

DISTRIBUTION PRÉLIMINAIRE
Octobre 2012

Avant-propos et Résumé analytique des
Perspectives de l'économie mondiale



La reprise se poursuit, mais elle s'est affaiblie. Dans les pays avancés, la croissance est maintenant trop faible pour faire reculer notablement le chômage. Dans les principaux pays émergents, la croissance auparavant vigoureuse a ralenti aussi. Par rapport à nos prévisions d'avril 2012, nos prévisions de croissance pour 2013 ont été révisées de 2,0 % à 1,5 % pour les pays avancés, et de 6,0 % à 5,6 % pour les pays émergents et les pays en développement.

Les forces qui sont en jeu sont pour la plupart familières.

Les forces qui freinent la croissance dans les pays avancés sont le rééquilibrage des budgets et la fragilité persistante du système financier. Dans la plupart des pays, le rééquilibrage budgétaire se poursuit comme prévu. Si ce rééquilibrage est nécessaire, il ne fait aucun doute qu'il pèse sur la demande, et, selon de plus en plus d'indications disponibles, dans la conjoncture actuelle, les multiplicateurs budgétaires sont élevés. Le système financier ne fonctionne toujours pas de manière efficiente. Dans de nombreux pays, les banques demeurent fragiles et leur situation est compliquée par la faiblesse de la croissance. En conséquence, de nombreux emprunteurs sont encore confrontés à des conditions d'emprunt rigoureuses.

La principale force qui tire la croissance est la politique monétaire accommodante. Les banques centrales continuent non seulement de maintenir des taux directeurs très faibles, mais aussi de mettre en œuvre des mesures novatrices visant à réduire les taux sur certains marchés, à aider certaines catégories d'emprunteurs, ou à favoriser l'intermédiation financière de manière générale.

Cependant, il semble y avoir plus en jeu que ces forces mécaniques, à savoir un sentiment général d'incertitude. Il est essentiel d'évaluer la nature et les effets exacts de cette incertitude, mais ce n'est pas facile. C'est essentiel, car, si l'on pouvait réduire l'incertitude, la reprise pourrait bien être plus vigou-

reuse que prévu aujourd'hui. Mais ce n'est pas facile : les indices explicites de l'incertitude, tels que le VIX aux États-Unis ou le VStoxx en Europe, restent à des niveaux relativement bas¹. L'incertitude semble plus diffuse, plus proche de l'incertitude de Knight par nature. Les craintes concernant, d'une part, la capacité des dirigeants européens à maîtriser la crise dans la zone euro et, d'autre part, l'incapacité des dirigeants américains à s'accorder jusqu'ici sur un plan budgétaire jouent certainement un rôle important, mais il est difficile de le définir.

La faiblesse de la croissance et l'incertitude dans les pays avancés ont des répercussions négatives sur les pays émergents et les pays en développement, par les voies du commerce et de la finance, et aggravent les faiblesses internes. Comme en 2009, la voie commerciale est étonnamment puissante, avec, par exemple, une baisse des exportations qui explique la majeure partie du ralentissement de la croissance en Chine. L'alternance de périodes avec ou sans risques, au gré des avancées et des retours en arrière de l'action des pouvoirs publics, en particulier dans la zone euro, provoque des flux de capitaux volatils.

En ce qui concerne l'action des pouvoirs publics, la zone euro reste au centre des préoccupations. Les attitudes ont clairement changé, et une nouvelle architecture est mise en place. Les enseignements des dernières années sont maintenant clairs. Les pays de la zone euro peuvent être touchés par des chocs de grande ampleur et propres à un pays. Des banques fragiles peuvent amplifier considérablement les effets négatifs de ces chocs. Et, s'il semble que le pays lui-même soit peut-être en difficulté, les interactions entre le pays et les banques peuvent encore aggraver la situation.

Une nouvelle architecture doit donc avoir pour premier objectif de réduire l'amplitude des chocs,

¹VIX = indice de volatilité du marché des options de Chicago; VStoxx = indice de volatilité de l'Euro Stoxx 50 de Bloomberg.

c'est-à-dire de mettre en place un système de transferts permettant d'atténuer les effets des chocs. Cette architecture doit viser à déplacer les processus de surveillance, de traitement et de recapitalisation des banques au niveau de la zone euro. Elle doit réduire la probabilité de défaillance des pays et, en cas de défaillance, elle doit en atténuer les effets sur les créanciers et le système financier. Il est bon de constater que ces questions sont sérieusement examinées et que certains de ces mécanismes sont lentement établis.

