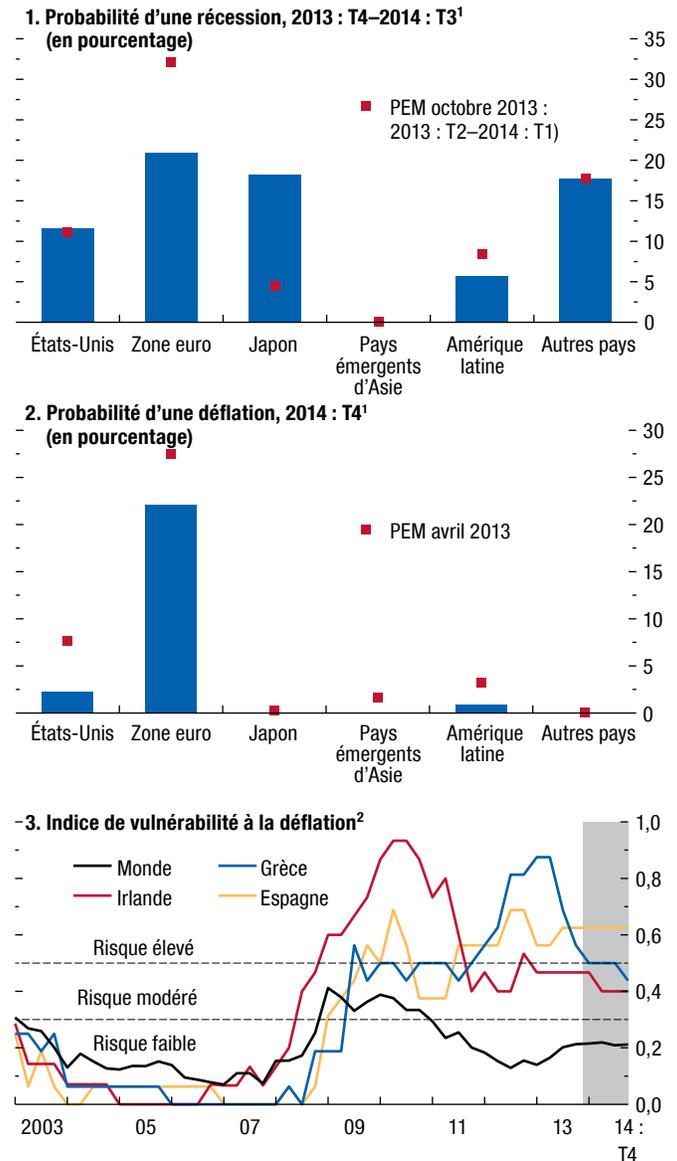
²Les bâtons indiquent le coefficient d'asymétrie exprimé en unités des variables sous-jacentes. Pour l'inflation et le marché pétrolier, les valeurs ont le signe opposé, puisqu'il s'agit de risques de révision à la baisse de la croissance. Il est à noter que les risques liés au S&P 500 pour 2014 et 2015 reposent sur les contrats d'options pour décembre 2014 et décembre 2015, respectivement.

³PIB : dispersion des prévisions du PIB pour les pays du G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni), le Brésil, la Chine, l'Inde et le Mexique. VIX : indice de volatilité implicite du marché des options de Chicago. Écart de taux : dispersion des écarts entre taux longs et courts implicites dans les prévisions des taux d'intérêt pour l'Allemagne, les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni. Les prévisions sont tirées des enquêtes de Consensus Economics.

⁴Indice de volatilité du pétrole brut CBOE.

Graphique 1.14. Risques de récession et de déflation

Selon le modèle de projection mondial des services du FMI, les risques de récession ont diminué légèrement pour les principaux pays et sont restés plus ou moins inchangés pour les autres. La probabilité d'une récession dans la zone euro reste élevée, ce qui souligne la fragilité de la faible reprise. Le risque de déflation reste aussi relativement élevé dans la zone euro, où il avoisine encore 20 %, tandis qu'il est pratiquement négligeable pour les autres pays.



Source : estimations des services du FMI.

¹Pays émergents d'Asie = Chine, Corée, Hong Kong (RAS de), Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan (province chinoise de) et Thaïlande; Amérique latine = Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou; autres pays = Afrique du Sud, Argentine, Australie, Bulgarie, Canada, Danemark, Estonie, Israël, Nouvelle-Zélande, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Russie, Suède, Suisse, Turquie et Venezuela.

²Pour des détails sur l'établissement de cet indicateur, voir Kumar (2003) ainsi que Decressin et Laxton (2009). L'indicateur est élargi de manière à inclure les prix du logement.

plus longtemps que dans les prévisions de référence, étant donné le chômage très élevé et les capacités de production inemployées dans de nombreux pays. Au Japon, les problèmes sont des anticipations bien établies après une longue période de déflation et le remplacement d'emplois réguliers à temps plein par des emplois non réguliers à temps partiel, qui freine l'ajustement des salaires nominaux en réaction au nouvel objectif d'inflation de la Banque du Japon (2 %). De manière plus générale, s'il devait y avoir une baisse persistante des cours des produits de base, peut-être à cause d'une réaction de l'offre plus marquée que prévu aux cours élevés de ces derniers temps, les risques liés à une inflation faible pourraient être plus larges.

- Volonté réduite d'opérer des réformes au niveau des pays et de la zone euro en raison de l'amélioration des perspectives de croissance et de la baisse des tensions sur les marchés. Les risques de révision à la baisse de la croissance dans la zone euro ont diminué par rapport à l'édition d'octobre 2013 des PEM grâce aux progrès importants qui ont été accomplis dans l'ajustement macroéconomique et au regain de confiance des marchés, mais ils restent considérables. Des mesures supplémentaires sont nécessaires pour réduire le chômage et la dette, qui sont aujourd'hui beaucoup trop élevés, et pour préserver la confiance des marchés. À court terme, il est à craindre que la réparation et la réforme du secteur bancaire soient insuffisantes pour s'attaquer à la fragmentation financière, rétablir la confiance des marchés financiers et permettre aux banques de répercuter l'amélioration de leurs conditions de financement et la baisse des taux directeurs sur les emprunteurs. Une réparation insuffisante des bilans des banques pourrait aussi freiner la restructuration de la dette des sociétés non financières qui ont des problèmes de bilan.
- Risques liés à la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis. Les risques liés au retrait de l'assouplissement monétaire quantitatif devraient diminuer puisque les achats d'actifs devraient se terminer à la fin de 2014. L'adoption d'orientations stratégiques qualitatives en mars 2014 peut offrir à la Réserve fédérale la souplesse accrue qui est nécessaire pour atteindre ses objectifs d'inflation et d'emploi sur la voie de la normalisation, étant donné qu'il est de plus en plus difficile de mesurer les capacités inemployées sur le marché du travail. Cependant, il sera difficile de modifier aussi radicalement l'orientation de la politique monétaire sans heurts, et la volatilité pourrait de nouveau s'accroître sur les marchés financiers. Comme indiqué dans l'analyse de scénarios figurant dans l'édition d'avril 2013 des PEM, d'éven-

tuelles augmentations soudaines et importantes des taux d'intérêt qui s'expliquent non pas par une activité américaine plus vigoureuse que prévu, mais par d'autres facteurs, constituent la préoccupation principale. Il pourrait s'agir d'anticipations d'un durcissement monétaire plus rapide en raison de l'aggravation des tensions inflationnistes ou de craintes relatives à la stabilité financière, d'un arbitrage de portefeuille qui conduit à une hausse considérable de la prime d'échéance ou d'un changement d'opinion des marchés concernant l'orientation de la politique de la Réserve fédérale. Si ces risques se matérialisaient, l'impact sur l'activité aux États-Unis et ailleurs serait négatif, et, du fait de la contagion, les problèmes rencontrés par des pays particuliers pourraient se transformer en une crise financière plus étendue.

- Révision à la hausse de la croissance mondiale. La croissance pourrait être plus vigoureuse que prévu au deuxième semestre de 2013 dans les pays avancés, ce qui pourrait conduire à une révision à la hausse de la croissance mondiale. Cela semble concerner principalement les États-Unis, où le frein budgétaire diminuera en 2014 et où la demande non satisfaite de biens de consommation durables et l'investissement pourraient être plus vigoureux que prévu. En Europe, le surendettement des entreprises et la faiblesse du secteur bancaire continuent de peser sur la confiance et la demande dans certains pays. Cependant, la croissance pourrait être révisée à la hausse en Allemagne, où la crise n'a pratiquement pas laissé de séquelles, et au Royaume-Uni, où la détente du crédit a entraîné un rebond des dépenses des ménages.

Pays émergents

- Croissance encore inférieure aux prévisions. Les risques de ralentissement de la croissance dans les pays émergents ont augmenté bien que des risques antérieurs se soient matérialisés en partie et aient déjà entraîné une révision à la baisse des prévisions de référence. Bon nombre de ces pays s'ajustent encore à la détérioration de leurs perspectives de croissance à moyen terme. En outre, les investisseurs étrangers sont maintenant plus sensibles aux risques dans ces pays, et les conditions financières se sont durcies en conséquence. L'augmentation du coût du capital pourrait entraîner un ralentissement plus marqué que prévu de l'investissement et de la consommation de biens durables, et le durcissement récent de la politique monétaire dans certains pays accentue ce risque. Une normalisation plus rapide que prévu de la politique monétaire américaine ou d'autres accès d'aversion des investisseurs au risque constituent d'autres sources de préoccupation. Dans un cas comme dans l'autre, il pourrait en résulter

des turbulences financières, des sorties de capitaux et des ajustements difficiles dans quelques pays émergents, avec un risque de contagion et de tensions généralisées sur les marchés financiers et les balances des paiements. La croissance en souffrirait.

- Ralentissement de la croissance en Chine. La croissance du crédit et les emprunts hors budget des collectivités locales ont été élevés : ils ont été les principaux vecteurs de la forte impulsion des pouvoirs publics qui a accéléré la croissance depuis la crise financière mondiale. Bien qu'un retrait plus rapide que prévu de cette impulsion se justifie pour réduire la vulnérabilité, il ralentirait aussi la croissance plus que prévu actuellement.
- Risques géopolitiques liés à l'Ukraine. Les projections de référence incluent une croissance plus faible en Russie et en Ukraine, ainsi que des répercussions négatives sur la région de la Communauté des États indépendants de manière plus générale à la suite des récents remous. Il pourrait y avoir des effets secondaires plus prononcés sur l'activité au-delà des partenaires commerciaux voisins si d'autres remous accroissaient de nouveau l'aver-sion au risque sur les marchés financiers mondiaux, ou si le commerce et la finance étaient perturbés en raison de l'intensification des sanctions et contre-sanctions. En particulier, les répercussions pourraient être plus sé-rieuses en cas de perturbation majeure de la production ou du transport de gaz naturel ou de pétrole brut, ou, dans une moindre mesure, de maïs et de blé.

Risques à moyen terme

Taux d'intérêt faibles et risque de stagnation.

En dépit de l'affermissement de leur reprise, les pays avancés restent confrontés à un risque de stagnation. Comme indiqué dans des éditions antérieures des PEM, les principaux pays avancés, en particulier la zone euro et le Japon, pourraient faire face à une période prolongée de croissance faible pour un certain nombre de raisons, principalement le fait de ne pas s'attaquer pleinement aux séquelles de la crise récente.

Si ce scénario se matérialisait, la croissance faible refléterait une demande continuellement faible qui pourrait se transformer en stagnation, une situation où les pays touchés ne peuvent pas produire la demande nécessaire pour rétablir le plein emploi à l'aide de forces auto-correctrices régulières. Le taux d'intérêt réel d'équilibre qui correspond au plein emploi est peut-être trop bas pour être atteint avec la borne limitant à zéro les taux d'intérêts nominaux. Au fil du temps, le potentiel de croissance des pays en stagnation serait touché aussi, en raison de la baisse de l'investissement, notamment dans la recherche et le développement,

et de la diminution de l'offre de main-d'œuvre par suite de l'hystérèse du chômage — la hausse du chômage structurel découlant d'un chômage conjoncturel prolongé.

Le fait que les taux d'intérêt nominaux et réels restent faibles bien qu'une reprise plus définitive soit attendue dans les pays avancés indique que les risques de stagnation ne peuvent pas être pris à la légère. Comme indiqué au chapitre 3, les taux d'intérêt réels vont probablement augmenter selon les projections de référence des PEM, mais ils devraient rester en deçà de la moyenne d'environ 2 % observée au milieu des années 2000 avant la crise. Les taux actuels sont bas parce que l'on s'attend à ce que l'investissement mondial demeure sur une trajectoire plus basse qu'avant la crise, en partie à cause des effets persistants de l'après-crise et en partie à cause du rééquilibrage de la demande en Chine. Même si les ratios d'épargne pourraient diminuer du fait du ralentissement de la croissance dans les pays émergents et du rééquilibrage de la demande en Chine, la demande d'actifs sûrs devrait rester élevée. En conséquence, la tendance à la baisse des taux d'intérêt réels sûrs qui a été observée avant la crise ne devrait pas s'inverser alors même que les freins de l'après-crise se relâchent et que les cicatrices guérissent. Les taux d'intérêt réels restent donc suffisamment bas pour que la question de la borne du zéro réapparaisse dans les prévisions d'inflation actuelles si les risques de croissance faible se matérialisent.

Atterrissage brutal en Chine

La probabilité d'un atterrissage brutal en Chine après un investissement excessif et une explosion du crédit reste faible parce que les autorités devraient être en mesure d'intervenir pour limiter les dégâts causés par les problèmes de qualité des actifs qui se posent à grande échelle. Cependant, le crédit continue de progresser rapidement, et la formation de capital fixe qui en résulte reste une source importante de croissance. Les risques liés aux problèmes de qualité des actifs dans les bilans du secteur financier continuent donc d'augmenter. Plus ils s'accumulent, plus les autorités auront peut-être du mal à réagir. Dans ce cas, les répercussions sur le reste du monde, notamment par le biais des cours des produits de base, pourraient être considérables.

Scénarios de risque : tensions résultant des aléas positifs et négatifs

Un ralentissement de la croissance plus prolongé dans les pays émergents reste une préoccupation importante. L'impact d'un tel ralentissement sur l'économie mondiale serait plus marqué aujourd'hui qu'il ne l'aurait été il y a 10 ou 20 ans, et ce, parce que ces pays représentent aujourd'hui une part plus élevée de la production mon-

diale et sont plus intégrés dans les sphères commerciales et financières (voir le dossier spécial sur les effets de contagion au chapitre 2). Par ailleurs, une croissance plus rapide dans les pays avancés pourrait conduire à une révision des chiffres à la hausse. L'analyse ci-après envisage les interactions possibles entre les aléas positifs et négatifs.

L'aléa positif repose sur l'hypothèse selon laquelle la croissance aux États-Unis sera supérieure d'environ ½ point de pourcentage aux prévisions de référence. Il s'agit de l'écart-type dans la distribution des prévisions pour 2014–15 des participants à l'enquête de Consensus Economics. Dans ce scénario, l'accélération de la reprise américaine pousse la Réserve fédérale à retirer son impulsion plus tôt que dans le scénario de référence. Toutes les variations des taux d'intérêt reflètent la réaction des banques centrales aux fluctuations des conditions macroéconomiques.

Les aléas négatifs reposent sur l'hypothèse selon laquelle l'ajustement à la baisse de l'investissement dans le Groupe des vingt pays émergents (G-20) sera plus marqué que prévu dans le scénario de référence. Cela tient à l'interaction de trois facteurs : le coût du capital qui est plus élevé que prévu en raison de l'évolution de l'environnement extérieur, les récentes révisions à la baisse des prévisions de croissance dans les pays partenaires et une correction d'investissements excessifs antérieurs. Le « choc » est séquentiel : la faiblesse dans chaque période de l'horizon à 5 ans des PEM est une surprise. Chaque année, la croissance de l'investissement dans chaque pays est inférieure d'environ 3 points de pourcentage au niveau de référence, la baisse de l'investissement avoisinant 14 % après 5 ans. Par rapport au scénario négatif pour les pays émergents qui figure dans l'édition d'avril 2013 des PEM, le ralentissement est plus modéré mais plus persistant, principalement parce que certains risques se sont matérialisés depuis et sont maintenant inclus dans le scénario de référence.

Les principaux résultats des scénarios sont les suivants (graphique 1.15) :

- Dans le premier scénario, où la demande intérieure aux États-Unis se redresse plus rapidement, l'accélération de la croissance américaine et ses répercussions positives sur les partenaires commerciaux entraînent une progression de la croissance mondiale d'environ 0,2 point de pourcentage pendant les deux premières années (lignes en rouge dans le graphique). Les effets positifs sont les plus marqués dans les autres pays avancés et en Amérique latine, car les relations commerciales avec ces pays sont plus étroites. Étant donné l'accélération de la croissance, les cours des produits de base sont plus élevés que dans le scénario de référence. Après l'accélération initiale aux États-Unis et ailleurs, la croissance mondiale ralentit lé-

gèrement de manière temporaire par rapport au scénario de référence, du fait du durcissement de la politique monétaire américaine en réaction à une inflation et à une croissance supérieures aux prévisions.

- Dans le deuxième scénario, où les aléas positifs pour la croissance américaine se matérialisent, de même que les aléas négatifs pour les pays émergents, la croissance mondiale est inférieure à celle du scénario de référence, en raison de la plus grande ampleur des chocs sur la demande et de la taille des économies (les économies des pays émergents du G-20 sont plus grandes que l'économie américaine en parité de pouvoir d'achat). L'impact de la baisse de l'investissement dans les pays émergents sur la croissance dans ces pays dépend des parts de l'investissement et de la part du commerce avec les autres pays émergents dans le total du commerce (lignes en bleu dans le graphique). Plus les parts sont élevées, plus l'impact est élevé. Le ralentissement de la croissance par rapport au scénario de référence est le plus marqué en Chine (environ 1 point de pourcentage par an) et le plus faible dans les pays émergents d'Asie et en Amérique latine. Parmi les principaux pays avancés, le Japon est le plus durement touché par les effets d'entraînement, en raison de son intégration étroite avec les pays émergents d'Asie et de sa marge de manœuvre monétaire limitée (les taux d'intérêt y étant déjà très proches de zéro). Dans la zone euro et aux États-Unis, la politique monétaire est limitée par la borne du zéro, mais les relations commerciales avec les pays émergents sont moins étroites. Du fait de la baisse des cours des produits de base, les pays exportateurs de ces produits obtiennent de moins bons résultats, bien qu'ils disposent généralement d'une plus grande marge de manœuvre monétaire. Les pays exportateurs de pétrole sont particulièrement touchés, étant donné la part élevée du pétrole dans leur production.

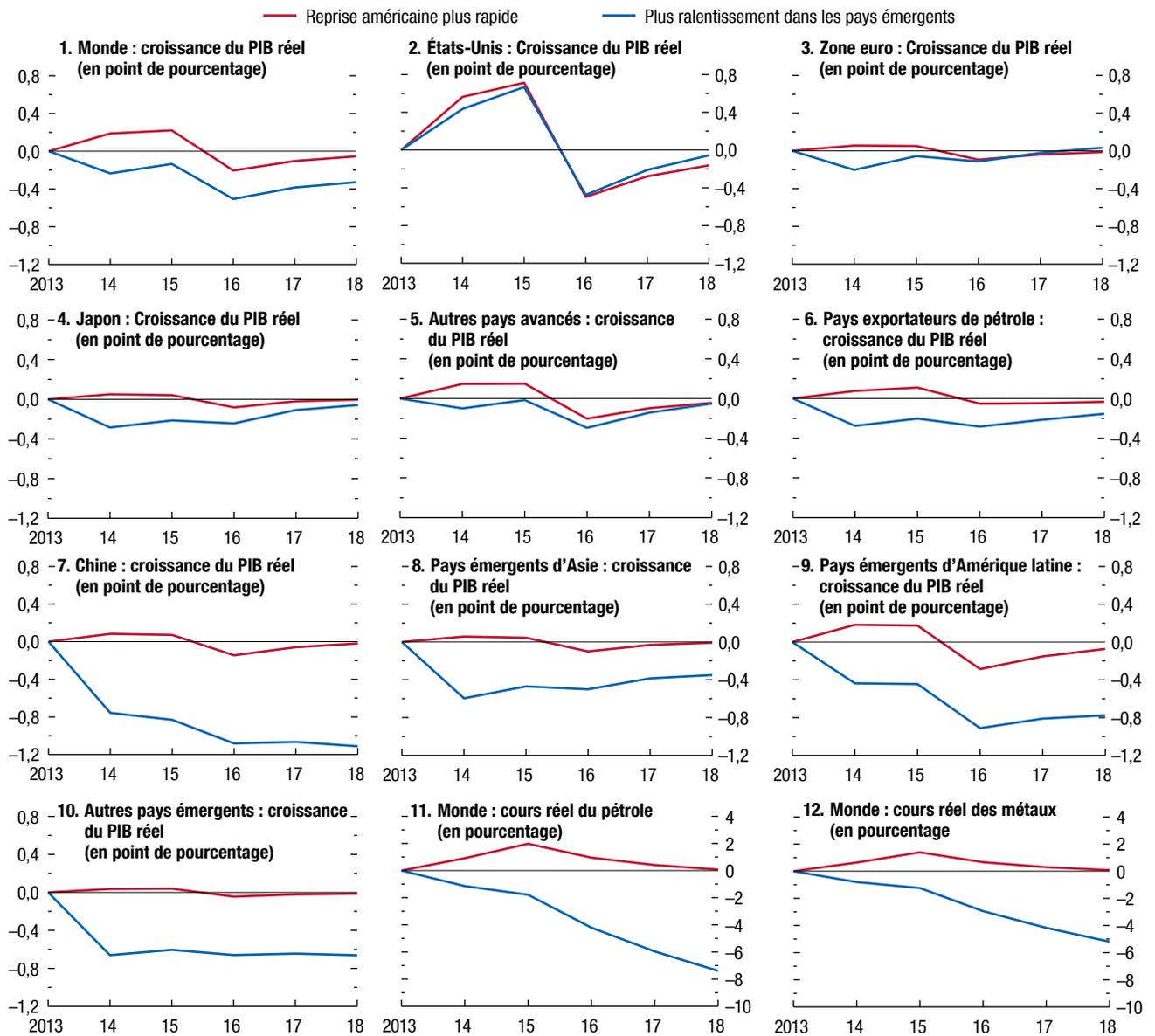
Le deuxième scénario montre comment des aléas positifs moins importants dans quelques-uns des pays avancés principaux ne suffiraient peut-être pas pour compenser l'impact d'aléas négatifs plus importants dans les principaux pays émergents. Comme indiqué dans l'examen des risques ci-dessus et dans l'analyse de scénarios figurant dans l'édition d'avril 2014 du GFSR, il est possible qu'une hausse des taux d'intérêt américains à long terme et des anticipations du taux directeur américain s'explique par des raisons moins positives qu'une croissance américaine plus rapide que prévu. Dans ce cas, les répercussions sur la production du reste du monde seraient négatives.

Le deuxième scénario montre aussi comment les aléas négatifs pour les pays émergents peuvent avoir des réper-

Graphique 1.15. Ralentissement de la croissance dans les pays émergents et reprise plus rapide aux États-Unis
(En pourcentage ou écarts en point de pourcentage par rapport au scénario de référence des PEM)

Deux scénarios établis à l'aide du modèle du FMI pour le Groupe des vingt (G20MOD) sont utilisés pour étudier les implications potentielles d'une reprise plus rapide aux États-Unis, conjuguée à un ralentissement sensible de la croissance dans les pays émergents. Dans le premier scénario (lignes en rouge), une reprise américaine plus rapide que dans le scénario de référence pousse la Réserve fédérale à retirer son impulsion monétaire plus vite que dans le scénario de référence. Dans le deuxième scénario (lignes en bleu), une augmentation de l'investissement plus faible que prévu dans le scénario de référence (environ 3 points de pourcentage de moins par an) dans les pays émergents du G-20 est la principale explication du ralentissement de la croissance. Cette baisse de l'investissement pourrait résulter d'une révision des prévisions de croissance dans les marchés d'exportation de ces pays, d'une correction d'un investissement excessif dans le passé ou d'une anticipation d'une hausse du coût du capital. Dans le premier scénario, la croissance plus rapide des États-Unis et les retombées positives sur leurs partenaires commerciaux entraînent une accélération de la croissance de la production mondiale d'environ 0,2 point de pourcentage en 2014 et en 2015.

Bien que la variation des taux d'intérêt soit la même dans tous les pays émergents, en raison de la contagion, les effets sur le PIB réel sont les plus marqués pour l'Amérique latine, puis pour les pays émergents d'Asie et enfin les autres pays émergents. La reprise américaine étant plus rapide initialement, la croissance ralentit légèrement les années suivantes. Dans le deuxième scénario, en raison d'un fléchissement de la croissance de l'investissement et des effets d'entraînement par le biais du revenu du travail et de la demande de consommation privée, la croissance du PIB réel fléchit en moyenne de près de 1 point de pourcentage par an en Chine et de 0,6 point de pourcentage dans la plupart des autres pays émergents par rapport au scénario de référence. Dans le Groupe des trois (G-3), le Japon est le plus touché par les répercussions, à cause de son intégration avec les pays émergents d'Asie et du fait qu'il n'a guère de marge de manœuvre monétaire pour riposter. La zone euro vient ensuite, car sa politique monétaire limitée détermine aussi dans quelle mesure l'impact peut être compensé. Les répercussions sont les plus faibles aux États-Unis, qui sont les moins intégrés avec les pays émergents.



Source : simulation du G20MOD.

cussions importantes sur les pays avancés. Une croissance moins élevée que prévu dans les pays émergents du G-20 (sans accélération de la croissance de la demande intérieure aux États-Unis) conduirait à une croissance mondiale qui serait, en moyenne, inférieure d'environ 0,3 point de pourcentage à celle du scénario de référence chaque année. Dans les pays avancés, la croissance est en moyenne 0,1 point de pourcentage inférieure au niveau de référence. Dans les pays émergents, le ralentissement de la croissance est de 0,7 point de pourcentage en moyenne. Donc, les effets d'entraînement qui se font sentir principalement par la voie du commerce signifient qu'un fléchissement de 1 point de pourcentage de la croissance de la production dans les pays émergents réduit la production des pays avancés d'environ 0,2 point de pourcentage. Comme indiqué dans le dossier sur les effets de contagion du chapitre 2, en fonction de la nature du choc et de l'impact local, il est possible aussi que le secteur financier contribue à transmettre les chocs des pays émergents aux pays avancés, étant donné l'intensification de l'intégration financière.

Action des pouvoirs publics

L'affermissement de la reprise de l'économie mondiale après la Grande Récession est évident. Cependant, la croissance n'est pas encore robuste dans le monde entier, et des risques continuent de peser sur les perspectives. Dans les pays avancés, il est nécessaire de continuer de soutenir la demande globale, et de la soutenir davantage dans certains cas, et d'opérer des réformes financières et structurelles supplémentaires pour rétablir pleinement la confiance, favoriser une croissance vigoureuse et réduire les risques de dégradation. Beaucoup de pays émergents sont confrontés à des conditions de financement extérieur moins favorables; leur croissance ralentit et ils doivent continuer de gérer des risques liés aux flux de capitaux. Les effets d'entraînement, surtout si les risques de dégradation se matérialisaient, pourraient poser des problèmes supplémentaires. Partout dans le monde, il s'agit d'accélérer la croissance à moyen terme, et l'exécution de réformes structurelles difficiles constitue une priorité.

Éviter une inflation faible dans les pays avancés

La politique monétaire devrait rester accommodante dans les pays avancés. Les écarts de production restent élevés et ne devraient se rétrécir que progressivement. Par ailleurs, l'assainissement des finances publiques se poursuivra. Cela dit, la vigueur de l'expansion diffère parmi les pays avancés. Il sera prioritaire pour certaines banques centrales de continuer

de communiquer de manière claire et prospective en ce qui concerne la normalisation de leur politique. Dans d'autres pays avancés, les autorités monétaires doivent prendre en considération le coût d'une inflation qui reste inférieure à l'objectif fixé et les risques de déflation. Une fois que les anticipations inflationnistes commencent à baisser, il pourrait être coûteux de les arrimer de nouveau à l'objectif, et cela pourrait être un long processus. Comme indiqué à l'encadré 1.3, cette crainte tient aux difficultés rencontrées pour abaisser les taux nominaux, soit parce que les taux sont déjà proches de la borne du zéro, soit à cause de la fragmentation financière. Comme noté plus haut, les risques liés à une inflation basse semblent être les plus importants dans la zone euro et, dans une moindre mesure, au Japon.

Compte tenu de ces risques, la question est de savoir s'il convient d'assouplir la politique monétaire maintenant ou d'utiliser les orientations stratégiques pour expliquer clairement les actions éventuelles si, soit l'inflation, soit les anticipations inflationnistes restent en deçà de l'objectif fixé.

- Dans la zone euro, le taux directeur est proche mais pas égal à zéro, et un certain nombre de facteurs semblent indiquer qu'un assouplissement monétaire supplémentaire, y compris l'utilisation de mesures non conventionnelles, est nécessaire maintenant. Selon les projections de référence actuelles, l'inflation sera largement inférieure à l'objectif de stabilité des prix de la BCE pendant une période bien plus longue que l'horizon habituel de 1 à 2 ans. Dans ce contexte, l'inflation risque bien d'être encore plus faible que prévu. Les anticipations inflationnistes pourraient diminuer, comme indiqué à l'encadré 1.3. Cela entraînerait une hausse des taux d'intérêt réels, alourdirait la charge de la dette et ralentirait la croissance. Dans les pays qui doivent améliorer leur compétitivité, et où les prix et les salaires doivent encore baisser par rapport aux autres pays de la zone euro, cela se traduirait probablement par une plus grande déflation, avec des effets négatifs encore plus marqués sur la croissance.
- La Banque du Japon devrait poursuivre sa politique agressive d'assouplissement quantitatif et encore renforcer sa stratégie de communication, d'autant qu'il est difficile d'évaluer l'inflation sous-jacente après le relèvement de la taxe sur la consommation. Cependant, il sera important pour la banque centrale d'énoncer un plan d'action au cas où l'inflation ou les anticipations inflationnistes restent en deçà de l'objectif fixé plus longtemps que prévu.

Les risques liés à une inflation basse et la nécessité de continuer de mener une politique monétaire accommodante signifient qu'il sera important aussi pour beaucoup de banques centrales des pays avancés de préciser comment elles assureront la stabilité financière, qui reste un sujet de

préoccupation. De longues périodes de taux d'intérêt faibles sur toute la structure des échéances pourraient encourager trop de prise de risque, un endettement excessif et des asymétries d'échéance imprudentes. Les autorités de contrôle et de réglementation des banques devront continuer de suivre de près les risques que la politique monétaire fait peser sur la stabilité financière et veiller à ce que les banques respectent les normes réglementaires prudentielles. Cependant, dans la zone euro, le crédit se contracte et le plus urgent est de réparer les bilans des banques afin d'augmenter le crédit.

Accélérer la croissance et réduire le risque de stagnation

Les risques de croissance faible et de stagnation restent un sujet de préoccupation, surtout dans la zone euro et au Japon, où une riposte globale des pouvoirs publics est nécessaire pour atténuer ces risques. De manière plus générale, cependant, la politique budgétaire doit jouer un rôle crucial si la croissance reste médiocre. Dans ce cas, il conviendrait d'envisager de prendre des mesures plus ambitieuses pour relever le potentiel de croissance, notamment, s'il y a lieu, en accroissant l'investissement public, en tenant dûment compte de la viabilité des finances publiques à long terme.

La zone euro s'attaque avec un certain succès aux séquelles de la crise (dette publique et privée élevée, bilan fragile et chômage élevé), ainsi qu'aux obstacles à plus long terme à la compétitivité et à la productivité. La confiance des marchés s'améliore, et la croissance commence à s'accélérer. Cependant, il subsiste des risques de dégradation : les capacités inemployées restent considérables, l'inflation s'établit en deçà de l'objectif de stabilité des prix de la BCE depuis quelque temps et la fragmentation financière persiste. Bien que le risque de crise ait diminué du fait des mesures prises récemment par les pouvoirs publics, les risques de persistance d'une croissance faible demeurent préoccupants.

- Réparer les bilans des banques. Des progrès ont été accomplis dans la réparation des bilans des banques. Cependant, les banques continuent de se désendetter, et le crédit au secteur privé se contracte. L'examen de la qualité des actifs et les tests de résistance prévus par la BCE en 2014 constitueront une étape essentielle en vue de l'achèvement de la restructuration des bilans bancaires. S'ils sont exécutés de manière crédible, ils rendront les bilans bancaires transparents et comparables, et permettront de détecter de nouveaux besoins de fonds propres. Avec une recapitalisation rapide si nécessaire, ils réduiront l'incertitude qui entoure la santé du système bancaire et favoriseront la réparation des bilans des banques, ce qui devrait finir par

entraîner un redressement du crédit. De nombreuses banques devraient pouvoir se recapitaliser sur les marchés, mais pour achever cette étape en temps opportun, il sera peut-être nécessaire aussi de recourir à des dispositifs de sécurité nationaux et communs.

- Achever l'union bancaire. Il est essentiel d'établir une union bancaire plus complète dans la zone euro pour réduire la fragmentation financière et affaiblir les liens entre pays et banques. Il est fondamental de mettre en place, d'ici à ce que la BCE assume des responsabilités de contrôle, un mécanisme de résolution unique solide et centralisé pour assurer une résolution rapide et au moindre coût. L'accord conclu le 20 mars par le Parlement, le Conseil et la Commission concernant un mécanisme de ce type constitue un pas vers une union bancaire plus complète. Cependant, le processus décisionnel semble complexe, et risque de ne pas conduire à une résolution en temps voulu, d'autant qu'un appui du fonds de résolution unique est prévu. Une période de transition encore plus rapide pour la mise en commun des compartiments nationaux du fonds, ainsi qu'une décision plus claire concernant un solide dispositif de sécurité commun et le calendrier de sa mise en place, sont nécessaires pour bel et bien rompre les liens entre pays et banques, surtout dans les pays où la marge de manœuvre budgétaire est limitée.
- Soutenir davantage la demande. Étant donné la faiblesse et la fragilité de la croissance, ainsi que le niveau très bas de l'inflation, un assouplissement monétaire supplémentaire est nécessaire pour accroître les chances d'atteindre l'objectif de stabilité des prix de la BCE, à savoir une inflation juste au-dessous de 2 %, ainsi que pour soutenir la demande. Il pourrait y avoir de nouvelles baisses des taux, y compris des taux créditeurs légèrement négatifs, et des mesures non conventionnelles, notamment des opérations de refinancement à plus long terme (peut-être pour les petites et moyennes entreprises), afin de soutenir la demande et de réduire la fragmentation. La politique monétaire serait plus efficace si les régimes nationaux d'insolvabilité étaient renforcés, ce qui contribuerait à réduire l'endettement privé, favoriserait la réparation des bilans et réduirait la fragmentation financière. La politique budgétaire neutre qui est prévue pour la zone euro en 2014 est dans l'ensemble appropriée. Si la croissance reste faible et que les possibilités d'action sur le plan monétaire sont épuisées, la politique budgétaire pourrait devoir se servir de la flexibilité prévue dans le cadre budgétaire actuel pour soutenir l'activité.
- Faire avancer les réformes structurelles au niveau des pays et de la zone euro. C'est essentiel pour accroître la

productivité et l'investissement, assurer une croissance plus élevée à long terme et réduire les déséquilibres au sein de la zone euro. Dans les pays en excédent, les réformes visant à stimuler la demande intérieure, en particulier l'investissement, contribueraient au rééquilibrage. Dans les pays en déficit, un nouvel ajustement des prix relatifs est nécessaire pour réorienter les ressources des secteurs des biens non échangeables vers les secteurs des biens échangeables. Conjuguée à la poursuite des réformes du marché du travail au niveau national, l'ouverture des marchés de produits et de services à la concurrence pourrait conduire à de nouveaux investissements et créer de nouveaux emplois. La croissance et l'investissement seraient aussi favorisés par une réduction des obstacles réglementaires à l'entrée et à la sortie des entreprises, une simplification des systèmes fiscaux, une application ciblée de la directive de l'Union européenne (UE) sur les services et un approfondissement de l'intégration commerciale.

Au Japon, l'assouplissement monétaire audacieux et les nouvelles mesures de relance budgétaire au titre du programme Abenomics ont accéléré la croissance en 2013 et ont rehaussé les perspectives de croissance pour 2014–15 par rapport aux prévisions de référence de l'avant-Abenomics. Les risques de stagnation à plus long terme résultent principalement du rééquilibrage budgétaire considérable qui sera nécessaire dans les dix années à venir pour assurer une position budgétaire durable à long terme dans une société qui vieillit rapidement. Selon les estimations des services du FMI, outre le relèvement de la taxe à la consommation de 5 % à 8 % au deuxième trimestre de 2014 et son augmentation prévue à 10 % au quatrième trimestre de 2015, il convient de définir des mesures supplémentaires à hauteur de 5,5 % du PIB pour que la dette publique diminue à moyen terme. Dans ce contexte, il sera essentiel de faire en sorte que le rythme du rééquilibrage ne compromette pas les autres objectifs du programme Abenomics, à savoir une croissance soutenue et le passage définitif de la déflation à l'inflation.

À court terme, la relance budgétaire temporaire supplémentaire pour 2014 devrait compenser les effets négatifs du relèvement opportun de la taxe à la consommation au deuxième trimestre de cette année. Cependant, cette relance alourdit aussi des risques budgétaires déjà élevés et met au premier plan l'établissement dès que possible d'un plan concret de rééquilibrage budgétaire au-delà de 2015. Cela devrait être étayé par l'adoption de mesures ambitieuses visant à rehausser la croissance potentielle (le troisième élément du programme Abenomics) pendant la séance parlementaire au premier semestre de 2014.

Gestion des risques liés aux flux de capitaux dans les pays émergents et les pays en développement

Étant donné l'évolution de l'environnement extérieur, il est d'autant plus urgent pour les pays émergents de s'attaquer à leurs déséquilibres macroéconomiques et aux faiblesses de leur politique économique. Comme les actifs des pays avancés sont devenus relativement plus attractifs, les pays émergents ont enregistré une baisse des entrées de capitaux et une dépréciation de leur monnaie; ces tendances pourraient s'intensifier, notamment parce que la croissance pourrait être révisée à la hausse dans les pays avancés, comme indiqué dans l'examen du scénario de risque.

L'évolution de l'environnement extérieur pose de nouveaux problèmes aux pays émergents. Comme les événements récents l'indiquent, les pays qui présentent des faiblesses et des vulnérabilités intérieures sont souvent plus exposés aux pressions du marché. Certaines de ces faiblesses existent depuis quelque temps, mais étant donné l'amélioration des perspectives de rendement dans les pays avancés, les investisseurs sont aujourd'hui moins tentés par les risques que représentent les pays émergents. Étant donné l'éventualité d'une inversion des flux de capitaux, les risques liés à des besoins considérables de financement extérieur et à une dépréciation désordonnée des monnaies sont particulièrement préoccupants, car ils influent sur les rendements dans les monnaies nationales des investisseurs.

Dans ce contexte, les pays émergents doivent surmonter les risques accrus qui sont liés à une inversion soudaine des flux de capitaux, recalibrer leur politique économique pour l'aligner sur leur position conjoncturelle si nécessaire et rehausser leur croissance potentielle à l'aide de réformes structurelles.

Veiller à ce que la dépréciation soit gérable

De manière générale, il reste souhaitable pour un pays de réagir à une inversion des flux de capitaux en laissant sa monnaie se déprécier, car cela facilite l'ajustement et réduit les effets négatifs sur la production. Dans la pratique, les autorités pourraient hésiter à laisser leur monnaie se déprécier pour un certain nombre de raisons. Tout d'abord, la réaction des investisseurs et la dépréciation pourraient être excessives. Ensuite, même si la dépréciation n'est pas excessive, il pourrait y avoir des effets négatifs sur l'inflation ou la stabilité financière.

Si les risques liés à une inversion des flux de capitaux se matérialisent et que les sorties de capitaux sont rapides, les autorités peuvent intervenir sur le marché des changes pour lisser une volatilité excessive ou éviter des perturbations financières, à condition de disposer d'un niveau adéquat de réserves de change. Ces interventions ne doivent

pas empêcher un ajustement extérieur fondamental dans les pays dont le déficit courant dépasse le niveau correspondant aux paramètres économiques fondamentaux et à une politique macroéconomie souhaitable. Des mesures visant à réduire ou à éviter les sorties de capitaux pourraient aussi être utiles pour lisser une volatilité excessive du taux de change. En général, cependant, elles sont moins indiquées que des mesures de gestion des entrées de capitaux. En fait, des anticipations de la mise en place de telles mesures pourraient même provoquer des sorties de capitaux.

Les dirigeants devraient aussi s'attaquer aux problèmes de fond s'ils craignent que la dépréciation ait des effets négatifs considérables. Leur pays serait ainsi mieux en mesure de surmonter les risques accrus qui sont liés à une inversion des flux de capitaux.

- Si la préoccupation principale est une inflation élevée, un durcissement de la politique monétaire sera peut-être nécessaire. Cependant, il se peut qu'un durcissement monétaire ne soit pas suffisant, et les dirigeants doivent envisager cette possibilité. La répercussion du taux de change est aussi fonction de la crédibilité de la politique monétaire. Si une dépréciation influe fortement sur les anticipations inflationnistes, la crédibilité sera probablement faible, et les dirigeants devront peut-être adopter un cadre de politique monétaire plus transparent ou améliorer la cohérence et la transparence de l'exécution de cette politique. Par exemple, comme indiqué à l'encadré 1.4, de nombreux pays émergents sont passés d'un régime de flottement libre à un flottement contrôlé *de facto*, dans certains cas même avec une fourchette étroite pour les fluctuations du taux de change. Bien qu'un flottement contrôlé puisse réduire le risque de variation brutale du taux de change, il peut aussi compromettre la crédibilité des objectifs d'inflation et retarder un ajustement externe indispensable².
- Si la préoccupation principale est la stabilité financière, des efforts vigoureux sont nécessaires sur le plan de la réglementation et du contrôle pour veiller à ce que les banques s'attaquent aux problèmes de qualité du crédit et de rentabilité qui sont liés aux risques relatifs aux taux de change et aux flux de capitaux. Les problèmes de stabilité financière tiennent aux effets négatifs d'une dépréciation considérable et soudaine sur les bilans et les flux de trésorerie. Cela concerne principalement les entreprises des secteurs à vocation nationale qui ont des financements en monnaies étrangères, mais qui n'ont pas de couverture naturelle sous la forme d'ex-

portations, ainsi que les banques à vocation nationale qui ont des financements en monnaies étrangères. Dans les deux cas, la charge du service de la dette en monnaie nationale augmente du fait de la dépréciation, ce qui peut causer des problèmes importants sur le plan de la qualité des actifs. En outre, les autorités de réglementation doivent surveiller de près les problèmes de qualité des actifs qui pourraient résulter de la récente croissance rapide du crédit et de la détérioration des perspectives de croissance à moyen terme.