À court terme, cependant, des mesures plus immédiates sont nécessaires. L'Espagne et l'Italie doivent donner suite à des plans d'ajustement qui rétablissent leur compétitivité et leur solde budgétaire et maintiennent leur croissance. À cet effet, ces pays doivent pouvoir recapitaliser leurs banques sans

accroître leur dette souveraine. Ils doivent aussi pouvoir emprunter à des taux raisonnables. La plupart de ces éléments sont mis en place, et, si ce puzzle complexe peut être terminé rapidement, on peut raisonnablement espérer que le pire est peut-être derrière nous.

Si l'incertitude explique effectivement le ralentissement actuel, et si l'adoption et la mise en œuvre de ces mesures réduisent l'incertitude, nos prévisions pourraient être dépassées, non seulement en Europe, mais aussi dans le reste du monde. Pour une fois, je serais heureux si nos prévisions de référence s'avéraient inexactes, c'est-à-dire, dans ce cas-ci, trop pessimistes.

Olivier Blanchard
Conseiller économique

La reprise a connu de nouveaux revers, et l'incertitude pèse lourdement sur les perspectives, notamment parce que les politiques économiques menées dans les principaux pays avancés n'ont pas rétabli la confiance dans les perspectives à moyen terme. Les risques extrêmes, tels que ceux liés à la viabilité de la zone euro ou à des erreurs cruciales dans la politique budgétaire américaine, continuent de préoccuper les investisseurs. Selon les prévisions des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM), l'activité ne devrait donc se redresser que progressivement après les chiffres relativement décevants du début de l'année 2012. La croissance mondiale prévue, à savoir 3,3 % et 3,6 % en 2012 et en 2013, respectivement, est plus faible que celle attendue dans la *Mise à jour des PEM* de juillet 2012, qui était elle-même plus faible que celle prévue dans l'édition d'avril 2012 des PEM (chapitre 1). La production devrait rester anémique dans les pays avancés, mais relativement vigoureuse dans de nombreux pays émergents et pays en développement. Le chômage restera probablement élevé dans de nombreuses parties du monde. La situation financière demeurera fragile, selon l'édition d'octobre 2012 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*, GFSR). Le chapitre 2 examine en détail les évolutions régionales.

Les prévisions des PEM reposent sur deux hypothèses fondamentales. La première est que les dirigeants européens, comme prévu dans le *scénario de référence* du GFSR, adopteront des mesures qui détendront encore progressivement la situation financière dans les pays de la périphérie. À cet égard, la Banque centrale européenne (BCE) a rempli son rôle récemment. Il revient maintenant aux dirigeants nationaux d'activer le Mécanisme européen de stabilité (MES), tout en établissant une feuille de route crédible et en commençant à appliquer des mesures qui conduiront à une union bancaire et à une intégration budgétaire plus poussée. La deuxième hypothèse est que les dirigeants américains éviteront les hausses des impôts et les compressions des dépenses

massives (le «précipice budgétaire») qui découlent automatiquement de la loi budgétaire existante, relèveront le plafond de la dette fédérale en temps opportun et avanceront de manière satisfaisante dans la mise en place d'un plan global de rétablissement de la viabilité des finances publiques. Les prévisions des PEM pourraient de nouveau être trop optimistes si ces deux hypothèses ne se vérifient pas.

De manière plus générale, les risques de détérioration ont augmenté et sont considérables. Selon le graphique en éventail des services du FMI — qui utilise les données des marchés financiers et des marchés des produits de base, ainsi que les prévisions des analystes, pour évaluer les risques —, il y a aujourd'hui une chance sur six que la croissance mondiale tombe au-dessous de 2 %, ce qui correspondrait à une récession dans les pays avancés et à une croissance faible dans les pays émergents et les pays en développement. En fin de compte, cependant, les prévisions des PEM reposent sur une action indispensable dans la zone euro et aux États-Unis, et il est très difficile d'estimer la probabilité que cette action se matérialise.

Au stade actuel, les dirigeants sont confrontés à de grosses difficultés. Dans de nombreux pays avancés, les injections de liquidités exercent un effet positif sur la stabilité financière, ainsi que sur la production et l'emploi, mais il se peut que cet effet diminue. De nombreux pays ont commencé sérieusement à réduire leur déficit excessif, mais, comme l'incertitude est élevée, la confiance faible et le secteur financier fragile, les progrès considérables accomplis sur le front budgétaire sont allés de pair avec une croissance décevante ou une récession. Dans les pays émergents et les pays en développement, les dirigeants sont conscients de la nécessité de reconstituer une marge de manœuvre budgétaire et monétaire, mais ils se demandent comment moduler leur politique économique face aux importants risques externes de dégradation.

Une riposte efficace dans les principaux pays avancés est essentielle pour améliorer les perspectives

et inspirer confiance dans l'avenir. À court terme, il s'agit principalement d'exclure les scénarios de risques extrêmes et d'adopter des plans concrets de réduction de l'endettement public à moyen terme.

La crise dans la zone euro reste la menace la plus évidente pour les perspectives de l'économie mondiale. La BCE a mis en place un mécanisme qui permet de mieux répercuter les faibles taux directeurs sur les coûts d'emprunt dans les pays de la périphérie, où les craintes des investisseurs quant à la viabilité de l'euro ont fait monter les taux du marché à des niveaux très élevés. Les pays de la périphérie doivent poursuivre leur ajustement. Les pouvoirs publics doivent, comme ils s'y sont engagés, assouplir le pare-feu de la zone euro. En particulier, le MES doit intervenir dans les systèmes bancaires et venir en aide aux pays, tandis que les dirigeants nationaux doivent œuvrer à l'établissement d'une véritable union économique et monétaire. À cet effet, il faut mettre en place une union bancaire avec un cadre unifié de stabilité financière et appliquer des mesures visant à l'intégration budgétaire, le principe étant qu'une plus grande assurance à l'échelle de la zone euro doit aller de pair avec plus de contrôle à l'échelle de la zone. À moins que des mesures supplémentaires soient prises rapidement, l'amélioration récente des marchés financiers pourrait s'avérer de courte durée. Les prévisions des PEM pourraient être révisées à la baisse une fois de plus, et la zone euro pourrait tomber dans le scénario des *mesures faibles* du GFSR d'octobre 2012. Si, cependant, les mesures prises dépassaient les hypothèses des PEM — par exemple, si les dirigeants de la zone euro prenaient rapidement des mesures tangibles sur la voie de l'intégration, telle la mise en place d'un mécanisme paneuropéen de traitement des banques avec une garantie budgétaire commune —, la croissance du PIB réel pourrait bien être plus élevée que prévu, ce qui correspond au scénario des *mesures complètes* du GFSR d'octobre 2012.

Pour réduire les risques que le surendettement public des principaux pays avancés représente pour les perspectives à moyen terme, il faudra mener une politique monétaire de soutien et opérer des réformes structurelles appropriées (chapitre 3), ainsi que mettre en œuvre une politique budgétaire prudente. Des progrès satisfaisants ont déjà été accomplis et le rééqui-

brage budgétaire prévu est considérable à court terme, comme noté dans le Moniteur des finances publiques (*Fiscal Monitor*) d'octobre 2012. Le Congrès américain devra bientôt éliminer la menace du précipice budgétaire et relever le plafond de la dette : faute de quoi, l'économie américaine pourrait retomber en récession, avec des répercussions négatives sur le reste du monde. Par ailleurs, les dirigeants américains doivent d'urgence définir un plan budgétaire solide à moyen terme. Les dirigeants japonais doivent poursuivre les ajustements prévus et définir de nouvelles mesures pour mettre fin à la hausse du ratio dette publique/PIB et bientôt l'inverser.

De manière générale, les dirigeants doivent établir des objectifs budgétaires réalistes et des plans pour imprévus. Il s'agit d'adopter des objectifs structurels ou corrigés des variations cycliques, ou d'axer les plans sur des mesures et leur rendement estimé, plutôt que sur des objectifs nominaux. Il faut laisser libre jeu aux stabilisateurs automatiques. En outre, si la croissance s'établissait largement au-dessous des projections des PEM, les pays disposant d'une marge de manœuvre devraient lisser leur ajustement prévu sur 2013 et au-delà. Par ailleurs, la baisse de l'inflation, la hausse des capacités inutilisées et le rééquilibrage budgétaire considérable dans les pays avancés plaident en faveur du maintien d'une politique monétaire très accommodante, y compris des mesures non conventionnelles, parce que les taux d'intérêt sont proches de la borne limitant à zéro les taux nominaux.