Recalibrer la politique macroéconomique

Une question clé consiste à savoir si la politique macroéconomique a contribué à aggraver récemment les déficits des transactions courantes et si ces déficits sont excessifs. Comme indiqué plus haut, quelques pays émergents dégagent aujourd'hui un déficit courant, et certains pays se sont écartés récemment de la position d'équilibre (ou norme) établie dans les évaluations du Rapport pilote de 2013 sur le secteur extérieur (FMI, 2013b). Après la crise financière mondiale, des politiques macroéconomiques expansionnistes dans les pays émergents ont stimulé la demande intérieure et ont conduit à un redressement rapide de l'activité. Cependant, dans certains pays, cette politique n'a pas été totalement inversée ou a été inversée trop lentement lorsque ces pays étaient en plein essor en 2010–12 et que leur production se situait au-dessus du potentiel. La détérioration simultanée des soldes des transactions courantes était donc en partie le résultat d'une surchauffe, un processus qui est en train de s'autocorriger.

La tâche principale consiste donc à recalibrer le dosage et l'orientation de la politique macroéconomique de manière à ce qu'ils soient crédibles et compatibles avec le niveau des capacités inemployées. Les exigences particulières varient d'un pays à l'autre, mais les considérations générales ci-après sont pertinentes.

- Politique monétaire. Dans plusieurs pays, parmi lesquels le Brésil, l'Inde et l'Indonésie, les tensions inflationnistes persistent et pourraient être renforcées par la dépréciation de la monnaie à partir du milieu de 2013. Bien que les taux directeurs aient été relevés dans de nombreux pays au cours de l'année écoulée, un durcissement supplémentaire pourrait être nécessaire pour freiner l'inflation. Dans d'autres pays, les dirigeants peuvent envisager de ralentir le relèvement des taux directeurs ou peuvent les abaisser si la production est inférieure au potentiel. Cependant, ils devront se soucier des tensions inflationnistes prévues, de la crédibilité de leur action et de l'impact éventuel sur les marchés dans l'environnement actuel.

² Voir Ostry, Ghosh et Chamon (2012) pour un examen des politiques monétaires et des politiques de change dans les pays émergents.

- **Politique budgétaire.** De manière générale, les dirigeants devraient aligner leur politique budgétaire sur les estimations mises à jour du potentiel de croissance à moyen terme et l'évolution récente des taux d'intérêt à long terme, comme l'ont souligné les éditions antérieures des PEM. Les taux d'intérêt sont sensiblement plus élevés dans certains pays et il est peu probable qu'ils évoluent bientôt en sens opposé. Dans bon nombre de pays émergents, le déficit budgétaire reste largement supérieur à son niveau d'avant la crise (graphique 1.4, page 2), bien que la production se situe généralement encore au-dessus de sa tendance d'avant la crise (graphique 1.6, page 1). Par ailleurs, la dynamique de la dette devrait devenir moins favorable, étant donné que les rendements réels des obligations publiques sont plus élevés que prévu il y a un an. Dans ce contexte, les dirigeants doivent réduire le déficit budgétaire, comme indiqué dans l'édition d'avril 2014 du *Moniteur des finances publiques*. L'urgence varie d'un pays à l'autre, selon le niveau de leur endettement, leur vulnérabilité et leur position conjoncturelle. Dans certains pays, il est d'autant plus nécessaire d'ajuster l'orientation de la politique quasi budgétaire que des augmentations considérables des activités et des déficits quasi budgétaires accroissent les risques conditionnels qui pèsent sur le budget et la dette publique (Brésil, Chine, Venezuela).

Politique économique dans les pays à faible revenu

De nombreux pays à faible revenu ont réussi à maintenir une croissance vigoureuse, grâce à une amélioration du climat des affaires et de l'investissement, ainsi que de la politique macroéconomique. Entre autres, la combinaison d'une croissance élevée et de déficits budgétaires modérés a contribué à stabiliser la dette publique aux environs de 35 % du PIB. Cela dit, l'investissement direct étranger a commencé à ralentir du fait de la baisse des cours des produits de base et il devrait continuer de baisser; les recettes budgétaires tirées des produits de base et les recettes en monnaies étrangères risquent de diminuer. Étant donné cette évolution de l'environnement extérieur, il sera important d'ajuster la politique budgétaire en temps opportun; sinon, la dette extérieure et la dette publique pourraient s'accroître. Si, globalement, les pays à faible revenu font preuve d'une résilience relative, quelques-uns d'entre eux sont confrontés à une situation moins favorable. Certains pays à faible revenu dont la croissance est faible et la dette publique élevée devront resserrer leur politique budgétaire pour maintenir leur endettement à un niveau soutenable. Un certain nombre

de pays à faible revenu dont les besoins de financement extérieur sont plus élevés et qui ont fait appel aux marchés de capitaux internationaux sont vulnérables aux risques liés aux flux de capitaux, qui sont plus ou moins similaires à ceux rencontrés par les pays émergents. Pour faire face à cette vulnérabilité, ils devront peut-être resserrer leurs politiques monétaire et budgétaire.

Maintenir une croissance élevée dans les principaux pays émergents

Les principaux pays émergents sont confrontés à la même question, à savoir comment réaliser une croissance vigoureuse et durable. Cependant, les problèmes de fond, y compris l'ampleur et la nature des déséquilibres macroéconomiques, diffèrent d'un pays à l'autre.

En *Chine*, la croissance ralentit depuis 2012, et il est maintenant prévu que la croissance à moyen terme sera largement inférieure à la moyenne de 10 % enregistrée au cours des 30 dernières années. Néanmoins, l'activité économique reste trop dépendante d'un investissement alimenté par le crédit, et la vulnérabilité est en hausse.

La politique économique doit avoir pour priorité d'assurer un passage en douceur à une croissance solidaire, durable et tirée par la consommation privée. À cet effet, il conviendrait de libéraliser les taux d'intérêt pour établir effectivement le prix du risque, de mettre en place un cadre de politique monétaire plus transparent et fondé sur les taux d'intérêt, d'assouplir le régime de change, d'opérer des réformes visant à améliorer la gouvernance et la qualité de la croissance, ainsi que de renforcer la réglementation et le contrôle du secteur financier. Le troisième plénum du dix-huitième Comité central a établi un projet de réforme qui inclut ces mesures. Il doit être prioritaire d'appliquer ce projet en temps voulu. Des mesures encourageantes ont déjà été prises dans les domaines de la politique du secteur financier (annonce d'un calendrier pour des réformes essentielles, telles que la mise en place d'un dispositif d'assurance des dépôts et la poursuite de la libéralisation des taux d'intérêt) et de la politique de change (élargissement de la marge de fluctuation du taux de change). À court terme, il est essentiel en priorité de freiner la croissance rapide du crédit et de réduire les emprunts hors budget des collectivités locales pour maîtriser les risques croissants. Les dirigeants doivent aussi se soucier des conséquences éventuelles de la croissance rapide du crédit ces dernières années. En particulier, il convient de comptabiliser les créances irrécouvrables et autres actifs compromis, le cas échéant, ainsi que de renforcer le dispositif de résolution des éta-

blissements financiers en faillite. L'espace budgétaire peut être utilisé pour recapitaliser des établissements financiers s'il y a lieu.

Au *Brésil*, il est nécessaire de continuer de resserrer la politique économique. En dépit de relèvements considérables du taux directeur au cours de l'année écoulée, l'inflation est restée à la limite haute de sa fourchette. Les interventions sur les marchés de change devraient être plus sélectives, et utilisées principalement pour limiter la volatilité et éviter des turbulences sur les marchés. Le rééquilibrage des finances publiques contribuerait à atténuer la pression de la demande intérieure et à réduire les déséquilibres extérieurs, tout en abaissant un ratio d'endettement public relativement élevé. Il convient par ailleurs de s'attaquer aux goulets d'étranglement de l'offre.

En *Inde*, un nouveau durcissement de la politique monétaire pourrait être nécessaire afin de réduire durablement l'inflation et les anticipations inflationnistes. Il sera essentiel de poursuivre le rééquilibrage budgétaire pour réduire les déséquilibres macroéconomiques. Les dirigeants doivent aussi se concentrer sur des réformes structurelles favorisant l'investissement, qui a ralenti sensiblement. Il est prioritaire notamment de fixer le prix des ressources naturelles sur la base des marchés afin de stimuler l'investissement, de s'attaquer aux retards dans l'exécution des projets dans les infrastructures, d'améliorer le cadre d'action dans les secteurs de l'électricité et des mines, de réformer le vaste réseau des subventions et d'assurer le passage de la nouvelle taxe sur les biens et services afin de soutenir le rééquilibrage budgétaire à moyen terme.

En *Russie*, les autorités monétaires sont en train de passer à un régime de ciblage de l'inflation; ce faisant, l'ancrage des anticipations inflationnistes devra donc être une priorité. Un assouplissement du taux de change sera utile pour absorber les chocs. Cependant, avec une dépréciation considérable, un durcissement de la politique monétaire sera peut-être nécessaire pour éviter une accélération persistante de l'inflation. Il est essentiel d'opérer des réformes structurelles pour accroître l'investissement, diversifier l'économie et rehausser la croissance potentielle. Il est prioritaire de renforcer l'état de droit et de réduire l'intervention de l'État dans l'économie.

En *Afrique du Sud*, le déficit des transactions extérieures courantes est supérieur à 5 % depuis quelque temps, en dépit d'une dépréciation considérable du rand. Il conviendrait donc peut-être de durcir les politiques budgétaire et monétaire pour réduire la vulnérabilité du pays et limiter

les effets secondaires de la dépréciation sur l'inflation. Il est essentiel d'opérer des réformes structurelles afin de réduire un taux de chômage qui, à 24 %, est par trop élevé.

Rééquilibrage de la demande mondiale

Des signes prometteurs d'une reprise plus durable de l'économie mondiale apparaissent, mais pour que ce redressement soit robuste, il faudra aussi que le rééquilibrage de la demande mondiale se poursuive. Tandis que les écarts de production se comblent, les déséquilibres extérieurs pourraient de nouveau se creuser. Au cas où les risques de dégradation se matérialiseraient dans les pays émergents, les effets pourraient être similaires si les soldes des transactions courantes s'amélioraient nettement dans ces pays en raison d'une inversion des flux de capitaux.

Il s'agit donc de mettre en œuvre des mesures qui permettent de réaliser une croissance à la fois vigoureuse et équilibrée, en d'autres termes des mesures qui veillent à ce que la croissance se poursuive sans que les soldes des transactions courantes se détériorent. Les mesures examinées plus haut visaient à soutenir la croissance. Certaines réduiront aussi davantage les soldes extérieurs. Les implications quantitatives de certaines de ces mesures, non seulement pour les pays individuels, mais aussi pour l'économie mondiale, sont examinées dans le Rapport de contagion 2013 (FMI, 2013c).

Par exemple, dans les pays qui affichent un excédent des transactions courantes, les réformes peuvent stimuler la demande intérieure et en modifier la composition. En Chine, le rééquilibrage de la demande au profit de la consommation, en éliminant les distorsions financières, en laissant le taux de change être déterminé davantage par le marché et en renforçant le dispositif de protection sociale, conduira à une croissance plus équilibrée et à une réduction des déséquilibres extérieurs. En Allemagne, une augmentation de l'investissement, y compris de l'investissement public, grâce à une réforme du système fiscal et financier, ainsi qu'à une libéralisation du secteur des services, est non seulement souhaitable en soi, mais réduira aussi l'excédent courant élevé. Dans les pays en *déficit*, des réformes structurelles visant à rehausser la compétitivité (Afrique du Sud, Espagne, France, Royaume-Uni) et l'élimination des goulets d'étranglement de l'offre, afin de renforcer les exportations (Afrique du Sud, Inde), non seulement sont propices à la croissance, mais contribueront aussi à améliorer la position extérieure et à pérenniser la croissance.

Dossier spécial. Produits de base : cours et prévisions

Dans la présente édition des Perspectives de l'économie mondiale (PEM), comme dans les précédentes, les projections sur les cours des produits de base sont établies à partir des cours à terme, ce qui laisse prévoir pour l'instant des baisses, ainsi que des aléas négatifs. Si une telle approche fondée sur le marché est attrayante, ses résultats sont parfois mis en doute. Dans le présent dossier spécial, nous étudions la possibilité d'obtenir de meilleurs résultats en établissant des prévisions des cours du pétrole à l'aide de modèles. La demande globale se renforçant, les prévisions obtenues à partir du modèle indiquent une hausse des cours et la possibilité qu'elles soient dépassées. Compte tenu de l'augmentation de l'offre de pétrole nord américain et du ralentissement de la croissance des pays émergents, il est judicieux de combiner les deux approches par mesure de précaution à un moment où la configuration du marché pétrolier est peut-être en mutation. Cette solution nous amène à penser que les cours du pétrole resteront stables ou baisseront légèrement cette année.

Évolution des marchés des produits de base¹

Depuis l'édition d'octobre 2013 des PEM, les cours de l'énergie ont été dans l'ensemble assez stables (graphique 1.DS.1, page 1), une hausse de ceux du gaz naturel (à cause de l'hiver extrêmement rigoureux aux États-Unis) et du charbon (du fait du resserrement de l'offre dans un certain nombre de pays exportateurs) compensant la baisse de ceux du pétrole brut, due essentiellement à la poussée continue de l'offre en Amérique du Nord. L'offre des pays non membres de l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) a augmenté de 1,3 million de barils par jour (mbj) en 2013, c'est-à-dire à un rythme légèrement plus rapide que la croissance de la demande mondiale (1,2 mbj), la croissance nette étant entièrement attribuable aux États-Unis (1,2 mbj, principalement de l'huile de schiste) et au Canada (0,2 mbj, pour l'essentiel des sables bitumineux) (graphique 1.DS.1, page 2). Les projections sur la croissance de l'offre hors OPEP ont été relevées à 1,8 mbj en 2014, soit un chiffre qui dépasse nettement le rythme de la demande (1,4 mbj). Les cours sont restés fermes sous l'effet des pressions

Cet encadré a été préparé par Samya Beidas-Strom, avec le concours de Benjamin Beckers et de Daniel Rivera Greenwood, ainsi que de Marina Rousset et Shane Streifel en ce qui concerne l'évolution récente des marchés des produits de base. Des précisions techniques sont données dans Beckers et Beidas-Strom (à paraître).

¹Voir «Commodity Market Monthly» et «Commodity Outlook and Risks» sur le site Internet : www.imf.org/commodities.

croissantes exercées sur l'offre dans les pays de l'OPEP (notamment les interruptions en Libye, au Nigéria, en Syrie et au Yémen), ainsi que des sanctions prises contre la République islamique d'Iran. La demande de pétrole a été relativement faible au quatrième trimestre de 2013, sauf aux États-Unis (graphique 1.DS.1, page 3). Malgré ces pressions, les cours du pétrole (sur la base des marchés à terme) diminueront, selon les projections, pendant la période couverte par les perspectives, dans la logique d'une hausse de l'offre et d'une demande toujours timide.

Depuis l'édition d'octobre 2013 des PEM, les cours des métaux sont dans l'ensemble restés stables (à environ 30 % en deçà des pics du début de 2011), la plupart des marchés étant excédentaires (stocks élevés et en constante augmentation, et gains de production inchangés). La croissance de la demande de métaux a ralenti dans le monde, notamment en Chine en 2013 (encadré 1.2), alors que l'offre progressait vigoureusement. Les cours à terme semblent indiquer un recul des cours des métaux pendant la période des projections, en raison d'excédents constants, bien qu'en diminution, sur un certain nombre de marchés.

En ce qui concerne les marchés des denrées alimentaires, les perspectives de production sont favorables pour la plupart des grandes cultures. D'après les projections, la production mondiale des principales céréales et graines oléagineuses dépassera la croissance de la demande (graphique 1.DS.1, page 4). La Chine anticipe une hausse de la production de blé et de maïs grâce à des conditions atmosphériques favorables et l'offre mondiale de riz ne cesse d'être abondante. En outre, les stocks, surtout ceux de maïs, continuent de se reconstituer progressivement, (graphique 1.DS.1, page 5). Au début de 2014, la crainte que de mauvaises conditions atmosphériques se répercutent sur les récoltes en Amérique du Sud a exercé certaines pressions à la hausse sur les cours.

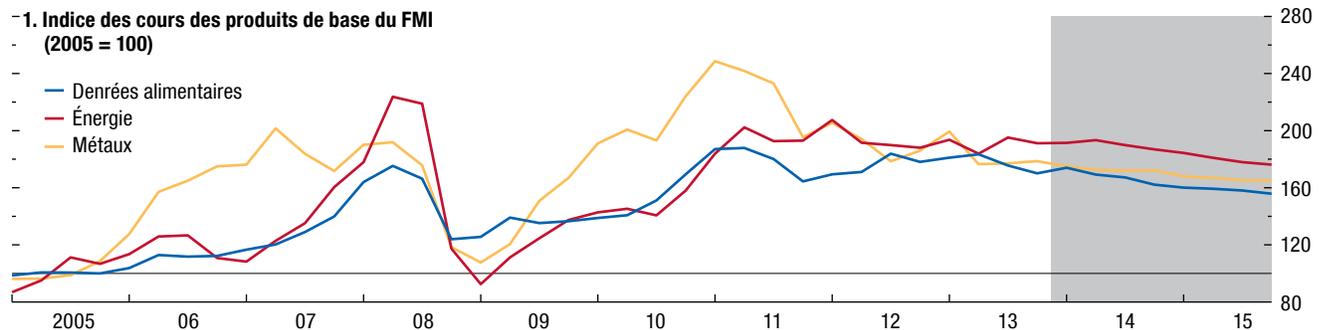
Prévision des cours des produits de base

Les cours des produits de base étant restés dans l'ensemble stables ou ayant fléchi pendant le second semestre de 2013, certains analystes prédisent que le supercycle de ces cours arrive à sa fin, étant donné le ralentissement constaté dans les pays émergents, la Chine en particulier (encadré 1.2) et la hausse de l'offre (augmentation de la production de pétrole brut aux États-Unis, excédent de l'offre de la plupart des métaux de base et une offre de céréales en progression). Pendant le premier trimestre de 2014 toutefois, certains

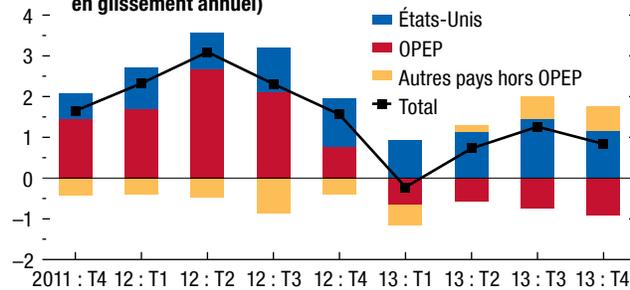
Graphique 1.DS.1. Évolution des marchés des produits de base

Depuis l'édition d'octobre 2013 des PEM, les cours des produits de base ont été dans l'ensemble assez stables, la hausse de l'offre ayant dépassé une demande timide sur la plupart des marchés.

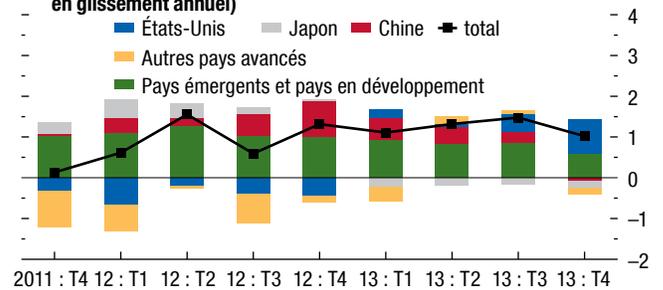
1. Indice des cours des produits de base du FMI (2005 = 100)



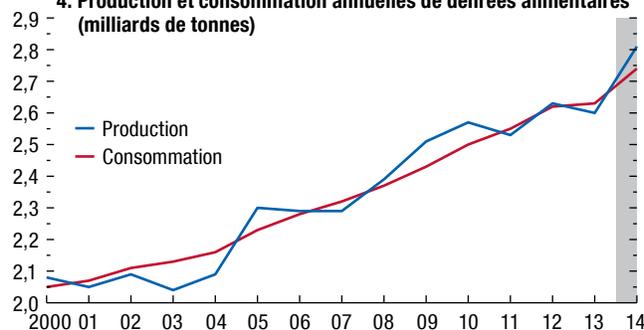
2. Production mondiale de pétrole (millions de barils par jour, variation en pourcentage en glissement annuel)



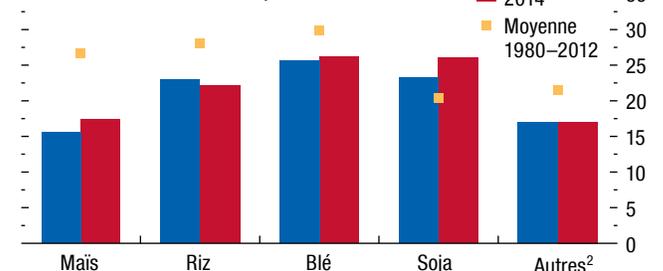
3. Demande mondiale de pétrole, y compris les liquides de gaz naturel (millions de barils par jour, variation en pourcentage en glissement annuel)



4. Production et consommation annuelles de denrées alimentaires¹ (milliards de tonnes)



5. Ratios mondiaux stocks/consommation (stocks en pourcentage de la consommation mondiale)



Sources : FMI, Système des cours des matières premières; Agence internationale de l'énergie; U.S. Department of Agriculture; estimations des services du FMI. Note : OPEP = Organisation des pays exportateurs de pétrole.

¹Somme des données sur les principales céréales et graines oléagineuses : orge, maïs, millet, riz, seigle, sorgho, blé, graines de palmier, graines de colza, soja et graines de tournesol.

²Orge, millet, graines de palmier, graines de colza, seigle, sorgho et graines de tournesol.

cours se sont raffermis parallèlement aux signes d'un renforcement de l'activité mondiale, encore que l'instabilité des cours ait été forte; en conséquence, les analystes sont devenus plus prudents. Il est donc toujours aussi pertinent d'établir des prévisions sur les cours des produits de base et la question est désormais de savoir comment offrir les meilleures prévisions possibles. Quels instruments les autorités doivent-elles utiliser à cet effet? Qu'elle est la performance de ces instruments sous l'angle des erreurs et de l'évaluation des risques après coup? Existe-t-il d'autres

modèles de prévision qui pourraient compléter la «boîte à outils» des autorités? Quels sont les instruments les mieux adaptés en ces temps d'incertitude économique? Dans le présent dossier, nous posons ces quatre questions dans le contexte des cours du pétrole².

²Notre analyse est axée sur les cours du pétrole, mais elle peut aussi couvrir les cours à terme d'autres produits de base si des données mensuelles sur leur offre, leur demande et leurs stocks mondiaux sont disponibles, et s'il existe un cours international pilote pour ces produits (comme dans le cas de l'aluminium, du cuivre, de l'étain, du nickel, du plomb et du zinc).

Quels instruments de prévision les autorités utilisent-elles?

Depuis la pénurie des années 70, lorsque les règles de Hotelling (1931) étaient la norme pour les prévisions sur les cours des produits de base épuisables, les autorités ont tendance à utiliser quelques instruments de prévision simples : le coût réel constant à long terme de l'extraction de ces produits, les modèles de marche aléatoire et les cours à terme. Deux événements récents ont discrédité ces approches : l'envolée soutenue des cours pendant le boom des produits de base au milieu de la première décennie des années 2000 et l'escalade des coûts d'extraction, du pétrole en particulier. Des efforts ont été déployés pour évaluer le contenu prévisionnel et les résultats statistiques de ces instruments (Reeve et Vigfusson, 2011; Reichsfeld et Roache, 2011; Alquist, Kilian et Vigfusson, 2013; Chinn et Coibion, 2013) et pour relancer la famille de modèles de formation des prix avec stockage spéculatif de Deaton et Laroque (1996). Avant d'examiner les modèles de prévision avec stockage spéculatif, nous nous interrogeons toutefois dans le présent dossier sur le comportement des instruments de prévision simples durant la dernière décennie, en nous concentrant d'abord sur les cours à terme, puis en examinant un ensemble plus large de modèles.

Que valent les cours à terme comme instrument de prévision?

Simple erreurs de prévision

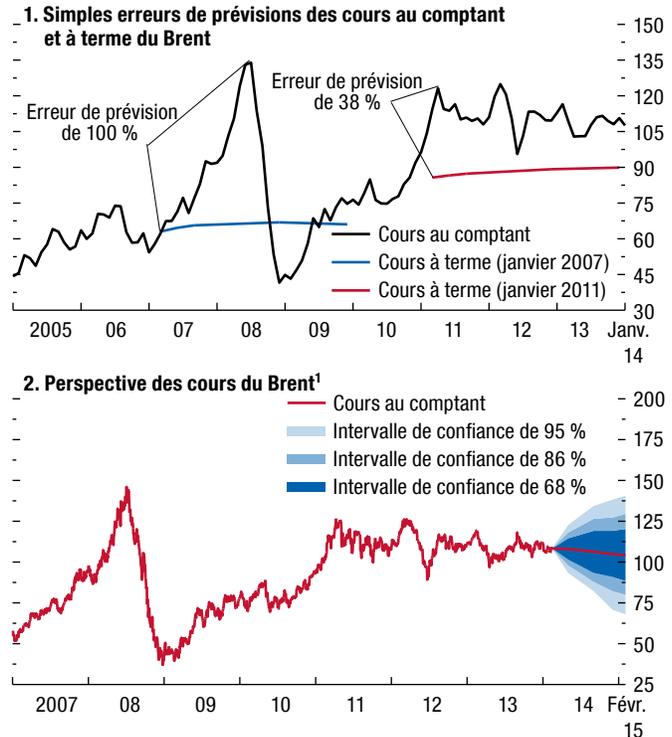
Depuis longtemps, les cours à terme du pétrole sont utilisés pour les prévisions des cours au comptant en partant du principe que le cours d'un contrat à terme est égal à la valeur actualisée du cours au comptant anticipé et que, par définition, ils contiennent des informations de nature prospective. Comme dans le cas de nombreux produits de base, les marchés à terme du pétrole se trouvent souvent en situation de déport⁴. Cela peut, dans une certaine mesure, fausser vers le bas les prévisions des cours à terme.

³Dans un souci de concision, l'analyse est axée sur le Brent du Royaume-Uni, le cours de pétrole brut de référence sur le plan international. Des résultats sont également disponibles pour le West Texas Intermediate (WTI) et le Dubai Fateh. Le cours au comptant utilisé dans les PEM est une moyenne simple établie pour ces trois produits; les prévisions sont de 104,17 et de 97,92 dollars pour 2014 et 2015, respectivement.

⁴Le déport décrit la situation du marché dans laquelle le cours à terme se négocie en deçà du cours au comptant anticipé à l'échéance du contrat. La courbe des cours à terme qui en résulte est le plus souvent inclinée vers le bas (inversée), les contrats étant en général négociés à des cours d'autant plus bas que leur date est lointaine. D'après Keynes (1930), le déport est «normal» dans le cas des marchés des produits de base, car les producteurs sont davantage enclins à couvrir le risque de prix que les consommateurs. La situation inverse, c'est-à-dire lorsqu'un contrat à terme se négocie à un cours plus élevé que celui au comptant,

Graphique 1.DS.2. Brent : erreurs de prévision et cours à terme (Dollars le baril)

Le contenu prévisionnel des cours à terme du pétrole régresse, de graves erreurs de prévision étant manifestes lors de la dernière décennie. Selon les prévisions fondées sur les cours à terme des PEM, les cours du pétrole diminuent progressivement, avec des risques orientés à la baisse.



Sources : Bloomberg, L.P.; FMI, Système des cours des matières premières; estimations des services du FMI.

¹Établies à partir des cours des contrats à terme/options le 12 février 2014.

En outre, le contenu prévisionnel des cours à terme (du pétrole en particulier) régresse depuis le milieu de la première décennie des années 2000 (Chinn et Coibion, 2013), même en l'absence de déport. L'erreur de prévision dépassait 100 % (pour les cours à terme de janvier 2007 par rapport aux résultats effectifs de juillet 2008) avant la crise financière mondiale (graphique 1.DS.2, page 1). Cette situation n'est pas unique, la qualité des prévisions macroéconomiques ayant tendance à se dégrader lors des récessions ou des crises. Cependant, même durant le ralentissement de 2011, l'erreur de prévision était de 38 % (pour les cours à terme de janvier 2011 par rapport aux résultats effectifs d'avril de la même année). Cela permet de penser que les cours à terme ne sont peut-être pas de bons instruments de prévision pendant les périodes de turbulences ou de mutations structurelles.

est qualifiée de report ou «contango» (comme dans le cas des contrats sur le WTI au début et au milieu de 2013).

Prévision la plus récente

Dans les PEM, la prévision du cours nominal du Brent fondée sur les cours à terme est de 108 dollars le baril en 2014, puis revient à 103 dollars en 2015 (graphique 1.DS.2, page 2), avec des aléas négatifs. Cette prévision semble dépasser légèrement celle de l'édition d'octobre 2013, sans doute principalement parce qu'une aggravation des risques géopolitiques neutralise un accroissement plus important qu'anticipé de l'offre hors OPEP.

Prévisions fondées sur des modèles⁵

Données récentes

Les modèles économiques mis au point par Kilian (2009) et perfectionnés par la suite pour établir les cours du pétrole semblent donner des prévisions plus exactes. Les prévisions sur les cours à terme du pétrole sont faites en combinant des mesures de l'activité mondiale avec des variations de l'offre de pétrole et des stocks mondiaux de pétrole brut (pour saisir le stockage spéculatif ou le lissage de la consommation). Il semble ressortir de ce qui précède que des modèles d'autorégression vectorielle (ARV) utilisant des données mensuelles pour ces agrégats permettent d'obtenir des prévisions plus exactes que la plupart des autres approches (Alquist, Kilian et Vigfusson, 2013) et résistent aux modifications apportées à leur spécification et aux méthodes d'estimation (Baumeister et Kilian, 2013b). Cela dit, les données récentes donnent à penser qu'en utilisant des marges sur les produits pétroliers raffinés calculées à partir des cours à terme, les prévisions pourraient être encore plus exactes (Baumeister, Kilian, et Zhou, 2013).

Éléments des modèles

Les variables qui semblent pertinentes pour les prévisions sur les cours du pétrole sont combinées afin d'estimer une forme réduite de la modélisation ARV structurelle de Beidas-Strom et Pescatori (à paraître). Les principales variables sont : la production mondiale de pétrole brut, l'indice de la production industrielle mondiale des PEM, le coût réel du Brent et les stocks de pétrole des membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). En outre, trois autres variables sont incluses : un indice du taux de change du dollar pondéré en fonction des monnaies des principaux consommateurs de pétrole (dans la ligne de Chen, Rogoff et Rossi, 2010), l'indice des prix à

⁵L'auteur remercie Christiane Baumeister de la Banque du Canada pour avoir aimablement partagé son code Matlab (qui a été affiné et développé aux fins de la présente section, ainsi que de Beckers et Beidas-Strom (à paraître)).

la consommation des États-Unis et une mesure des capacités inutilisées de l'OPEP. Des variables muettes saisonnières sont ajoutées aux fins de prévoir la variation mensuelle des cours. Par ailleurs, le cours réel du pétrole est stationnarisé de façon à éviter toute erreur systématique par excès dans la prévision étant donné la tendance observée depuis 2000⁶.

Prévision ARV

Des prévisions hors échantillon sont établies sur la base du modèle ARV estimé de façon récursive à partir de données mensuelles allant de janvier 1985 à octobre 2013. Ce modèle envisage une hausse des cours nominaux du Brent à l'horizon des prévisions (graphique 1.DS.3, page 1), dans la logique du renforcement anticipé de la demande mondiale signalé dans la présente édition des PEM (graphique 1.DS.3, page 2) et des répercussions des récents chocs sur l'offre et la demande de précaution (graphique 1.DS.3, page 3). Selon les prévisions, le cours moyen du Brent baisse dans un premier temps, avant de remonter après février 2014 pour atteindre 114 dollars le baril en 2014 (soit 6 dollars au-dessus du cours à terme) et passer à 122 dollars le baril en 2015 (soit 19 dollars au-dessus du cours à terme).

Chocs récents

Les effets dynamiques des chocs jouent un rôle important dans les prévisions des cours du pétrole, étant donné la longueur des décalages. Ils dépendent du schéma d'identification utilisé (en l'occurrence, l'identification limite l'influence des opérations «interférentes» sur le coût réel du pétrole)⁷. Pendant les deux derniers trimestres de 2013, le cours réel du Brent a pu être maintenu à son niveau à cause principalement du déficit d'offre imputable à l'OPEP et d'une certaine impulsion donnée par la demande industrielle malgré les importants prélèvements sur les stocks des pays de l'Organisation de coopération et de développement économique (graphique 1.DS.3, page 3). Les effets dynamiques de ces chocs se dissipent graduellement (entre 12 et 24 mois), les prévisions étant progressivement tirées à la fin de l'horizon par les paramètres du modèle (par rapport aux variables estimées pour l'ensemble de l'échantillon).

Risques

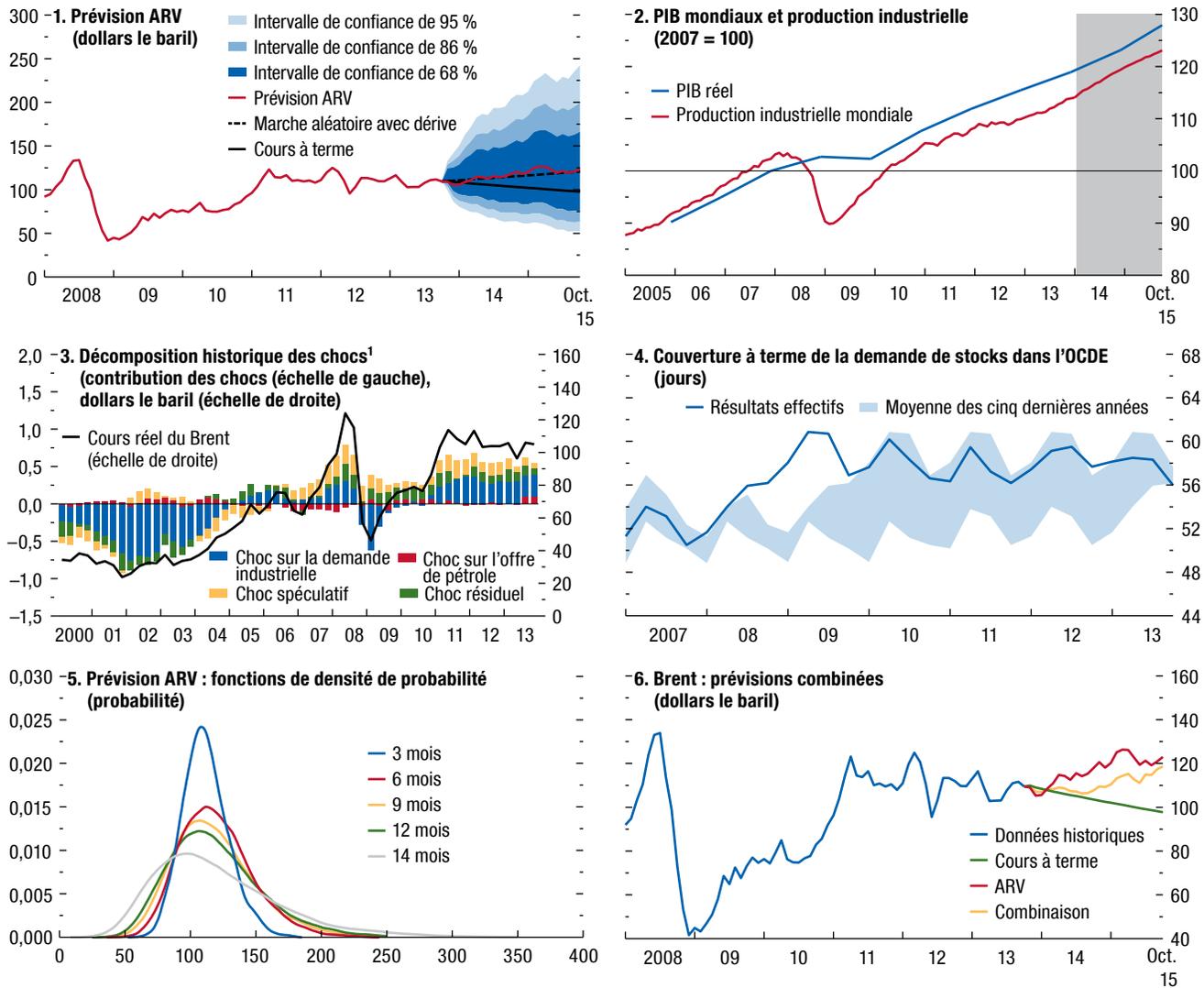
Les intervalles de prévision sont obtenus en rééchantillonnant («bootstrapping») les erreurs du modèle ARV sur l'ensemble de l'échantillon (graphique 1.DS.3, page 1, intervalles ombrés) et page 4). La forme de la répartition ARV varie en fonction de l'horizon, à la différence de

⁶La dérive sans stationnarisation du cours réel du Brent est de 3,97 %.

⁷Voir Beidas-Strom et Pescatori (à paraître) pour plus de précisions.

Graphique 1.DS.3. Autorégression vectorielle et prévisions combinées

Une prévision obtenue à l'aide d'un modèle fondé sur un renforcement de la demande mondiale, de faibles chocs constants sur l'offre de l'OPEP et des prélèvements sur les stocks de pétrole semble indiquer une hausse des cours du pétrole et des aléas positifs à l'horizon des prévisions. Cependant, il est judicieux de combiner les prévisions du présent modèle et des cours à terme, qui font ressortir des prix stables cette année, mais qui augmentent progressivement par la suite.



Sources : Bloomberg, L.P.; FMI, Système des cours des matières premières; Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE); estimations des services du FMI.

Note : ARV = autorégression vectorielle; OPEP = Organisation des pays exportateurs de pétrole.

¹Voir Beidas-Strom et Pescatori (à paraître) pour davantage de précisions sur l'identification choisie.

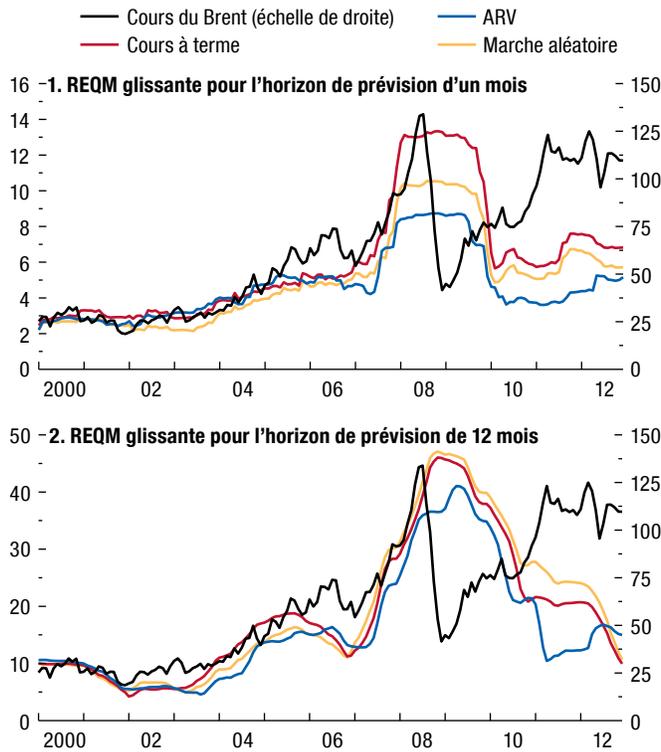
ce qui se produit dans le cas des cours à terme (où sont utilisées des informations tirées des options sur contrats à terme sur pétrole), et indique des possibilités de hausse des cours beaucoup plus importantes. En pratique, cela revient à dire que, d'après les prévisions ARV, le risque que le Brent dépasse 150 dollars le baril en janvier 2015 est de 15 % (contre moins de 5 % apparemment selon les cours à terme). Le message clé est que même les modèles qui semblent donner des prévisions assez

bonnes des cours du pétrole comportent toujours des incertitudes considérables dans un sens ou dans l'autre (graphique 1.DS.3, page 5)⁸. Il est possible d'attribuer les aléas positifs entre autres au renforcement de la demande mondiale et aux répercussions de certaines baisses récentes non anticipées de l'offre de l'OPEP.

⁸Une ARV bayésienne réduit les incertitudes d'environ 35 %, sans effet sur l'évaluation des risques (en d'autres termes, elles continuent de suivre une inclinaison ascendante).

Graphique 1.DS.4. Racine des erreurs quadratiques moyennes glissantes : estimation récurrente

Lorsqu'on compare la racine des erreurs quadratiques moyennes des prévisions avec une période glissante de deux ans (comme dans le tableau 1.DS.1, sur l'intégralité de l'horizon des prévisions), les résultats de la prévision ARV sont meilleurs que ceux des autres modèles et des cours à terme depuis 2000, encore que ce ne soit pas le cas chaque année lorsque la période glissante est utilisée.



Source : estimations des services du FMI.

Notes : La courbe la plus proche de l'axe horizontal représente le modèle comportant les plus faibles erreurs de prévision, et de ce fait, celui qui donne les meilleurs résultats en matière de prévision.

ARV = autorégression vectorielle; REQM = racine des erreurs quadratiques moyennes.

Quelle est la méthode de prévision qui comporte le moins d'erreurs — et quand ?

La racine de l'erreur quadratique moyenne (REQM) symétrique de la prévision est l'approche habituellement suivie pour en évaluer formellement les résultats. Les modèles qui ont été analysés étaient la marche aléatoire (MA) avec ou sans dérive, les cours à terme, les processus autorégressifs simples (AR(p)) et de moyennes mobiles (MM(q)), une combinaison de ces processus (ARMM (1,1)) et diverses spécifications du modèle ARV. Les performances de ce dernier sont supérieures à celles de la MA avec un écart de 20 % environ à des horizons de 5 à 8 mois et de 18 mois, et de 10 % à 12 % approximative-

ment à très court terme (1 à 2 mois) et à 24 mois. Pour tous les autres horizons, les gains d'exactitude sont de l'ordre de 15 %. Par rapport à la prévision fondée sur les cours à terme, les gains obtenus à l'aide du modèle ARV sont aussi élevés que 26 % à un horizon d'1 mois, atteignent entre 10 % et 20 % à des horizons allant jusqu'à 18 mois et 5 % à l'horizon de 24 mois (tableau 1.DS.1).

Outre les REQM de l'échantillon complet, deux moyennes glissantes sur deux ans sont obtenues pour s'attaquer à une éventuelle variation temporelle des paramètres. Selon ces moyennes, le modèle ARV permet d'obtenir la REQM la plus faible, en particulier pendant la crise financière mondiale et la période suivante, y compris le ralentissement de 2011. Il est toutefois intéressant de souligner que sa performance n'est pas supérieure à celle des cours à terme ou du modèle MA durant la récession de 2001 (graphique 1.DS.4).

Quel modèle faut-il utiliser ?

Compte tenu des incertitudes considérables que comporte la prévision des cours du pétrole indépendamment des modèles sous-jacents, il pourrait être utile d'employer plusieurs méthodes de prévision par mesure de précaution. Dans le cas plus précisément des cours du pétrole, une abondance de l'offre hors OPEP pourrait laisser présager une mutation de la configuration du marché pétrolier par rapport à celle des deux dernières décennies. En fait, le bien-fondé des prévisions combinées est établi depuis longtemps (Bates et Granger, 1969; Diebold et Pauly, 1987; Stock et Watson, 2004). Plus récemment, d'aucuns ont soutenu qu'il était possible d'améliorer le modèle de prévision doté de la plus faible REQM en intégrant des informations provenant d'autres modèles ou des facteurs macroéconomiques (Baumeister et Kilian, 2013a).

Une prévision combinée est présentée (graphique 1.DS.3, page 6), sur la base d'une pondération inverse des récents résultats des cours à terme obtenus par la REQM et du modèle ARV. Bien qu'elle soit pondérée également pour les horizons très courts, la prévision est plus exacte avec ce modèle à la fin de l'horizon de 24 mois, période pendant laquelle elle est en général plus juste. La prévision combinée donne un cours du Brent de 108 dollars le baril en 2014 (soit 6 dollars de moins que le modèle ARV, mais 3 dollars de plus que les cours à terme) qui passe à 114 dollars en moyenne le baril en 2015 (soit 8 dollars de moins que le modèle ARV, mais 14 dollars de plus que les cours à terme).

Tableau 1.DS.1. Racine des erreurs quadratiques moyennes pour les horizons de prévision h (par rapport au modèle de marche aléatoire)

Modèle	Modèles de prévision simples										Modèles ARV									
	MA	MA avec dérivée	AR(6)	MM(3)	ARMM (1,1)	Cours à terme	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J				
1	5,193	1,001	0,958	0,961	0,963	1,208***	0,919	0,894	0,946	1,008	0,927	0,949	0,978	1,145	0,989	0,913				
2	8,677	1,004	0,976	0,987	0,987	1,011	0,895	0,882	0,974	1,082	0,926	0,906	0,922	1,113	0,989	0,888				
3	11,513	1,007	0,973	0,997	0,994	1,016	0,843	0,829	0,949	1,054	0,895	0,855	0,852	1,054	0,969	0,835				
4	13,799	1,010	0,975	1,008	1,003	1,015	0,835	0,826	0,977	1,078	0,903	0,852	0,829	1,023	0,963	0,811				
5	15,648	1,013	0,974	1,013	1,007	1,013	0,818	0,805	0,980	1,121	0,901	0,834	0,800	0,981	0,952	0,784				
6	17,172	1,016	0,979	1,021	1,013	1,006	0,819	0,798	0,981	1,189	0,909	0,822	0,791	0,916	0,960	0,787				
7	18,337	1,018	0,982	1,028	1,016	0,998	0,822	0,803	0,988	1,233	0,919	0,815	0,787	0,859	0,969	0,807				
8	19,243	1,019	0,984	1,032	1,019	0,989	0,835	0,820	1,009	1,269	0,938	0,823	0,805	0,829	0,979	0,838				
9	19,879	1,020	0,987	1,036	1,022	0,980	0,855	0,847	1,038	1,289	0,961	0,843	0,845	0,822	0,998	0,871				
10	20,283	1,021	0,988	1,034	1,022	0,973	0,877	0,874	1,070	1,296	0,988	0,872	0,882	0,837	1,025	0,898				
11	20,706	1,021	0,987	1,032	1,022	0,964	0,883	0,881	1,086	1,262	1,000	0,888	0,899	0,846	1,049	0,907				
12	21,240	1,021	0,985	1,032	1,022	0,952	0,873	0,873	1,085	1,211	0,996	0,884	0,896	0,848	1,059	0,900				
15	22,561	1,021	0,980	1,036	1,023	0,925	0,852	0,840	1,103	1,270	1,014	0,870	0,874	0,859	1,057	0,862				
18	23,276	1,018	0,981	1,032	1,021	0,918	0,820*	0,796*	1,108	1,387	1,035	0,827	0,818	0,818*	1,055	0,809**				
21	23,929	1,008	0,982	1,018	1,010	0,926	0,853*	0,842*	1,149	1,129	1,096	0,860	0,854*	0,836**	1,117	0,864**				
24	25,342	1,005	0,976	1,011	1,006	0,932	0,891	0,882	1,184	1,095	1,132	0,897	0,891	0,878	1,151	0,924				

Source : calculs des services du FMI.

Note : Si les valeurs sont inférieures à 1, le modèle de prévision est supérieur à la marche aléatoire. Les valeurs en gras indiquent le meilleur modèle. Les valeurs suivies de *, de ** et de *** indiquent le rejet de l'hypothèse nulle de capacité prévisionnelle égale du modèle proposé et du modèle de marche aléatoire par le test de Diebold-Mariano aux niveaux de 10%, 5% et 1 %, respectivement. Tous les modèles ARV A à J sont en différence logarithmique, sauf le modèle E, qui est en niveau et sous forme logarithmique. Les modèles comportent tous six décalages, sauf le modèle D qui en a 12. Le modèle B intègre l'indice de change. Le modèle F différencie la production industrielle des pays émergents de celle des pays avancés. Les modèles G et H ventilent la production de pétrole entre les régions. Le modèle J est celui qui est présenté dans ce dossier avec le cours réel du pétrole stationnarisé. Voir Beckers et Beidas-Strom (à paraître) pour plus de précisions. Les lignes représentent l'horizon en mois, AR= autorégulation, ARMM = autorégulation et moyennes mobiles, MM = moyenne mobile et MA = marche aléatoire.

Encadré 1.1. Offre de crédit et croissance économique

La nature financière de la récente crise mondiale a suscité un regain d'intérêt pour l'importance des conditions d'offre de crédit pour la croissance économique. Cette question reste d'actualité dans la mesure où plusieurs pays sont toujours aux prises avec les faiblesses résiduelles du secteur bancaire. Plus particulièrement, la contraction persistante des prêts bancaires aux entreprises non financières de la zone euro fait craindre que des conditions de prêt difficiles continuent de peser sur la croissance. L'encadré 1.1 présente une évaluation empirique de l'effet de frein des chocs d'offre de crédit sur la croissance depuis début 2008 : aux États-Unis, dans les quatre grandes économies de la zone euro (Allemagne, Espagne, France, Italie) et en Irlande, qui a connu une grave crise bancaire. Les conclusions révèlent que l'Allemagne et les États-Unis ont presque totalement inversé le resserrement de l'offre de crédit opéré pendant la crise tandis qu'en Espagne, en France, en Irlande et en Italie une nouvelle initiative publique de relance de l'offre de crédit pourrait accroître le PIB de 2 %, voire plus.

Il n'est pas simple d'identifier les chocs d'offre de crédit du fait que les variables qui sont couramment utilisées pour surveiller les conditions de crédit, comme l'expansion du crédit et les taux prêteurs, dénotent à la fois des facteurs de demande et d'offre. Le présent encadré isole les conditions d'offre de crédit en s'appuyant sur des mesures qui reflètent les modalités de prêts et les critères utilisés par les banques pour l'octroi des prêts¹.

Cependant, même ces mesures ne peuvent être traitées comme de pures mesures des chocs d'offre de crédit : les banques peuvent ajuster les conditions de prêt non seulement en fonction de l'évolution de leur propre attitude à l'égard du risque, d'exigences réglementaires ou de chocs exogènes sur leur bilan, mais aussi en raison de variations de la demande de crédit et de la solvabilité des emprunteurs. Ainsi, il est probable que les banques resserrent les conditions de prêt dès lors qu'une récession en cours ou naissante réduit la demande de crédit et compromet la capacité de remboursement des emprunteurs.

Pour résoudre ce problème d'identification, on fait une estimation sur la base d'une autorégression vectorielle suivant le principe de parcimonie sur une base trimestrielle, du premier trimestre de 2003 au troisième trimestre de 2013. L'autorégression vectorielle inclut la croissance du PIB réel, la croissance du PIB attendue au trimestre suivant et les variations des conditions de prêt

des banques aux entreprises. On isole les chocs sur l'offre de crédit en imposant dans l'autorégression vectorielle que ces chocs donnent lieu à un changement immédiat des conditions de prêt sans impact simultané sur la croissance du PIB actuelle ou attendue. Les chocs qui font évoluer les conditions de prêt ainsi que la croissance du PIB effective ou attendue au cours du même trimestre ne sont pas interprétés comme des chocs d'offre de crédit. Ils sont plutôt un méli-mélo de chocs intérieurs et autres qui, en touchant la production actuelle et attendue, peuvent aussi induire des changements dans les conditions de prêt. Ainsi, l'annonce d'une récession imminente qui entraîne une révision à la baisse de la croissance du PIB attendue et un resserrement des conditions de crédit n'est pas considérée comme un choc de crédit.

Il y a trois préoccupations majeures qui concernent les possibles limitations de la stratégie d'identification. D'une part, la restriction d'identification peut être très modérée. Il est probable qu'un choc d'offre de crédit, surtout s'il se produit au début du trimestre, aura déjà certains effets sur le PIB au cours du même trimestre, ou du moins sur les anticipations du PIB pour le trimestre suivant. Le fait d'ignorer cette possibilité introduit une distorsion à la baisse dans les estimations; ainsi le cadre d'estimation donne une évaluation prudente des effets des chocs d'offre de crédit sur la croissance du PIB. D'autre part, la croissance actuelle et attendue peut ne pas tenir pleinement compte des perceptions des banques à l'égard de la solvabilité des emprunteurs. Dans ce cas, le cadre d'estimation risque de surestimer le rôle des chocs d'offre de crédit. Enfin, les résultats de l'estimation pourraient être affectés par une distorsion découlant de l'omission d'une variable, car la série chronologique des conditions de prêt (disponible seulement à partir de 2003) ne permet pas une autorégression vectorielle, ou par la présence de ruptures structurelles dans la corrélation entre crédit et activité après la crise financière mondiale.

Le graphique 1.1.1 montre l'effet cumulé sur le PIB réel d'un choc d'offre de crédit qui cause un resserrement des conditions de prêt de 10 points de pourcentage. Celui-ci s'apparente à la moyenne internationale des chocs intervenus au moment de la faillite de Lehman Brothers (graphique 1.1.2). L'impact estimé sur le PIB est négatif et statistiquement significatif dans tous les pays. Aux États-Unis, en France et en Italie, le choc entraîne une contraction cumulée totale du PIB d'environ 1 %. Les chocs d'offre de crédit semblent avoir un effet plus prononcé sur le PIB en Allemagne (1,8 %) et surtout en Espagne et en Irlande (respectivement 2,2 % et 4,0 %), où les entreprises non financières dépendent beaucoup

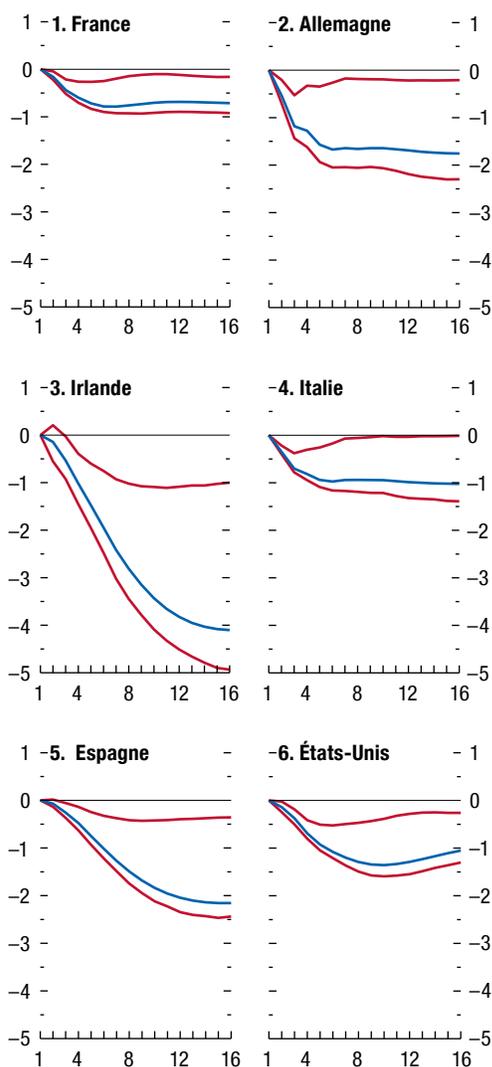
Les auteurs de l'encadré sont Andrea Pescatori et Damiano Sandri.

¹Les conditions de prêt ont été utilisées dans des analyses similaires des États-Unis (Lown et Morgan, 2006; Bassett *et al.*, à paraître) et de la zone euro (de Bondt *et al.*, 2010).

Encadré 1.1 (suite)

Graphique 1.1.1. Variations cumulées du PIB en réponse à un resserrement des conditions de prêt de 10 points de pourcentage

(En pourcentage du PIB; estimations ponctuelles et bandes de confiance par «bootstrap» à 2 écarts-types, trimestres sur l'axe des ordonnées)



Source : calculs des services du FMI.

plus du crédit bancaire. Toutefois, les barres de confiance montrent que ces différences entre pays ne sont généralement pas statistiquement significatives.

Le graphique 1.1.1 montre en outre que, si les chocs d'offre de crédit ont un effet plus immédiat en Allemagne, en France et en Italie, où la contraction la plus forte du PIB est atteinte en l'espace de 6 trimestres. L'effet est retardé aux États-Unis et surtout en Irlande et en Espagne, où des chocs d'offre de crédit continuent de réduire le PIB pendant 16 trimestres. Il est intéressant de noter que, dans tous les pays, les chocs d'offre de crédit ont un effet permanent sur le PIB, ce qui montre que des problèmes non résolus dans le secteur bancaire peuvent avoir un effet préjudiciable durable sur la production.

Pour évaluer l'effet de frein des chocs d'offre de crédit sur la croissance depuis 2008, il est important de s'intéresser non seulement à la façon dont un choc donné influe sur le PIB, mais aussi à l'ampleur et la fréquence des chocs. Le graphique 1.1.2 représente les chocs d'offre de crédit identifiés par l'autorégression vectorielle; des valeurs positives indiquent un resserrement des conditions de crédit. Le graphique montre des différences significatives entre pays qui vont dans le sens de quelques informations dont nous disposons sur la nature de la crise. En Allemagne, aux États-Unis et en France, le plus grand resserrement de l'offre de crédit est intervenu au second semestre de 2008, au moment de la faillite de Lehman Brothers. Par la suite, les conditions de crédit sont restées relativement stables, surtout en Allemagne (graphique 1.1.2, cadre 1). L'Espagne, l'Irlande et l'Italie ont, en revanche, essuyé les plus gros chocs dans la phase ultérieure de la crise. L'Irlande a enregistré une forte contraction de l'offre de crédit fin 2009 et subi un grand choc au moment du plan de sauvetage de la Grèce. L'Italie a vu l'offre de crédit se contracter fortement fin 2011, lorsque les rendements des obligations souveraines ont atteint un sommet.

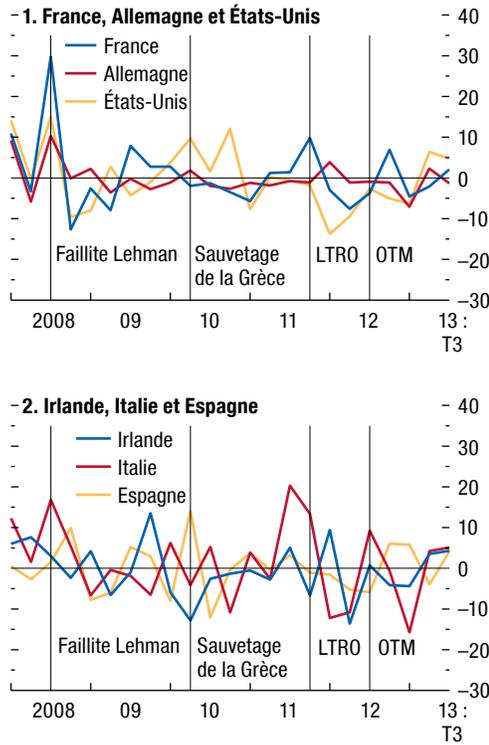
L'ampleur et la fréquence des chocs d'offre de crédit (graphique 1.1.2) alliées à leur impact sur le PIB (graphique 1.1.1) constituent les chocs d'offre de crédit sur le PIB pour une période donnée. Le graphique 1.1.3 montre la contribution cumulée de ces chocs en termes de PIB au premier trimestre de 2008². Les bandes de confiance confirment que le resserrement de l'offre de crédit a eu un impact négatif statistiquement significatif sur le PIB, mais soulignent aussi qu'il y a une grande incertitude quant aux effets précis. Les résultats des estimations ponctuelles révèlent qu'en France, en Allemagne

²En l'absence de tous chocs (y compris non financiers), le PIB aurait augmenté à sa tendance estimée, qui varie d'un pays à l'autre.

Encadré 1.1 (suite)

Graphique 1.1.2. Chocs d'offre de crédit

(Variations de points de pourcentage des conditions de prêt)



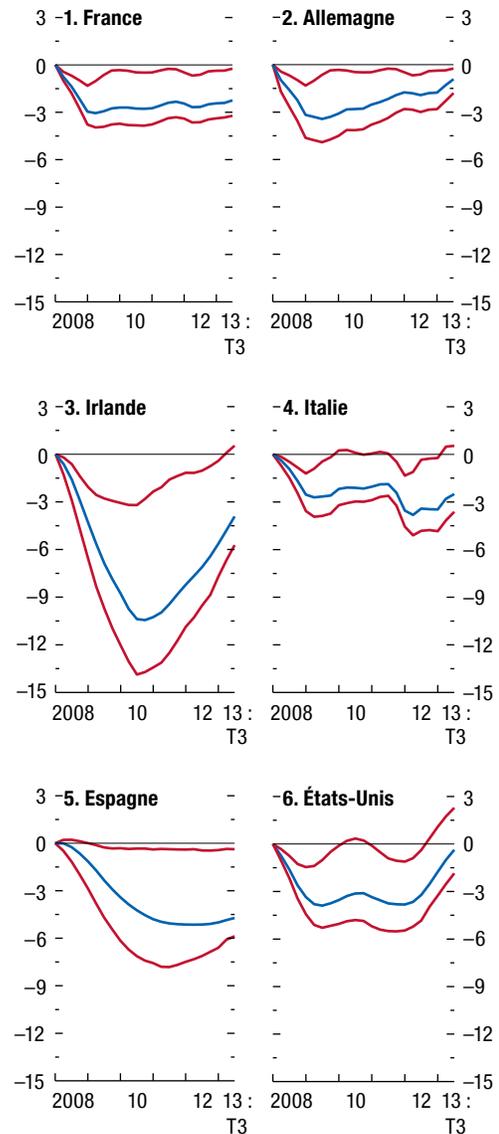
Source : calculs des services du FMI.
 Note : LTRO = opérations de refinancement à plus long terme; OTM = opérations sur titre monétaire.

et aux États-Unis, les chocs d'offre de crédit ont entraîné des contractions du PIB très similaires, d'environ 3 %, début 2009 (graphique 1.1.3, cadres 1, 2 et 6). Leur contribution négative s'est ensuite modérée, surtout en Allemagne et aux États-Unis. L'amélioration a été nettement moins grande en France. À partir du troisième trimestre de 2013, l'impact cumulé des chocs d'offre de crédit en France, en Allemagne et aux États-Unis avait induit un ralentissement du PIB par rapport au début de 2008 de respectivement 2,2 %, 0,9 % et 0,4 %.

L'impact des chocs d'offre de crédit sur le PIB aurait été beaucoup plus fort en Irlande et en Espagne et dans une certaine mesure en Italie, les différences concordant avec l'analyse circonstanciée de la situation de chaque pays (graphique 1.1.3, cadres 3, 4 et 5). Confrontée à

Graphique 1.1.3. Contribution des chocs d'offre de crédit au PIB

(Contribution cumulée pour PIB 2008 : T1; estimations ponctuelles et bandes de confiance par «bootstrap» à 2 écarts types)



Source : calculs des services du FMI.

Encadré 1.1 (fin)

une grave crise bancaire, l'Irlande a le plus souffert de la contraction de l'offre de crédit. Selon les estimations ponctuelles, l'impact a été spectaculaire, entraînant une réduction totale d'environ 10 % du PIB mi-2010, et le repli du PIB a commencé à s'inverser fin 2010³. Ces conclusions appellent une importante réserve, à savoir la largeur des bandes de confiance. On peut donc penser que l'autorégression vectorielle ne tient peut-être pas compte d'autres facteurs importants qui peuvent peser sur la relation entre le crédit et la croissance du PIB en Irlande. Par exemple, Laeven (2012) utilise des microdonnées et constate un rôle plus important de la demande de crédit après avoir pris en compte la diminution structurelle de la production de biens non échangeables au profit des biens échangeables observée pendant la crise.

En Italie, en 2008, l'offre de crédit a diminué moins qu'en Allemagne et en France, le pays étant moins exposé aux actifs des États-Unis, et s'est redressée temporairement jusqu'à mi-2011. Toutefois, les conditions de crédit se sont gravement détériorées fin 2011, les rendements sur la dette souveraine italienne ayant enregistré une forte hausse, qui a entraîné une contraction du PIB d'environ 2 %. Elles se sont ensuite stabilisées grâce à une reprise plus soutenue mi-2013. En Espagne, les conditions d'offre de crédit ont exercé un effet négatif re-

tardé mais persistant sur le PIB du début de 2008 jusqu'à la fin du premier trimestre de 2012. On observe ensuite une certaine stabilisation grâce peut-être à l'opération de refinancement à plus long terme (trois ans) de la BCE, à des opérations monétaires sur titres et au programme de recapitalisation du secteur bancaire soutenu par le Mécanisme européen de stabilité. Dans l'ensemble, les chocs d'offre ont entraîné des contractions du PIB en Irlande, en Italie et en Espagne de respectivement 3,9 %, 2,5 % et 4,7 %, avec des bandes de confiance importantes autour de ces estimations, comme indiqué plus haut.

Par ailleurs, la contribution historique des chocs d'offre de crédit (graphique 1.1.3) peut permettre de clarifier l'incidence possible des politiques de renforcement de la solidité du secteur bancaire, comme les mesures destinées à renforcer les fonds propres des banques ou à faire avancer le projet d'union bancaire dans la zone euro. De fait, l'impact cumulé des chocs d'offre de crédit peut aussi être interprété du point de vue des avantages potentiels à retirer de la mise en œuvre des politiques du secteur financier, qui peuvent annuler les effets négatifs des chocs d'offre de crédit survenus depuis début 2008. L'Allemagne et les États-Unis ont déjà en grande partie inversé les effets préjudiciables, mais la France, l'Irlande, l'Italie et l'Espagne peuvent s'attendre à des gains considérables. Dans ces pays, le retour de l'offre de crédit aux niveaux d'avant la crise pourrait entraîner une hausse du PIB, par rapport au premier trimestre de 2008, à hauteur de respectivement 2,2 %, 2,5 %, 3,9 % et 4,7 %. Cela étant, il peut ne pas être souhaitable d'adopter des politiques visant à ramener l'offre de crédit aux niveaux de 2008 du point de vue de la stabilité financière, car il est possible que les conditions de crédit d'avant la crise résultaient d'un recours excessif à l'effet de levier et de prises de risques inconsidérées du secteur bancaire.

³L'impact est proche de la réduction du PIB enregistrée par l'Irlande entre 2008 et 2010. Cela ne devrait toutefois pas être interprété comme le signe que la grave récession en Irlande était entièrement due à un resserrement de l'offre de crédit, et ce pour deux raisons. Premièrement, pour expliquer la crise, il faut non seulement prendre en compte le recul du PIB, mais aussi l'absence de croissance tendancielle. Deuxièmement, il peut y avoir eu d'autres effets de contraction, annulés peut-être par d'autres chocs positifs, que l'autorégression vectorielle ne peut pas isoler.

Encadré 1.2. Chine : les dépenses évoluent-elles au détriment des produits de base?

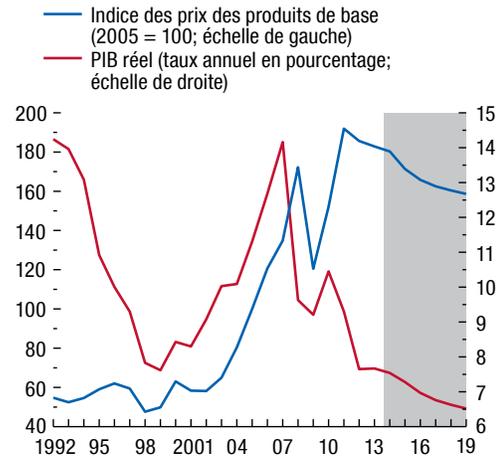
Après trois décennies de croissance rapide (à un taux d'environ 10 % par an en moyenne), le récent ralentissement de l'activité en Chine est source de nombreuses préoccupations. Parmi elles, on retiendra les incidences sur les marchés mondiaux des produits de base : le rééquilibrage de la demande peut entraîner une baisse de la consommation et des cours des produits de base et avoir ainsi de graves répercussions pour les exportateurs (graphique 1.2.1). Le présent encadré fait toute la lumière sur la consommation de produits de base de la Chine et sa relation avec le rééquilibrage de la demande. On constate qu'il est peu probable que la consommation de produits de base ait atteint un sommet aux niveaux actuels de revenu par habitant et que son comportement suit étroitement les trajectoires antérieures d'autres économies d'Asie à croissance rapide¹. Toutefois, l'évolution récente de sa composition concorde avec les premiers signes de rééquilibrage de la demande : la consommation privée de biens durables a commencé à s'accélérer tandis que l'investissement d'infrastructures a ralenti. La consommation mondiale (et chinoise) de produits de base augmente et devrait continuer à augmenter, mais au ralenti pour les produits de base de qualité inférieure et à un rythme accéléré pour ceux de qualité supérieure, ce qui signifie des retombées positives pour les exportations de produits de base, notamment à valeur élevée.

L'expansion de la demande mondiale de produits de base s'est quelque peu modérée, mais la consommation de la Chine continue d'augmenter. Depuis la crise financière mondiale, le taux de croissance de la consommation mondiale de produits de base semble ralentir, par rapport à l'expansion du milieu des années 2000, sauf pour ce qui est des produits alimentaires (graphique 1.2.2). Ce ralentissement s'est accompagné d'un changement de la composition de la consommation mondiale de produits de base. Concrètement, parmi les sources d'énergie primaire, c'est le gaz naturel dont la consommation a augmenté au rythme le plus rapide; des produits alimentaires de toute première nécessité comme le riz cèdent la place aux protéines (la somme des données pour les huiles alimentaires, la viande et le soja exclut les produits de la mer et les produits laitiers, pour lesquels les données sont incomplètes), et la consommation de métaux non précieux a généralement diminué dans la qualité inférieure (cuivre et minerai de

L'auteur de l'encadré est Samya Beidas-Strom, avec l'assistance d'Angela Espiritu, de Marina Rousset et de Li Tang. Pour tous détails sur la méthodologie et les résultats résumés ici, voir Beidas-Strom (à paraître).

¹Dans Guo et N'Diaye (2010) et Dollar (2013), ces autres économies sont le Japon, la Corée et la province chinoise de Taïwan.

Graphique 1.2.1. Chine : croissance du PIB réel et prix des produits de base

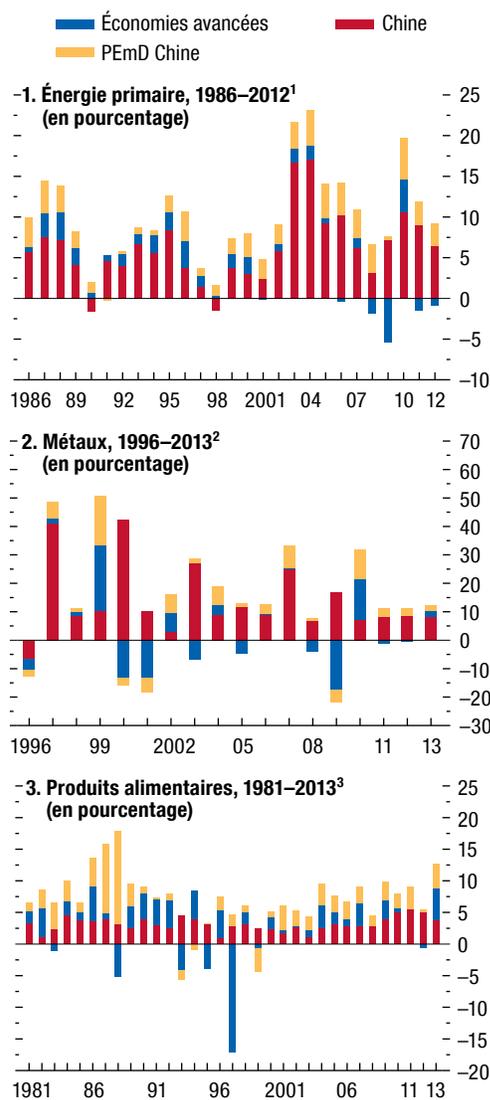


Sources : FMI, Système de tarification des produits de base; calculs des services du FMI.

fer) au profit de la qualité supérieure (aluminium et zinc). En Chine, le rythme de croissance de la consommation de produits de base s'est également modéré, mais il est encore soutenu. Dans les catégories de produits de base, les comportements de consommation d'énergie, de métaux et de produits alimentaires par habitant semblent globalement correspondre à ceux observés dans d'autres économies d'Asie à croissance rapide (Japon, Corée et province chinoise de Taïwan) quelques décennies plus tôt. Certaines idiosyncrasies sont évidentes; la plus notable est la consommation de charbon et d'aliments riches en protéines par habitant, qui est considérablement plus élevée en Chine. Toutefois, de récents changements dans la composition des catégories de produits de base au niveau mondial se remarquent également en Chine. En particulier, la part du riz a diminué au profit de produits de plus haute qualité (huiles alimentaires et soja et, dans une moindre mesure, viande); celle du cuivre et du minerai de fer a récemment diminué au profit de l'aluminium, de l'étain et du zinc; et le charbon a commencé à faire place à des combustibles primaires moins polluants. La demande de charbon thermique émanant de la Chine (et d'autres pays émergents) a diminué en 2013 et début 2014, conformément aux prévisions de référence de l'Agence internationale de l'énergie (2013).

Encadré 1.2 (suite)

Graphique 1.2.2. Taux de croissance de la consommation mondiale de produits de base



Sources : Revue statistique de British Petroleum; Agence internationale de l'énergie; Ministère américain de l'agriculture; U.S. Energy Information Administration; World Bureau of Metal Statistics; Association mondiale de l'acier; calculs des services du FMI.

Note : PEmD = pays émergents et en développement.

¹Charbon, gaz et pétrole.

²Aluminium, cadmium, minerai de fer, cuivre, plomb, nickel, étain et zinc.

³Orge, bœuf, maïs, lait, huile de palme, huile d'arachide, porc, volaille, huile de colza, riz, huile de soja, soja, huile de tournesol et blé.

La relation entre la consommation de produits de base et le revenu peut permettre d'évaluer les perspectives de la consommation en Chine. La relation entre la consommation de produits de base par habitant et le revenu par habitant et d'autres déterminants est estimée à l'aide d'une régression sur un panel de pays estimées sur la période 1980–2013, avec des facteurs indépendants pour 41 économies (26 avancées : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Corée, Danemark, Espagne, Estonie, États-Unis, Finlande, France, Irlande, Islande, Israël, Italie, Japon, Luxembourg, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, République slovaque, République tchèque, Royaume-Uni, Slovaquie et Suède; et 15 émergentes ou en développement : Afrique du Sud, Chili, Chine, Croatie, Émirats arabes unis, Hongrie, Inde, Iraq, Malaisie, Mexique, Pakistan, Pologne, Russie, province chinoise de Taiwan et Viet Nam). S'agissant de l'énergie primaire, la relation non linéaire avec le revenu par habitant qui avait été anticipée (*Perspectives économiques mondiales*, avril 2011) vaut toujours. La régression est

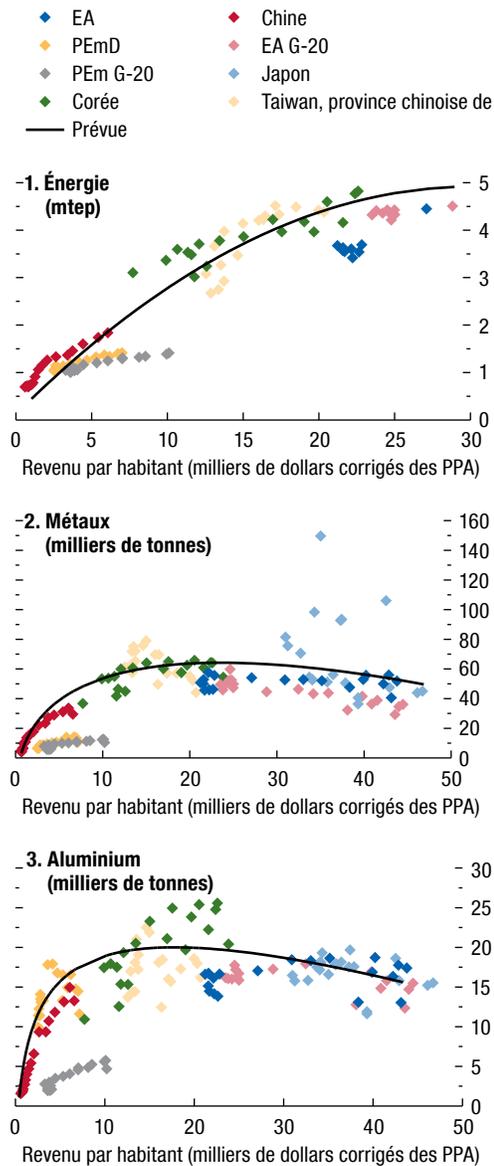
$$e_{it} = \alpha_i + P(y_{it}) + u_{it}, \quad (1.2.1)$$

dans laquelle i correspond au pays, t aux années, e est l'énergie primaire par habitant, y est le PIB réel par habitant, $P(y)$ est un polynôme du troisième degré, et les facteurs indépendants sont rendus par α_i . Concrètement, l'élasticité de la consommation d'énergie par rapport au revenu est proche de 1, aux niveaux actuels de revenu par habitant en Chine (comme cela était le cas dans d'autres économies d'Asie à croissance rapide). En revanche, les économies avancées peuvent maintenir la croissance du PIB même si la consommation d'énergie n'augmente guère (graphique 1.2.3, cadre 1). Cette relation est inchangée pour les hauts revenus — sauf aux États-Unis, où la consommation augmente avec le revenu par habitant. Ce qui est nouveau c'est l'analyse relative aux métaux non précieux. Les estimations réalisées à partir de régressions pour les métaux moyens et leurs composantes sont les mêmes que pour l'énergie, mais avec des raisons supplémentaires : la part des investissements dans le PIB, la part des biens durables dans la consommation privée² et le taux

²La consommation privée (biens durables, biens non durables et services) pour les pays émergents est obtenue en croisant toute la série de données avec les données de CEIC Data, du Bureau of Economic Analysis, de l'Economist Intelligence Unit, de Euromonitor, de Global Insight et des Indicateurs de développement du monde de la Banque mondiale (enquêtes auprès des ménages). Une erreur de mesure pourrait être présente pour le «niveau», mais l'intérêt réside ici dans les effets de «croissance». Par conséquent, pour la part des biens durables, des biens non durables et des services, la consommation privée est reconstituée.

Encadré 1.2 (suite)

Graphique 1.2.3. Consommation de produits de base effective et prévue par habitant



Source : calculs des services du FMI.
 Note : EA = économies avancées; PEmD = pays émergents et en développement; EA G-20 = économies avancées du G-20; PEm G-20 = économies émergentes du G-20; mtep = millions de tonnes d'équivalent-pétrole; PPA = parité de pouvoir d'achat.

de croissance pour les deux. La relation non linéaire avec le revenu par habitant a notamment de bonnes capacités prédictives de la consommation de métaux aux premiers stades de la convergence des revenus³, avec une élasticité par rapport au revenu supérieure à 1 en Chine (et les autres pays d'Asie de référence). La courbe des prévisions de consommation de métaux atteint un point d'inflexion à un seuil de revenu bien antérieur par rapport à l'énergie, ralentit d'abord au seuil de 8.000 dollars par habitant, puis atteint un plateau d'environ 18.000 dollars par habitant, pour diminuer régulièrement ensuite (graphique 1.2.3, cadre 2). En outre, la consommation prévue augmente dans le *taux de croissance* du ratio investissement/PIB (contrairement à l'énergie primaire).

Étant donné que le *taux de croissance* de l'investissement semble ralentir et que la consommation commence à augmenter en Chine, une nouvelle désagrégation de la consommation des métaux non précieux pourrait permettre d'évaluer quels métaux sont plus sensibles à cette récente évolution de l'investissement et de la consommation. Pour quelques métaux de qualité, comme l'aluminium et le zinc, la relation se renforce aussi sensiblement tant en termes de la part de la consommation de biens durables dans la consommation privée que de son *taux de croissance*, l'élasticité de la consommation étant bien supérieure à 1 (et plus importante que celle des métaux moyens). La consommation prévue par habitant de métaux de qualité augmente donc vivement à des niveaux de revenu par habitant inférieur à quelque 20.000 dollars (par rapport au *taux de croissance* et au plateau anticipé pour les métaux moyens). Toutefois, elle tombe plus rapidement ensuite (par rapport aux métaux moyens) (graphique 1.2.3, cadre 3). Ce résultat suggère que l'investissement, les biens durables et la croissance du PIB plus généralement s'accompagneront d'une hausse de la consommation (avec un *taux de croissance* de plus en plus soutenu) de ces métaux à l'avenir — cela vaudra sans doute aussi pour certains métaux précieux utilisés dans la fabrication de biens durables haut de gamme, comme le palladium — du moins jusqu'à ce que le revenu par habitant de la Chine passe du simple au double. Ce n'est pas le cas des métaux de qualité inférieure pour lesquels l'investissement et la croissance du PIB s'accompagneront d'un ralentissement de la consommation et, partant, d'un ralentissement de la demande. Les résultats de l'estimation confirment que la consommation de cuivre et de minerai de fer continuera de s'accroître, mais à un rythme ralenti à mesure que le revenu augmentera, à l'instar de l'expérience

³Ensuite, la courbe anticipée tombe rapidement à zéro quand le revenu par habitant est le seul déterminant.

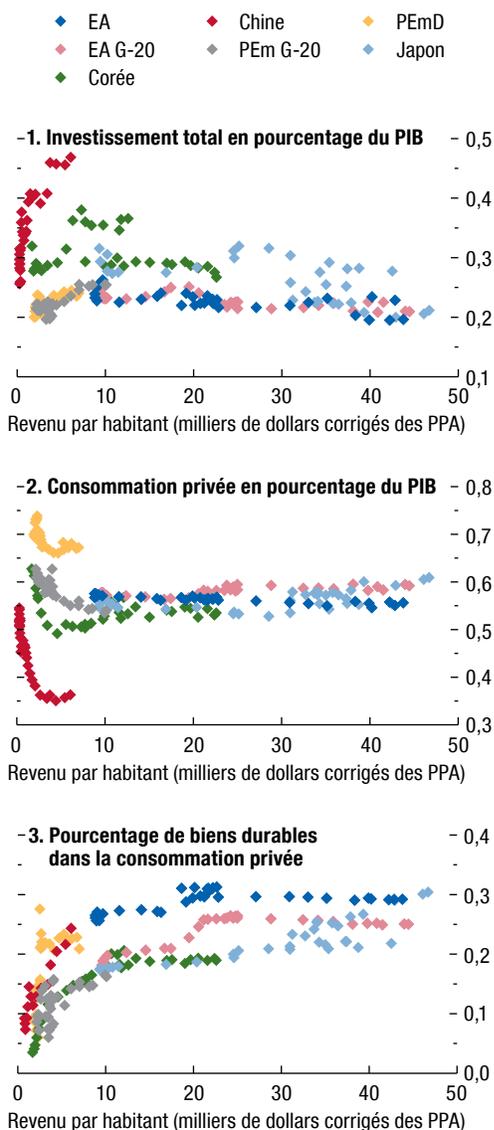
Encadré 1.2 (suite)

des économies asiatiques de référence de la Chine. Pour des revenus de 15.000 dollars par habitant, voire plus, la consommation de cuivre et de minerai de fer devrait diminuer plus rapidement que celle d'aluminium. Parmi les métaux non précieux, seuls les contrats à terme sur le cuivre sont en déport. Quelles sont les incidences plus générales de l'analyse, cependant, pour la demande mondiale de produits de base, et quels sont les liens avec le rééquilibrage de la demande de la Chine?

Les trajectoires anticipées de la consommation de métaux par habitant sont en accord avec le ralentissement de l'investissement d'infrastructure et l'accélération de la consommation de biens durables en Chine. Comparé aux autres économies émergentes, la Chine affiche une consommation de biens durables par habitant élevée et qui continue d'augmenter, comme il a été démontré. Toutefois, cela n'est pas rare pour les premiers stades de convergence des revenus, compte tenu de son modèle de croissance, qui suit globalement celui de la Corée et de la province chinoise de Taïwan dans les années 70 et 80 et du Japon quelques décennies plus tôt. Ces économies qui servent de référence à la Chine ont eu recours à un modèle de croissance tirée par les exportations, l'accumulation des facteurs, une faible consommation privée et un investissement important (graphique 1.2.4, cadres 1 et 2). Les différences entre la Chine et ces économies de référence — étudiées dans FMI (2011, 2013a); Hubbard, Hurley et Sharma (2012); et Dollar (2013) — tiennent largement au ratio investissement/PIB quelque peu plus élevé et au ratio consommation des ménages/PIB plus bas associés aux facteurs sociaux et institutionnels propres à la Chine. La consommation privée des économies de référence a diminué dans un premier temps, puis augmenté lorsque les revenus ont commencé à converger et que leurs investissements d'infrastructure ont dans le même temps ralenti. Le niveau élevé de l'investissement de la Chine (Ahuja et Nabar, 2012; Roache, 2012) semble se stabiliser. Cela est particulièrement notable pour le taux de croissance de l'infrastructure, certaines provinces s'approchant d'un seuil d'industrialisation et de développement des infrastructures (McKinsey Global Institute, 2013)⁴. Ainsi, le ralentissement observé dans les métaux très utilisés dans les infrastructures paraît normal. Dans le même temps, la consommation de biens durables est en train de rattraper un long retard (graphique 1.2.4, cadre 3), peut-être en raison de l'accélération de la consommation d'aluminium

⁴On observe un ralentissement de l'investissement fixe réel au deuxième semestre de 2013 et une décélération notable du taux de croissance des investissements consacrés à l'immobilier non échangeable, au bâtiment et aux infrastructures au quatrième trimestre de l'année.

Graphique 1.2.4. Comportements de dépenses



Source : calculs des services du FMI.
 Note : EA = économies avancées; PEmD = pays émergents et en développement; EA G-20 = économies avancées du G-20; PEm G-20 = économies émergentes du G-20; mtep = millions de tonnes d'équivalent-pétrole; PPA = parité de pouvoir d'achat.

Encadré 1.2 (fin)

et d'autres métaux de qualité (Deutsche Bank, 2013; Goldman Sachs, 2013a)⁵.

Un rééquilibrage de la demande devrait suivre. Les résultats montrent que le *taux de croissance* du PIB et le ratio investissement/PIB déterminent la consommation privée aux premiers stades de la convergence des revenus (avant le seuil de 10.000 dollars par habitant), lorsque les produits de base de qualité inférieure sont consommés de façon intensive⁶. Ensuite, selon Eichengreen, Park et Shin (2013), des *niveaux* de revenu plus élevés et d'autres facteurs intérieurs sociaux et institutionnels déterminent largement la part de la consommation de biens durables (et de services) lorsque la demande augmente au profit des produits de base de qualité. De telles prévisions des déterminants de la demande intérieure semblent

⁵L'analyse financière (Goldman Sachs, 2013b) corrobore cette conclusion : la demande augmente pour les biens durables à intensité de métaux de qualité (automobiles et lave-vaisselles, par exemple) ainsi que les biens non durables haut de gamme (aliments riches en protéines) et les services (tourisme et assurance).