Jusqu'à présent, le bilan des dirigeants est mitigé pour ce qui est d'atteindre des objectifs structurels; ils doivent donc redoubler d'efforts. Là où ils ont été mis en place, les programmes visant à alléger l'endettement chronique des ménages n'ont pas été proportionnels à l'ampleur du problème. Le renforcement de la réglementation des institutions et des marchés financiers a été fragmentaire, selon le chapitre 3 du GFSR d'octobre 2012, avec un certain succès dans la reconstitution des fonds propres, mais moins pour ce qui est de réduire le recours au financement de montant élevé et de limiter les incitations à une prise de risque excessive et à l'arbitrage réglementaire. En outre, dans la zone euro, les restructurations ou liquidations d'établissement financiers fragiles ont été lentes et n'ont eu lieu qu'en réaction à de fortes

pressions des marchés; il faut adopter d'urgence une approche plus préventive à l'échelle de l'ensemble de la zone. Les relèvements de l'âge légal de départ en retraite ont fait baisser la trajectoire à long terme des dépenses de retraite, mais, comme les dépenses de santé continuent d'augmenter rapidement, il faudra prendre des mesures supplémentaires pour limiter la croissance des droits à prestation à un rythme soutenable. Quelques pays, notamment dans la périphérie de la zone euro, ont assoupli le fonctionnement de leur marché du travail. Cependant, de nombreux pays doivent s'employer plus énergiquement à aider les chômeurs de longue durée, notamment en améliorant l'aide à la recherche d'un emploi et la formation.

Dans les pays émergents et les pays en développement, l'activité a souffert du durcissement de la politique économique face à l'insuffisance des capacités de production, du fléchissement de la demande des pays avancés et de facteurs internes. Grâce à l'amélioration de leur politique économique, ces pays sont mieux à même de résister aux chocs (chapitre 4). Depuis que la crise a éclaté en 2008, les politiques expansionnistes ont atténué l'effet négatif de la fragilité des marchés des pays avancés : les déficits budgétaires ont généralement été supérieurs à leur niveau d'avant la crise, tandis que les taux d'intérêt réels ont été plus faibles. Le crédit intérieur a progressé rapidement. À moyen terme, les dirigeants devront veiller à rester en mesure de réagir aux chocs avec flexibilité en préservant une position budgétaire saine et en maintenant des taux modérés d'inflation et de croissance du crédit. À cet égard, le resserrement opéré en 2011 était approprié. Étant donné l'augmentation des risques de fléchissement de la demande extérieure, les banques centrales ont à juste titre suspendu ou inversé en partie le durcissement de leur politique monétaire. Bon nombre d'entre elles ont les moyens de soutenir davantage la demande si les risques de dégradation externes menacent de se matérialiser.

Les déséquilibres mondiaux, et la vulnérabilité qui y est liée, ont diminué, mais il reste nécessaire de

prendre des mesures plus décisives pour s'y attaquer. Au sein de la zone euro, il convient de continuer de corriger les déséquilibres des transactions courantes — les excédents élevés en Allemagne et aux Pays-Bas, et les déficits dans la plupart des pays de la périphérie. Au niveau mondial, les soldes courants des États-Unis, de la zone euro dans son ensemble et du Japon sont plus faibles qu'ils ne le seraient avec des politiques budgétaires plus soutenables, et les taux de change effectifs réels du dollar, de l'euro et du yen sont plus élevés. Par contre, les soldes courants de nombreux pays asiatiques sont inopportunistement élevés et leurs taux de change inopportunistement faibles. Cela s'explique en partie par des distorsions qui freinent la consommation, mais aussi par l'accumulation massive de réserves de change.

En général, les mesures nécessaires pour réduire les déséquilibres courants et la vulnérabilité qui y est liée sont dans l'intérêt des pays concernés. Un ajustement supplémentaire dans les pays en déficit et une augmentation de la demande intérieure dans les pays en excédent contribueraient non seulement à rendre l'économie mondiale plus sûre, mais aussi à accélérer la croissance partout. De nombreux pays affichant un déficit extérieur doivent poursuivre leur ajustement budgétaire et renforcer le contrôle et la réglementation de leur secteur financier. Cette action doit être complétée par des mesures structurelles, dont les détails diffèrent largement parmi les pays avancés ou émergents en déficit, mais il s'agit notamment de réformer les marchés du travail et de produits, d'améliorer la gouvernance et le climat des affaires, ainsi que de stimuler l'épargne privée en vue de la retraite. Les mesures structurelles nécessaires dans les pays affichant un excédent extérieur et un taux de change sous-évalué varient aussi selon les pays, mais il faut stimuler l'investissement en Allemagne, réformer le dispositif de protection sociale en Chine de manière à encourager la consommation et réduire l'accumulation des réserves de change dans de nombreux pays émergents, ce qui contribuerait aussi à freiner la forte croissance du crédit et des prix des actifs.