⁶Même période et groupe d'économies; sur la base de deux régressions par les moindres carrés généralisés avec des facteurs indépendants et des erreurs types robustes : une pour les déterminants du ratio consommation privée/PIB, l'autre pour la part de biens durables dans la consommation. Il est constaté que les facteurs intérieurs suivants sont statistiquement significatifs : répression ou libéralisation financière, crédit aux entreprises d'État, frais privés de santé et d'éducation remboursables (Barnett et Brooks, 2010) et démographie. Curieusement, les conditions de financement étranger et le patrimoine des ménages (prix du logement, par exemple) ne sont pas statistiquement significatifs.

concorde avec la composition changeante des produits de base et les comportements de dépenses observés en Chine : préférence pour les produits de base et les biens durables de qualité depuis 2012, moindre demande de produits de base de qualité inférieure et ralentissement des investissements d'infrastructure durant 2013, signes d'un rééquilibrage de la demande. La mise en œuvre des réformes envisagées dont il a été rendu compte au troisième plénum du 18^e comité central — et plus particulièrement l'élimination des subventions des facteurs et du crédit administré — devrait accroître le revenu du travail privé et favoriser un nouveau rééquilibrage.

Des répercussions positives devraient se faire sentir pour les exportateurs de produits de base de qualité inférieure et supérieure dès lors que la consommation de produits de base suivra les relations prévues. Le rééquilibrage n'indique pas que le niveau de la consommation de produits de base de la Chine atteindra un sommet, du moins pas avant que le revenu par habitant du pays ne double. La consommation de produits de base (à l'échelle du monde et de la Chine) devrait augmenter et continuer à évoluer graduellement vers les produits alimentaires et les métaux de bonne qualité ainsi que les combustibles plus propres. Toutefois, les exportateurs de produits de première nécessité (comme le riz, le cuivre, le minerai de fer et, plus tard, le charbon) devraient s'attendre à ce que la demande de la Chine progresse plus lentement du fait qu'elle s'oriente davantage vers d'autres produits de base, avec des retombées positives toujours plus nombreuses pour les exportateurs.

Encadré 1.3. Ancrage des anticipations d'inflation lorsque l'inflation est inférieure à l'objectif

Les conditions financières pourraient-elles se resserrer subitement dans les grandes économies avancées? La question se pose parce que l'inflation sous-jacente reste en deçà de l'objectif dans la zone euro, au Japon et aux États-Unis. Au Japon, où cette situation se prolonge plus qu'ailleurs, la déflation est désormais profondément ancrée. Parallèlement, dans la zone euro et aux États-Unis, le repli de l'inflation en deçà de son objectif a déjà tiré à la baisse les anticipations d'inflation à court terme. Si les anticipations à plus long terme commencent elles aussi à s'orienter à la baisse, cela pourrait être lourd de conséquences. Les banques centrales pourraient peiner à assouplir les conditions monétaires, les taux d'intérêt nominaux étant de fait au plancher zéro. Dans ce cas, les taux d'intérêt réels (basés sur l'inflation attendue à long terme) augmenteraient, ce qui entraînerait un durcissement des conditions financières et menacerait les reprises encore fragiles.

Le présent encadré considère les façons dont les banques centrales peuvent éviter un désancrage des anticipations à long terme. Il s'intéresse pour cela à trois pays qui ont une solide expérience du ciblage de l'inflation (Canada, République tchèque, Norvège) et à trois grandes économies avancées qui ont adopté des objectifs d'inflation chiffrés (zone euro, Japon, États-Unis), pour voir quels enseignements il est possible d'en tirer¹. Tout d'abord, il convient de rappeler qu'il ne suffit pas de garder les anticipations d'inflation à long terme ancrées à des niveaux positifs pour éliminer le risque d'une inflation excessivement faible : au Japon, les anticipations d'inflation sont restées positives pendant des années, même lorsque l'économie a glissé dans la déflation (graphique 1.3.1).

Inflation et anticipations à court terme

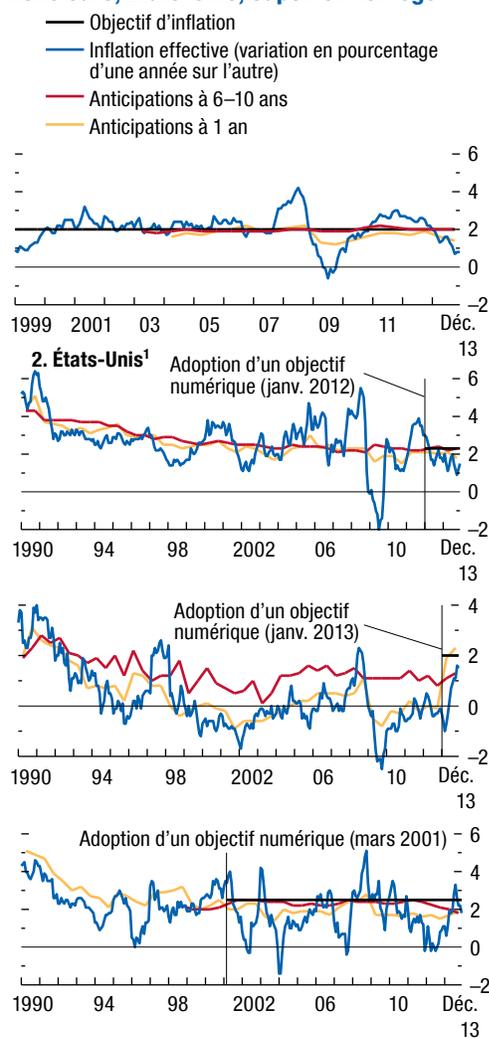
Un bas niveau d'inflation exerce déjà des pressions à la baisse sur les anticipations à court terme. L'enquête de Consensus Economics auprès des prévisionnistes professionnels présente le problème : les projections d'inflation pour 2014–15 sont de fait inférieures à l'objectif dans les six économies susmentionnées (tableau 1.3.1)². Elles

Les auteurs de l'encadré sont Ali Alich, Joshua Felman, Emilio Fernandez Corugedo, Douglas Laxton et Jean-Marc Natal.

¹Le Canada et la Norvège illustrent combien il est difficile d'équilibrer des objectifs contradictoires; la République tchèque souligne l'importance d'avoir d'autres instruments à sa disposition pour stimuler les anticipations d'inflation quand le taux directeur est au plancher zéro.

²Consensus Economics mène une enquête mensuelle sur l'inflation attendue des prix à la consommation pour l'exercice en cours (2014) et le suivant (2015) et une enquête semestrielle (avril et octobre) de l'inflation attendue à plus long terme. Les anticipations d'inflation pour le Japon en 2014 reflètent un important effet passager d'un relèvement de la TVA prévue en avril. Les mesures d'inflation sous-jacente hors effets de TVA seraient nettement inférieures à l'objectif de 2 %.

Graphique 1.3.1. Anticipations d'inflation : zone euro, États-Unis, Japon et Norvège



Sources : Consensus Economics; calculs des services du FMI.

¹L'objectif implicite d'inflation IPC est estimé à environ 0,3 point de pourcentage au-dessus de l'objectif officiel d'inflation mesurée par le déflateur des dépenses de consommation des ménages de la Réserve fédérale, qui est de 2,0 %. Cette estimation repose sur la différence de prévisions à long terme de l'indice des prix à la consommation et du déflateur des dépenses de consommation des ménages de l'enquête de la Banque de Réserve fédérale de Philadelphie auprès des prévisionnistes professionnels.

²L'objectif d'inflation numérique a été annoncé en décembre 2012; il a été mis en œuvre en janvier 2013.

³En octobre 2013, le gouvernement japonais a annoncé que le taux de la taxe à la valeur ajoutée serait relevé de 3 points de pourcentage, avec effet à compter d'avril 2014. Cette annonce a entraîné une forte hausse des anticipations d'inflation à court terme.

Encadré 1.3 (suite)

Tableau 1.3.1. Anticipations consensuelles d'inflation IPC¹
(En pourcentage)

	2014	2015	2016	Objectif d'inflation	Publication d'une trajectoire de taux concordant avec la politique?
Zone euro	1,1 (-0,3)	1,4 (-0,2)	1,8	2,0 ²	Non
Espagne	0,7 (-0,6)	1,3 (-0,3)	1,7	...	...
Italie	1,1 (-0,5)	1,3 (-0,4)	1,6	...	...
France	1,2 (-0,3)	1,4 (-0,2)	1,7	...	...
Allemagne	1,6 (-0,3)	2,0 (-0,1)	2,1	...	...
Japon	2,3 (0,0)	1,6 (+0,3)	1,4	2,0	Non
États-Unis	1,6 (-0,2)	1,9 (-0,2)	2,3	2,3 ³	Oui ⁴
Canada	1,5 (-0,3)	1,9 (-0,1)	2,0	2,0	Non, simple description par écrit
Suède	0,9 (-0,4)	2,0 (-0,1)	2,2	2,0	Oui
Norvège	2,0 (+0,1)	2,1 (0,0)	2,0	2,5	Oui
République tchèque	1,3 (-0,3)	2,2 (+0,4)	2,0	2,0	Oui
Nouvelle-Zélande	2,0 (0,0)	2,3 (-0,1)	2,4	1,0-3,0	Oui
Royaume-Uni	2,3 (-0,2)	2,3 (-0,3)	2,8	2,0	Non

Sources : Banque d'Angleterre (2012) ; Consensus Economics ; sites Internet des banques centrales ; et compilation par les services du FMI.

¹Les données pour 2014-15 sont tirées d'une enquête de janvier 2014 de Consensus Economics (tout écart par rapport à l'enquête de référence d'octobre 2013 est indiqué entre parenthèses). Les données portant sur 2016 sont tirées d'une enquête de référence d'octobre 2013 de Consensus Economics.

²L'objectif officiel de la Banque centrale européenne est «tout juste inférieur à 2,0 %».

³L'objectif implicite d'inflation IPC est estimé par les services du FMI à environ 0,3 point de pourcentage au-dessus de l'objectif officiel d'inflation mesurée par le déflateur des dépenses de consommation des ménages de la Réserve fédérale, qui est de 2,0 %. Cette estimation repose sur la différence de prévisions à long terme de l'indice des prix à la consommation et du déflateur des dépenses de consommation des ménages de l'enquête de la Banque de Réserve fédérale de Philadelphie auprès des prévisionnistes professionnels.

⁴Aux États-Unis, les trajectoires de taux d'intérêt sont communiquées par les participants à la réunion du Comité fédéral de l'open-market.

augmentent avec le temps, mais, selon les prévisions, même d'ici 2016, elles devraient rester inférieures à l'objectif dans la zone euro, au Japon et en Norvège.

Cadres de politique monétaire et anticipations à long terme

Quels sont les risques que le recul des anticipations à court terme se répercute sur les anticipations à long terme? Certaines sources montrent que la réponse à cette question dépend du cadre de politique monétaire. Le graphique 1.3.1 donne une estimation des anticipations d'inflation à long terme (à horizon 6 à 10 ans) pour la zone euro, le Japon, la Norvège et les États-Unis. Dans la période qui précède l'adoption par le Japon et les États-Unis d'objectifs d'inflation chiffrés, les anticipations à long terme ont eu tendance à suivre les anticipations à court terme et l'inflation constatée (aux États-Unis, tout simplement parce que l'inflation revenait à des niveaux conformes à son objectif à long terme). Le Canada a, quant à lui, établi son objectif d'inflation de 2 % à horizon beaucoup plus rapproché, et les anticipations sont devenues fermement ancrées à l'objectif, malgré des fluctuations à court terme (tableau 1.3.1)³.

³De la même manière, Capistrán et Ramos-Francia (2010) constatent que la dispersion des anticipations d'inflation à court et moyen terme est moins marquée dans les pays à objectif d'inflation.

Cela n'est pas un hasard. Une fois que les banques centrales adoptent des objectifs chiffrés, elles consacrent des ressources considérables à garantir l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme. Elles utilisent leurs prévisions d'inflation pour orienter la politique monétaire, estimant la trajectoire du taux directeur endogène qui devrait ramener l'inflation à l'objectif. La plupart publient en outre des informations sur leurs prévisions pour fournir des orientations prospectives au public⁴. Elles peuvent ainsi s'assurer que leur action est compatible — et vue comme étant compatible — avec la volonté de ramener, à terme, l'inflation à son objectif.

Conduite de la politique monétaire depuis la crise financière mondiale

Immédiatement après la crise financière mondiale, les grandes économies avancées se sont trouvées face à un dilemme. Elles ont dû prendre des mesures de relance massives pour soutenir l'économie réelle à court terme tout en maintenant l'ancrage des anticipations d'inflation

⁴La Banque nationale tchèque et la Norges Bank publient une trajectoire du taux directeur conforme à un retour de l'inflation à l'objectif, alors que la Banque du Canada décrit simplement dans une communication les hypothèses fondamentales de ses prévisions de référence. La Banque nationale tchèque et la Norges Bank montrent clairement que les prévisions sont un élément important qui entre dans l'élaboration de la politique monétaire, mais pas le seul.

Encadré 1.3 (fin)

à long terme. Elles ont en outre réalisé que ces objectifs pouvaient être réalisés dans un cadre monétaire plus transparent, axé sur des anticipations à long terme, en dépit de fluctuations d'inflation à court terme⁵. Ainsi, la Réserve fédérale et la Banque du Japon ont adopté des objectifs d'inflation chiffrés en 2012.

Depuis la crise financière, cependant, il s'avère difficile de maintenir l'ancrage des anticipations à long terme. Le Canada, la République tchèque et la Norvège ont été parmi les premiers à adopter l'objectif d'inflation et ont depuis relativement longtemps l'habitude de communiquer la politique monétaire dans ce contexte⁶. Pourtant, en Norvège, les anticipations d'inflation à long terme ont plutôt tendance à diminuer.

Cela tient en partie à ce que la Norges Bank a dû concilier ses objectifs d'inflation et de stabilité financière. Depuis un certain temps, la banque centrale craint que le crédit (aux ménages surtout) augmente trop rapidement et que des déséquilibres financiers s'accumulent. C'est pourquoi, elle a jusqu'ici maintenu — et devrait continuer de maintenir — ses taux directeurs au-dessus des niveaux nécessaires pour ramener l'inflation à son objectif. C'est pourquoi les anticipations d'inflation à long terme sont passées en dessous de l'objectif.

La Banque du Canada est en outre préoccupée par l'accroissement de l'endettement des ménages, qui est peut-être la raison pour laquelle l'inflation ne devrait revenir à son objectif qu'en 2016. Pour l'heure, les anticipations à long terme semblent bien ancrées. Comment une telle différence s'explique-t-elle? Les antécédents solides du Canada dans le domaine de la maîtrise de l'inflation y sont peut-être pour quelque chose. Le Canada, qui est un des premiers pays à cibler l'inflation, a adopté un dispositif complet d'objectif d'inflation une décennie avant la Norges Bank. Il a donc acquis une grande crédibilité.

Par ailleurs, l'expérience de la République tchèque illustre les avantages d'avoir des moyens d'intervention supplémentaires à sa disposition lorsque le taux directeur touche le plancher zéro. Du fait que la République tchèque est une petite économie ouverte, le taux de change est un outil puissant d'action sur les prix et, comme le taux de change de la couronne était surévalué,

⁵Sur la base de données publiées avant la crise financière mondiale, Levin, Natalucci et Piger (2004) et l'encadré 4.2 des *Perspectives économiques mondiales* de septembre 2005 montrent que les anticipations d'inflation à long terme étaient bien mieux ancrées dans les pays à objectif d'inflation.

⁶Le Canada était le premier pays du Groupe des Sept à adopter un objectif d'inflation, en 1991, et a désormais plus de vingt ans d'expérience en la matière. La République tchèque et la Norvège ont adopté le ciblage d'inflation respectivement en 1997 et 2001.

les interventions de change ont été jugées appropriées⁷. La banque centrale est donc intervenue, accompagnant ses décisions d'une communication claire, et a ainsi relevé les anticipations d'inflation à court terme tout en maintenant les anticipations à long terme proches de l'objectif.

Conclusions

Quelles conclusions peut-on tirer de ces expériences? Une première leçon est qu'un cadre de politique monétaire soutenu par des objectifs d'inflation chiffrés (comme le ciblage d'inflation) peut contribuer à éviter qu'un recul des anticipations d'inflation à court terme se traduise par un recul des anticipations à long terme.

Il y a des limites à ce que les cadres peuvent accomplir cependant. Une deuxième leçon est que la mise en œuvre est également un aspect essentiel — et difficile lorsque les banques centrales se trouvent face à des objectifs contradictoires. Une stratégie peut être d'affecter des outils macroprudentiels pour réaliser les objectifs de stabilité financière. Lorsqu'il y a lieu de renforcer ces outils par une orientation monétaire plus stricte que prévu, la banque centrale devra expliquer comment une telle mesure stabilisera l'économie à plus long terme et permettra, au final, de réaliser l'objectif d'inflation.

Une troisième leçon est que les banques centrales ont besoin d'outils appropriés. Les taux directeurs avoisinent zéro dans de nombreux pays, une situation qui est aussi problématique. Rares sont les cas, comme en République tchèque, où les interventions de change conviendraient; un recours généralisé à cet outil pourrait avoir de vastes conséquences et nuire au système international. Il reste d'autres mesures monétaires non conventionnelles. Si ces mesures peuvent avoir des coûts à long terme, elles ont aussi permis d'éviter une autre grande dépression depuis la crise financière mondiale.

Enfin, pour utiliser ces outils, les banques centrales devront bénéficier de l'indépendance opérationnelle, qui a été un pilier essentiel de la maîtrise de l'inflation ces deux dernières décennies. L'évolution récente dans ce domaine n'a rien de rassurant. La possibilité d'une intervention exceptionnelle — dont l'achat d'une vaste gamme d'actifs du secteur privé ou public — ne doit pas être limitée par des considérations politiques.

Au final, pour garder les anticipations bien ancrées, les banques centrales doivent non seulement tenir de beaux discours. Elles doivent aussi être à même de joindre le geste à la parole.

⁷Pour une analyse du niveau de taux de change de la République tchèque, voir l'encadré 3.1 des *Perspectives économiques mondiales* d'avril 2013.

Encadré 1.4. Régimes de change et susceptibilité aux crises des pays émergents

Le choix du régime de change est un problème récurrent auquel les pays émergents sont confrontés. Jusqu'à récemment, il était d'usage, surtout après les crises des pays émergents de la fin des années 90, de faire une recommandation bipolaire : les pays devaient choisir entre flottement libre et parité fixe (union monétaire, dollarisation, caisse d'émission). La logique était que les régimes intermédiaires (régimes conventionnels, bandes horizontales, régimes de parité glissante, régime de flottement dirigé) rendaient les pays plus susceptibles aux crises. Cela dit, l'expérience de certaines économies d'Europe émergente et de la zone euro durant la crise financière mondiale montre qu'un régime de parité fixe peut rendre un pays davantage sujet à un recul de la croissance et à une douloureuse inversion du solde courant, auquel cas la sécurité conférée par la parité fixe est peut-être une illusion.

Les régimes de flottement libre sont eux aussi un peu obscurs. Une question qu'on néglige souvent est de savoir ce que constitue un flottement «prudent», ou comment faire la distinction entre un régime de change flottant et un régime de change intermédiaire plus risqué. Bien qu'une intervention épisodique en période de turbulences des marchés ou lors d'événements extrêmes ne transforme pas un régime flottant en un régime intermédiaire, il reste à savoir quel degré de contrôle du taux de change est jugé excessif.

Régimes en évolution

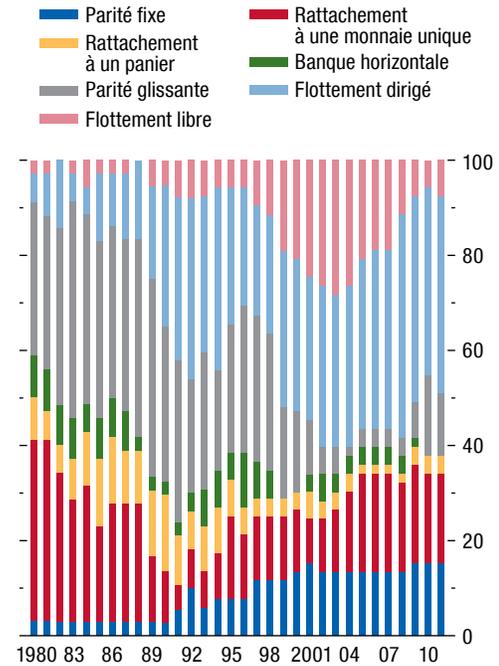
Ces questions présentent manifestement un intérêt pour la politique monétaire, étant donné qu'un nombre croissant de banques centrales des pays émergents délaissent les régimes de flottement libre au profit de régimes de flottement dirigé *de facto*, définis comme des régimes dans lesquels la banque centrale influence les variations de change au travers de la formulation de sa stratégie sans cibler (du moins explicitement) une parité particulière¹. En fait, sur la base de la classification *de*

L'auteur de cet encadré est Mahvash Qureshi; il s'est inspiré de Ghosh, Ostry et Qureshi (2014).

¹Ces régimes s'opposent aux régimes de flottement libre (indépendant) dans lesquels le taux de change est en grande partie déterminé par le marché. Les diverses classifications *de facto* des régimes de change utilisent généralement des critères d'identification différents. Par exemple, la classification du FMI allie des informations sur la volatilité effective des taux de change et la politique d'intervention d'une banque centrale à un jugement qualitatif établi sur la base d'une analyse de l'équipe pays du FMI; la classification de Reinhart et Rogoff (2004) tient compte de la volatilité et de l'existence de taux de change de marchés parallèles; Levy-Yeyati et Sturzenegger (2005) tient compte de la volatilité du taux de change nominal et de celle des réserves internationales.

Graphique 1.4.1. Régimes de change des pays émergents, 1980–2011

(En pourcentage)



Source : calculs des services du FMI.

Note : sur la base de la classification *de facto* des régimes de change tirée du Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change du FMI. Les régimes à parité fixe incluent la dollarisation, les unions monétaires et les caisses d'émission.

facto du FMI, on observe environ depuis 2004 (graphique 1.4.1) une inversion de la tendance à abandonner les régimes intermédiaires principalement en faveur du flottement libre (tendance apparue immédiatement après la crise asiatique de la fin des années 90). Depuis cette inversion, la part des régimes intermédiaires dans les pays émergents s'est accrue (les régimes de flottement dirigé étant la catégorie la plus importante).

Qu'est-ce qui explique cette tendance à contrôler davantage le taux de change? Dans la période précédant la crise financière mondiale, elle était sans doute motivée par les flux massifs de capitaux dans les pays émergents, qui ont suscité des préoccupations concernant la compétitivité à l'exportation et incité à limiter l'appréciation de la monnaie. Pendant la crise, cependant, à l'heure où ces écono-

Encadré 1.4 (suite)

mies étaient confrontées à un net recul des entrées de capitaux (et, dans certains cas, à des sorties plus importantes encore), les interventions avaient pour but de soutenir la monnaie. Par la suite, le va et vient de capitaux en direction ou en provenance des pays émergents a suscité des préoccupations portant alternativement sur l'appréciation et la dépréciation des monnaies, mais aussi, dans l'un et l'autre cas, des préoccupations quant à la volatilité du taux de change, d'où le désir de le contrôler.

Régimes, vulnérabilités et susceptibilité aux crises

Selon une analyse empirique des vulnérabilités et des risques de crises d'un échantillon de 50 pays émergents ayant adopté divers régimes de change, sur la période 1980–2011, les fragilités macroéconomiques et financières (comme la surévaluation de la monnaie, un ajustement extérieur retardé, une expansion rapide du crédit, des emprunts étrangers excessifs et des prêts en monnaie nationale libellés en devises) sont généralement beaucoup plus importantes dans les pays à régime moins flexible — y compris le régime de parité fixe — que dans les pays à régime de flottement dirigé et libre. Bien que n'étant pas particulièrement sujets aux crises bancaires ou monétaires, les pays à régime de parité fixe sont beaucoup plus sujets à un effondrement de la croissance que les pays à régime de flottement.

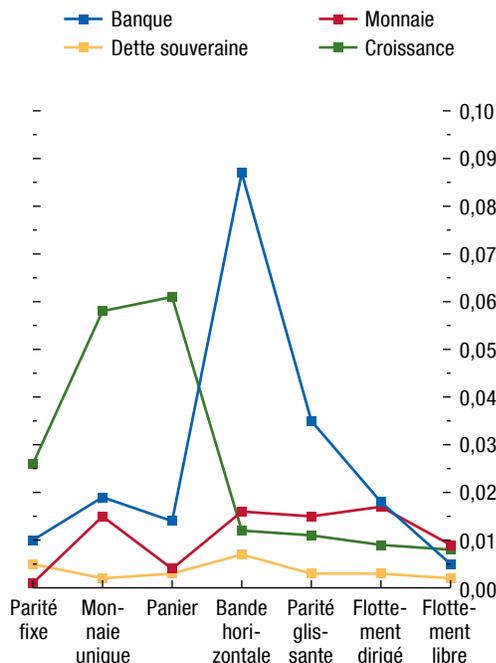
Dans l'ensemble, les pays à régime intermédiaire sont le plus sujets aux crises, mais les régimes de flottement dirigé se comportent beaucoup plus comme de purs régimes de flottement, avec des risques sensiblement plus faibles et moins de crises (graphique 1.4.2). Une expansion excessive du crédit, une surévaluation des taux de change réels, les engagements en devises des banques et un ample déficit courant comptent parmi les facteurs associés à une probabilité nettement plus élevée de crises bancaires et monétaires, alors qu'un volume accru de réserves de change a l'effet inverse. Un alourdissement de la dette extérieure accroît aussi sensiblement la probabilité de crise bancaire et de la dette souveraine, même si l'association se réduit quand les engagements en devises des banques et le solde budgétaire sont intégrés dans le modèle.

Où placer la ligne de démarcation?

Les pays à régime de change moins flexibles sont davantage sujets à divers types de crise, mais comment les régimes de flottement dirigé « sûrs » se différencient-ils des régimes intermédiaires « à risque »²? Pour mieux

² Il s'agit là d'une question pertinente, parce que les classifications existantes des régimes de change donnent souvent des informations différentes sur le régime d'un pays, et les différences sont les plus prononcées dans la catégorie des régimes intermédiaires.

Graphique 1.4.2. Probabilité de crise dans les pays émergents, 1980–2011



Source : calculs des services du FMI.

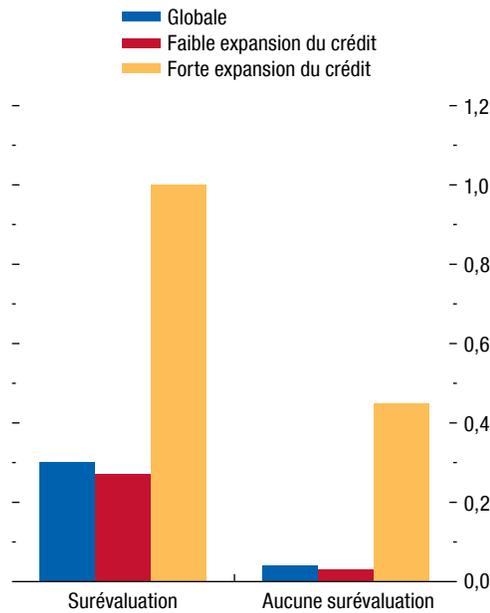
Note : Les prévisions de probabilités sont établies à partir d'un modèle de probabilité de crise (méthode des probits) évalué à des valeurs moyennes de variables de contrôle. Pour des informations plus détaillées sur les variables de contrôle figurant dans chaque estimation de probabilité de crise et pour la définition des variables de crise, voir Ghosh, Ostry et Qureshi (2014).

éclaircir ce que constitue un contrôle plus risqué du taux de change, on utilise une méthodologie qui définit la susceptibilité aux crises des pays à régime de change intermédiaire en fonction de divers facteurs (flexibilité du taux de change, degré d'intervention sur les changes, surévaluation du taux de change réel et risques pour la stabilité financière) tout en tenant compte des seuils arbitraires et des effets interactifs parmi ces facteurs³. Il en

³ Une analyse arborescente récurrente binaire est réalisée à cet effet. Un arbre récurrent binaire est une série de règles visant à prévoir une variable binaire (par exemple, crise ou absence de crise) sur la base de plusieurs variables explicatives de sorte qu'à chaque niveau, l'échantillon est divisé en deux groupes selon une certaine valeur de seuil d'une des variables explicatives. La valeur de seuil, pour sa part, est celle qui fait le mieux la distinction entre observations de crise et d'absence de crise sur la base d'un certain critère (réduire au minimum la somme des erreurs de type I et de type II, par exemple).

Encadré 1.4 (fin)

Graphique 1.4.3. Probabilité de crise bancaire ou monétaire



Source : calculs des services du FMI.

Note : Les résultats sont obtenus à partir d'une analyse arborescente réursive binaire. Une surévaluation désigne un écart du taux de change effectif réel par rapport à sa tendance supérieur à 5 %. Une forte (faible) expansion du crédit est une variation cumulée du ratio crédit intérieur au secteur privé/PIB de plus (moins) de 30 points de pourcentage sur trois ans.

ressort qu'il n'y a pas de simple délimitation (sur la base de la flexibilité du taux de change, par exemple) entre régimes de change intermédiaires sûrs et à risque. C'est une conjonction complexe de facteurs qui détermine si un régime intermédiaire est sûr ou à risque. Parmi ces facteurs figurent les vulnérabilités financières, la flexibi-

lité du taux de change, le degré d'intervention et surtout, le fait de savoir si la monnaie est surévaluée. Ainsi, bien que la probabilité d'une crise bancaire ou monétaire soit environ sept fois plus élevée lorsque le taux de change réel est surévalué, dans les deux cas de figure, une telle possibilité est beaucoup plus grande en cas d'expansion rapide du crédit intérieur (graphique 1.4.3). En outre, si le taux de change réel est surévalué, l'intervention visant à prévenir une surévaluation plus importante peut réduire le risque de crise, alors qu'une intervention visant à défendre un taux de change surévalué rend le régime plus vulnérable.

Les résultats de l'analyse sont au nombre de trois. Premièrement, si les pays à régime de parité fixe ont moins de crises bancaires et monétaires que ceux qui adoptent la plupart des autres régimes, ils sont plus sujets à un effondrement de la croissance, car leur régime entrave l'ajustement externe et fait qu'ils peinent davantage à retrouver leur compétitivité après un choc négatif. Deuxièmement, si les pays à régime de flottement pur sont les moins susceptibles aux crises, la plupart des banques centrales des pays émergents préfèrent avoir un certain degré de contrôle de leur taux de change, sans doute en raison de préoccupations liées à la compétitivité ou aux effets sur le bilan d'une forte dépréciation. Troisièmement, une fois qu'une banque centrale a choisi d'administrer la monnaie, il ne suffit pas toujours de simplement recommander de rendre le taux de change aussi flexible que possible et de réduire ses interventions pour prévenir une crise; ce qui fait qu'un régime de flottement dirigé est sûr ou à risque est un ensemble complexe de facteurs. Il faut notamment se demander si la banque centrale protège une monnaie surévaluée ou si elle intervient pour éviter qu'elle soit encore plus surévaluée et si elle dispose d'autres instruments (mesures macroprudentielles ou contrôles sur les mouvements de capitaux) pour atténuer les risques pour la stabilité financière.

Bibliographie

- Agence internationale de l'énergie (AIE), 2013, "Coal Market Outlook," in *World Energy Outlook* (Paris).
- Ahuja, Ashvin, and Malhar Nabar, 2012, "Investment-Led Growth in China: Global Spillovers," IMF Working Paper No. 12/267 (Washington: International Monetary Fund).
- Alquist, Ron, Lutz Kilian, and Robert J. Vigfusson, 2013, "Forecasting the Price of Oil," in *Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 2, ed. by Graham Elliott and Allan Timmermann (Amsterdam: North Holland), p. 427–508.
- Bank of England, 2012, *State of the Art of Inflation Targeting*, Centre for Central Banking Studies Handbook No. 29 (London).
- Barnett, Steven, and Ray Brooks, 2010, "China: Does Government Health and Education Spending Boost Consumption?" IMF Working Paper No. 10/16 (Washington: International Monetary Fund).
- Bassett, William F., Mary B. Chosak, John C. Driscoll, and Egon Zakrajsek, forthcoming, "Changes in Bank Lending Standards and the Macroeconomy," *Journal of Monetary Economics*.
- Bates, John M., and Clive W.J. Granger, 1969, "The Combination of Forecasts," *Journal of the Operational Research Society*, Vol. 20, No. 4, p. 451–68, doi:10.1057/jors.1969.103.
- Baumeister, Christiane, and Lutz Kilian, 2013a, "Forecasting the Real Price of Oil in a Changing World: A Forecast Combination Approach," CEPR Discussion Paper No. 9569 (London: Centre for Economic Policy Research).
- , 2013b, "What Central Bankers Need to Know about Forecasting Oil Prices," Working Paper No. 2013-15 (Ottawa, Ontario: Bank of Canada).
- , and Xiaoqing Zhou, 2013, "Are Product Spreads Useful for Forecasting? An Empirical Evaluation of the Verleger Hypothesis," Working Paper No. 2013-25 (Ottawa, Ontario: Bank of Canada).
- Beckers, Benjamin, and Samya Beidas-Strom, forthcoming, "Forecasting the Price of Oil: Can a Global Oil Market VAR Beat the Futures Forecast?" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Beidas-Strom, Samya, forthcoming, "Is China's Spending Pattern Shifting away from Commodities?" IMF Working Paper (International Monetary Fund: Washington).
- , and Andrea Pescatori, forthcoming, "Oil Price Volatility and the Role of Speculation," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Capistrán, Carlos, and Manuel Ramos-Francia, 2010, "Does Inflation Targeting Affect the Dispersion of Inflation Expectations?" *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42, No. 1, p. 113–34.
- Chen, Yu-Chin, Kenneth S. Rogoff, and Barbara Rossi, 2010, "Can Exchange Rates Forecast Commodity Prices?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, No. 3, p. 1145–94.
- Chinn, Menzie D., and Olivier Coibion, 2013, "The Predictive Content of Commodity Futures," *Journal of Futures Markets*, early view (online version of record), doi: 10.1002/fut.21615.
- de Bondt, Gabe, Angela Maddaloni, José-Luis Peydró, and Silvia Scovel, 2010, "The Euro Area Bank Lending Survey Matters: Empirical Evidence for Credit and Output Growth," Working Paper No. 1160 (Frankfurt: European Central Bank).
- Deaton, Angus, and Guy Laroque, 1996, "Competitive Storage and Commodity Price Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 104, No. 5, p. 896–923.
- Decressin, Jorg, and Douglas Laxton, 2009, "Gauging Risks for Deflation," IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Deutsche Bank, 2013, "Commodity Themes in 2014," Deutsche Bank Markets Research, Special Report, December 10.
- Diebold, Francis X., and Peter Pauly, 1987, "Structural Change and the Combination of Forecasts," *Journal of Forecasting*, Vol. 6, No. 1, p. 21–40.
- Dollar, David, 2013, "China's Rebalancing: Lessons from East Asian Economic History," John L. Thornton China Center Working Paper (Washington: Brookings Institution).
- Eichengreen, Barry, Donghyun Park, and Kwanho Shin, 2013, "Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-Income Trap," NBER Working Paper No. 18673 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Fonds monétaire international (FMI), 2011, *G-20, People's Republic of China Sustainability Report* (Washington).
- , 2013a, *G-20, People's Republic of China Sustainability Update* (Washington: International Monetary Fund).
- , 2013b, *2013 Pilot External Sector Report* (Washington).
- , 2013c, *2013 Spillover Report* (Washington).
- Keynes, John M., 1930, *A Treatise on Money* (New York: Harcourt, Brace).
- Ghosh, Atish, Jonathan Ostry, and Mahvash Qureshi, 2014, "Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment," IMF Working Paper No. 14/11 (Washington: International Monetary Fund).
- Goldman Sachs, 2013a, "Changing China," *Top of Mind* Special Issue, December 5.
- , 2013b, "What the World Wants," *Economic Research*, Global Economics Paper No. 220, September 9.
- Guo, Kai, and Papa N'Diaye, 2010, "Determinants of China's Private Consumption: An International Perspective," IMF Working Paper No. 10/93 (Washington: International Monetary Fund).
- Hotelling, Harold, 1931, "The Economics of Exhaustible Resources," *Journal of Political Economy*, Vol. 39, No. 2, p. 137–75.
- Hubbard, Paul, Samuel Hurlley, and Dhruv Sharma, 2012, "The Familiar Pattern of Chinese Consumption Growth," *Economic Roundup*, No. 4, p. 63–78. www.treasury.gov.au/-/media/Treasury/Publications%20and%20Media/Publications/2012/roundup-04/downloads/pdf/Economic-Roundup-4-article3.ashx.

- Kilian, Lutz, 2009, “Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market,” *American Economic Review*, Vol. 99, No. 3, p. 1053–69.
- Kumar, Manmohan S., 2003, *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, 2012, “Access to Credit, Debt Overhang, and Economic Recovery: The Irish Case,” Section II in *Ireland: Selected Issues*, IMF Country Report No. 12/265, p. 11–26 (Washington: International Monetary Fund).
- Levin, Andrew, Fabio Natalucci, and Jeremy Piger, 2004, “The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 86, No. 4, p. 51–80.
- Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, 2005, “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words,” *European Economic Review*, Vol. 49, No. 6, p. 1603–35.
- Lown, Cara, and Donald P. Morgan, 2006, “The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 38, No. 6, p. 1575–97.
- McKinsey Global Institute, 2013, “Resource Revolution: Tracking Global Commodity Markets” (Seoul, San Francisco, London, Washington).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, and Marcos Chamon, 2012, “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies,” IMF Staff Discussion Note No. 12/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Reeve, Trevor A., and Robert J. Vigfusson, 2011, “Evaluating the Forecasting Performance of Commodity Futures Prices,” *International Finance Discussion Paper No. 1025* (Washington: Federal Reserve Board).
- Reichsfeld, David A., and Shaun K. Roache, 2011, “Do Commodity Futures Help Forecast Spot Prices?” IMF Working Paper No. 11/254 (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2004, “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No. 1, p. 1–48.
- Roache, Shaun, 2012, “China’s Impact on World Commodity Markets,” IMF Working Paper No. 12/115 (Washington: International Monetary Fund).
- Stock, James H., and Mark W. Watson, 2004, “Combination Forecasts of Output Growth in a Seven-Country Data Set,” *Journal of Forecasting*, Vol. 23, No. 6, p. 405–30.

La reprise mondiale devrait se raffermir, grâce à l'élan imprimé par les pays avancés. La croissance des pays émergents et des pays en développement devrait reprendre lentement. Les risques auxquels est exposée la croissance mondiale se sont, dans l'ensemble, atténués grâce, essentiellement, à l'amélioration des perspectives des pays avancés. D'importants risques baissiers persistent néanmoins — notamment un ralentissement encore plus marqué et généralisé dans les pays émergents; les risques posés à l'activité économique par des taux d'inflation moins élevés que prévu dans les pays avancés; des réformes incomplètes et la montée de tensions géopolitiques.

La croissance a fait un bond de 1,3 point de pourcentage au deuxième semestre de 2013 dans les pays avancés, et elle devrait encore se raffermir en 2014–15. Elle est appuyée par la politique monétaire, la réduction du frein fiscal (sauf au Japon) et l'atténuation des répercussions des crises grâce à l'amélioration des conditions financières dans les économies touchées. Selon les projections, la croissance restera faible et fragile dans les pays en difficulté de la zone euro, car l'ampleur de la dette et la fragmentation financière continueront de peser sur la demande intérieure. Au Japon, le rééquilibrage des finances publiques opéré en 2014–15 devrait quelque peu freiner la croissance. Les écarts conjoncturels de production, qui restent importants dans les pays avancés, mettent en relief le caractère encore fragile de la reprise.

La croissance ne s'est toutefois que légèrement accélérée dans les pays émergents et dans les pays en développement au second semestre de 2013 — pour passer de 4,6 % au premier semestre de 2013 à 5,2 % au deuxième semestre — bien qu'elle ait continué de contribuer pour une grande partie à la croissance mondiale. La croissance n'a toutefois été robuste ou n'a pris de la vitesse qu'en Asie et en Afrique subsaharienne, la plupart des autres régions n'affichant que des taux de croissance réels en baisse ou peu élevés. Cette évolution s'est produite malgré l'élan généralement positif imprimé par les exportations, qui ont bénéficié de dépréciations monétaires et du raffermissement de la reprise dans les pays avancés de nombreuses régions, et malgré la robustesse de la consommation qui a soutenu la demande intérieure. La révision à la baisse des taux de croissance

d'un petit nombre de grands pays émergents (comme l'Afrique du Sud, le Brésil, la Russie et la Turquie) due aux carences de la politique intérieure, au durcissement des conditions financières intérieures et extérieures ou à l'existence de contraintes au niveau des investissements et de l'offre, est préoccupante. La reprise devrait donc être modeste cette année dans les pays émergents et dans les pays en développement (graphique 2.1, page 1).

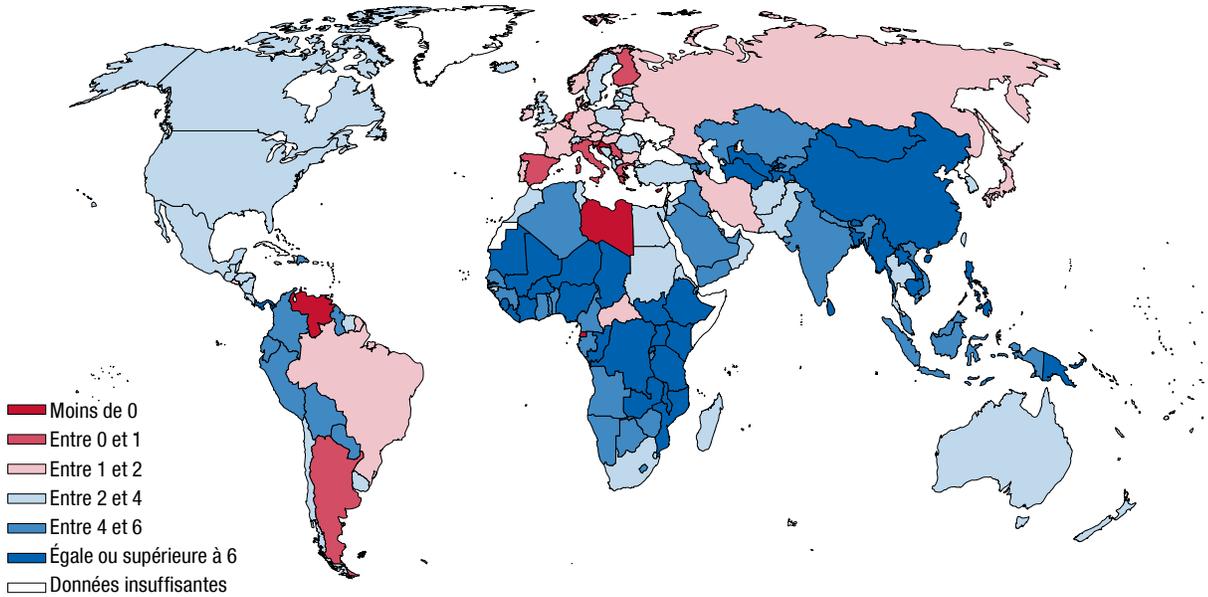
Les risques de ralentissement de la croissance mondiale persistent. Ces risques sont principalement liés à la possibilité d'un regain de volatilité sur les marchés financiers, en particulier dans les pays émergents. Si ce risque se concrétise, les entrées de capitaux dans les pays émergents et dans les pays en développement diminueront probablement, et la croissance dans ces pays sera inférieure à la référence — ce qui aura des répercussions sur les pays avancés, comme expliqué dans le Dossier spécial sur les effets de contagion présenté dans ce chapitre. L'impact d'un ralentissement plus prolongé des économies des pays émergents par suite d'une contraction des investissements — scénario présenté de manière détaillée dans le chapitre 1 — est décrit dans la page 2 du graphique 2.1. Dans les pays avancés, les risques de ralentissement de l'activité économique tiennent essentiellement à la perspective d'un taux d'inflation faible et à la possibilité d'une stagnation prolongée, en particulier dans la zone euro et au Japon. Les autres risques sont liés à la lassitude à l'égard de l'ajustement, à l'insuffisance de l'action publique menée dans une zone euro encore fragmentée dans le domaine financier ainsi qu'à la sortie d'une politique monétaire non conventionnelle. Sur un plan positif, la croissance plus marquée que prévu au second semestre de 2013 pourrait renforcer la confiance en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni.

États-Unis et Canada : un élan qui se confirme

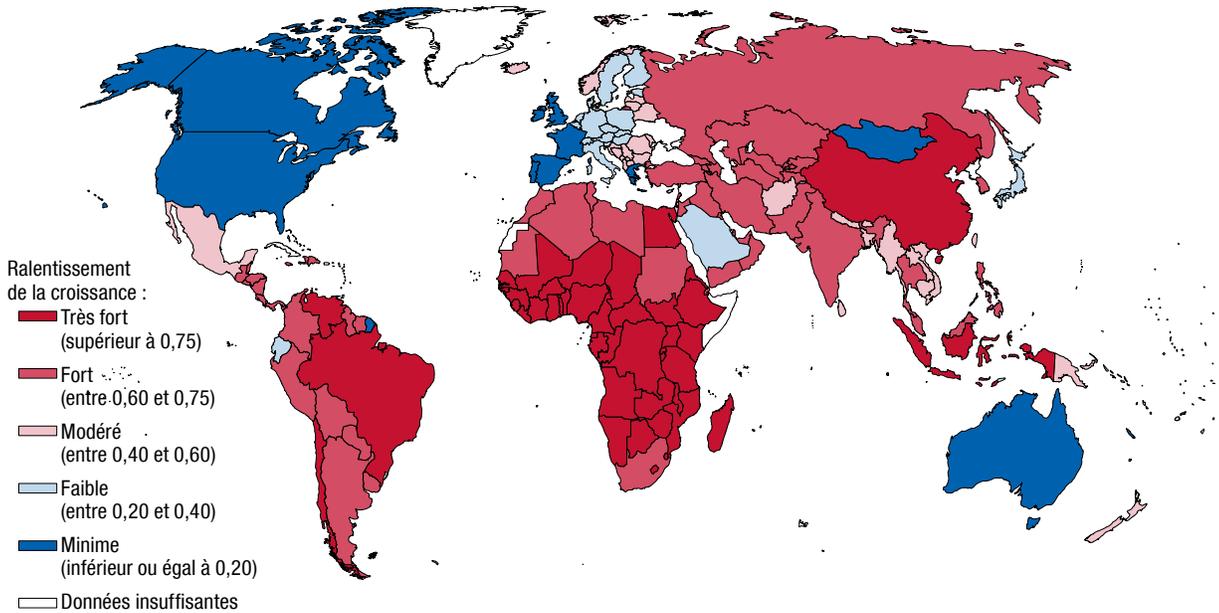
L'économie des États-Unis a progressé plus rapidement que prévu au deuxième semestre de 2013, grâce à la fermeté de la demande intérieure, à la forte accumulation de stocks et à la solide croissance des exportations. Bien qu'un hiver plus rude que la normale ait pu ralentir l'activité au début de 2014, les facteurs fondamentaux de la demande privée

Graphique 2.1. Monde : prévisions de croissance du PIB pour 2014 et effets d'un scénario de ralentissement plausible

**1. Prévisions de croissance du PIB pour 2014¹
(En pourcentage)**



**2. Effets d'un scénario plausible de ralentissement
(écart de croissance maximal par rapport aux projections de référence pour 2014; points de pourcentage)**



Source : estimations des services du FMI.

Note : Les simulations ont été effectuées au moyen du Système souple de modèles mondiaux du FMI (Flexible System of Global Models), à partir des données de 29 pays différents et de 8 régions (autres pays de l'Union européenne, autres pays avancés, Asie émergente, Asie nouvellement industrialisée, Amérique latine, Moyen-Orient et Afrique du Nord, Afrique subsaharienne, groupe des pays exportateurs de pétrole). Les pays non inclus dans le modèle sont affectés aux régions sur la base du classement des exportateurs de pétrole dans les PEM, puis du classement par région. La Syrie n'est pas prise en compte par suite des incertitudes qui caractérisent sa situation politique. L'Ukraine n'est pas prise en compte en raison de la crise actuelle.

¹Les données pour l'Argentine sont les données qui sont déclarées officiellement. Toutefois, le FMI a publié une déclaration de censure et a demandé à l'Argentine de prendre des mesures correctrices pour améliorer la qualité des données officielles du PIB. D'autres sources de données font apparaître une croissance réelle considérablement inférieure aux données officielles de 2008. Dans ce contexte, le FMI utilise aussi d'autres estimations de la croissance du PIB pour assurer la surveillance de l'évolution macroéconomique en Argentine. Le dollar du Zimbabwe a cessé de circuler au début de 2009. Les données sont basées sur les estimations par les services du FMI de l'évolution des prix et des taux de change sur la base de valeurs en dollars des États-Unis. Les estimations des services du FMI des valeurs en dollars des États-Unis peuvent différer des estimations des autorités. Le PIB réel est exprimé en prix constants de 2009.

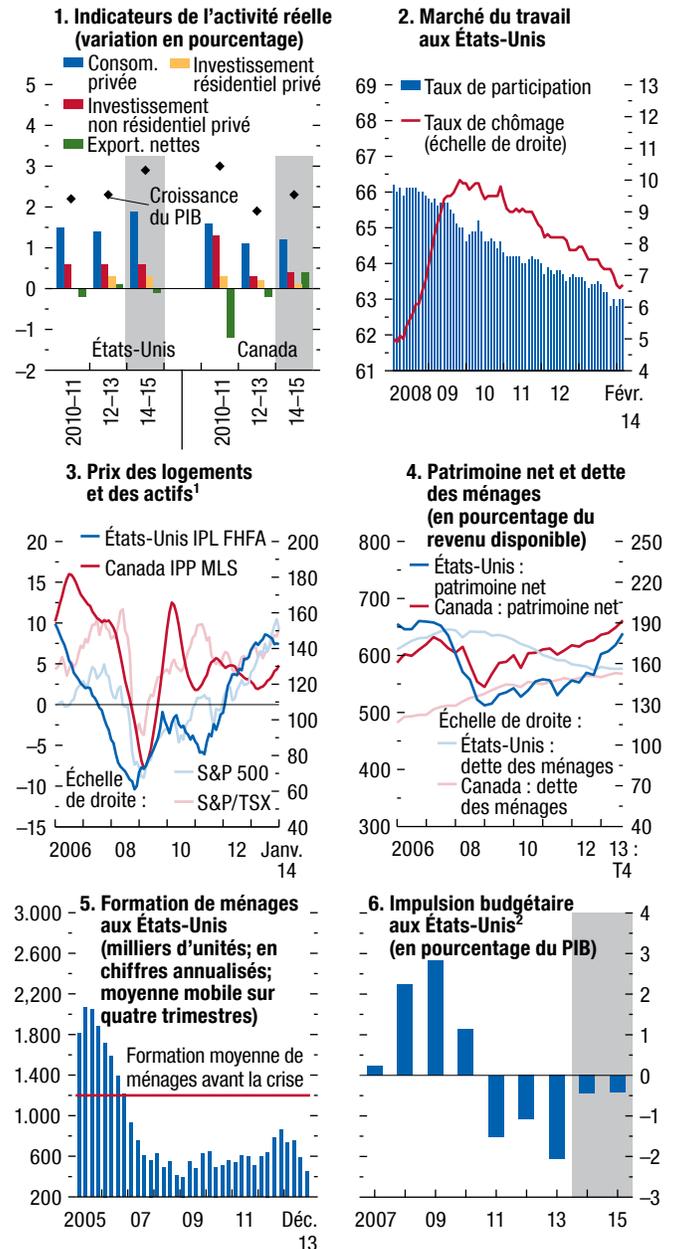
restent solides, et la croissance devrait s'effectuer à un rythme supérieur au taux potentiel durant le reste de l'année. Au Canada, la croissance annuelle devrait s'accélérer en 2014 grâce au raffermissement de la demande extérieure et à l'augmentation des investissements des entreprises.

Le taux de croissance des États-Unis s'est établi à 1,9 % en 2013, la poursuite de la reprise de la demande intérieure privée étant en partie neutralisée par le lourd effort de rééquilibrage budgétaire qui a eu pour effet de réduire la croissance du PIB de 1¼ à 1½ point de pourcentage. L'activité économique est repartie en 2013; le PIB a augmenté à un taux moyen annualisé de 3,3 % au deuxième semestre, contre 1,2 % au premier semestre. Les dépenses de consommation ont aussi repris, sous l'effet de la hausse des prix des logements et du cours des actifs ainsi que d'une nouvelle baisse de l'endettement des ménages par rapport à leur revenu disponible, qui a porté le patrimoine net de ces derniers au-dessus de la moyenne à long terme (graphique 2.2). L'accélération du rythme d'accumulation des stocks et la solide augmentation des exportations (en particulier de produits pétroliers) ont également contribué à soutenir le rythme de l'activité au deuxième semestre de 2013. Les dépenses publiques se sont nettement contractées à la fin de l'année, essentiellement en raison de la suspension des services publics fédéraux en octobre, mais les conditions financières restent très accommodantes, les taux à long terme ayant baissé après avoir fortement augmenté au milieu de 2013. Le taux de chômage a continué de diminuer en 2013, pour s'établir à 6,7 % en février 2014. Cette baisse tient toutefois en grande partie à une nouvelle diminution du taux d'activité économique, qui était de 63 % en février de cette année (voir le chapitre 1). L'existence d'un important volant de ressources encore non utilisé ressort clairement de la faiblesse des pressions exercées sur les prix, l'indice principal des prix à la consommation affichant une hausse de 1,6 % en février 2014. Grâce essentiellement à l'augmentation de la production intérieure d'énergie et à la chute correspondante des importations de pétrole, le déficit du compte courant s'est encore amenuisé pour s'établir à 2,3 % du PIB en 2013 — soit le niveau le plus faible depuis quinze ans (tableau 2.1).

L'hiver inhabituellement dur a pesé sur l'activité au début de 2014, mais la croissance devrait s'accélérer pendant le reste de l'année — entraînée par la forte augmentation des investissements résidentiels (ceux-ci étaient tombés à de très faibles niveaux, et il existe une importante demande non satisfaite de logements), la robustesse de la consommation des particuliers et la reprise de la croissance des investissements

Graphique 2.2. États-Unis et Canada : un élan qui se confirme

Les États-Unis ont enregistré une croissance plus rapide que prévu en 2013 et devraient, sur la base des récentes données, afficher de nouveaux progrès en 2014 par suite de la poursuite de l'amélioration des conditions sur les marchés du travail et du logement et de l'atténuation du frein fiscal. Au Canada, la croissance s'est accentuée en 2013 et devrait s'accélérer en 2014 sous l'effet de l'accroissement des investissements des entreprises et du renforcement de la demande extérieure.



Sources : Bloomberg, L.P.; Association canadienne de l'immeuble; Congressional Budget Office; Haver Analytics; estimations des services du FMI.
 Note : IPL FHFA = Indice des prix du logement du Federal Housing Finance Agency; IPP MLS = Indice des prix de propriétés MLS; S&P = Standard & Poor's; TSX = Toronto Stock Exchange.
¹Variation en glissement annuel et en pourcentage de l'indice et des prix des logements; janvier 2005 = 100 pour S&P et TSX.
²L'impulsion budgétaire est la valeur négative de la variation du solde primaire structurel.

Tableau 2.1. Pays avancés (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Pays avancés	1,3	2,2	2,3	1,4	1,5	1,6	0,4	0,5	0,4	7,9	7,5	7,3
États-Unis	1,9	2,8	3,0	1,5	1,4	1,6	-2,3	-2,2	-2,6	7,4	6,4	6,2
Zone euro ^{4,5}	-0,5	1,2	1,5	1,3	0,9	1,2	2,3	2,4	2,5	12,1	11,9	11,6
Japon	1,5	1,4	1,0	0,4	2,8	1,7	0,7	1,2	1,3	4,0	3,9	3,9
Royaume-Uni ⁴	1,8	2,9	2,5	2,6	1,9	1,9	-3,3	-2,7	-2,2	7,6	6,9	6,6
Canada	2,0	2,3	2,4	1,0	1,5	1,9	-3,2	-2,6	-2,5	7,1	7,0	6,9
Autres pays avancés ⁶	2,3	3,0	3,2	1,5	1,8	2,4	4,8	4,7	4,3	4,6	4,6	4,5

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre sont indiquées dans le tableau A6 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

⁴Sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé d'Eurostat.

⁵Hors Lettonie. Solde extérieur courant corrigé des discordances constatées entre les informations communiquées sur les opérations effectuées au sein de la zone.

⁶Hors pays du G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni) et de la zone euro, mais y compris la Lettonie.

fixes non résidentiels par suite d'un regain de confiance des consommateurs et des entreprises. La croissance bénéficiera également d'une atténuation du frein fiscal, qui n'est plus que de ¼ à ½ point de pourcentage du PIB cette année grâce en partie à la loi de finances bipartisane (Bipartisan Budget Act), qui remplace certaines des réductions automatiques des dépenses des exercices 2014 et 2015 par la réalisation d'économies différées. Le plafond d'endettement a été suspendu jusqu'en mars 2015, ce qui contribue à réduire les incertitudes qui ont caractérisé la politique budgétaire au cours des dernières années. Le taux de croissance devrait globalement augmenter pour atteindre 2,8 % en 2014 et 3,0 % en 2015.

Il se peut que les perspectives doivent être révisées à la baisse. Sur le plan extérieur, l'atonie prolongée de la zone euro pèse sur la croissance, en particulier si la déflation s'installe. Un ralentissement des pays émergents pourrait également être source de risques, car l'augmentation de la production pourrait se contracter de 0,2 point de pourcentage sous l'effet d'une réduction de 1 % du PIB de ces pays (voir le Dossier spécial sur les effets de contagion). Sur le plan intérieur, la demande intérieure privée pourrait également se tasser si les rendements à long terme augmentaient plus rapidement que prévu sans que les perspectives ne s'améliorent pour autant. À moyen terme, les préoccupations accrues associées à la viabilité des finances publiques pourraient engendrer de nouveaux risques de ralentissement, tandis que la poursuite de l'évolution à la baisse du taux de participation de la main-d'œuvre aurait pour effet, en réduisant les réserves de main-d'œuvre dans l'économie, de provoquer un durcissement plus rapide que prévu de la politique monétaire. Sur un plan positif, une reprise

plus solide du marché du logement ayant des effets de rétroaction sur les conditions de financement, les positions de bilan et la demande privée continue d'être possible. Le regain de confiance dans les perspectives économiques (dû à la santé relative du secteur financier et à la faiblesse des coûts de l'énergie) pourrait en outre inciter les entreprises à cesser plus rapidement de thésauriser pour procéder à des investissements réels.

La priorité fondamentale de l'action publique continue d'être la formulation d'un plan budgétaire équilibré, progressif et crédible qui remplace solidement l'endettement public sur une trajectoire descendante. Un tel plan doit comporter des mesures visant à limiter progressivement les dépenses au titre des droits à prestations, une réforme fiscale permettant de générer des recettes et le remplacement des réductions automatiques des dépenses par la constitution, à terme, d'une épargne obligatoire et la génération de nouvelles recettes. (La loi de finances bipartisane est un pas, modeste, dans cette direction.) Si la poursuite du mouvement de reprise justifie la réduction progressive de l'envergure du programme d'achat d'actifs par la Réserve fédérale, l'orientation générale de la politique monétaire devrait rester accommodante étant donné l'ampleur des capacités inutilisées et la stabilité des anticipations inflationnistes (voir le chapitre 1). Le retour à des indications prospectives qualitatives en mars 2014 pourrait contribuer à conférer à la Réserve fédérale plus de souplesse pour parvenir à ses objectifs dans les domaines de l'emploi et de l'inflation. À l'approche de la date de la décision relative au relèvement des taux, la Réserve fédérale devra clairement expliquer au marché comment elle évaluera les progrès accomplis en direction

de ces objectifs, pour éviter d'accroître encore les incertitudes sur l'orientation des politiques publiques.

La situation économique s'est raffermie au Canada en 2013, mais le rééquilibrage très nécessaire de la consommation des ménages et de la construction résidentielle au profit des exportations et des investissements des entreprises n'a pas été totalement réalisé. Le taux de croissance devrait s'accroître pour atteindre 2,3 % en 2014, contre 2 % en 2013, car la reprise économique des États-Unis indiquée par les projections devrait stimuler les exportations et la croissance des investissements des entreprises canadiennes (tableau 2.1, graphique 2.2). Bien que la demande extérieure puisse être plus importante que l'on ne le pense, les risques de ralentissement continuent de prédominer, notamment parce que les exportations pourraient être plus faibles que prévu par suite des problèmes de compétitivité, d'une baisse des prix des produits de base et d'un règlement plus abrupt des déséquilibres intérieurs. En fait, malgré le récent ralentissement observé sur le marché du logement, l'ampleur du levier d'endettement des ménages et les prix des logements continuent d'être un facteur essentiel de vulnérabilité (graphique 2.2). Étant donné la faiblesse du taux d'inflation et les risques de ralentissement économique, la politique monétaire devrait rester accommodante jusqu'à ce que la croissance soit mieux établie. La politique budgétaire doit trouver le moyen de soutenir la croissance tout en reconstituant la marge de manœuvre budgétaire, en particulier au niveau de l'administration fédérale, la marge existant au niveau des provinces étant moins importante.

Europe

Europe avancée : de la récession à la reprise

Les pays européens avancés devraient reprendre leur croissance en 2014, mais l'inflation reste très faible. La demande intérieure dans la zone euro s'est enfin stabilisée pour s'orienter à la hausse, et les exportations nettes ont aussi contribué à mettre un terme à la récession. L'ampleur du chômage et de la dette, la faiblesse de l'investissement, la persistance des écarts conjoncturels de production, la contraction du crédit et la fragmentation financière dans la zone euro pèseront toutefois sur la reprise. Les risques de ralentissement sont liés à des réformes incomplètes, aux facteurs extérieurs et à des taux d'inflation encore plus faibles. Il est essentiel de poursuivre des politiques monétaires accommodantes, d'achever les réformes du secteur financier et de procéder à des réformes structurelles.

La zone euro est enfin sortie de la récession. L'activité s'est contractée d'environ ½ % en 2013, mais la croissance est positive depuis le deuxième trimestre après une

longue période caractérisée par la diminution du produit (tableau 2.2). Cette inversion de la tendance — en partie imputable à la diminution du frein fiscal et à une certaine impulsion donnée par la demande intérieure privée, pour la première fois depuis 2010 — se concrétise pour l'essentiel de la manière prévue. Le mouvement de reprise de la croissance et la forte diminution du risque d'une variation de cours se situant dans la queue de la distribution ont eu pour effet de stimuler les marchés financiers et de réduire fortement les écarts de taux souverains dans les pays en difficulté, bien que ces écarts se soient légèrement creusés par suite de la récente volatilité des marchés financiers (voir le chapitre 1). L'action publique menée au niveau national et de manière collective a contribué à cette évolution positive de la situation.

Les séquelles de la crise — un chômage élevé, des bilans précaires dans le secteur privé comme dans le secteur public, un volume de crédit réduit et un lourd fardeau de la dette — sont autant d'obstacles à long terme à la croissance auxquels il faut encore faire pleinement face, ce qui suscite des préoccupations quant à la solidité et la durabilité de la reprise.

- La reprise est inégale selon les pays et les secteurs. Des poches de solide croissance, comme l'Allemagne, côtoient des zones caractérisées par une production stagnante ou en diminution. La croissance reste essentiellement tirée par les exportations, bien que l'on commence à noter une reprise de la demande intérieure (par exemple en Espagne, en France, et surtout en Allemagne.). L'investissement privé n'a toutefois pas encore vraiment repris à l'échelle de la zone euro. Malgré un certain rééquilibrage (au sein de la zone euro), les comptes courants se sont améliorés de manière asymétrique, certains pays du cœur de la zone euro affichant des excédents persistants tandis que les pays déficitaires enregistrent des soldes extérieurs de plus en plus faibles.
- L'existence d'une capacité inutilisée importante et persistante a entraîné un tassement général de l'inflation, qui était déjà bien inférieure à l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE) (graphique 2.3).
- Dans l'attente de la réforme bancaire et de la diminution du levier d'endettement du secteur privé, la fragmentation financière, bien qu'en baisse, continue de faire obstacle à la transmission monétaire. Dans les pays en difficulté, le secteur privé est confronté à des taux prêteurs élevés et à une contraction du crédit au secteur privé.
- Les préoccupations à long terme relatives à la productivité et à la compétitivité persistent, malgré les importantes réformes menées dans plusieurs pays. La reprise devrait se poursuivre dans la zone euro en 2014 (tableau 2.2): les projections font état d'un taux

Tableau 2.2. Pays européens (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections	
		2014	2015		2014	2015		2015	2014		2015	
Europe	0,5	1,7	1,9	1,9	1,6	1,8	1,9	2,1	2,2	...	...	...
Pays avancés	0,1	1,5	1,7	1,5	1,1	1,3	2,6	2,6	2,8	10,8	10,6	10,2
Zone euro ^{4,5}	-0,5	1,2	1,5	1,3	0,9	1,2	2,3	2,4	2,5	12,1	11,9	11,6
Allemagne	0,5	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4	7,5	7,3	7,1	5,3	5,2	5,2
France	0,3	1,0	1,5	1,0	1,0	1,2	-1,6	-1,7	-1,0	10,8	11,0	10,7
Italie	-1,9	0,6	1,1	1,3	0,7	1,0	0,8	1,1	1,1	12,2	12,4	11,9
Espagne	-1,2	0,9	1,0	1,5	0,3	0,8	0,7	0,8	1,4	26,4	25,5	24,9
Pays-Bas	-0,8	0,8	1,6	2,6	0,8	1,0	10,4	10,1	10,1	6,9	7,3	7,1
Belgique	0,2	1,2	1,2	1,2	1,0	1,1	-1,7	-1,3	-1,0	8,4	9,1	8,9
Autriche	0,4	1,7	1,7	2,1	1,8	1,7	3,0	3,5	3,5	4,9	5,0	4,9
Grèce	-3,9	0,6	2,9	-0,9	-0,4	0,3	0,7	0,9	0,3	27,3	26,3	24,4
Portugal	-1,4	1,2	1,5	0,4	0,7	1,2	0,5	0,8	1,2	16,3	15,7	15,0
Finlande	-1,4	0,3	1,1	2,2	1,7	1,5	-0,8	-0,3	0,2	8,1	8,1	7,9
Irlande	-0,3	1,7	2,5	0,5	0,6	1,1	6,6	6,4	6,5	13,0	11,2	10,5
République slovaque	0,9	2,3	3,0	1,5	0,7	1,6	2,4	2,7	2,9	14,2	13,9	13,6
Slovénie	-1,1	0,3	0,9	1,6	1,2	1,6	6,5	6,1	5,8	10,1	10,4	10,0
Luxembourg	2,0	2,1	1,9	1,7	1,6	1,8	6,7	6,7	5,5	6,8	7,1	6,9
Lettonie	4,1	3,8	4,4	0,0	1,5	2,5	-0,8	-1,6	-1,9	11,9	10,7	10,1
Estonie	0,8	2,4	3,2	3,5	3,2	2,8	-1,0	-1,3	-1,5	8,6	8,5	8,4
Chypre ⁶	-6,0	-4,8	0,9	0,4	0,4	1,4	-1,5	0,1	0,3	16,0	19,2	18,4
Malte	2,4	1,8	1,8	1,0	1,2	2,6	0,9	1,4	1,4	6,5	6,3	6,2
Royaume-Uni ⁵	1,8	2,9	2,5	2,6	1,9	1,9	-3,3	-2,7	-2,2	7,6	6,9	6,6
Suède	1,5	2,8	2,6	0,0	0,4	1,6	5,9	6,1	6,2	8,0	8,0	7,7
Suisse	2,0	2,1	2,2	-0,2	0,2	0,5	9,6	9,9	9,8	3,2	3,2	3,0
République tchèque	-0,9	1,9	2,0	1,4	1,0	1,9	-1,0	-0,5	-0,5	7,0	6,7	6,3
Norvège	0,8	1,8	1,9	2,1	2,0	2,0	10,6	10,2	9,2	3,5	3,5	3,5
Danemark	0,4	1,5	1,7	0,8	1,5	1,8	6,6	6,3	6,3	7,0	6,8	6,7
Islande	2,9	2,7	3,1	3,9	2,9	3,4	0,4	0,8	-0,2	4,4	3,7	3,7
Saint-Marin	-3,2	0,0	2,2	1,3	1,0	1,2	...	...	...	8,0	8,2	7,8
Pays émergents et en développement⁷	2,8	2,4	2,9	4,1	4,0	4,1	-3,9	-3,6	-3,8	...	...	...
Turquie	4,3	2,3	3,1	7,5	7,8	6,5	-7,9	-6,3	-6,0	9,7	10,2	10,6
Pologne	1,6	3,1	3,3	0,9	1,5	2,4	-1,8	-2,5	-3,0	10,3	10,2	10,0
Roumanie	3,5	2,2	2,5	4,0	2,2	3,1	-1,1	-1,7	-2,2	7,3	7,2	7,0
Hongrie	1,1	2,0	1,7	1,7	0,9	3,0	3,1	2,7	2,2	10,2	9,4	9,2
Bulgarie ⁵	0,9	1,6	2,5	0,4	-0,4	0,9	2,1	-0,4	-2,1	13,0	12,5	11,9
Serbie	2,5	1,0	1,5	7,7	4,0	4,0	-5,0	-4,8	-4,6	21,0	21,6	22,0
Croatie	-1,0	-0,6	0,4	2,2	0,5	1,1	1,2	1,5	1,1	16,5	16,8	17,1
Lituanie ⁵	3,3	3,3	3,5	1,2	1,0	1,8	0,8	-0,2	-0,6	11,8	10,8	10,5

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre sont indiquées dans les tableaux A6 et A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

⁴Hors Lettonie. Solde extérieur courant corrigé des discordances constatées entre les informations communiquées sur les opérations effectuées au sein de la zone.

⁵Sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé d'Eurostat.

⁶La croissance du PIB réel et le solde extérieur courant pour 2013 ont été établis sur la base d'estimations des services du FMI au moyen de la troisième revue du programme et peuvent faire l'objet de révisions.

⁷Inclut aussi l'Albanie, la Bosnie-Herzégovine, le Kosovo, l'ex-République yougoslave de Macédoine et le Monténégro.

de croissance de 1,2 %, par suite de l'atténuation du frein fiscal, de l'anticipation d'une amélioration des conditions du crédit et du renforcement de la demande extérieure.

La croissance de la zone euro devrait, selon les projections, être de l'ordre de 1½ % à moyen terme. L'existence d'importants et persistants écarts conjoncturels de

production — sauf en Allemagne — devrait avoir pour effet de ramener le taux d'inflation à moins de 1¼ % en 2014–15, soit un niveau bien inférieur à l'objectif de la BCE, qui est proche de 2 % pour l'avenir prévisible.

D'autres pays avancés affichent une croissance plus rapide, dont la durabilité est toutefois loin d'être assurée.

La croissance a repris plus rapidement que prévu au Royaume-Uni grâce à l'assouplissement des conditions du crédit et à un regain de confiance. Cette reprise est toutefois déséquilibrée, car les investissements des entreprises et les exportations restent décevants. En Suisse, l'économie, tirée par la demande intérieure, a pris de la vitesse, et le plancher du taux de change a enrayé la déflation. La Suède subit le contrecoup de la persistance d'un chômage élevé, de la solidité de la couronne et des faiblesses structurelles du marché du travail, bien que les projections indiquent une reprise de l'activité économique dans le courant de l'année par suite d'une amélioration de la demande extérieure.

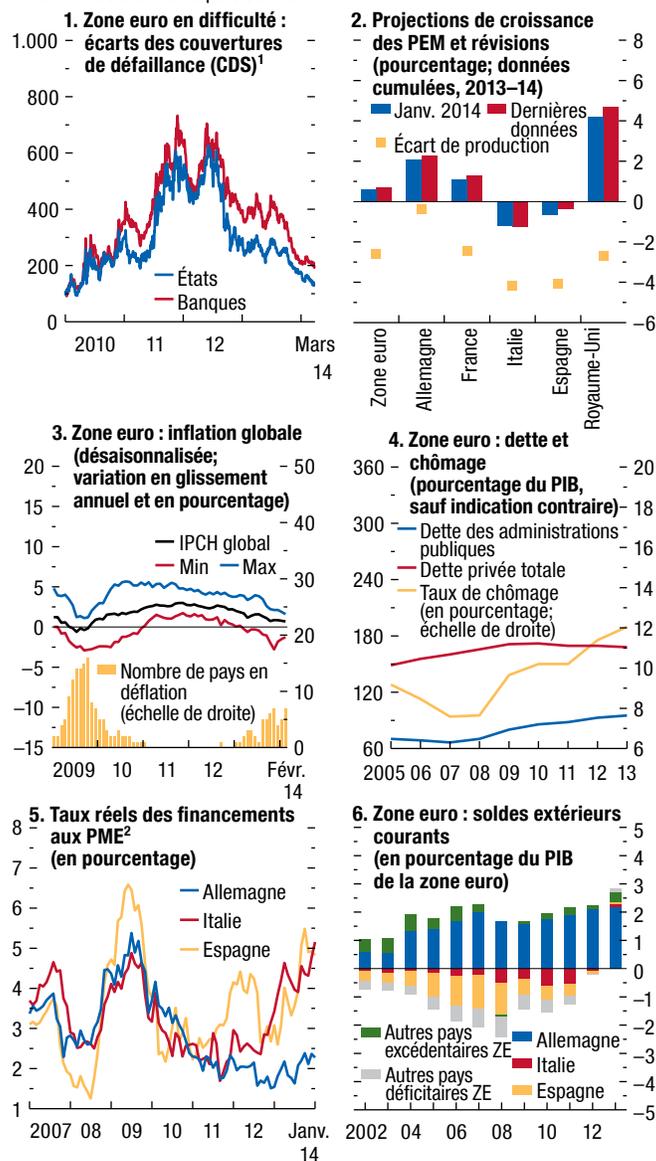
Les risques de ralentissement prédominent malgré la reprise de la croissance. La reprise de la zone euro pourrait être compromise si les problèmes financiers réapparaissent par suite du piétinement des initiatives publiques. L'ampleur du chômage pourrait susciter une certaine lassitude à l'égard des réformes, des incertitudes politiques et un retour sur les politiques engagées, ce qui aurait pour effet de remettre en cause des progrès obtenus au prix de durs efforts. Les chocs extérieurs — le durcissement des conditions financières aux États-Unis, une contagion financière et des perturbations des échanges dues aux événements géopolitiques, ainsi qu'une croissance plus lente que prévu dans les pays émergents — pourraient nuire à la croissance et à la stabilité. Par exemple, un choc extérieur engendré par de nouveaux résultats décevants dans les pays émergents, s'il se concrétisait, pourrait avoir un effet de contagion dans la zone euro par le biais des liens commerciaux non négligeables qui se sont tissés, et au Royaume-Uni par l'intermédiaire des liens financiers (voir le Dossier spécial de ce chapitre sur les effets de contagion). Sur un plan plus positif, une attitude plus optimiste que prévu des entreprises pourrait stimuler l'investissement et relancer le processus de croissance.

L'activité est en butte à un risque fondamental, qui tient à la très faible inflation observée dans les pays avancés. Dans la zone euro, des taux d'inflation inférieurs à la cible pendant une période prolongée pourraient avoir pour effet de déstabiliser les anticipations inflationnistes à long terme et de compliquer la reprise dans les pays en difficulté, où le fardeau de la dette en termes réels s'alourdirait et les taux d'intérêt réels augmenteraient.

Il convient donc en priorité de préparer le terrain à une croissance plus solide et plus durable et de s'attaquer au problème de la faiblesse de l'inflation tout en assurant la stabilité financière. Les mesures qui doivent constituer le programme d'action sont complexes et interdépendantes, ont trait à la politique budgétaire et à la politique monétaire, et couvrent la restructuration et la réforme du secteur financier ainsi que des réformes structurelles.

Graphique 2.3. Pays avancés d'Europe : de la récession à la reprise

Les marchés financiers des pays avancés d'Europe ont été actifs en raison de la diminution du risque d'une variation de cours se situant dans la queue de la distribution et de la reprise de la croissance. Les écarts de production restent néanmoins importants, comme en témoigne la faiblesse des taux d'inflation qui sont bien inférieurs à l'objectif à moyen terme de la BCE. Les taux de chômage restent obstinément élevés, et les niveaux d'endettement évoluent à la hausse. La fragmentation financière persiste. Les comptes courants extérieurs se sont améliorés de manière asymétrique, certains pays situés au cœur de la zone euro affichant des excédents persistants.



Sources : Bloomberg, L.P.; Banque centrale européenne (BCE); Eurostat; Haver Analytics; estimations des services du FMI.
 Note : zone euro (ZE) = Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, République slovaque, Slovénie. Pays en difficulté de la zone euro : Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal. CDS = couverture de défaillance; IPCH = Indice des prix à la consommation harmonisé; PME = petites et moyennes entreprises.
¹Écarts des CDS à cinq ans en points de base, pondérés, dans le cas des États, par l'endettement brut des administrations publiques et, dans le cas des banques, par le montant total des actifs. Les données vont jusqu'au 24 mars 2014. Tous les pays de la zone euro en difficulté sont inclus, à l'exception de la Grèce.
²Prêts d'institutions monétaires et financières d'un montant inférieur à 1 million d'euros, ayant une échéance de 1 à 5 ans.

- Les politiques macroéconomiques doivent rester accommodantes. Dans la zone euro, il est nécessaire de soutenir davantage la demande. Il importe de poursuivre le relâchement monétaire, non seulement pour améliorer la possibilité d'atteindre l'objectif de stabilité des prix de la BCE, qui consiste à maintenir l'inflation en dessous, mais à un niveau proche de 2 %, mais aussi pour appuyer la demande. Ces mesures pourraient donner lieu à de nouvelles réductions des taux et à des financements bancaires ciblés à long terme (éventuellement aux petites et moyennes entreprises). L'orientation neutre donnée à la politique budgétaire pour 2014 est, dans l'ensemble, correcte, mais les pays dont la croissance reste faible et qui ont épuisé les options offertes par la politique monétaire pourraient envisager de fournir un appui budgétaire. Au Royaume-Uni, la politique monétaire devrait continuer d'être accommodante, et les modifications récemment apportées par la Banque d'Angleterre au cadre des orientations prospectives sont donc les bienvenues. Les efforts déployés par les pouvoirs publics pour relever le niveau des dépenses d'investissement tout en restant dans les limites de l'enveloppe budgétaire à moyen terme devraient, de même, contribuer à stimuler la reprise de la croissance à long terme. En Suède, le soutien fourni par la politique monétaire et le caractère essentiellement neutre de la politique budgétaire continuent d'être adéquats.
- Il est essentiel d'assainir les bilans bancaires et d'achever l'union bancaire pour rétablir la confiance et le crédit dans la zone euro (voir le chapitre 1). À cette fin, il est nécessaire de procéder à un examen approfondi de la qualité des actifs bancaires et à des tests de résistance avec l'appui d'un solide système de garantie commun pour éliminer les liens entre États et banques, et d'un unique Mécanisme de résolution des défaillances des banques, opérant de manière indépendante, pour assurer une restructuration rapide et à moindre coût des banques. Le Royaume-Uni devrait poursuivre ses efforts pour rétablir la solidité de son secteur financier, s'assurer que ses tests de résistance sont dûment coordonnés avec ceux de l'Autorité bancaire européenne, et veiller à prévenir toute accumulation de facteurs de vulnérabilité financière, notamment ceux qui pourraient découler d'une hausse des prix des logements. La Suède devrait continuer d'améliorer la capitalisation et la liquidité bancaires et adopter des mesures axées sur la demande pour maîtriser l'expansion du crédit aux ménages. La Suisse devrait s'assurer que les banques d'importance systémique réduisent leur levier d'endettement.
- Malgré les progrès accomplis, il reste nécessaire d'accroître le produit potentiel et de réduire les déséquilibres au sein de la zone euro en augmentant la productivité et les investissements. Il serait nécessaire de procéder à des réformes structurelles pour créer des marchés du travail souples et des marchés des produits et des services concurrentiels, faciliter la création et la fermeture des entreprises et simplifier les régimes fiscaux. Une réduction des importants et persistants excédents des comptes courants aurait des retombées positives dans toute la zone euro; par exemple, une augmentation des investissements publics pourrait réduire l'excédent du compte courant allemand tout en stimulant la croissance aussi bien en Allemagne que dans le reste de la région. Une application ciblée de la Directive de l'Union européenne (UE) sur les services aurait pour effet d'ouvrir les professions réglementées. Un processus de formation des salaires plus souple contribuerait à remédier au chômage élevé observé en Suède, en particulier pour les groupes vulnérables.

Pays émergents et pays en développement d'Europe : la reprise se confirme, mais des facteurs de vulnérabilité persistent

La croissance s'est ralentie dans les pays émergents et dans les pays en développement d'Europe au deuxième semestre de 2013, lorsque la région s'est trouvée confrontée à d'importantes sorties de capitaux. La reprise devrait marquer quelque peu le pas en 2014, malgré les retombées positives des pays avancés d'Europe. Les facteurs de fragilité de la zone euro, un certain durcissement des politiques intérieures, l'accroissement de la volatilité sur les marchés financiers et l'augmentation des risques géopolitiques dus à l'évolution de la situation en Ukraine posent des risques appréciables de ralentissement. La poursuite de politiques visant à accroître le produit potentiel continue d'être une priorité pour la région.

En 2013, la reprise économique des pays émergents d'Europe a continué d'être tirée par la demande extérieure, sauf en Turquie et dans les États baltes, où la croissance a été entraînée par la consommation privée. En revanche, l'augmentation de la consommation privée a reflété des politiques macroéconomiques essentiellement procycliques en Turquie tandis qu'elle a résulté de l'amélioration des conditions sur le marché du travail dans les États baltes. Après s'être initialement atténuée, la volatilité s'intensifie sur les marchés financiers depuis le début de l'automne dans la plupart des pays. Les pays de la région, à l'exception de la Turquie, ont donc enregistré des sorties de capitaux (graphique 2.4).

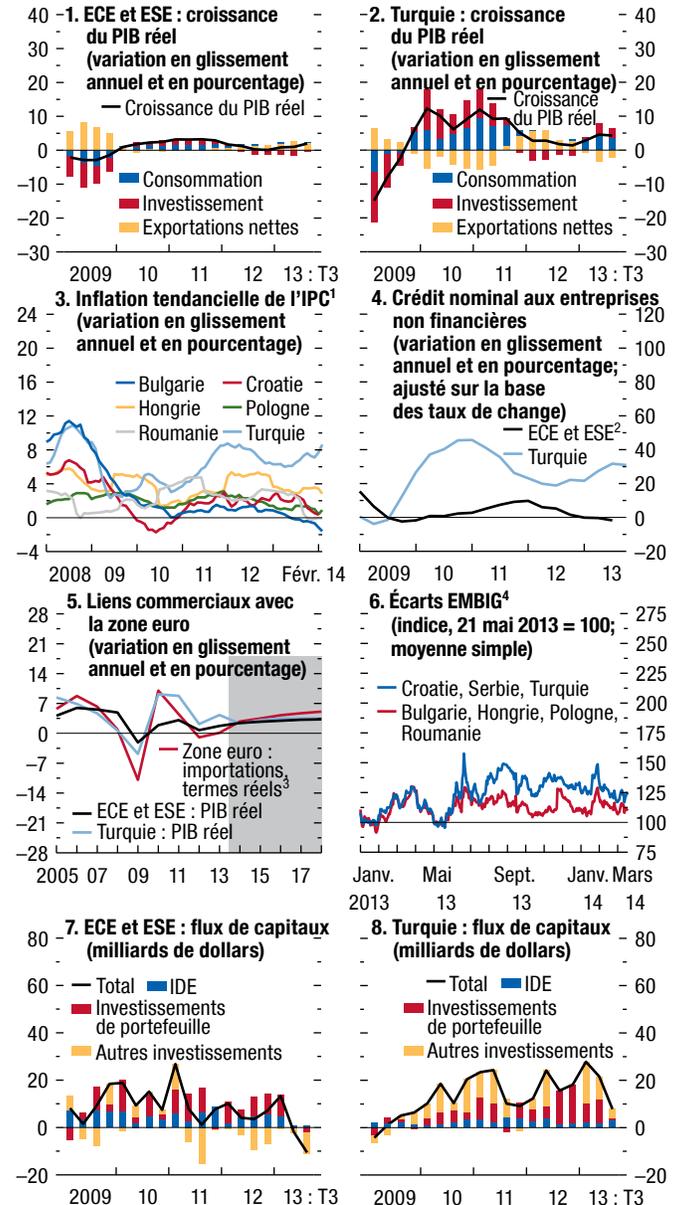
L'accélération de la croissance dans la zone euro devrait stimuler l'activité dans la plupart des pays émergents et des pays en développement d'Europe. La région dans son ensemble enregistrera toutefois une croissance légèrement plus faible en 2014 qu'en 2013, à cause principalement de la Turquie, dont l'économie se trouve à un point bien plus avancé du cycle conjoncturel que celles des autres pays de la région (tableau 2.2).