DISTRIBUTION PRÉLIMINAIRE
Octobre 2012

Chapitres 1 et 2 des
Perspectives de l'économie mondiale

Veillez trouver ci-dessous la traduction française préliminaire (sans correction d'épreuves) des chapitres 1 et 2 des *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre 2012). La traduction finale de l'ensemble du rapport sera disponible à une date ultérieure.



L'économie mondiale s'est encore détériorée depuis la publication de la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de juillet 2012, et les projections de croissance ont été revues à la baisse (tableau 1.1). Les risques de dégradation sont aujourd'hui jugés plus élevés que dans les éditions d'avril 2012 et de septembre 2011 des PEM. Une question importante est de savoir si l'économie mondiale est en proie simplement à une autre période de turbulences pendant une phase de reprise qui s'annonçait de toute manière lente et cahoteuse, ou si le ralentissement actuel est plus durable. Pour répondre à cette question, il faudra voir si les dirigeants européens et américains s'attaqueront de manière volontariste à leurs graves problèmes économiques à court terme. Les prévisions des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) supposent que ce sera le cas : en conséquence, l'activité mondiale devrait s'accélérer de nouveau dans le courant de 2012; sinon, les prévisions seront probablement de nouveau trop optimistes. À moyen terme, il reste à savoir comment l'économie mondiale fonctionnera avec des dettes publiques élevées, et si les pays émergents peuvent maintenir leur expansion vigoureuse tout en continuant de remplacer les sources de croissance externes par des sources internes. Le problème des dettes publiques élevées existait avant la Grande Récession, en raison du vieillissement des populations et de la croissance des dépenses au titre des droits à prestation, mais, à cause de la crise, c'est maintenant un problème qu'il convient de résoudre à moyen terme plutôt qu'à long terme.

Évolution récente

Les indicateurs de l'activité et du chômage font état d'un marasme économique croissant et généralisé au premier semestre de 2012, et aucune amélioration notable n'apparaît au troisième trimestre (graphique 1.1). L'activité mondiale dans l'industrie manufacturière a ralenti fortement. Les pays de la périphérie de la zone euro ont enregistré une baisse marquée de l'activité (graphique 1.2, page 1), à cause de difficultés finan-

cières dont témoigne une forte hausse des écarts de taux souverains (graphique 1.2, page 2). L'activité a été inférieure aux prévisions dans d'autres pays aussi, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les répercussions de la situation dans les pays avancés et des problèmes internes ont freiné l'activité dans les pays émergents et les pays en développement. Ces effets d'entraînement ont fait baisser les cours des produits de base et pesé sur l'activité dans de nombreux pays exportateurs de produits de base (voir le dossier spécial).

Dans ces conditions, la croissance a de nouveau été plus faible que prévu, principalement parce que l'intensité de la crise dans la zone euro n'a pas diminué comme l'envisageaient les projections antérieures des PEM. Parmi les autres causes figurent la fragilité des établissements financiers et l'inadéquation des politiques économiques dans de grands pays avancés. Par ailleurs, le ralentissement de la croissance dans les pays émergents et les pays en développement tient en grande partie à des facteurs internes, notamment les contraintes pesant sur la viabilité de la croissance vigoureuse dans ces pays et l'accumulation de déséquilibres financiers. En outre, il ressort d'études des services du FMI que les compressions budgétaires ont eu des effets multiplicateurs négatifs à court terme plus prononcés que prévu sur la production, ce qui explique peut-être en partie le manque de croissance (encadré 1.1).