- Malgré l'amélioration des exportations nettes indiquée par les projections, le taux de croissance de la Turquie devrait tomber à 2,3 % en 2014 contre 4,3 % en 2013, par suite essentiellement de la brusque contraction de la consommation privée due aux mesures macroprudentielles, à l'important ajustement du taux de change et aux relèvements des taux d'intérêt. Les investissements publics cadreront probablement avec les objectifs budgétaires de 2014.
- Les taux de croissance devraient augmenter en Hongrie et en Pologne pour atteindre, selon les projections, 2,0 et 3,1 % en 2014, contre 1,1 et 1,6 % en 2013, respectivement. Cette amélioration tient, dans les deux pays, à une reprise de la demande intérieure appuyée par l'assouplissement de la politique monétaire, à l'amélioration des conditions sur le marché du travail et à l'accroissement des fonds de l'UE, qui devraient stimuler l'investissement public. En Hongrie, les facteurs de vulnérabilité extérieurs, qui, même s'ils diminuent, demeurent importants, pourraient peser sur la croissance.
- La reprise de la croissance dans le Sud-Est de l'Europe, due essentiellement à l'amélioration de la demande extérieure, sera modeste en 2014, comme l'année dernière, puisqu'elle s'établira à environ 1,9 %. Dans un petit nombre de pays, la demande intérieure bénéficiera des dépenses de l'UE. La demande restera toutefois limitée en raison de la lenteur des progrès accomplis dans le cadre du règlement de la question des prêts improductifs, de la persistance du chômage et de la nécessité de procéder à un rééquilibrage des finances publiques dans certains pays.

L'inflation devrait se ralentir ou rester à un niveau peu élevé dans la plupart des pays de la région. L'inflation sous-jacente est faible dans plusieurs pays et diminue en Bulgarie, en Croatie et en Roumanie, ce qui témoigne, notamment, de l'existence d'un écart conjoncturel de production toujours négatif, d'une demande intérieure en baisse, d'un faible volume de crédit bancaire et de l'évolution négative des prix extérieurs (graphique 2.4). Les risques de déflation sont toutefois faibles dans les pays émergents d'Europe, car la demande intérieure commence à se raffermir et les effets des facteurs exceptionnels se dissipent.

Graphique 2.4. Pays émergents et pays en développement d'Europe : la reprise se confirme, mais des facteurs de vulnérabilité persistent

La croissance s'est ralentie dans les pays émergents et dans les pays en développement d'Europe en 2013, car la région a été confrontée à d'importantes sorties de capitaux, au durcissement des conditions monétaires et à une recrudescence de la volatilité des marchés financiers.



Sources : Bloomberg, L.P.; CEIC Data Management; Banque européenne pour la reconstruction et le développement; Haver Analytics; estimations des services du FMI. Note : L'Europe centrale et de l'Est (ECE) et l'Europe du Sud-Est (ESE) comprennent l'Albanie, la Bosnie-Herzégovine, la Bulgarie, la Croatie, la Hongrie, le Kosovo, l'ex-République yougoslave de Macédoine, le Monténégro, la Pologne, la Roumanie et la Serbie, lorsque les données sont disponibles. Tous les agrégats relatifs aux groupes de pays sont pondérés par le PIB évalué à la parité du pouvoir d'achat en proportion du PIB du groupe sauf indication contraire. IPC = indice des prix à la consommation; EMBIG = Emerging Markets Bond Index Global de J.P. Morgan; IDE = investissement direct étranger.
¹Données jusqu'à la fin de février 2014 sauf dans le cas de la Croatie (janvier 2014).
²Donnée jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2013.
³À l'exclusion de la Lettonie.
⁴Données jusqu'au 25 mars 2014.

La reprise tardive dans la zone euro et la recrudescence de la volatilité sur les marchés financiers tenant aux événements géopolitiques ou à la réduction progressive du programme d'appui de la Réserve fédérale sont les principaux facteurs de risque de ralentissement dans toute la région. Il existe une forte corrélation entre la croissance de la région et celle de la zone euro et, par suite de l'étroitesse des liens financiers, la zone euro reste la principale source de choc pour les pays émergents et les pays en développement d'Europe. En raison de la forte contraction des investissements de portefeuille, les entrées brutes de capitaux au troisième trimestre de 2013 sont devenues fortement négatives dans les pays d'Europe centrale et du Sud-Est de l'Europe, et elles ont nettement chuté dans le cas de la Turquie (graphique 2.4). L'accélération des sorties de capitaux posera un risque si la volatilité des marchés financiers augmente de nouveau fortement, ce qui aura des répercussions négatives pour le financement des déficits budgétaires encore importants de nombreux pays et des déficits extérieurs de certains d'entre eux. Par ailleurs, une nouvelle escalade des risques géopolitiques associés à l'Ukraine pourrait avoir de graves effets de contagion négatifs dans la région par le biais des circuits financiers et commerciaux. Enfin, les incertitudes associées au règlement des problèmes liés aux hypothèques libellées en monnaie étrangère en Hongrie, à la restructuration du secteur financier et des entreprises en Slovaquie et à l'établissement de la discipline budgétaire nécessaire en Serbie assombrissent également les perspectives de ces pays.

La priorité doit continuer d'être donnée aux mesures visant à stimuler la croissance potentielle, notamment en s'attaquant à l'important chômage structurel, en s'employant à régler la question du volume élevé de prêts improductifs et à renforcer le rôle du secteur des biens échangeables. La lenteur de la croissance témoigne essentiellement des rigidités structurelles de nombreux pays, bien que les écarts conjoncturels de production négatifs observés dans la plupart des pays de la région signalent également des faiblesses cycliques. Peu de pays disposent toutefois de la marge de manœuvre nécessaire au niveau de la politique monétaire : la faiblesse des taux directeurs et le risque d'une reprise des troubles financiers réduisent la possibilité d'un nouveau relâchement monétaire dans la plupart des pays. L'ampleur de la dette publique et des déficits budgétaires globaux fait cependant ressortir la nécessité d'un rééquilibrage budgétaire, essentiellement par le biais de compressions des dépenses, dans plusieurs pays.

Asie : une reprise régulière

Si l'on fait abstraction du Japon, la croissance en Asie s'est améliorée au deuxième semestre de 2013 par suite d'une reprise des exportations et de la robustesse de la demande intérieure. Les risques généraux de ralentissement restent importants et sont particulièrement pertinents pour les pays déjà affaiblis par des facteurs de vulnérabilité intérieurs et extérieurs. Les facteurs de vulnérabilité d'origine intérieure continuent par ailleurs d'augmenter en Chine, notamment dans le domaine de l'expansion du crédit. Les mesures qui doivent être prises en priorité varient selon les pays de la région, certains pays devant prendre des mesures de resserrement tandis que d'autres sont toujours en mesure de soutenir leur croissance. Les réformes axées sur l'offre amélioreront la capacité d'adaptation et les perspectives de croissance.

Le rythme de l'activité économique s'est accéléré en Asie au deuxième semestre de 2013 par suite de l'accroissement des exportations à destination des pays avancés. La demande intérieure est solide, et les ventes de détail dans la plus grande partie de l'Asie s'effectuent à un rythme soutenu. Les exportations, en particulier à destination des États-Unis et de la zone euro, s'intensifient. Au Japon, bien que les dépenses de consommation privée et les dépenses publiques restent importantes, la croissance du PIB s'est ralentie au deuxième semestre de 2013 par suite de la lenteur de la reprise des exportations et d'un gonflement de la demande d'importations motivée par le niveau systématiquement élevé des importations d'énergie et de la demande intérieure (voir le chapitre 1). Les pays dotés de solides facteurs fondamentaux et poursuivant des politiques rationnelles ont pu faire face aux pressions exercées vers le milieu de 2013 et au début de 2014 par le ralentissement des flux de capitaux, et de nombreux pays émergents d'Asie sont sortis indemnes de cette période, avec une perspective plus positive. Malgré l'accroissement de la volatilité, les conditions financières restent accommodantes, en partie parce que les monnaies plus faibles ont un effet compensatoire (graphique 2.5).

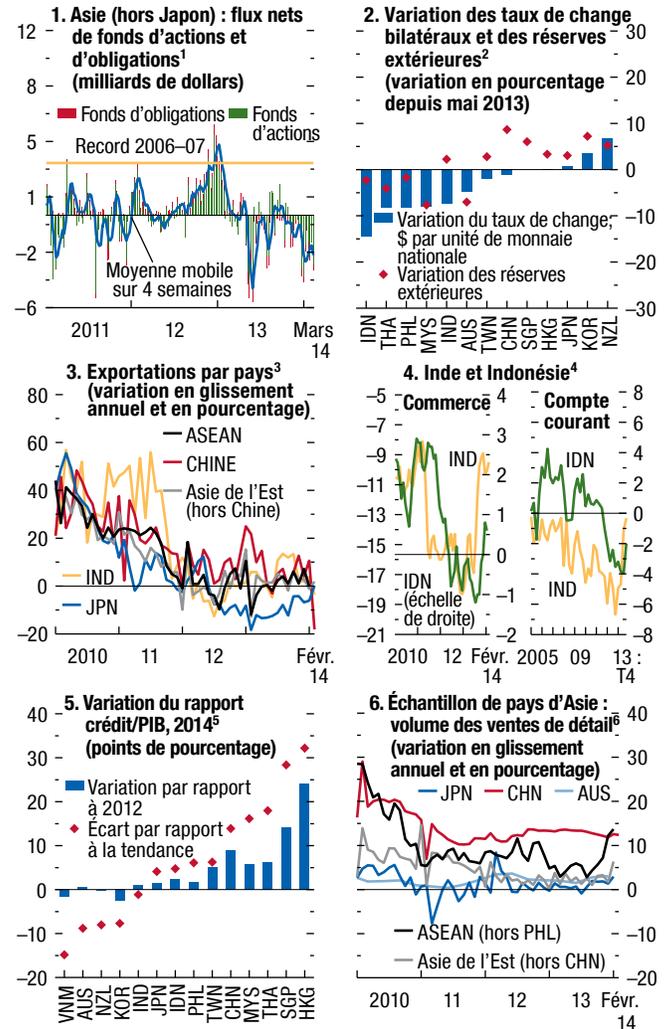
La croissance de l'Asie dans son ensemble devrait s'accroître légèrement pour passer de 5,2 % en 2013 à environ 5,5 % en 2014 et en 2015 (tableau 2.3). L'amélioration des perspectives des pays avancés, associée à des taux de change plus compétitifs dans certains cas, contribuera à stimuler les exportations. La demande intérieure continuera de bénéficier de solides marchés du travail et d'une expansion du crédit encore soutenue. Les politiques devraient rester accommodantes, bien que dans quelques cas (Inde, Indonésie) la hausse des taux d'intérêt puisse peser

sur la croissance même si elle atténue les vulnérabilités. Au Japon, le rééquilibrage budgétaire freinera les avancées. L'inflation devrait s'accélérer dans une faible mesure, tout en restant généralement faible dans toute la région, par suite de la contraction des écarts conjoncturels de production. Les principales exceptions sont l'Inde et l'Indonésie, dont les taux d'inflation devraient continuer de diminuer.

- Au *Japon*, la croissance du PIB devrait se ralentir pour s'établir à environ 1,4 % en 2014, car la politique budgétaire pèse sur l'activité. L'effet positif des mesures de relance récemment approuvées devrait être largement compensé par l'impact négatif de la hausse de la taxe sur la consommation et de la diminution progressive des dépenses de reconstruction et des mesures de relance antérieures. Grâce au soutien monétaire, les conditions financières resteront accommodantes, et le taux d'inflation atteindra temporairement 2¾ % par suite de l'augmentation de la taxe sur la consommation (voir le chapitre 1).
- En *Corée*, la reprise économique devrait se poursuivre et le taux de croissance devrait passer à 3,7 % en 2014. Cette amélioration tiendra essentiellement aux exportations, qui bénéficieront d'un accroissement de la demande des partenaires commerciaux. La demande intérieure devrait également s'accroître, par suite des mesures de relance budgétaire antérieures, de la politique d'accommodement monétaire et de la persistance de la solidité du marché du travail.
- En *Australie*, le taux de croissance devrait dans l'ensemble rester stable, aux environs de 2,6 % en 2014, en raison de la poursuite du ralentissement des investissements associés aux opérations minières. En *Nouvelle-Zélande*, le taux de croissance devrait atteindre 3,3 % grâce aux dépenses de reconstruction.
- En *Chine*, la croissance a repris dans une certaine mesure au deuxième semestre de 2013 et devrait rester robuste cette année, pour ne se tasser que dans une faible mesure et s'établir à 7,5 %, par suite de la poursuite de politiques accommodantes. L'annonce du plan de réforme de l'État a amélioré le climat des affaires, mais les progrès réalisés en vue de rééquilibrer l'économie restent indécis (voir l'encadré 1.2). Les réformes budgétaires devraient accroître l'efficacité du régime fiscal, et les réformes financières en cours devraient améliorer l'allocation du capital et l'efficacité des investissements, bien qu'elles puissent également engendrer une certaine volatilité à court terme sur les marchés des capitaux chinois (voir le chapitre 1). Si les perspectives doivent rester relativement stables dans le domaine de l'inflation, les préoccupations suscitées par le surinvestissement et par la qualité du crédit devraient entraîner la poursuite du

Graphique 2.5. Asie : une reprise régulière

L'activité a repris en Asie au deuxième semestre de 2013, car les exportations ont augmenté sous l'effet de l'accroissement de la demande des pays avancés. La demande intérieure étant toujours robuste, le taux de croissance devrait, selon les projections, atteindre 5,5 % en 2014 par suite de l'amélioration de la demande extérieure.



Sources : Bloomberg, L.P.; CEIC; Haver Analytics; FMI, base de données de *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.
 Note : Asie = Australie (AUS), Chine (CHN), RAS de Hong Kong (HKG), Inde (IND), Indonésie (IDN), Corée (KOR), Malaisie (MYS), Nouvelle-Zélande (NZL), Philippines (PHL), Singapour (SGP), Thaïlande (THA), province chinoise de Taïwan (TWN), Viet Nam (VNM). ASEAN = Association des nations de l'Asie du Sud-Est (IDN, MYS, PHL, SGP, THA). Asie de l'Est = CHN, HKG, KOR, TWN. JPN = Japon. Les agrégats relatifs aux groupes de pays sont pondérés par le PIB évalué à la parité du pouvoir d'achat en proportion du PIB du groupe.
¹Les données comprennent les flux de fonds négociés sur les marchés des valeurs mobilières et les flux de fonds mutuels de placement; les données vont jusqu'au 19 mars 2014 inclus.
²Les données relatives aux taux de change se rapportent à mars 2014; les données sur les réserves se rapportent à février 2014 sauf pour NZL (janvier 2014) et CHN (décembre 2013).
³Les données sur l'ASEAN vont jusqu'à la fin de janvier 2013.
⁴Les données sur la balance commerciale sont des moyennes mobiles sur trois mois et vont jusqu'à la fin de janvier 2014 pour IDN. Les données sur le solde des comptes courants sont exprimées en pourcentage du PIB.
⁵Le dernier mois pour lequel des données étaient disponibles. Tendence calculée au moyen du filtre de Hodrick-Prescott sur la période 2000-12.
⁶AUS, CHN, JPN et ASEAN (hors PHL). Les données vont jusqu'à la fin de décembre 2013 pour AUS; janvier 2014 pour JPN, Asie de l'Est (hors CHN) et ASEAN (hors PHL). Il a été procédé à une interpolation linéaire des données trimestrielles pour AUS.

Tableau 2.3. Pays d'Asie (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Asie	5,2	5,4	5,6	3,5	3,9	3,7	1,4	1,6	1,6	...	...	...
Pays avancés	2,1	2,3	2,2	1,1	2,4	2,2	2,0	2,1	2,0	4,0	4,0	4,0
Japon	1,5	1,4	1,0	0,4	2,8	1,7	0,7	1,2	1,3	4,0	3,9	3,9
Corée ⁴	2,8	3,7	3,8	1,3	1,8	3,0	5,8	4,4	3,5	3,1	3,1	3,1
Australie	2,4	2,6	2,7	2,4	2,3	2,4	-2,9	-2,6	-2,8	5,7	6,2	6,2
Province chinoise de Taiwan	2,1	3,1	3,9	0,8	1,4	2,0	11,7	11,7	10,9	4,2	4,2	4,1
Hong Kong (RAS)	2,9	3,7	3,8	4,3	4,0	3,8	3,1	3,3	3,9	3,1	3,1	3,1
Singapour	4,1	3,6	3,6	2,4	2,3	2,6	18,4	17,7	17,1	1,9	2,0	2,1
Nouvelle-Zélande	2,4	3,3	3,0	1,1	2,2	2,2	-4,2	-4,9	-5,4	6,1	5,2	4,7
Pays émergents et en développement	6,5	6,7	6,8	4,5	4,5	4,3	1,1	1,2	1,4	...	...	...
Chine	7,7	7,5	7,3	2,6	3,0	3,0	2,1	2,2	2,4	4,1	4,1	4,1
Inde	4,4	5,4	6,4	9,5	8,0	7,5	-2,0	-2,4	-2,5	...	...	...
ASEAN-5	5,2	4,9	5,4	4,4	4,7	4,4	0,1	0,3	0,3	...	...	...
Indonésie	5,8	5,4	5,8	6,4	6,3	5,5	-3,3	-3,0	-2,7	6,3	6,1	5,8
Thaïlande	2,9	2,5	3,8	2,2	2,3	2,1	-0,7	0,2	0,3	0,7	0,7	0,8
Malaisie	4,7	5,2	5,0	2,1	3,3	3,9	3,8	4,0	4,0	3,1	3,0	3,0
Philippines	7,2	6,5	6,5	2,9	4,4	3,6	3,5	3,2	2,6	7,1	6,9	6,8
Viet Nam	5,4	5,6	5,7	6,6	6,3	6,2	6,6	4,3	3,5	4,4	4,4	4,4
Autres pays émergents et en développement⁵	6,2	6,7	7,1	6,8	6,6	6,4	-2,1	-1,4	-1,2	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Pays émergents d'Asie ⁶	6,5	6,7	6,8	4,5	4,4	4,2	1,2	1,3	1,4	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre sont indiquées dans les tableaux A6 et A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

⁴La série du PIB réel de la Corée à 2005 pour année de référence. Elle ne prend pas en compte la version révisée des comptes nationaux publiée le 26 mars 2014, après la finalisation des PEM en vue de leur publication. Ces révisions approfondies comprennent la mise en œuvre du système des comptes nationaux de 2008 et l'actualisation de l'année de référence à 2010. À la suite de ces changements, le taux de croissance du PIB réel en 2013 a été révisé à la hausse et porté de 2,8 à 3 %.

⁵Les autres pays émergents et en développement d'Asie incluent les pays suivants : Bangladesh, Bhoutan, Brunéi Darussalam, Cambodge, Fidji, Kiribati, Maldives, îles Marshall, Micronésie, Mongolie, Myanmar, Népal, Palaos, Papouasie-Nouvelle-Guinée, République démocratique populaire lao, îles Salomon, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu et Vanuatu.

⁶Les pays émergents d'Asie incluent les pays de l'ASAN-5, la Chine et l'Inde.

retrait du soutien monétaire à l'économie par le biais d'un ralentissement de l'expansion du crédit et du renchérissement du coût réel des emprunts.

- La croissance devrait reprendre en *Inde* pour passer de 4,4 % en 2013 à 5,4 % 2014 sous l'effet de la légère accélération de la croissance générale, de l'amélioration de la compétitivité des exportations et de la mise en œuvre des projets d'investissement récemment approuvés. L'accroissement des exportations observé au cours des derniers mois et l'adoption de mesures pour limiter les importations ont contribué à réduire le déficit du compte courant. Les mesures prises pour stimuler les flux de capitaux ont contribué à atténuer davantage les vulnérabilités extérieures. La croissance globale devrait se raffermir grâce aux mesures prises pour soutenir l'investissement et au regain de confiance suscité par les dernières mesures prises par les pouvoirs publics, mais elle restera inférieure à la tendance. En ce qui concerne

les prix à la consommation, l'inflation devrait continuer d'être un problème important, mais devrait néanmoins continuer de suivre une trajectoire descendante.

- La situation continuera d'évoluer de manière inégale dans les pays membres de l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN). En *Indonésie*, les projections font état d'un ralentissement de la croissance cette année parce que le manque d'enthousiasme des investisseurs et l'augmentation du coût des emprunts pèsent sur l'économie intérieure, bien que la dépréciation de la monnaie depuis le milieu de 2013 doive stimuler les exportations. En *Thaïlande*, les perspectives à court terme continuent d'être assombries par la situation politique; l'économie se ralentit sous l'effet de l'affaiblissement de la demande privée et du retard pris par les plans d'investissement publics. La *Malaisie* et les *Philippines* suivent toutefois une trajectoire plus positive, et la croissance devrait rester robuste dans ces deux pays.

- Les perspectives économiques des pays en développement d'Asie se caractérisent, pour l'essentiel, par la poursuite d'une solide croissance qui bénéficie de surcroît, dans une certaine mesure, de la reprise actuelle des échanges mondiaux. Au *Bangladesh*, toutefois, la demande intérieure devrait reprendre en 2014 par suite de la normalisation de l'activité à l'issue d'une année de troubles politiques. Par ailleurs, la *RDP lao* et la *Mongolie* continuent d'être exposées à des risques de déséquilibres macroéconomiques liés à la rapide expansion du crédit et à l'ampleur du déficit de leurs comptes courants.

L'environnement extérieur reste préoccupant, mais l'Asie doit aussi faire face à divers risques intérieurs non systématiques. De manière générale, la région sera confrontée à trois grands sujets de préoccupation au cours de l'année à venir (voir le chapitre 1) — en plus d'une intensification des risques non systématiques engendrés par les tensions politiques et les incertitudes dans plusieurs pays (notamment la Thaïlande) :

- *Durcissement des conditions financières mondiales* : Au fur et à mesure que la croissance s'accéléra aux États-Unis, l'Asie devra s'adapter à une augmentation progressive de la prime de risque à long terme sur les marchés mondiaux. Les économies dont les facteurs fondamentaux sont moins solides et qui sont plus tributaires des capitaux internationaux et des échanges mondiaux seront les plus exposées. Dans certains cas, les effets ressentis seront amplifiés par les vulnérabilités financières intérieures engendrées par le levier d'endettement des entreprises et des ménages, ce qui aura un impact négatif sur les bilans des banques.
- *Des mesures d'Abeconomics moins efficaces* : Au Japon, les mesures adoptées pourraient contribuer de manière moins efficace qu'on ne le pensait à stimuler la croissance si elles ne parviennent pas à accroître les anticipations inflationnistes, les salaires nominaux, les exportations et l'investissement privé. Le ralentissement de la croissance pourrait avoir d'importantes répercussions négatives sur les pays entretenant d'étroites relations commerciales et ayant d'importants liens sous forme d'investissements étrangers directs avec le Japon, comme l'Indonésie et la Thaïlande — en particulier si le risque de déflation réapparaît.
- *Un ralentissement plus marqué que prévu et des facteurs de vulnérabilité dans le secteur financier en Chine* : Un ralentissement plus marqué que prévu en Chine — dû, par exemple, à la mise en œuvre de réformes structurelles — aurait d'importantes retombées dans le reste de la région, en particulier dans les pays qui sont reliés à la chaîne d'approvisionnement régionale et dans les pays

exportateurs de produits de base. Il est peu probable qu'une crise financière se produise à brève échéance, mais, étant donné la rapidité de l'expansion du crédit observée récemment et le développement du système bancaire de l'ombre, il se peut que l'on continue d'entendre parler des problèmes de crédit au niveau des fonds fiduciaires ou d'éventuels problèmes de service de la dette des administrations locales. Comme cela s'est produit au cours des derniers mois, cette situation pourrait provoquer des réactions négatives sur les marchés financiers, aussi bien en Chine que dans le reste du monde, mais elle pourrait aussi améliorer la tarification du risque, ce qui serait un point positif.

L'Asie devrait, non seulement s'attaquer aux facteurs de vulnérabilité à court terme, mais aussi poursuivre des réformes structurelles visant à améliorer les perspectives à moyen terme. En règle générale, les réformes devraient viser à éliminer les obstacles structurels à la croissance en Inde et dans tous les pays de l'ASEAN en augmentant les investissements publics et privés (en particulier dans l'infrastructure). En Chine, il sera essentiel de poursuivre des réformes ayant pour effet de libéraliser le système financier et d'accroître le coût du capital pour améliorer l'allocation du crédit et stimuler l'augmentation de la productivité. Au Japon, il sera nécessaire de procéder à des réformes structurelles pour susciter une reprise viable de la croissance et une sortie durable de la phase de déflation.

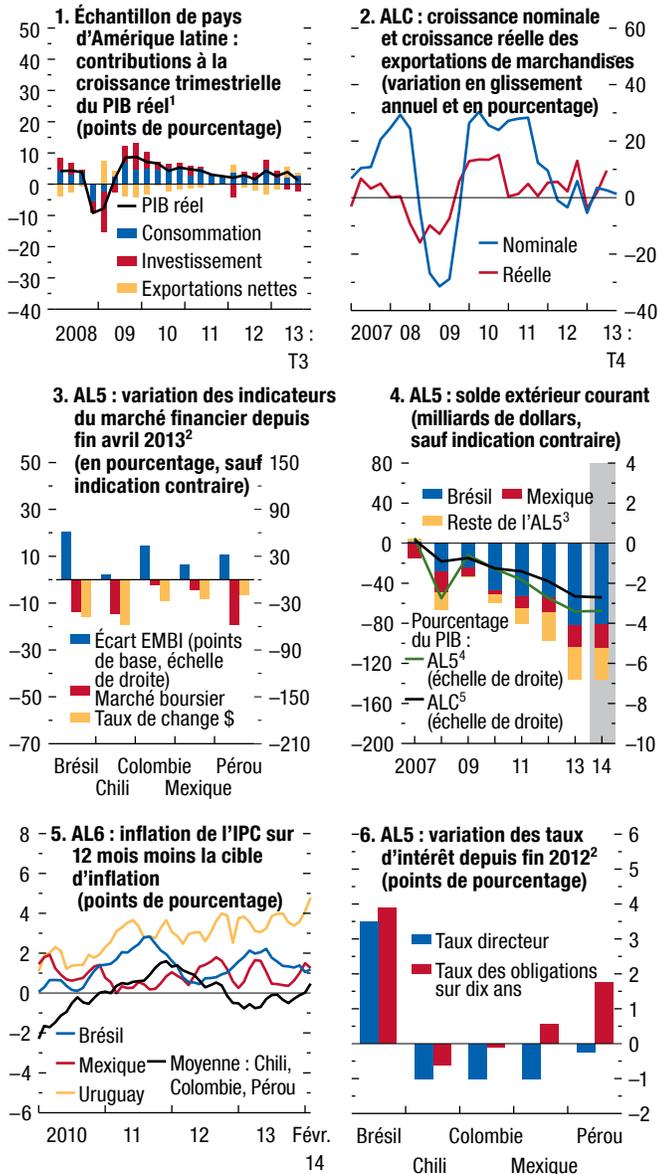
Amérique latine et Caraïbes : une croissance modeste

L'activité économique devrait rester relativement léthargique en Amérique latine et dans les Caraïbes en 2014. La reprise économique dans les pays avancés devrait avoir des retombées positives, mais celles-ci seront probablement compensées par la baisse des prix des produits de base, le durcissement des conditions financières et l'existence de goulets d'étranglement au niveau de l'offre dans certains pays. La croissance des pays des Caraïbes reste entravée par l'ampleur des niveaux d'endettement et la faiblesse de la compétitivité. Les responsables de l'action publique doivent s'employer à renforcer les positions budgétaires, à s'attaquer aux fragilités financières éventuelles et à poursuivre les réformes structurelles visant à renforcer la croissance pour atténuer les contraintes au niveau de l'offre.

L'activité économique est restée relativement léthargique dans la région Amérique latine et Caraïbes au cours de l'année écoulée. Le taux de croissance sur l'ensemble de l'année 2013 s'est établi à 2¾ %, selon les estimations, soit un niveau nettement inférieur aux taux observés les années

Graphique 2.6. Amérique latine et Caraïbes : une croissance modeste

La croissance de la production s'est encore ralentie en Amérique latine et dans les Caraïbes en 2013, par suite du manque de dynamisme des exportations et du ralentissement persistant des investissements. L'activité devrait rester léthargique cette année, et la recrudescence des remous sur les marchés financiers constitue un risque, en particulier pour les pays qui ont d'importants besoins de financement extérieur ou dont les politiques intérieures présentent des faiblesses.



Sources : Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, base de données de *International Financial Statistics*; autorités nationales; estimations des services du FMI.

Note : ICP = indice des prix à la consommation; EMBI = Emerging Markets Bond Index de J.P. Morgan; ALC = Amérique latine et Caraïbes. L'AL6 inclut le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou et l'Uruguay. L'ALC5 comprend les pays de l'ALC6 à l'exception de l'Uruguay.

¹Pondéré par le PIB évalué à la parité du pouvoir d'achat en proportion du PIB du groupe pour l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Costa Rica, le Mexique, le Paraguay et le Pérou.

²Données au 24 mars 2014.

³Moyenne simple pour le Chili, la Colombie et le Pérou.

⁴Moyenne simple.

⁵Pondéré par le PIB évalué à la parité du pouvoir d'achat en proportion du PIB du groupe.

précédentes (graphique 2.6). La faiblesse des investissements et l'atonie de la demande des exportations de la région ont ralenti l'activité, de même que les goulots d'étranglement qui ont de plus en plus limité l'offre dans un certain nombre de pays. Les pays dotés des paramètres fondamentaux les plus solides ont été généralement moins touchés par les pressions exercées sur les marchés vers le milieu de 2013 et au début de 2014 (voir le chapitre 1). Les cours sur la majorité des marchés des devises, des actions et des obligations d'Amérique latine et des Caraïbes ont néanmoins été bien inférieurs aux valeurs enregistrées douze mois auparavant, par suite du resserrement des conditions extérieures et d'une réévaluation des perspectives de croissance à moyen terme.

Selon les projections, la croissance devrait rester modeste dans la région en 2014, au taux de 2½ %. La reprise des pays avancés devrait engendrer des répercussions positives au niveau des échanges, qui seront cependant probablement contrebalancées par l'impact de la baisse des prix des produits de base, le resserrement des conditions financières et les contraintes au niveau de l'offre dans certains pays. Les perspectives varient toutefois très fortement au sein de la région (tableau 2.4) :

- Au *Mexique*, le taux de croissance devrait remonter à 3 % cette année après être tombé au niveau très faible de 1,1 % en 2013. Plusieurs des éléments qui ont antérieurement contribué à freiner l'activité se sont en partie dissipés : l'orientation donnée à la politique budgétaire est devenue plus accommodante et la demande des États-Unis reprend. L'inflation globale devrait, selon les prévisions, demeurer proche de la limite supérieure de la cible d'inflation à court terme par suite des effets exceptionnels de certaines mesures fiscales. L'inflation tendancielle et les anticipations inflationnistes restent néanmoins bien ancrées. À plus longue échéance, les réformes économiques actuellement menées par le Mexique, en particulier dans les secteurs de l'énergie et des télécommunications, offrent des perspectives d'accélération de la croissance potentielle à moyen terme.
- L'économie du *Brésil* devrait continuer de tourner à faible régime pour afficher un taux de croissance de seulement 1,8 % en 2014. Les facteurs qui pèsent sur l'activité sont les contraintes qui existent au niveau de l'offre intérieure, en particulier dans l'infrastructure, et la faiblesse persistante de la croissance de l'investissement privé, due à la perte de compétitivité et au manque de confiance des entreprises. L'inflation devrait demeurer dans la partie supérieure de la fourchette cible officielle, car le volant de ressources disponibles est limité et la récente dépréciation du *real* a pour effet de maintenir les pressions exercées par les prix. Le train de mesures adopté a privilégié un

Tableau 2.4. Pays de l'Hémisphère occidental (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Amérique du Nord	1,8	2,8	3,0	1,6	1,6	1,8	-2,3	-2,2	-2,5	...	...	...
États-Unis	1,9	2,8	3,0	1,5	1,4	1,6	-2,3	-2,2	-2,6	7,4	6,4	6,2
Canada	2,0	2,3	2,4	1,0	1,5	1,9	-3,2	-2,6	-2,5	7,1	7,0	6,9
Mexique	1,1	3,0	3,5	3,8	4,0	3,5	-1,8	-1,9	-2,0	4,9	4,5	4,3
Amérique latine⁴	3,2	2,3	2,7	8,1	...	...	-2,7	-2,8	-2,9	...	...	...
Brésil	2,3	1,8	2,7	6,2	5,9	5,5	-3,6	-3,6	-3,7	5,4	5,6	5,8
Argentine ^{5,6}	4,3	0,5	1,0	10,6	...	...	-0,9	-0,5	-0,5	7,1	7,6	7,6
Colombie	4,3	4,5	4,5	2,0	1,9	2,9	-3,3	-3,3	-3,2	9,7	9,3	9,0
Venezuela	1,0	-0,5	-1,0	40,7	50,7	38,0	2,7	2,4	1,8	9,2	11,2	13,3
Pérou	5,0	5,5	5,8	2,8	2,5	2,1	-4,9	-4,8	-4,4	7,5	6,0	6,0
Chili	4,2	3,6	4,1	1,8	3,5	2,9	-3,4	-3,3	-2,8	5,9	6,1	6,2
Équateur	4,2	4,2	3,5	2,7	2,8	2,6	-1,5	-2,4	-3,1	4,7	5,0	5,0
Bolivie	6,8	5,1	5,0	5,7	6,8	5,3	3,7	3,7	2,4	6,4	6,3	6,2
Uruguay	4,2	2,8	3,0	8,6	8,3	8,0	-5,9	-5,5	-5,2	6,3	6,8	6,9
Paraguay	13,0	4,8	4,5	2,7	4,7	5,0	0,9	-0,9	-1,6	5,4	5,5	5,5
Amérique centrale⁷	4,0	4,0	4,0	4,2	3,8	4,4	-6,9	-6,5	-6,2	...	...	...
Caraïbes⁸	2,8	3,3	3,3	5,0	4,4	4,5	-3,7	-3,2	-3,2	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Amérique latine et Caraïbes ⁹	2,7	2,5	3,0	6,8	...	...	-2,7	-2,7	-2,8	...	...	...
Hors Argentine	2,5	2,8	3,2	6,4	6,8	5,9	-2,8	-2,9	-3,0	...	...	...
Union monétaire des Caraïbes orientales ¹⁰	0,5	1,4	1,8	1,0	1,2	1,8	-17,6	-17,1	-16,7	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre sont indiquées dans les tableaux A6 et A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

⁴Inclut également le Guyana et le Suriname. Voir la note 6 en ce qui concerne les prix à la consommation.

⁵Les chiffres pour l'Argentine sont les données officielles communiquées. Le FMI a toutefois adopté une déclaration de censure à l'encontre de l'Argentine et appelé ses autorités à prendre les mesures nécessaires pour améliorer la qualité des données officielles relatives au PIB. D'autres sources de données ont indiqué une croissance réelle sensiblement inférieure aux chiffres officiels communiqués depuis 2008. De ce fait, les services du FMI utilisent aussi d'autres estimations de la croissance du PIB pour la surveillance de l'évolution macroéconomique du pays.

⁶Les chiffres pour l'Argentine sont les données officielles communiquées. Les données sur l'indice des prix à la consommation (IPC) à partir de janvier 2014 correspondent au nouvel IPC national (IPCNu) qui diffère nettement de l'IPC antérieur (qui était l'IPC pour le Grand Buenos Aires (IPC-GBA)). Il n'est pas possible de comparer directement les données produites par l'IPCNu et l'IPC-GBA parce que les deux indices n'ont pas la même couverture géographique, n'emploient pas les mêmes pondérations, n'emploient pas les mêmes méthodes d'échantillonnage et ne suivent pas la même méthodologie. Les projections des services du FMI relatives à l'évolution de l'IPC ne sont pas présentées dans les *Perspectives de l'économie mondiale* du printemps de 2014 en raison de cette rupture structurelle des données. Après la déclaration de censure faite par le FMI le 1^{er} février 2013, la publication d'un nouvel IPC national avant la fin de mars 2014 est devenue l'une des mesures figurant dans la décision du Conseil d'administration du FMI de décembre 2013 par laquelle le Conseil demandait à l'Argentine de remédier à la qualité de ses données officielles relatives à l'IPC. Le Conseil d'administration réexaminera cette question conformément au calendrier fixé en décembre 2013 et suivant les procédures établies dans le cadre juridique du FMI.

⁷Belize, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua et Panama.

⁸Antigua-et-Barbuda, Bahamas, Barbade, Dominique, Grenade, Haïti, Jamaïque, République dominicaine, Saint-Kitts-et-Nevis, Saint-Vincent-et-les Grenadines, Sainte-Lucie et Trinité-et-Tobago.

⁹Inclut le Mexique et les pays d'Amérique centrale, d'Amérique du Sud et des Caraïbes. Voir la note 6.

¹⁰Antigua-et-Barbuda, Dominique, Grenade, Saint-Kitts-et-Nevis, Saint-Vincent-et-les Grenadines et Sainte-Lucie, ainsi qu'Anguilla et Montserrat, qui ne sont pas membres du FMI.

resserrement de la politique monétaire au cours de l'année écoulée, et la politique budgétaire (y compris les prêts à l'appui de mesures d'ajustement) devrait continuer d'être généralement neutre en 2014.

- En ce qui concerne les autres pays intégrés dans le domaine financier, la *Colombie* et le *Pérou* devraient, selon les projections, continuer d'afficher des taux de croissance relativement soutenus. L'activité au *Chili* devrait quelque peu se tasser par suite du ralentissement de l'expansion de l'investissement privé, en particulier dans le secteur mi-

nier. Dans ces trois pays, la consommation intérieure reste importante, grâce à des taux de chômage d'une faiblesse record et à la solide progression des salaires réels. Les projections indiquent que les pressions sur les prix devraient néanmoins continuer d'être maîtrisées.

- L'activité en *Argentine* et au *Venezuela* devrait nettement se ralentir en 2014, bien que les perspectives soient entachées de fortes incertitudes. La poursuite systématique de politiques macroéconomiques peu contraignantes a été source d'inflation et a provoqué

des ponctions sur les réserves officielles en devises. L'écart entre le taux de change officiel et le taux de change du marché reste important dans les deux pays, et continue de s'accroître au Venezuela. Les mesures administratives prises pour gérer les déséquilibres intérieurs et extérieurs, notamment les contrôles des prix, des taux de change et du commerce, pèsent encore plus sur la confiance et sur l'activité. Les deux pays ont récemment ajusté leurs taux de change, et l'Argentine a relevé ses taux d'intérêt, mais il leur faudra prendre des mesures de plus grande portée pour éviter un ajustement désordonné.

- L'économie *bolivienne* a connu une forte expansion au cours de l'année écoulée et devrait continuer de croître à un taux supérieur à son potentiel en 2004, par suite d'une forte augmentation des exportations d'hydrocarbures et de la poursuite de politiques macroéconomiques accommodantes. La croissance est également répartie au *Paraguay* en 2013, le secteur agricole s'étant remis d'une grave sécheresse.
- La croissance en *Amérique centrale* devrait, dans l'ensemble, se poursuivre au même rythme, soit 4,0 %, l'élan donné par la reprise de l'activité économique aux États-Unis étant contrebalancé par le resserrement de la politique budgétaire dans certains pays, les effets d'une maladie du café sur la production, la contraction des financements du Venezuela et d'autres facteurs particuliers aux pays.
- Les *Caraïbes* continuent d'être confrontées à un environnement économique difficile, caractérisé par une faible croissance, un endettement important et des facteurs de fragilité financière. L'activité devrait néanmoins reprendre quelque peu cette année dans les économies tributaires du tourisme sous l'effet du raffermissement des flux touristiques.

Les perspectives se caractérisent par l'existence de risques considérables. Sur un plan positif, une reprise plus rapide que prévu de la croissance des États-Unis pourrait stimuler les exportations de la région; les retombées positives sur les échanges profiteront toutefois essentiellement au Mexique et à un petit nombre de pays d'Amérique centrale et des Caraïbes. Sur un plan négatif, une hausse plus rapide que prévu des taux d'intérêt des États-Unis pourrait engendrer de nouvelles difficultés financières, en particulier si les entrées de capitaux s'inversent brusquement. L'intensification des pressions à la baisse sur les prix des produits de base due à un ralentissement plus marqué que prévu des investissements en Chine ou à d'autres facteurs freinerait de surcroît les activités des exportateurs de produits de base de la région.

Dans ce contexte, les responsables de l'action publique des pays d'Amérique latine et des Caraïbes devraient s'efforcer d'améliorer les aspects fondamentaux de leurs économies intérieures pour réduire la vulnérabilité de ces dernières aux chocs extérieurs. Il continue d'être approprié, pour les pays affichant d'importants déséquilibres financiers, et pour ceux qui n'ont que de faibles volants de ressources disponibles et dont le compte extérieur courant est fortement déficitaire, de continuer de réduire progressivement leur déficit budgétaire et leur dette publique. La poursuite de l'amélioration de la transparence et de la crédibilité des cadres budgétaires contribuerait également à accroître la confiance des investisseurs. Il est par ailleurs essentiel d'assurer une étroite supervision prudentielle du secteur financier et de s'attaquer de manière préventive aux facteurs de fragilité qui pourraient se manifester si les taux d'intérêt augmentaient brusquement ou si la croissance se ralentissait encore.

La souplesse des taux de change aide déjà les pays à s'ajuster aux remous qui ont secoué les marchés financiers l'année dernière, et elle devrait continuer d'assurer une marge de manœuvre importante en cas d'une recrudescence de la volatilité. En attendant, le relâchement de la politique monétaire continue d'être la première ligne de défense face à un nouveau ralentissement de la croissance des pays caractérisés par un faible taux d'inflation et des anticipations inflationnistes ancrées. Dans les pays confrontés à des pressions inflationnistes persistantes, qui pourraient être exacerbées par une nouvelle dépréciation du taux de change, les politiques monétaires et budgétaires devraient viser à ancrer les anticipations inflationnistes.

Il est également essentiel de poursuivre des réformes structurelles pour accroître la productivité et renforcer la compétitivité. La région a besoin, par-dessus tout, d'investir davantage, et de manière plus efficace, dans l'infrastructure et dans le capital humain; de s'attaquer aux obstacles à une plus grande participation de la population active dans le secteur formel; et d'améliorer l'environnement dans lequel opèrent les entreprises ainsi que le cadre réglementaire.

Communauté des États indépendants : des perspectives en demi-teinte

Les perspectives des pays de la Communauté des États indépendants (CEI) restent moroses malgré une consommation robuste, par suite du manque de dynamisme des investissements, des tensions politiques et des incertitudes qui caractérisent les politiques publiques dans certains cas. Les tensions géopolitiques assombrissent la situation dans une partie de la région. La croissance s'effectue en revanche à un rythme soutenu dans le Caucase et en Asie centrale (CAC).

Les politiques devraient viser à assurer la mise en œuvre des réformes et à augmenter les investissements pour accroître la croissance potentielle; certains pays doivent de surcroît s'employer sans attendre à remédier à de graves déséquilibres.

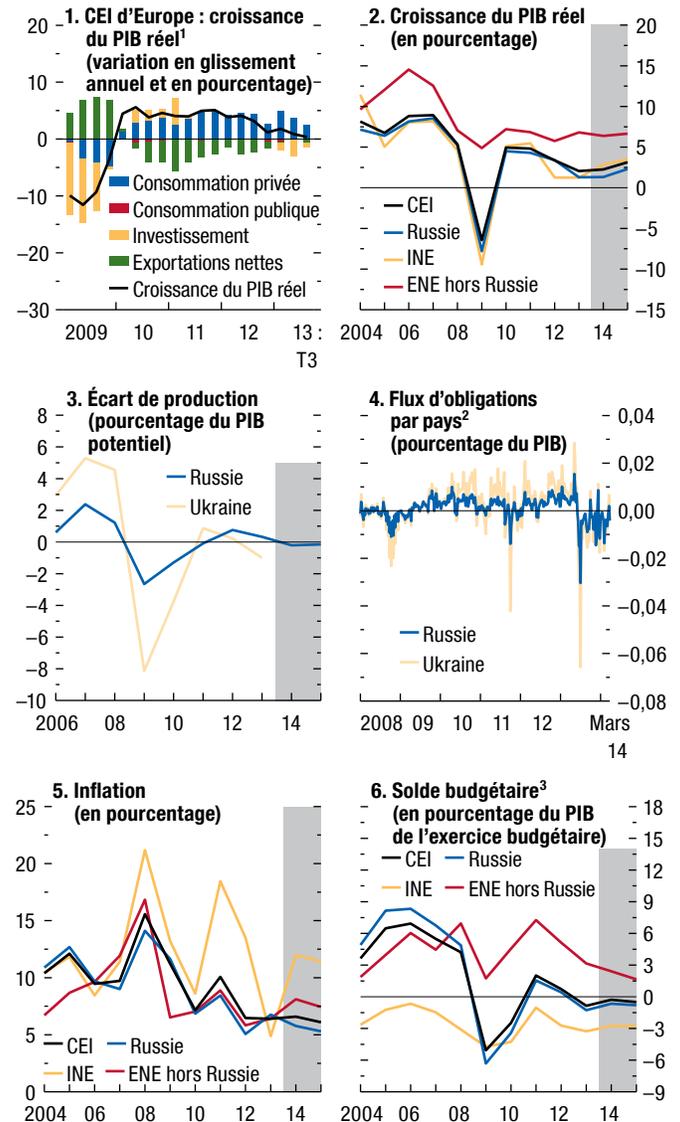
La croissance dans les pays européens de la CEI a continué de se tasser au deuxième semestre de 2013 et s'est encore ralentie au début de 2014 sous l'effet des tensions géopolitiques (graphique 2.7). La croissance en Russie est restée modérée en 2013. Malgré la robustesse de la consommation, l'activité a été entravée par la faiblesse des investissements et la lenteur de la reprise mondiale. Une excellente récolte et la solidité de la consommation privée ont permis à l'Ukraine de sortir de la récession au quatrième trimestre de 2013, mais d'importants déséquilibres intérieurs et extérieurs persistent. La volatilité des flux de capitaux s'est fortement accrue à partir de l'été par suite des préoccupations accrues suscitées par l'élimination progressive des mesures de relance de la Réserve fédérale. Au début de 2014, les troubles politiques intérieurs et la prise de contrôle de la Crimée par la Russie ont durement touché l'économie ukrainienne et créé des ondes de choc qui se sont propagées dans toute la région. Les perspectives de croissance à court terme de la Russie, qui s'étaient déjà assombries, se sont encore dégradées par suite de ces tensions géopolitiques. Le rouble faisant l'objet de pressions à la baisse et les sorties de capitaux s'intensifiant, la banque centrale a temporairement recommencé à prendre des mesures discrétionnaires et a accru ses interventions sur le marché des changes. Le taux de croissance dans la région CAC a augmenté d'environ 1 point de pourcentage pour s'établir à près de 6½ % en 2013, malgré le ralentissement observé en Russie, qui est l'un des principaux partenaires commerciaux de la région.

La croissance des pays européens de la CEI restera léthargique tandis que, à court terme, celle des pays du CAC devrait se ralentir pour tomber à 6,2 % en 2014 (tableau 2.5).

- Le taux de croissance du PIB de la Russie devrait, selon les projections, être peu élevé (1,3 %) en 2014. Les répercussions des remous sur les marchés financiers émergents et les tensions géopolitiques liées à l'Ukraine sont autant de facteurs qui freinent une activité déjà léthargique.
- En Ukraine, la production chutera probablement de manière notable parce que les graves chocs économiques et politiques compromettent l'investissement et la consommation. Vers la fin de 2014, la reprise des exportations nettes et des investissements devrait permettre une légère reprise de la croissance.
- Au Bélarus, la croissance restera morose, à 1,6 % en 2014. À Moldova, le taux de croissance du PIB ne

Graphique 2.7. Communauté des États indépendants : des perspectives en demi-teinte

La croissance s'est encore ralentie dans la Communauté des États indépendants (CEI) en raison de la poursuite du repli de l'activité en Russie et de l'atonie générale de la demande extérieure, et les entrées de capitaux dans la région ont diminué. Les politiques devraient viser à assurer la mise en œuvre de réformes plus résolues pour accroître la croissance potentielle et, dans certains pays, à remédier à de graves déséquilibres.



Sources : EPFR Global/Haver Analytics; Haver Analytics; estimations des services du FMI.

Note : exportateurs nets d'énergie (ENE) : Azerbaïdjan, Kazakhstan, Ouzbékistan, Russie, Turkménistan. Importateurs nets d'énergie (INE) : Arménie, Bélarus, Géorgie, Moldova, République kirghize, Tadjikistan, Ukraine. Tous les agrégats relatifs aux groupes de pays sont pondérés par le PIB évalué à la parité du pouvoir d'achat en proportion du PIB du groupe. Les projections concernant l'Ukraine n'ont pas été prises en compte en raison de la crise actuelle.

¹Les CEI d'Europe sont le Bélarus, la Moldova, la Russie et l'Ukraine.

²Données allant jusqu'au 18 mars 2014.

³Prêts/emprunts nets des administrations publiques sauf dans le cas des INE, pour lesquels il s'agit du solde global.

Tableau 2.5. Communauté des États indépendants : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Communauté des États indépendants	2,1	2,3	3,1	6,4	6,6	6,1	0,7	1,9	1,5	...	...	...
Exportateurs nets d'énergie	2,2	2,2	3,1	6,7	6,2	5,7	1,9	2,5	1,9	...	...	...
Russie	1,3	1,3	2,3	6,8	5,8	5,3	1,6	2,1	1,6	5,5	6,2	6,2
Kazakhstan	6,0	5,7	6,1	5,8	9,2	7,5	0,1	1,9	2,0	5,2	5,2	5,2
Ouzbékistan	8,0	7,0	6,5	11,2	11,0	11,0	1,7	2,2	1,9	...	...	...
Azerbaïdjan	5,8	5,0	4,6	2,4	3,5	4,0	19,7	15,0	9,9	6,0	6,0	6,0
Turkménistan	10,2	10,7	12,5	6,6	5,7	6,0	-3,3	-1,1	1,3	...	...	...
Importateurs nets d'énergie	1,2	2,8	3,5	4,9	12,0	11,4	-8,9	-9,0	-7,5	...	...	...
Ukraine ⁴	0,0	...	...	-0,3	...	...	-9,2	...	...	7,4	...	...
Bélarus	0,9	1,6	2,5	18,3	16,8	15,8	-9,8	-10,0	-7,8	0,6	0,6	0,6
Géorgie ⁵	3,2	5,0	5,0	-0,5	4,0	4,6	-6,1	-7,9	-7,3	...	...	...
Arménie	3,2	4,3	4,5	5,8	5,0	4,0	-8,4	-7,2	-6,8	18,5	18,0	17,9
Tadjikistan	7,4	6,2	5,7	5,0	5,4	5,9	-1,9	-2,1	-2,3	...	...	...
République kirghize	10,5	4,4	4,9	6,6	6,1	6,6	-12,6	-15,5	-14,3	7,6	7,6	7,5
Moldova	8,9	3,5	4,5	4,6	5,5	5,9	-4,8	-5,9	-6,4	5,2	5,6	5,3
<i>Pour mémoire</i>												
Caucase et Asie centrale ⁶	6,6	6,2	6,4	6,0	7,7	7,1	2,6	3,0	2,4	...	...	...
Pays à faible revenu de la CEI ⁷	7,1	6,0	5,8	7,7	8,3	8,4	-2,2	-2,3	-2,2	...	...	...
Exportateurs nets d'énergie hors Russie	6,8	6,4	6,7	6,4	8,1	7,4	3,6	4,2	3,4	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre sont indiquées dans le tableau A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

⁴Les projections pour l'Ukraine ne sont pas prises en compte en raison de la crise en cours.

⁵La Géorgie, qui n'est pas membre de la Communauté des États indépendants (CEI), est incluse dans ce groupe pour des raisons de géographie et de similitude de structure économique.

⁶Inclut l'Arménie, l'Azerbaïdjan, la Géorgie, le Kazakhstan, l'Ouzbékistan, la République kirghize, le Tadjikistan et le Turkménistan.

⁷Les pays à faible revenu de la CEI sont l'Arménie, la Géorgie, la Moldova, l'Ouzbékistan, la République kirghize et le Tadjikistan.

sera plus que de 3½ % en 2014, en raison essentiellement du ralentissement attendu dans le secteur agricole.

- Le raffermissement de la demande extérieure et la reprise de la demande intérieure en *Arménie* et en *Géorgie* par suite de l'assouplissement de la politique budgétaire et de l'augmentation des exportations d'hydrocarbures en provenance du *Turkménistan*, permise par l'accroissement préalable de la capacité de production, soutiendront l'activité économique dans les pays du CAC malgré le tassement temporaire de l'expansion de la production de pétrole au *Kazakhstan* et la stagnation des exportations d'or de la *République kirghize*.

Le taux d'inflation restera dans l'ensemble stable, aux environs de 6 % en 2014, mais demeure élevé dans certains pays (tableau 2.5). En Russie, il a dépassé la fourchette cible en 2013, en partie à cause d'une flambée temporaire des prix des denrées alimentaires et de la dépréciation du rouble, et il restera probablement supérieur au taux médian cible pour 2014. Au Kazakhstan, la récente dévaluation du tenge intensifiera les pressions inflationnistes cette année. L'inflation s'est atténuée au Bélarus, mais

restera supérieure à 10 % par suite des mesures en vigueur, tandis qu'elle devrait rester dans les limites établies par les banques centrales dans la plupart des pays du CAC. En Géorgie, le taux d'inflation devrait se rapprocher de la cible de 5 % en 2015, sous l'effet d'une reprise de la demande intérieure et de la récente dépréciation de la monnaie. En Ouzbékistan, l'inflation restera supérieure à 10 % par suite du relèvement des prix administrés, de la dépréciation de la monnaie et d'une forte expansion du crédit.

Le risque de ralentissement persiste, compte tenu de l'augmentation des incertitudes géopolitiques résultant de la prise de contrôle de la Crimée par la Russie, du resserrement des conditions financières et de la volatilité des flux de capitaux. L'intensification des mesures et des contre-mesures de sanction pourrait avoir des répercussions sur les échanges et sur les actifs financiers. Les effets de contagion pourraient se propager par les circuits réels (commerce, envois de fonds) et financiers (valeur des actifs, opérations bancaires). Même en l'absence de mesures de sanction, le ralentissement de la croissance en Russie et en Ukraine pourrait avoir des conséquences notables sur les pays voi-

sins à moyen terme. Un tassement des prix des produits de base (voir le Dossier spécial du chapitre 1 sur les produits de base) aurait pour effet de retarder la reprise en Ukraine et d'entraver la croissance en Russie et dans les pays du CAC exportateurs d'hydrocarbures. Les pays disposant d'importants volants d'avoirs extérieurs seraient toutefois moins touchés. La croissance se ralentirait aussi dans les pays du CAC importateurs de pétrole si les perspectives de croissance des marchés émergents étaient réévaluées à la baisse, ce qui aurait des conséquences défavorables sur le commerce, les envois de fonds et le financement des projets, surtout si l'on considère la faiblesse de réserves extérieures et la marge de manœuvre budgétaire limitée. Un ralentissement en Russie provoqué par un environnement incertain aurait des répercussions sur les pays du CAC par le biais des circuits du secteur réel et du secteur financier, en particulier si l'approvisionnement énergétique est perturbé et si les prix du pétrole et du gaz augmentent. Sur un plan positif, une reprise plus solide dans les pays avancés pourrait maintenir les prix du pétrole et du gaz à un niveau élevé, ce qui profiterait à la fois aux exportateurs de pétrole et de gaz et aux importateurs de produits de base en permettant une reprise plus forte que prévu en Russie.

L'action publique doit viser à préserver la stabilité économique et à renforcer la croissance potentielle par le biais d'ambitieuses réformes. Afin de gérer les effets que pourraient avoir des remous financiers dans les pays émergents ainsi que les tensions géopolitiques, la Russie devrait continuer de s'appuyer sur un taux de change souple pour faciliter l'ajustement tout en évitant une volatilité excessive, d'orienter sa politique monétaire sur l'ancrage de l'inflation et de maintenir une politique budgétaire structurelle généralement neutre tout en laissant les stabilisateurs automatiques fonctionner. Il sera essentiel de procéder à un rééquilibrage budgétaire et d'éliminer progressivement les pertes quasi budgétaires dans le secteur de l'énergie pour stabiliser l'économie en Ukraine. Bien que l'appui financier de la Russie puisse assurer au Bélarus une certaine marge de manœuvre à court terme, ce dernier doit prendre au plus tôt des mesures pour ralentir la progression des salaires et l'expansion du crédit et continuer d'assouplir son taux de change de manière à réduire les déséquilibres. Même si elles restent déterminées à procéder à un rééquilibrage à moyen terme, l'Arménie et la Géorgie envisagent de lancer un programme de relance budgétaire en 2014. Il sera également nécessaire de mener des réformes structurelles pour améliorer le cadre de l'activité économique, diversifier cette dernière et accroître la compétitivité extérieure dans toute la région pour permettre à une croissance rapide de s'établir durablement et de devenir plus inclusive au cours des prochaines années.

Moyen-Orient et Afrique du Nord : un changement de cap?

La croissance a été léthargique dans toute la région Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan (MOANAP) en 2013, car la diminution de la production pétrolière et la faiblesse de la croissance de l'investissement privé dans un contexte caractérisé par la poursuite des transitions politiques et des conflits ont contrebalancé l'augmentation des dépenses publiques. L'activité économique se raffermira en 2014–15 par suite d'une amélioration de la croissance des exportations due à la reprise économique des partenaires commerciaux et à l'augmentation des investissements publics et privés. Toutefois, le manque de confiance, l'ampleur du chômage, la faible compétitivité et, dans bien des cas, les importants déficits publics continueront de peser sur les perspectives économiques de la région. Les risques de ralentissement prévalent en raison du peu de progrès accompli dans le cadre des réformes durant des périodes de transition politique complexes. Il sera essentiel de poursuivre des réformes pour accroître et diversifier la production potentielle et aussi pour améliorer la compétitivité et la capacité d'adaptation de manière à assurer une croissance durable et solidaire et à créer des emplois.

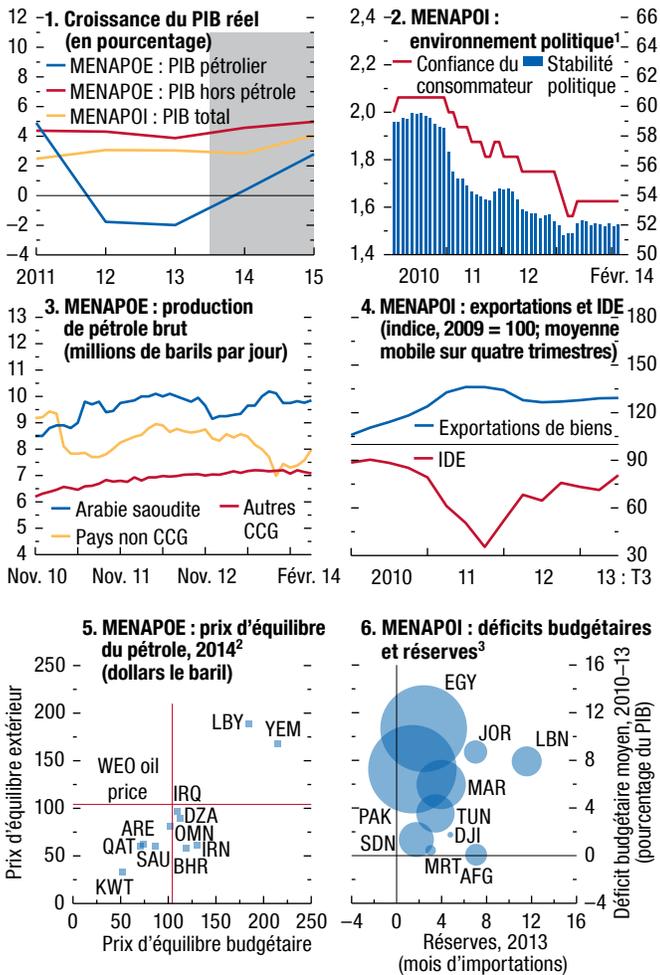
Pays exportateurs de pétrole

L'activité économique s'est ralentie en 2013 dans les pays exportateurs de la région MOANAP pour tomber à environ 2 %, soit un taux de croissance inférieur à moins de la moitié de celui observé au cours des dernières années. La croissance de l'économie hors pétrole a bénéficié de la poursuite d'investissements publics soutenus dans l'infrastructure et de l'expansion du crédit privé. En revanche, la léthargie de la demande mondiale de pétrole, l'augmentation de l'offre de pétrole des États-Unis et les perturbations de l'offre de pétrole dans la région — en particulier en Libye, où une vague d'instabilité a fait chuter la production à environ un tiers de la capacité — ont ralenti la croissance des secteurs pétroliers (graphique 2.8; voir également le Dossier spécial du chapitre 1 sur les produits de base).

Par suite de la stabilisation de la production liée au raffermissement de l'activité mondiale et du maintien des niveaux de la consommation et de l'investissement, le taux de croissance du PIB total devrait s'établir à environ 3½ % en 2014 (tableau 2.6). L'attribution de l'organisation de l'Exposition universelle 2020 aux Émirats arabes unis, où les prix de l'immobilier montent rapidement, raffermirait encore les perspectives de croissance de ce pays. Le Qatar a, de même, entrepris un important programme d'investissements publics pour promouvoir sa diversification écono-

Graphique 2.8. Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan : un changement de cap?

La croissance a été léthargique dans toute la région Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan (MOANAP) en 2013, car les importantes dépenses publiques ont été contrebalancées par la diminution de la production pétrolière et la faiblesse des exportations non pétrolières dans un contexte caractérisé par des troubles sociopolitiques. Le dynamisme des activités non pétrolières dû au niveau élevé des dépenses publiques et la reprise de la production pétrolière devraient toutefois contribuer à accélérer l'activité économique cette année.



Sources : Haver Analytics; FMI, base de données de *Direction of Trade Statistics*; Agence internationale de l'énergie; autorités nationales; PRS Group, Inc., *International Country Risk Guide*; estimations des services du FMI.

Note : exportateurs de pétrole de MENAP (MENAPOE) = Algérie (DZA), Arabie saoudite (SAU), Bahreïn (BHR), Iran (IRN), Iraq (IRQ), Émirats arabes unis (ARE), Koweït (KWT), Libye (LBY), Oman (OMN), Qatar (QAT) et Yémen (YMN); importateurs de pétrole de MENAP (MENAPOI) = Afghanistan (AFG), Djibouti (DJI), Égypte (EGY), Jordanie (JOR), Liban (LBN), Maroc (MAR), Mauritanie (MRT), Pakistan (PAK), Soudan (SDN), Syrie (SYR) et Tunisie (TUN). IDE = investissement direct étranger; CCG = Conseil de coopération du Golfe. À partir de 2011, les données ne couvrent pas la Syrie. Les agrégats relatifs aux groupes de pays dans la plage 1 et aux exportations de biens dans la plage 4 sont pondérés par le PIB évalué à la parité du pouvoir d'achat en proportion du PIB du groupe; la plage 2 présente des moyennes simples (hors AFG, DJI et MRT); les chiffres de la plage 3 et les IDE (pour EGY, MAR, PAK, et TUN) de la plage 4 sont des sommes.

¹La confiance des consommateurs est indiquée sur l'échelle de gauche et la stabilité politique sur l'échelle de droite. Plus les valeurs indiquées pour l'indicateur de confiance des consommateurs (note de stabilité politique) est élevée, plus la confiance des consommateurs est forte (stabilité politique).

²Prix auxquels le budget de l'État et le compte courant se trouvent, respectivement, en équilibre. Les données pour YEM se rapportent à 2013.

³La taille des bulles est fonction du PIB à la parité du pouvoir d'achat de chaque pays de 2013.

mique et se préparer à accueillir la Coupe du monde 2022 de la Fédération internationale de football.

Le tassement des prix des denrées alimentaires devrait maintenir l'inflation à moins de 5 % dans la plupart des pays exportateurs de pétrole. La République islamique d'Iran est une exception notable à cet égard, car elle traverse une période de stagflation malgré certaines récentes améliorations dues à un allègement temporaire de certaines sanctions internationales.

La chute des recettes pétrolières engendre déjà une contraction des excédents budgétaires, qui ne seront plus que de 2,6 % en 2014, malgré le retrait des mesures de relance budgétaire prises par de nombreux pays durant la récession mondiale et le Printemps arabe. Les importants excédents des comptes courants devraient également diminuer par suite de la baisse des recettes pétrolières (tableau 2.6). Bien que les positions budgétaires se soient affaiblies dans tous les pays membres du Conseil de coopération du Golfe (CCG) au cours des dernières années, la plupart de ces pays disposent encore d'importantes réserves qui leur permettront de faire face à d'importants chocs pétroliers, à condition que ces chocs soient de courte durée.

Les risques à court terme se sont atténués dans le cas des pays exportateurs de pétrole. Le récent accord provisoire entre le groupe P5+1 et l'Iran a atténué les tensions géopolitiques, et les possibilités de nouvelles perturbations importantes de l'approvisionnement pétrolier dans d'autres pays non membres du CCG semblent maintenant plus réduites. Une augmentation plus rapide que prévu de l'offre de pétrole aux États-Unis et le risque encore possible d'une demande mondiale de pétrole plus faible que prévu par suite d'un ralentissement dans les pays émergents ou dans les pays avancés pourraient faire baisser les prix du pétrole et la production des pays membres du CCG. L'action publique doit continuer de donner la priorité à la diversification des économies des pays exportateurs de pétrole afin de réduire leur dépendance par rapport à ce produit, accroître les opportunités d'emplois des ressortissants dans le secteur privé et renforcer la capacité d'adaptation aux chocs. Il sera essentiel de procéder à des réformes pour promouvoir l'entrepreneuriat, et aussi maîtriser la masse salariale et l'emploi dans le secteur public. La politique budgétaire doit gérer les pressions exercées au niveau de la demande, préserver le patrimoine pour les générations futures et assurer l'efficacité des dépenses publiques d'équipement. Une réduction des subventions énergétiques, qui représentent actuellement entre 4 et 12½ % du PIB, aurait pour effet de limiter la consommation d'énergie, et de libérer des ressources pour financer des dépenses sociales ciblées et

Tableau 2.6. Pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Moyen-Orient et Afrique du Nord	2,2	3,2	4,5	10,5	8,4	8,3	10,3	8,7	6,6	...	...	...
Pays exportateurs de pétrole⁴	2,0	3,4	4,6	11,3	8,4	8,3	14,1	11,9	9,7	...	...	...
Iran	-1,7	1,5	2,3	35,2	23,0	22,0	8,1	5,2	2,8	12,9	14,0	14,6
Arabie saoudite	3,8	4,1	4,2	3,5	3,0	3,2	17,4	15,8	13,3	5,5	...	...
Algérie	2,7	4,3	4,1	3,3	4,0	4,0	0,4	0,5	-1,3	9,8	9,4	9,0
Émirats arabes unis	4,8	4,4	4,2	1,1	2,2	2,5	14,9	13,3	12,4	...	...	...
Qatar	6,1	5,9	7,1	3,1	3,6	3,5	29,2	25,4	20,5	...	...	...
Koweït	0,8	2,6	3,0	2,7	3,4	4,0	38,8	37,4	34,2	2,1	2,1	2,1
Iraq	4,2	5,9	6,7	1,9	1,9	3,0	0,0	1,0	1,2	...	...	...
Pays importateurs de pétrole⁵	2,7	2,7	4,2	7,9	8,5	8,2	-6,4	-5,5	-6,4	...	...	...
Égypte	2,1	2,3	4,1	6,9	10,7	11,2	-2,1	-1,3	-4,6	13,0	13,0	13,1
Maroc	4,5	3,9	4,9	1,9	2,5	2,5	-7,4	-6,6	-5,8	9,2	9,1	9,0
Tunisie	2,7	3,0	4,5	6,1	5,5	5,0	-8,4	-6,7	-5,7	16,7	16,0	15,0
Soudan	3,4	2,7	4,6	36,5	20,4	14,3	-10,6	-8,2	-7,1	9,6	8,4	8,0
Liban	1,0	1,0	2,5	3,2	2,0	2,0	-16,2	-15,8	-13,9	...	...	...
Jordanie	3,3	3,5	4,0	5,5	3,0	2,4	-11,1	-12,9	-9,3	12,2	12,2	12,2
<i>Pour mémoire</i>												
Moyen-Orient, Afrique du Nord,												
Afghanistan et Pakistan	2,4	3,2	4,4	10,1	8,5	8,3	9,5	8,0	6,1	...	...	...
Pakistan	3,6	3,1	3,7	7,4	8,8	9,0	-1,0	-0,9	-1,0	6,7	6,9	7,2
Afghanistan	3,6	3,2	4,5	7,4	6,1	5,5	2,8	3,3	-0,3	...	...	...
Israël ⁶	3,3	3,2	3,4	1,5	1,6	2,0	2,5	1,4	1,7	6,4	6,7	6,5
Maghreb ⁷	2,0	2,9	7,5	3,3	3,9	4,0	-3,2	-6,1	-5,8	...	...	...
Mashreq ⁸	2,1	2,2	3,9	6,4	9,3	9,7	-4,7	-4,3	-6,1	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre sont indiquées dans les tableaux A6 et A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

⁴Ce groupe comprend aussi les pays suivants : Bahreïn, Libye, Oman et Yémen.

⁵Ce groupe comprend aussi Djibouti et la Mauritanie. La Syrie n'est pas prise en compte en raison des incertitudes qui caractérisent la situation politique.

⁶Israël, qui n'est pas membre de la région, est inclus ici pour des raisons de géographie. Les chiffres relatifs à Israël ne sont pas inclus dans les agrégats de la région.

⁷Algérie, Libye, Maroc, Mauritanie et Tunisie.

⁸Égypte, Jordanie et Liban. La Syrie n'est pas prise en compte en raison des incertitudes qui caractérisent la situation politique.

contribuer au financement d'investissements publics. L'élimination des subventions devra être progressive et s'effectuer dans le cadre d'une stratégie de communication conçue pour obtenir une plus large adhésion de la population et réduire le risque d'un retour en arrière.

Pays importateurs de pétrole

En 2013, trois ans après le Printemps arabe, la reprise reste léthargique dans les pays importateurs de pétrole de la région MOANAP. Les incertitudes associées aux transitions politiques et aux troubles sociaux ainsi que l'effet de frein exercé par les problèmes structurels non réglés continuent de peser sur la confiance et l'activité économique. Malgré la poursuite de politiques budgétaire et monétaire accommodantes, le taux de croissance est demeuré de l'ordre de 3 % depuis 2011— soit la moitié du taux nécessaire pour

réduire le taux de chômage élevé et persistant observé dans la région et relever les niveaux de vie.

Les pays de ce groupe devraient poursuivre leur lente reprise, à un taux qui devrait demeurer de l'ordre de 3 % en 2014 avant d'atteindre 4 % en 2015. La croissance des exportations devrait se raffermir progressivement par suite du rétablissement de la demande intérieure des pays partenaires commerciaux, notamment européens. Les réformes récemment mises en œuvre pour assouplir les contraintes au niveau de l'offre et améliorer la compétitivité devraient également contribuer à conforter la confiance et donc stimuler l'activité économique et l'investissement direct étranger. La demande intérieure restera toutefois léthargique par suite de la persistance des incertitudes politiques. Dans certains pays, le programme de relance budgétaire se terminera par un léger frein budgétaire parce qu'il faudra procéder à un rééquilibrage

pour enrayer l'érosion des volants de réserves budgétaires et extérieures. Le taux d'inflation augmentera légèrement pour atteindre 8,5 %, les pressions à la hausse exercées par l'élimination progressive des subventions énergétiques étant en partie compensées par la diminution des prix mondiaux des produits de base (tableau 2.6).

Au-delà de ces tendances générales, les perspectives se présentent comme suit pour les pays suivants :

- En *Égypte*, la croissance en 2014 devrait se poursuivre dans l'ensemble au même rythme qu'en 2013, les incertitudes politiques continuant de peser sur le tourisme et sur l'investissement direct étranger, malgré le programme de relance budgétaire appuyé par des financements du CCG. Les importants déséquilibres persisteront à moins que des réformes structurelles et des programmes de rééquilibrage budgétaire ne soient entrepris.
- Le conflit syrien continue de peser lourdement sur le *Liban*, où il intensifie les violences sectaires, ébranle la confiance et accroît les pressions sur une position budgétaire qui se dégrade — de sorte que l'économie stagnera en 2014. Le conflit a également sensiblement accru le fardeau de l'ajustement budgétaire et des financements en *Jordanie*.
- Au *Pakistan*, la reprise plus rapide que prévu du secteur manufacturier, due à l'amélioration de l'alimentation électrique et à la récente dépréciation du taux de change, a été en partie neutralisée par une production de coton décevante.
- En *Tunisie*, la croissance devrait se raffermir, grâce au regain de confiance engendré par la promulgation d'une nouvelle constitution, la diminution des tensions sécuritaires et les réformes engagées avant les élections.
- L'activité économique se ralentira au *Maroc*, mais elle sera de plus en plus tirée par les secteurs non agricoles, par suite des réformes menées pour diversifier l'économie.

La reprise reste fragile et les risques de ralentissement persistent. Les transitions politiques, l'intensification des tensions sociales et sécuritaires ainsi que les répercussions des conflits régionaux pourraient réduire la confiance et compromettre la stabilité macroéconomique. Une croissance plus faible que prévu des pays émergents, des pays de la zone euro ou des pays membres du CCG pourrait ralentir les exportations. Les taux d'intérêt intérieurs pourraient augmenter dans les pays dont le régime de taux de change est relativement peu souple si les conditions financières mondiales se durcissent notablement, bien que les financements publics extérieurs et les garanties des émissions obligataires puissent contribuer à atténuer ces effets. Sur un plan positif, l'accomplissement

de progrès plus rapides dans le cadre des transitions politiques et des réformes économiques pourrait conforter la confiance et stimuler la croissance.

Une amélioration durable des perspectives économiques exigera la poursuite de réformes structurelles conçues aussi bien pour abaisser le coût de la poursuite de l'activité économique que pour approfondir l'intégration commerciale dans les marchés mondiaux et régionaux. Il est difficile de poursuivre un grand nombre de ces réformes en période de transition politique, mais il est possible de prendre sans tarder certaines mesures qui pourraient améliorer le climat de confiance, comme la rationalisation du cadre réglementaire des entreprises, la formation des personnes au chômage et des travailleurs non qualifiés, et l'amélioration des régimes douaniers.

Les politiques macroéconomiques doivent concilier deux objectifs, qui consistent à promouvoir la croissance et à assurer la stabilité économique. Il serait souhaitable, dans certains pays, d'élargir l'assiette de l'impôt pour mobiliser des ressources qui serviront à financer un volume plus élevé de dépenses sociales et d'investissements publics. Une augmentation des investissements publics et des aides sociales aux groupes de populations pauvres peut contribuer à soutenir la demande intérieure. Étant donné l'ampleur des déficits budgétaires et de la dette, il importe de financer ces dépenses publiques en réaffectant les ressources jusque-là consacrées à des subventions généralisées qui profitent aux riches. Le rééquilibrage budgétaire peut s'effectuer de manière progressive, si les financements le permettent, sur la base de plans à moyen terme crédibles, de manière à préserver la bonne volonté des investisseurs et à assurer la poursuite de l'octroi de financements adéquats. Le maintien de politiques monétaires accommodantes et, dans certains cas, l'assouplissement de la politique de taux de change peuvent contribuer à atténuer les effets négatifs à court terme du rééquilibrage budgétaire sur la croissance, tout en renforçant les amortisseurs extérieurs.

Afrique subsaharienne : la croissance s'accélère

La croissance continue d'être robuste en Afrique subsaharienne, et elle devrait s'accélérer en 2014. Des conditions de financement difficiles à l'échelle mondiale ou un ralentissement des pays émergents pourraient exercer un effet de frein, en particulier dans les pays à revenu intermédiaire qui ont d'importants liens avec l'extérieur, dans les pays producteurs de ressources naturelles et dans les pays pionniers¹. Certains

¹Les pays pionniers d'Afrique subsaharienne sont le Ghana, le Kenya, Maurice, le Nigéria, l'Ouganda, le Rwanda, le Sénégal, la Tanzanie et la Zambie.

Tableau 2.7. Afrique subsaharienne (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections		2013	Projections	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Afrique subsaharienne	4,9	5,4	5,5	6,3	6,1	5,9	-3,6	-3,6	-3,9	...	...	...
Pays exportateurs de pétrole⁴	5,8	6,7	6,7	7,4	6,9	6,6	3,9	3,3	2,1	...	...	...
Nigéria	6,3	7,1	7,0	8,5	7,3	7,0	4,7	4,9	4,0	...	...	...
Angola	4,1	5,3	5,5	8,8	7,7	7,7	5,0	2,2	-0,4	...	...	...
Guinée équatoriale	-4,9	-2,4	-8,3	3,2	3,9	3,7	-12,0	-10,2	-10,9	...	...	...
Gabon	5,9	5,7	6,3	0,5	5,6	2,5	10,6	6,9	4,5	...	...	...
République du Congo	4,5	8,1	5,8	4,6	2,4	2,4	-1,2	2,0	0,1	...	...	...
Pays à revenu intermédiaire⁵	3,0	3,4	3,7	5,8	5,9	5,5	-5,7	-5,1	-4,9	...	...	...
Afrique du Sud	1,9	2,3	2,7	5,8	6,0	5,6	-5,8	-5,4	-5,3	24,7	24,7	24,7
Ghana	5,4	4,8	5,4	11,7	13,0	11,1	-13,2	-10,6	-7,8	...	...	...
Cameroun	4,6	4,8	5,1	2,1	2,5	2,5	-4,4	-3,5	-3,6	...	...	...
Côte d'Ivoire	8,1	8,2	7,7	2,6	1,2	2,5	-1,2	-2,2	-2,0	...	...	...
Botswana	3,9	4,1	4,4	5,8	3,8	3,4	-0,4	0,4	0,2	...	...	...
Sénégal	4,0	4,6	4,8	0,8	1,4	1,7	-9,3	-7,5	-6,6	...	...	...
Pays à faible revenu⁶	6,5	6,8	6,8	6,0	5,5	5,5	-11,8	-11,8	-11,7	...	...	...
Éthiopie	9,7	7,5	7,5	8,0	6,2	7,8	-6,1	-5,4	-6,0	...	...	...
Kenya	5,6	6,3	6,3	5,7	6,6	5,5	-8,3	-9,6	-7,8	...	...	...
Tanzanie	7,0	7,2	7,0	7,9	5,2	5,0	-14,3	-13,9	-12,9	...	...	...
Ouganda	6,0	6,4	6,8	5,4	6,3	6,3	-11,7	-12,6	-12,1	...	...	...
République démocratique du Congo	8,5	8,7	8,5	0,8	2,4	4,1	-9,9	-7,9	-7,2	...	...	...
Mozambique	7,1	8,3	7,9	4,2	5,6	5,6	-41,9	-42,8	-43,2	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Afrique subsaharienne hors												
Soudan du Sud	4,7	5,4	5,4	6,4	6,1	5,9	-3,6	-3,6	-4,0	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre sont indiquées dans le tableau A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

⁴Ce groupe comprend en outre le Soudan du Sud et le Tchad.

⁵Ce groupe comprend en outre les pays suivants : Cap-Vert, Lesotho, Maurice, Namibie, Seychelles, Swaziland et Zambie.

⁶Ce groupe comprend en outre les pays suivants : Bénin, Burkina Faso, Burundi, Comores, Érythrée, Gambie, Guinée, Guinée Bissau, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Niger, République centrafricaine, Rwanda, São Tomé-et-Príncipe, Sierra Leone, Togo et Zimbabwe.

des risques les plus prononcés sont néanmoins d'origine intérieure et tiennent, dans différents pays, à la poursuite de politiques erronées, à des menaces sécuritaires et aux incertitudes qui caractérisent la situation politique intérieure à l'approche des élections. Les responsables de l'action publique devraient éviter de poursuivre une politique budgétaire procyclique dans les pays en rapide expansion, s'attaquer aux risques qui commencent à se manifester dans les pays confrontés à d'importants déséquilibres budgétaires, faire face aux vulnérabilités dans les pays davantage exposés aux chocs extérieurs et promouvoir une croissance durable et solidaire.

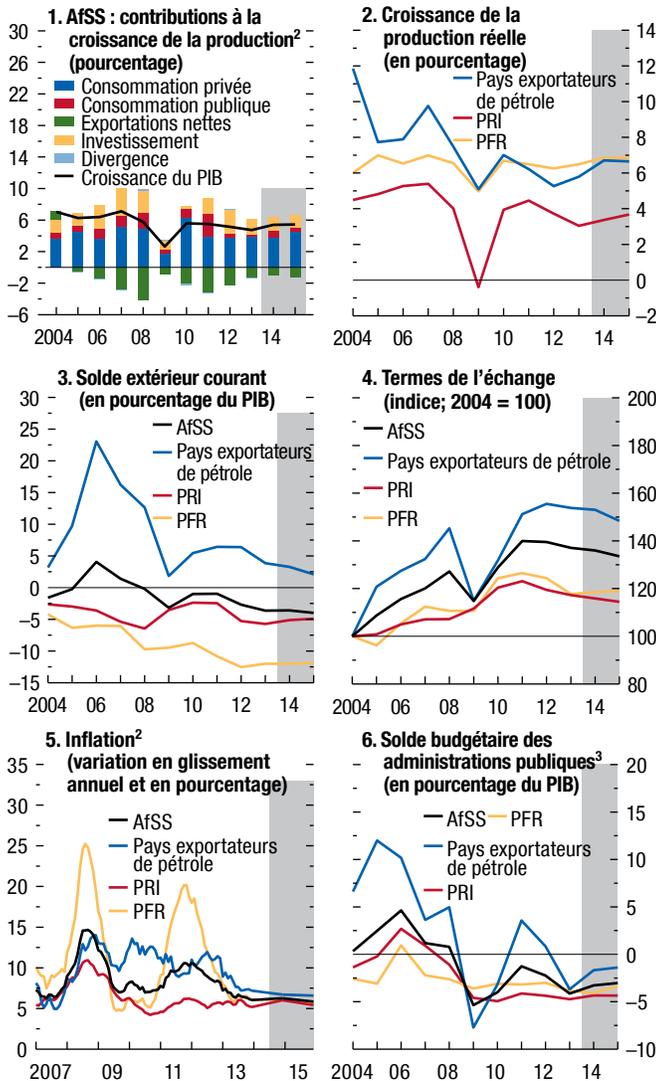
L'Afrique subsaharienne a continué d'afficher une solide croissance en 2013, qui s'est effectuée au taux de 4,8 %, c'est-à-dire pratiquement au même rythme qu'en 2012, grâce à l'amélioration de la production agricole et aux investissements dans les ressources naturelles et dans l'infrastructure. La croissance a été robuste dans toute la région, mais surtout dans les pays à faible revenu

et dans les États fragiles². En dehors de ces groupes, la croissance est restée solide au Nigéria par suite du niveau relativement élevé des prix du pétrole, malgré les problèmes sécuritaires dans le Nord du pays et les vols de pétrole sur une grande échelle survenus au premier semestre de 2013. En revanche, la croissance a continué de se ralentir en Afrique du Sud, par suite des tensions qui caractérisent les relations patronat-salariat dans le secteur minier, des difficultés associées à l'approvisionnement en électricité, de l'anémie de l'investissement privé et du manque de confiance des consommateurs et des investisseurs (tableau 2.7).

²Les États fragiles comprennent le Burundi, les Comores, la Côte d'Ivoire, l'Érythrée, la Guinée, la Guinée Bissau, le Libéria, la République centrafricaine, la République démocratique du Congo, São Tomé-et-Príncipe, le Togo et le Zimbabwe. Cette liste ne comprend pas certains États fragiles dont les ventes de pétrole représentent une part importante des exportations et des recettes publiques et qui ont été classés dans la catégorie des exportateurs de pétrole.

Graphique 2.9. Afrique subsaharienne : la croissance s'accélère

Les investissements réalisés dans les ressources naturelles et dans l'infrastructure ainsi que de bonnes récoltes ont permis à l'Afrique subsaharienne d'afficher une robuste croissance en 2013. L'inflation a continué de ralentir, mais les déficits budgétaires se sont creusés par suite de l'augmentation des dépenses au titre des investissements et des salaires, ce qui a contribué à la dégradation des comptes courants. Selon les projections, la croissance devrait s'accélérer en 2014 en raison de l'amélioration de l'offre intérieure et d'un environnement mondial favorable. Étant donné l'importance des risques de ralentissement intérieurs et extérieurs, il importe que les pays de la région améliorent leur capacité d'adaptation aux chocs en renforçant leurs positions budgétaires et en accroissant leur souplesse budgétaire.



Sources : Haver Analytics; FMI, base de données de *International Financial Statistics*; estimations des services du FMI.

Note : PFR = pays à faible revenu (AfSS); PRI = pays à revenu intermédiaire (AfSS); AfSS = Afrique subsaharienne. Voir le tableau 2.7 pour la composition des différents groupes de pays et l'appendice statistique pour une description de la méthode suivie pour constituer les groupes de pays.

¹Le Libéria, le Soudan du Sud et le Zimbabwe sont exclus par suite de l'insuffisance des données.

²Les pays suivants sont exclus par suite de l'insuffisance des données : le Soudan du Sud parmi les pays exportateurs de pétrole; l'Érythrée et le Zimbabwe parmi les PFR.

³Les administrations publiques comprennent l'administration centrale, les États d'une fédération, les administrations locales et les caisses de sécurité sociale.

L'inflation a continué de se ralentir sauf dans quelques cas (graphique 2.9). Les monnaies de l'Afrique du Sud et de certains pays pionniers se sont affaiblies par suite du resserrement des conditions monétaires mondiales et, dans certains cas, de la faiblesse des positions extérieures ou budgétaires (Afrique du Sud, Ghana, Nigéria, Zambie). La note d'un petit nombre de pays a été abaissée en raison de l'ampleur de leur déficit budgétaire, ce qui exerce des pressions additionnelles sur les rendements, et certains pays ont remis à une date ultérieure l'émission d'obligations souveraines.

Selon les projections, le taux de croissance devrait augmenter pour atteindre environ 5½ % en 2014, sous l'effet de l'évolution positive de l'offre intérieure et du raffermissement de la reprise mondiale :

- En *Afrique du Sud*, les projections indiquent une accélération modérée de la croissance, entraînée par une amélioration de la demande extérieure, bien que le pays continue d'être exposé à des risques de ralentissement. (Voir le chapitre 1 pour plus de détails.)
- La croissance du *Nigéria* devrait, selon les projections, s'accroître de 0,8 point de pourcentage, par suite de la réparation des principaux oléoducs et de la poursuite de l'augmentation de la production des secteurs non pétroliers. D'autres pays producteurs de pétrole devraient aussi afficher une importante reprise.
- La croissance devrait également s'accélérer dans d'autres pays, notamment dans plusieurs États fragiles, par suite de l'amélioration de la situation politique et sécuritaire intérieure (*Mali*), d'investissements massifs dans l'infrastructure et les activités minières (*République démocratique du Congo, Mozambique, Niger*), et de l'arrivée à maturité d'investissements (*Mozambique*).

Le niveau modéré des prix alimentaires et la poursuite de politiques monétaires prudentes devraient faciliter un nouveau ralentissement de l'inflation dans une grande partie de la région, et les projections font état d'une amélioration des positions budgétaires de l'ordre de ½ % du PIB en moyenne. Le déficit moyen du compte courant ne devrait toutefois pas diminuer en raison des perspectives relativement moroses des prix des produits de base (voir le Dossier spécial du chapitre 1 sur les produits de base) et de la demande des pays émergents ainsi que du niveau toujours élevé des importations associées aux investissements directs étrangers.

Dans plusieurs pays, les importants risques de ralentissement sont d'origine intérieure, et tiennent notamment aux incertitudes relatives aux politiques, à la dégradation des conditions sécuritaires et aux tensions entre les partenaires sociaux. Les risques d'origine extérieure revêtent

une importance particulière pour les pays exportateurs de ressources naturelles, qui pourraient souffrir d'un ralentissement des pays émergents et d'un changement de la structure de la croissance chinoise, qui serait tirée non plus par l'investissement, mais par la consommation. Ces risques sont aussi importants pour les pays qui ont accès aux marchés extérieurs, comme l'Afrique du Sud et les pays pionniers, qui sont les plus exposés à une inversion des flux de portefeuille si les conditions financières mondiales continuent de se durcir.

Afin d'éviter une orientation budgétaire procyclique et d'accroître leur capacité d'adaptation aux chocs, les pays de la région qui affichent une rapide expansion devraient tirer profit de leur croissance pour conforter la position de leurs finances publiques. Dans les quelques pays dont les déficits sont devenus importants ou le niveau de la dette publique est élevé, il sera nécessaire de procéder à un rééquilibrage budgétaire pour assurer le maintien de la stabilité macroéconomique, et de nombreux pays devront continuer en priorité de mobiliser des ressources pour effectuer des dépenses de haute valeur. Il est urgent, dans toute la région, notamment d'améliorer l'efficacité des dépenses publiques, d'investir dans des projets stratégiques soigneusement sélectionnés pour développer l'approvisionnement en énergie et les infrastructures

essentiels, et de mettre en œuvre des réformes structurelles conçues pour promouvoir la diversification économique, l'investissement privé et la compétitivité. La politique monétaire devra continuer de viser à consolider les progrès accomplis en ce qui concerne l'inflation. Dans certains pays, la dépréciation systématique du taux de change pourrait assombrir les perspectives dans le domaine de l'inflation.

L'Afrique du Sud et le groupe des pays pionniers devraient se préparer à faire face à un nouveau durcissement des conditions des financements mondiaux en préservant leur souplesse budgétaire et, dans le cas des pays confrontés à des facteurs de vulnérabilité particulièrement importants, en adoptant des politiques plus restrictives. Ils devraient être prêts à ajuster leurs plans de financement suivant un scénario caractérisé par un accès très réduit à des financements extérieurs, tout en permettant à leur taux de change d'évoluer en fonction des variations des flux de capitaux. Ils devraient également envisager de procéder à des renouvellements des préfinancements si les conditions le permettent. Les pays devraient par ailleurs renforcer la supervision macroprudentielle pour faire face aux domaines éventuels de tension et intensifier la coopération internationale dans le domaine de la supervision des banques et de leurs filiales qui procèdent à des opérations transfrontières.

Dossier spécial sur les effets de contagion : les pays avancés doivent-ils se préoccuper d'un ralentissement de la croissance des pays émergents?

L'activité économique s'est ralentie dans les pays émergents au cours des derniers mois, ce qui suscite chez certains la crainte de répercussions d'un nouveau repli synchronisé de ces pays sur l'économie mondiale et sur la reprise, encore fragile, des pays avancés. Bien que les retombées sur les pays avancés des épisodes antérieurs de croissance léthargique des pays émergents aient été limitées, un choc négatif généralisé exercé par l'absence de croissance de ces pays aurait probablement, dans la conjoncture actuelle, des répercussions sur les pays avancés par suite du resserrement des liens économiques entre ces deux groupes de pays¹.

Un choc global exercé par la croissance des pays émergents peut se répercuter sur les pays avancés par différents circuits. Un choc négatif aura un impact sur la demande des exportations des pays avancés, qui sont généralement des produits à forte intensité de capital. Les chocs capables de perturber les chaînes d'approvisionnement mondiales auront aussi des effets défavorables sur les pays avancés qui se trouvent en aval dans les réseaux commerciaux mondiaux. Un choc exercé par la croissance des pays émergents peut avoir un impact sur les prix de leurs actifs et le cours de leurs monnaies et, par conséquent, des répercussions négatives sur les pays avancés qui ont d'importants engagements financiers sur ces marchés. Les difficultés financières des pays émergents peuvent de surcroît accroître l'aversion au risque à l'échelle mondiale et engendrer de fortes corrections sur les marchés financiers des pays avancés.

Ce dossier spécial sur les effets de contagion analyse l'impact sur les pays avancés des chocs subis par les pays émergents dans le domaine de la croissance. Il examine, plus précisément, les questions suivantes : quels sont les circuits de propagation et comment ont-ils évolué dans le temps? Quelles ont été les répercussions sur les pays avancés des phases de ralentissement économique généralisé observées dans les pays émergents? Et quelle serait l'ampleur des répercussions d'un choc généralisé au niveau de la croissance des pays émergents sur l'expansion

du produit des pays avancés, si ce choc se produisait à présent?

Il ressort de l'analyse présentée dans ce dossier qu'un choc engendré par une croissance négative dans les pays émergents, similaire à celui observé du milieu à la fin des années 90, mais qui ne résulterait pas nécessairement d'une crise, aurait des effets modérés sur tous les pays avancés, et que le Japon serait le pays le plus touché. Les échanges sont le principal circuit de propagation. Il existe néanmoins des raisons de penser que les circuits financiers pourraient jouer à l'avenir un rôle plus important dans la transmission des chocs liés au taux de croissance des pays émergents.

Évolution des circuits commerciaux et financiers entre les pays avancés et les pays émergents

Le rôle croissant joué par les pays émergents dans l'économie mondiale donne de bonnes raisons de craindre les effets d'un éventuel ralentissement de leur activité économique. Au cours des 50 dernières années, les pays émergents ont progressivement cessé d'être des intervenants marginaux pour devenir d'importants centres commerciaux et financiers (FMI, 2011a). Dans le nouveau paysage économique mondial, les liens économiques entre les pays avancés et les pays émergents sont plus étroits, et les pays du premier groupe sont plus exposés à l'évolution de la situation économique des pays du second groupe.

Les liens commerciaux entre les deux groupes se sont considérablement renforcés (graphique 2.DS.1)². Les exportations de biens à destination des pays émergents représentent, en moyenne, 3 % du PIB des pays avancés (contre 1,6 % en 1992–2002). Au cours des dix dernières années, les pays émergents ont absorbé près de 20 % du total des exportations de biens des pays avancés, dont un quart est revenu à la Chine (contre 13 % dans les années 90). Les ratios portés dans le graphique sont calculés à partir des chiffres de la base des données de *Direction of Trade Statistics* du FMI, qui mesure le commerce sur une base brute et comprend à la fois les biens intermédiaires et les

Juan Yépez est l'auteur de ce dossier spécial et a bénéficié de l'appui d'Angela Espiritu pour les travaux de recherche. Ben Hunt et Keiko Honjo ont préparé les simulations du modèle.

¹Dans le cadre des analyses menées pour ce dossier, les pays avancés comprennent quatre pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, France, Italie), les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni. Les pays émergents sont l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, les Philippines, la Pologne, la Russie, la Thaïlande, la Turquie et le Venezuela.

²Les circuits commerciaux entre les pays émergents se sont aussi nettement développés : les exportations de ces pays à destination d'autres pays émergents représentent, en moyenne, 10 % du PIB et sont imputables aux pays les plus importants. Ces circuits ont, eux-mêmes, pour effet d'accroître le caractère systématiquement important de ces grands pays émergents, en particulier pour les exportateurs de produits de base dont l'économie est relativement moins diversifiée (Roache, 2012; Ahuja et Nabar, 2012).

produits finaux, et de la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) du FMI. Comme indiqué dans FMI (2011a) et Koopman *et al.* (2010), les chiffres des exportations brutes surestiment généralement le volume des engagements des pays avancés dans les pays émergents. En effet, la valeur brute des exportations est beaucoup plus élevée que la valeur ajoutée dans les exportations destinées à des pays qui procèdent dans une large mesure à un commerce d'assemblage et de transformation, comme les pays d'Asie de l'Est, parce que les exportations brutes incorporent des intrants provenant de ces pays. Il s'ensuit que seulement une partie des exportations brutes à destination des pays émergents dépend de la demande intérieure de ces pays. Cela semble être particulièrement notable dans le cadre des gros exportateurs de produits manufacturés comme le Japon (tableau 2.DS.1).

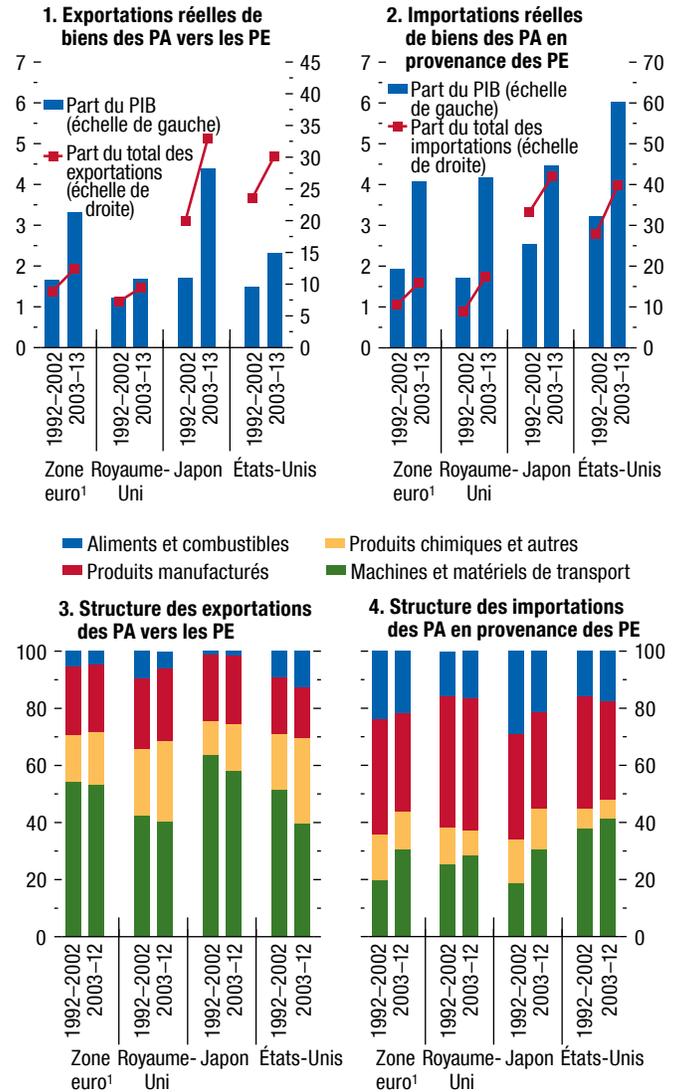
Les exportations des pays avancés à destination des pays émergents consistent essentiellement en biens d'équipement et produits connexes (par exemple machines et matériels de transport), bien que la part des biens d'équipement dans le total des exportations ait considérablement diminué depuis 2000, les exportations de produits de haute technicité s'étant déplacées vers les marchés émergents les plus dynamiques (FMI, 2011a)³. Malgré la contraction notable de leur part dans le total des exportations des pays avancés, les biens d'équipement continuent de représenter, en moyenne, 50 % du total des importations des pays émergents. Un brusque ralentissement de l'activité des plus grands de ces pays, accompagné d'une forte chute des investissements, pourrait avoir des effets négatifs sur les pays avancés qui ont d'importants engagements commerciaux dans les pays émergents, en particulier dans le domaine des biens d'équipement. Ces derniers constituent, par exemple, l'essentiel des exportations du Japon (58 %) et de la zone euro (53 %) à destination des pays émergents.

Les importations des pays avancés en provenance des pays émergents ont aussi nettement augmenté. Elles représentent en moyenne 30 % du total de leurs importations, et le ratio de ces importations au PIB a également doublé. La composition des importations des pays avancés continue d'être dominée par les produits de base (combustibles et produits alimentaires) et par des produits manufacturés provenant d'industries de faible technicité (alimentation et textiles). La part des machines et matériels de transport dans les importations des pays avancés en provenance

³Ceci est particulièrement important aux États-Unis, où les machines et les matériels de transport en 2012 représentaient environ 30 % du total des exportations à destination des pays émergents, contre près de 50 % dans les années 90.

Graphique 2.DS.1. Liens commerciaux réels entre les pays avancés et les pays émergents
(En pourcentage)

Les liens commerciaux entre les pays avancés (PA) et les pays émergents (PE) se sont considérablement renforcés au cours des dernières années. Les exportations des pays avancés à destination des pays émergents consistent essentiellement en biens d'équipement et produits connexes (notamment machines et matériels de transport), tandis que leurs importations en provenance des pays émergents continuent d'être dominées par des produits de base et par des produits manufacturés provenant d'industries de faible technicité.



Sources : FMI, base des données de *Direction of Trade Statistics*; ONU, bases de données des statistiques sur le commerce des produits de base.
¹Zone euro = Allemagne, Espagne, France et Italie. Moyenne non pondérée.

Tableau 2.DS.1. Exportations à destination des pays émergents, 1995 et 2008

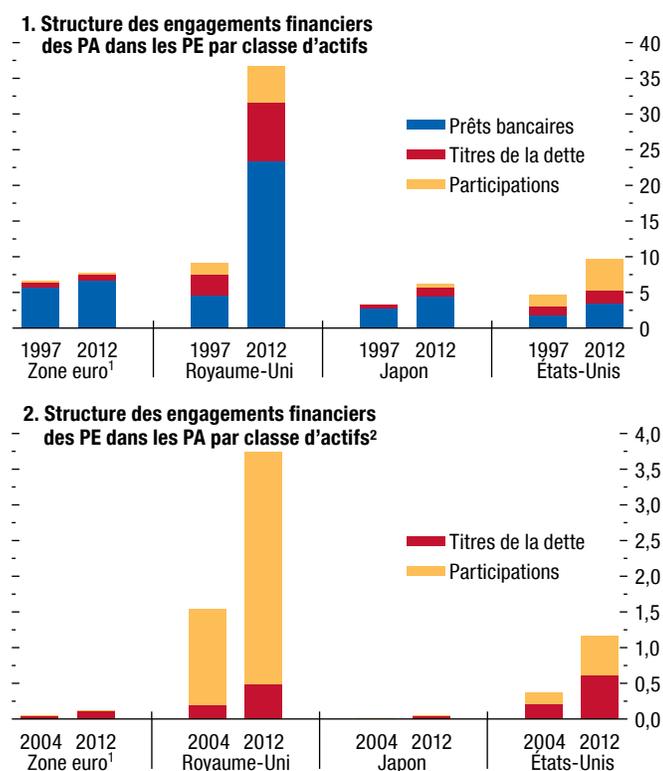
	(1) Ratio exportations brutes en 2008/exportations brutes en 1995	(2) Ratio exportations à valeur ajoutée en 2008/exportations à valeur ajoutée en 1995	(1)/(2)
Zone euro	1,71	1,54	1,11
Royaume-Uni	1,20	1,27	0,95
Japon	2,45	1,99	1,23
États-Unis	1,30	1,23	1,06

Source : Organisation de coopération et de développement économiques — base de données Trade in Value-Added de l'Organisation mondiale du commerce.

Graphique 2.DS.2. Engagements financiers des pays avancés dans les pays émergents

(En pourcentage du PIB)

Les engagements financiers des pays avancés (PA) dans les pays émergents (PE) continuent de revêtir essentiellement la forme de créances bancaires, bien que les engagements sous forme d'investissements de portefeuille aient récemment fortement augmenté. Ce sont les pays avancés qui sont des centres financiers qui ont enregistré les augmentations les plus fortes de leurs engagements dans les pays émergents. Si l'on fait abstraction de la Chine, les risques d'une réduction de la demande des pays émergents portant sur les titres des pays avancés semblent limités.



Sources : Banque des règlements internationaux; FMI, base de données Coordinated Portfolio Investment Survey.

¹Valeur médiane pour l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie.

²Hors Chine.

des pays émergents a toutefois nettement augmenté depuis 2000 — signe du rôle plus important joué par les pays émergents dans les chaînes d'approvisionnement mondiales. Il s'ensuit que les grands exportateurs de produits manufacturés (c'est-à-dire l'Allemagne et le Japon) sont particulièrement exposés à des perturbations des flux commerciaux. Ces exportateurs sont vulnérables parce qu'ils se trouvent en amont des chaînes d'approvisionnement régionales et mondiales et parce que les réseaux commerciaux continuent de se développer et de se diversifier.

Les circuits financiers se sont également renforcés au cours des dernières années. Les engagements médians des pays avancés dans les pays émergents, mesurés sur la base des avoirs extérieurs bruts, représentaient 8,7 % du PIB en 2012 — soit une augmentation de près de 3,5 points de pourcentage du PIB par rapport à la valeur médiane enregistrée en 1997 (graphique 2.DS.2). Bien que les engagements financiers continuent de revêtir essentiellement la forme de créances bancaires, les engagements sous forme d'investissements de portefeuille ont augmenté, en particulier les investissements sous forme de prises de participation. Ce sont les pays avancés qui sont des centres financiers qui ont, à l'évidence, enregistré les augmentations les plus fortes de leurs engagements dans les pays émergents. Au Royaume-Uni, les créances bancaires sur ces pays représentent actuellement 14 % du total des créances relatives aux banques étrangères, contre juste 4 % dix ans auparavant. Il est important de noter que, parce que le Royaume-Uni est un grand centre financier, le volume brut des engagements financiers pourrait surestimer l'ampleur effective des liens financiers entre le Royaume-Uni et les pays émergents⁴. Les pays avancés ayant contracté d'importants engagements envers les pays émergents pourraient être exposés à d'importants effets de valeur et de patrimoine résultant de brusques mouvements des prix des actifs et de

⁴La plupart de ces créances sont, de surcroît, détenues par deux banques qui, bien qu'elles soient en théorie britanniques, n'ont qu'une présence bancaire très limitée au Royaume-Uni. Cela pourrait avoir pour effet de surestimer le volume des engagements bancaires du Royaume-Uni dans les pays émergents.

la valeur des monnaies de ces pays. Étant donné les fortes chutes de production qui ont souvent précédé les périodes de défaillances préalables des pays émergents (Levy-Yeyati et Panizza, 2011), une intensification des troubles économiques dans ces pays, conjuguée aux souvenirs pénibles laissés par les crises antérieures, pourrait susciter un fort sentiment de risque chez les investisseurs et engendrer de fortes corrections sur les places financières mondiales.

Les pays avancés pourraient également être vulnérables à une réduction soudaine de la demande des pays émergents portant sur leurs instruments de la dette. La Chine est le deuxième exportateur de capital au monde, après les États-Unis, et la banque centrale chinoise est le plus gros acheteur d'actifs financiers des États-Unis. (Voir le Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'avril 2013.) Un choc dans les pays émergents qui provoquerait, en Chine, un ralentissement du rythme de l'accumulation des réserves en Chine ou des ventes sur le marché des changes pour défendre la monnaie pourrait avoir un impact sur les pays avancés en accroissant leurs rendements à long terme. Ces derniers pourraient également augmenter aux États-Unis et dans d'autres pays avancés si la Chine modifiait progressivement son portefeuille en réduisant ses avoirs en bons du Trésor des États-Unis au profit de bons du Trésor des pays émergents (FMI, 2011b).

Répercussions sur les pays avancés des épisodes antérieurs de remous financiers dans les pays émergents

Une analyse événementielle d'épisodes antérieurs correspondant à des phases de ralentissement synchronisées de la croissance dans les pays émergents — la crise tequila au Mexique en 1995, la crise de l'Asie de l'Est en 1997 et la crise russe en 1998 — a été réalisée dans le but de déterminer l'ordre de grandeur des effets de contagion antérieurs⁵. Cette analyse a mis l'accent sur la dynamique des échanges et sur les variables financières sur une période de quatre trimestres après chaque événement⁶.

Les résultats indiquent que, durant les phases de remous financiers, la demande d'importations émanant des pays émergents a été un important circuit de propagation

⁵L'analyse commence en 1990 en raison des carences des données relatives aux pays émergents. La crise tequila du Mexique de 1995, la crise de l'Asie de l'Est de 1997 et la crise russe de 1998 pourraient être qualifiées d'événements de pays émergents qui, dans une certaine mesure, ne sont pas liés à l'évolution des pays avancés. Les dates de ces événements sont tirées de la chronologie présentée dans Laeven et Valencia (2012).

⁶Exception faite de l'analyse de la dynamique des indices boursiers, dans le cadre desquels les comportements des indices sont examinés trois mois après que chaque événement se soit produit.

des effets de contagion, en particulier durant les crises d'Asie de l'Est et de Russie (graphique 2.DS.3). Durant ces événements, les exportations réelles bilatérales se sont contractées d'au moins 1 écart-type par rapport à leur moyenne sur quinze ans. Les exportations japonaises se sont révélées particulièrement vulnérables aux chocs provenant des pays émergents, ce qui pourrait s'expliquer par l'étroitesse des liens commerciaux entre ce pays et les pays émergents d'Asie de l'Est et la part élevée des biens d'équipement dans les exportations japonaises.

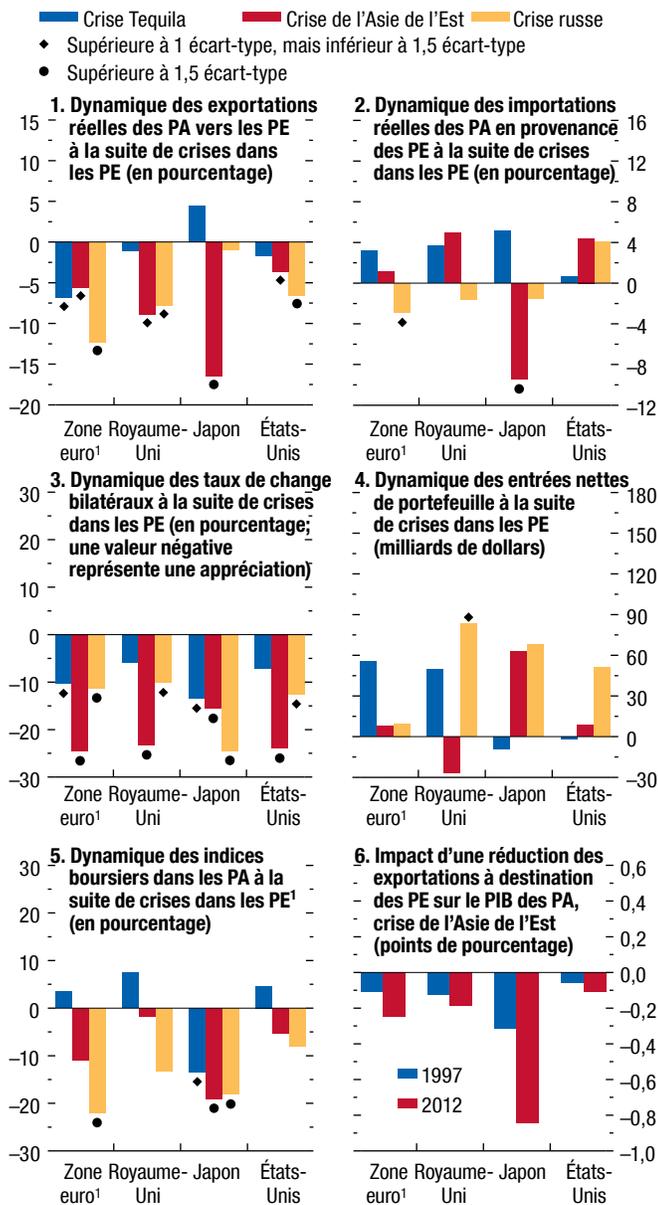
Bien que les importations en provenance des pays émergents aient aussi généralement diminué durant ces épisodes, en partie à cause des perturbations des chaînes d'approvisionnement, leur baisse est moins marquée. Le comportement des exportations durant les périodes proches de ces événements pourrait s'expliquer par la dynamique des taux de changes nominaux bilatéraux : les monnaies des pays avancés se sont appréciées, en moyenne, de plus de 20 %, c'est-à-dire de 1½ écart-type au-dessus de leur moyenne. Le raffermissement des monnaies des pays avancés témoigne aussi d'un souci de recherche de la sécurité, comme en témoignent les entrées importantes d'investissements de portefeuille. Par ailleurs, l'évolution des indices boursiers dans les pays avancés montre que les chocs émanant des pays émergents peuvent se propager par les marchés financiers, surtout au Japon et dans la zone euro.

La crise de l'Asie de l'Est se démarque des autres dans le cadre de cette brève analyse événementielle, car elle a été déclenchée par un choc commun dont les effets sur les comouvements régionaux ont été presque aussi importants que ceux de la crise financière mondiale (chapitre 3, PEM d'octobre 2013). Quelles ont été les répercussions d'un choc de l'ampleur de la crise de l'Asie de l'Est sur la croissance de la production du Japon⁷? Selon une estimation informelle, la chute de 15 % des exportations japonaises durant la crise de l'Asie de l'Est pourrait avoir entraîné une réduction de 0,3 point de pourcentage de la croissance du PIB réel japonais, sachant que les exportations du Japon vers les pays émergents ont représenté 2 % du PIB en 1997. Un choc similaire en 2012 aurait entraîné une diminution de la croissance du produit beaucoup plus importante (c'est-à-dire de 0,8 point de pourcentage) parce que la part des exportations destinées aux pays émergents dans le PIB du Japon a plus que doublé depuis la crise de l'Asie de l'Est.

⁷Le Japon a lui-même connu une crise bancaire en 1997-98; il importe donc d'interpréter avec prudence les importants effets qui se sont exercés au Japon durant la crise de l'Asie de l'Est.

Graphique 2.DS.3. Analyses événementielles d'épisodes de ralentissement dans les pays émergents
(Effet maximum après quatre trimestres)

Des analyses événementielles couvrant des périodes de remous financiers importants dans les pays émergents (PE) font ressortir la sensibilité de la demande d'importations de ces pays durant ces périodes. La forte réduction des exportations des pays avancés (PA) à destination des pays émergents a correspondu à une période d'appréciation de leurs monnaies, qui s'explique en partie par un fort accroissement des entrées de capitaux. L'évolution de la situation sur les marchés boursiers durant ces périodes a également fait ressortir l'importance du rôle que jouent les marchés financiers dans la transmission de ces chocs sur les économies émergentes. Étant donné que les liens commerciaux et financiers se sont maintenant resserrés, il est probable que des périodes similaires de ralentissement de la croissance auront des effets importants sur les pays avancés les plus exposés.



Sources : Haver Analytics; FMI, base de données *Direction of Trade Statistics*; calculs des services du FMI.
¹Standard & Poor's 500 pour les États-Unis, Nikkei 225 pour le Japon, FTSE 100 pour le Royaume-Uni et moyenne de Deutscher Aktien Index et de la Société des bourses françaises 120 pour la zone euro.

Quantification des effets de contagion sur le PIB des pays avancés de chocs sur la croissance des pays émergents

L'impact sur les pays avancés d'un choc sur la croissance des pays émergents est estimé par une méthode type basée sur une méthode d'autorégression vectorielle (VAR) et par le biais de simulations effectuées au moyen d'un modèle stochastique dynamique d'équilibre général. Ces estimations fournissent beaucoup plus d'informations que les simples calculs informels indiqués précédemment.

La première partie de l'analyse empirique donne lieu à l'estimation de VAR de portée nationale pour chaque pays avancé, en retenant les spécifications ci-après pour les fonctions récursives : le taux de croissance du produit de tous les pays avancés à l'exception du pays avancé pour lequel la VAR est estimée, le taux de croissance du produit du pays avancé considéré, le taux de croissance des exportations réelles bilatérales du pays avancé considéré à destination des pays émergents. Une version modifiée du modèle VAR a également été estimée parce que la crise financière mondiale a été un événement exceptionnel qui a eu des effets inhabituels. Dans cette version modifiée, les variables endogènes peuvent aussi avoir des interactions avec une variable fictive qui est égale à 1 du dernier trimestre de 2007 au premier trimestre de 2009 et est égale à 0 à toutes les autres périodes⁸.

Les répercussions sur les pays avancés d'une diminution de 1 point de pourcentage de la croissance du PIB des pays émergents vont d'une réduction de la croissance du produit de 0,15 point de pourcentage dans le cas du Royaume-Uni à 0,5 point de pourcentage dans celui du Japon (graphique 2.DS.4). Dans le droit fil des conclusions examinées dans le cadre de l'analyse événementielle, les résultats de l'étude empirique indiquent que l'impact des chocs exercés par le produit des pays émergents sur les produits des pays avancés est important (aussi bien sur le plan économique que sur le plan statistique) au Japon et dans la zone euro⁹. Si l'on se base sur une décompo-

⁸Les VAR nationales sont estimées sur la base des données trimestrielles corrigées des variations saisonnières couvrant la période allant de 1996 jusqu'à la fin de 2013, avec deux périodes de décalage sur la base du critère d'information d'Akaike. La deuxième spécification applique un cadre d'interaction VAR introduit par Towbin et Weber (2013).

⁹L'important effet observé au Japon pourrait s'expliquer par le fait qu'une crise bancaire est survenue dans ce pays à la même époque que la crise de l'Asie de l'Est et par le fait que les exportations bilatérales brutes, plutôt que les exportations bilatérales réelles à valeur ajoutée, ont été employées dans le cadre de l'analyse VAR. Comme indiqué précédemment, les liens commerciaux bruts surestiment généralement les engagements commerciaux directs des pays situés en amont des réseaux commerciaux mondiaux dans les pays émergents.

sition de l'évolution de la croissance du PIB des pays avancés, il semble que le commerce soit un circuit de propagation des chocs particulièrement important dans le cas du Japon, tandis que les circuits non commerciaux semblent prédominer dans les autres pays avancés¹⁰. Les résultats de l'estimation par le modèle VAR des interactions indiquent que, lorsque l'on neutralise les effets de la crise financière mondiale — c'est-à-dire lorsque la variable fictive est égale à zéro —, les élasticités sont réduites de moitié (sauf dans le cas du Royaume-Uni), et les effets de contagion ne sont significatifs ni sur le plan statistique ni sur le plan économique dans les pays avancés.

Les résultats produits par l'analyse basée sur le modèle VAR simple font ressortir l'ampleur des éventuels effets de contagion; ils n'indiquent cependant pas les sources du ralentissement de la croissance, qu'il est important de connaître. Différents circuits de propagation des effets de contagion peuvent entrer en jeu, selon la nature du choc.

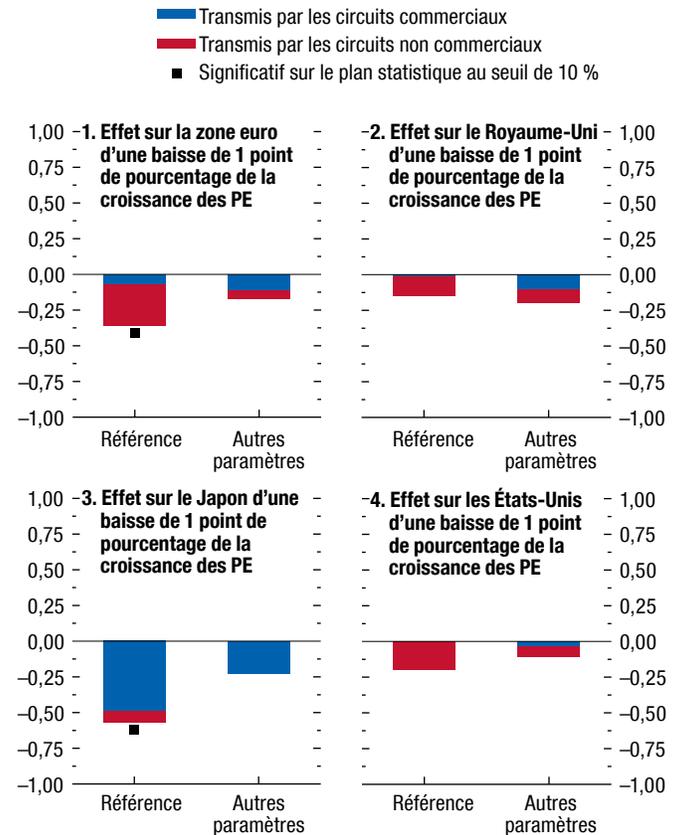
Le Système souple de modèles mondiaux (Flexible System of Global Models) du FMI a été utilisé pour illustrer l'effet possible de chocs économiques dans les pays émergents sur les pays avancés au moyen de simulations ayant un caractère plus structurel¹¹. Le modèle de référence a été calibré de manière à ce qu'une baisse de 1 point de pourcentage de la croissance du PIB des pays émergents ait pour effet de réduire le taux de croissance des exportations totales des pays avancés d'en moyenne 1,3 point de pourcentage (soit une valeur d'une ampleur similaire à la réaction moyenne indiquée par les estimations VAR de référence). Dans une deuxième spécification, le modèle de référence est modifié de manière à inclure un scénario de fuite des capitaux; à cette fin, il est posé en hypothèse que les remous dans les pays émergents s'accompagnent d'une hausse de la prime de risque de la dette souveraine de 200 points de base et d'une augmentation de la prime de risque de la dette commer-

¹⁰Le circuit de transmission non commercial correspond à la réaction estimée de la croissance du PIB dans les pays avancés sur la base de la dynamique VAR totale, à la différence que les exportations bilatérales réelles sont traitées comme une variable exogène (autrement dit, les coefficients des exportations bilatérales réelles dans l'équation de la croissance du PIB sont fixés à zéro).

¹¹Le «Flexible System of Global Models» est un modèle d'équilibre général annuel couvrant plusieurs régions qui regroupe des modélisations au niveau micro et des équations sous forme réduite de différents secteurs économiques. Il est pleinement développé du côté de la demande et comporte un certain nombre d'éléments ayant trait à l'offre. Les liens internationaux sont modélisés sous forme globale pour chaque région. Il ne modélise pas les produits intermédiaires, ce qui signifie que les effets de chaînes d'approvisionnement ne sont pas pris en compte dans ces simulations.

Graphique 2.DS.4. Effet maximal d'un choc lié à la croissance des pays émergents sur la croissance du produit des pays avancés (Quatre trimestres après l'impact; points de pourcentage)

L'impact des chocs exercés par le niveau de production des pays émergents (PE) sur le produit des pays avancés (PA) n'est significatif (sur le plan statistique et sur le plan économique) que pour le Japon et pour la zone euro. Le circuit commercial est particulièrement important pour la propagation des chocs au Japon, tandis que les effets non commerciaux semblent avoir un effet prédominant dans le cas des autres pays avancés. L'impact des chocs exercés par la croissance des pays émergents sur le produit des pays avancés a tendance à diminuer et à devenir négligeable lorsque l'on neutralise les effets de la crise économique mondiale.

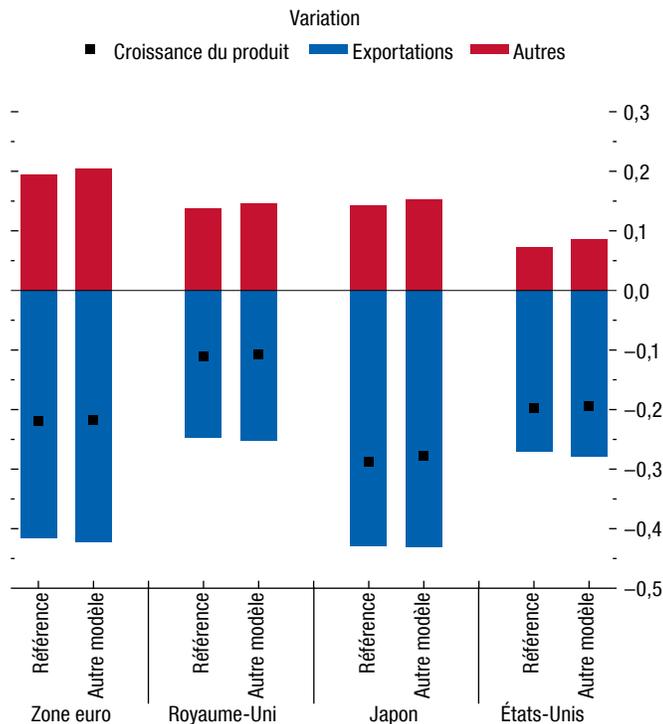


Source : calculs des services du FMI.

Note : Le terme «Référence» désigne le modèle dans lequel la croissance du PIB des pays avancés est exogène aux périodes contemporaines à la croissance du PIB des pays émergents. L'expression «Autres paramètres» désigne les élasticités obtenues à partir du modèle d'autorégression vectorielle des interactions lorsque la valeur zéro est attribuée à la variable fictive utilisée pour représenter la crise économique mondiale.

Graphique 2.DS.5. Simulations des effets de contagion de la croissance potentielle des pays émergents sur les pays avancés
(Contribution à la variation de la croissance du produit; points de pourcentage)

Un choc synchronisé a des effets non négligeables sur les pays avancés. Le Japon est particulièrement exposé à un choc qui s'exercerait sur la croissance des économies émergentes, tandis que le Royaume-Uni sera le moins touché par un tel choc. Les effets de contagion se propagent essentiellement par les circuits commerciaux, puisque l'on a posé en hypothèse que les primes de risque dans les pays avancés ne sont pas modifiées par le ralentissement de la croissance dans les pays avancés. Les estimations produites par ce modèle sont toutefois probablement élevées étant donné que les mesures prises par les pays avancés dans le cadre de la politique monétaire pour faire face à un ralentissement dans les pays émergents sont limitées par le fait que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent être inférieurs à zéro.



Source : calculs des services du FMI.

Note : Le terme «Référence» désigne la simulation de référence. L'expression «Autre modèle» désigne les résultats de simulations dans lesquelles un choc négatif sur la croissance des pays émergents s'accompagne d'une augmentation de la prime de risque de la dette souveraine de 200 points de base et d'un accroissement de la prime des risques de la dette commerciale de 400 points de base.

cial de 400 points de base¹². Les deux scénarios font état d'une légère appréciation de la monnaie en termes réels dans les pays avancés, tandis que les monnaies des pays émergents se déprécient d'en moyenne 0,2 % par rapport aux valeurs de référence. Ils font aussi ressortir tous deux une baisse de 4 % de la demande d'importations émanant des pays émergents. Comme l'indiquent les estimations VAR présentées précédemment, le Japon est davantage exposé à un choc s'exerçant sur la croissance des pays émergents, puisque le taux de croissance de son produit diminue de 0,32 point de pourcentage sous l'effet d'une réduction de 1 % de la progression du PIB des pays émergents (graphique 2.DS.5). Le Royaume-Uni est le moins touché par les chocs. Les estimations produites par ce modèle sont probablement élevées étant donné que les mesures prises par les pays avancés dans le cadre de la politique monétaire pour faire face à un ralentissement dans les pays émergents sont limitées par le fait que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent être inférieurs à zéro.

Il est important de noter que, dans les deux scénarios, le circuit commercial est le principal circuit de propagation aux pays avancés du choc subi par les pays émergents. Ce résultat dépend, toutefois, de l'hypothèse selon laquelle il n'existe aucun effet de contagion financier direct des pays émergents vers les pays avancés. Il se peut toutefois que cette hypothèse soit trop restrictive selon l'origine du ralentissement des économies émergentes. Par exemple, si les primes de risque dans les pays avancés réagissent aux chocs exercés sur la croissance dans les pays émergents — peut-être en raison des craintes suscitées par les risques de bilan des intermédiaires financiers —, les effets de contagion pourraient être plus importants et les circuits financiers pourraient entrer en jeu. De même, lorsque l'on prend en compte les liens associés aux actifs transfrontières, les chocs exercés au niveau des prix des actifs dans les pays émergents peuvent avoir également des effets de patrimoine et d'autres effets directs sur la demande globale des pays avancés.

Conclusions

Les bases macroéconomiques fondamentales de nombreux pays émergents sont, dans l'ensemble, plus solides à présent qu'elles ne l'étaient dans les années 90 et au début des années 2000, et il est peu probable qu'un choc similaire à ceux qui se sont produits il y a une vingtaine d'années s'exerce simultanément sur tous les pays émergents. La répétition de tels événements pourrait

¹²Les chocs durent un an.

néanmoins avoir des résultats différents dans les pays avancés, car le paysage économique mondial et la dynamique entre les deux groupes de pays ont changé. Les pays émergents sont beaucoup plus importants et bien plus intégrés dans les circuits commerciaux mondiaux et les marchés financiers internationaux, ce qui signifie que les engagements des pays avancés dans les pays émergents ont augmenté. Les effets de contagion d'une baisse synchronisée de la production des pays émergents, se propageant essentiellement par le biais des circuits commerciaux, pourraient être importants pour certains pays avancés, mais resteraient probablement gérables et

de courte durée. Dans le même temps, les liens financiers entre les pays avancés et les pays émergents se sont récemment resserrés et, bien qu'il soit beaucoup plus difficile d'en quantifier l'ampleur, les effets d'une contagion financière dans le cas d'un ralentissement des économies émergentes et de ses effets sur les économies avancées pourraient être notables. La reprise des pays avancés à l'issue de la crise financière mondiale reste fragile, et les responsables de l'action publique de ces pays devraient suivre attentivement la croissance des pays émergents et être prêts à prendre les mesures qui s'imposent pour atténuer l'impact de perturbations extérieures.

Bibliographie

- Ahuja, Ashvin, and Malhar Nabar, 2012, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers,” IMF Working Paper No. 12/267 (Washington: Fonds monétaire international).
- Fonds monétaire international (FMI), 2011a, «Changing Patterns of Global Trade», préparé par le Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation (Washington).
- , 2011b, *People's Republic of China: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/193 (Washington).
- Koopman, Robert, William Powers, Zhi Wang, and Shang-Jin Wei, 2010, “Give Credit Where Credit Is Due: Tracing Value Added in Global Production Chains,” NBER Working Paper No. 16426 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Laeven, Luc, and Fabián Valencia, 2012, “Systemic Banking Crises Database: An Update,” IMF Working Paper No. 12/163 (Washington: Fonds monétaire international).
- Levy-Yeyati, Eduardo, and Ugo Panizza, 2011, “The Elusive Costs of Sovereign Defaults,” *Journal of Development Economics*, Vol. 94, No. 1, p. 95–105.
- Roache, Shaun, 2012, “China's Impact on World Commodity Markets,” IMF Working Paper No. 12/115 (Washington: Fonds monétaire international).
- Towbin, Pascal, and Sebastian Weber, 2013, “Limits of Floating Exchange Rates: The Role of Foreign Currency Import Structure,” *Journal of Development Economics*, Vol. 101 (March), p. 179–94.