La crise dans la zone euro s'est intensifiée

En dépit des mesures prises par les pouvoirs publics pour la résoudre, la crise dans la zone euro s'est aggravée et de nouvelles interventions ont été nécessaires pour empêcher une détérioration rapide. Comme noté dans l'édition d'octobre 2012 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*, GFSR), les banques, les compagnies d'assurance et les entreprises ont transféré leurs liquidités inutilisées de la périphérie au cœur de la zone euro : les écarts de taux souverains espagnols ont atteint des niveaux records et les écarts italiens ont augmenté nettement aussi (graphique 1.2, page 2), en raison de la

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		
	2010	2011	Projections		Différence par rapport à la <i>Mise à jour des</i> <i>PEM</i> de juillet 2012		Estimations	Projections	
			2012	2013	2012	2013		2011	2012	2013
Production mondiale¹	5,1	3,8	3,3	3,6	-0,2	-0,3	3,2	3,0	4,0
Pays avancés	3,0	1,6	1,3	1,5	-0,1	-0,3	1,3	1,1	2,1
États-Unis	2,4	1,8	2,2	2,1	0,1	-0,1	2,0	1,7	2,5
Zone euro	2,0	1,4	-0,4	0,2	-0,1	-0,5	0,7	-0,5	0,8
Allemagne	4,0	3,1	0,9	0,9	0,0	-0,5	1,9	0,9	1,4
France	1,7	1,7	0,1	0,4	-0,2	-0,5	1,2	0,0	0,8
Italie	1,8	0,4	-2,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-2,3	0,0
Espagne	-0,3	0,4	-1,5	-1,3	-0,1	-0,7	0,0	-2,3	0,2
Japon	4,5	-0,8	2,2	1,2	-0,2	-0,3	-0,6	1,6	2,1
Royaume-Uni	1,8	0,8	-0,4	1,1	-0,6	-0,3	0,6	0,0	1,2
Canada	3,2	2,4	1,9	2,0	-0,2	-0,2	2,2	1,7	2,2
Autres pays avancés ²	5,9	3,2	2,1	3,0	-0,4	-0,4	2,4	2,3	3,6
Nouvelles économies industrielles d'Asie	8,5	4,0	2,1	3,6	-0,6	-0,6	3,0	3,2	3,5
Pays émergents et en développement³	7,4	6,2	5,3	5,6	-0,3	-0,2	5,7	5,5	6,2
Europe centrale et orientale	4,6	5,3	2,0	2,6	0,1	-0,2	3,6	1,9	3,3
Communauté des États indépendants	4,8	4,9	4,0	4,1	-0,1	0,0	4,3	2,9	4,8
Russie	4,3	4,3	3,7	3,8	-0,3	-0,1	4,6	2,5	4,8
Russie non comprise	6,0	6,2	4,7	4,8	0,2	0,2	...	...	...
Asie, pays en développement d'	9,5	7,8	6,7	7,2	-0,4	-0,3	6,9	7,2	7,4
Chine	10,4	9,2	7,8	8,2	-0,2	-0,2	8,9	7,9	8,1
Inde	10,1	6,8	4,9	6,0	-1,3	-0,6	5,0	5,5	5,9
ASEAN-5 ⁴	7,0	4,5	5,4	5,8	0,0	-0,3	2,8	7,2	6,6
Amérique latine et Caraïbes	6,2	4,5	3,2	3,9	-0,2	-0,3	3,7	3,0	4,6
Brésil	7,5	2,7	1,5	4,0	-1,0	-0,7	1,4	2,9	3,8
Mexique	5,6	3,9	3,8	3,5	-0,1	-0,2	3,9	3,2	4,1
Moyen-Orient et Afrique du Nord	5,0	3,3	5,3	3,6	-0,2	0,0	...	...	...
Afrique subsaharienne ⁵	5,3	5,1	5,0	5,7	-0,1	0,0	...	...	...
Afrique du Sud	2,9	3,1	2,6	3,0	0,0	-0,3	2,6	2,7	3,3
<i>Pour mémoire</i>									
Union européenne	2,1	1,6	-0,2	0,5	-0,2	-0,5	0,8	-0,2	1,2
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	4,1	2,8	2,6	2,9	-0,1	-0,3	2,3	2,2	3,3
Volume du commerce mondial (biens et services)	12,6	5,8	3,2	4,5	-0,6	-0,7	...	...	...
Importations									
Pays avancés	11,4	4,4	1,7	3,3	-0,2	-0,9	...	...	...
Pays émergents et en développement	14,9	8,8	7,0	6,6	-0,8	-0,4	...	...	...
Exportations									
Pays avancés	12,0	5,3	2,2	3,6	-0,1	-0,7	...	...	...
Pays émergents et en développement	13,7	6,5	4,0	5,7	-1,7	-0,5	...	...	...
Cours des matières premières (en dollars)									
Pétrole ⁶	27,9	31,6	2,1	-1,0	4,2	6,5	20,8	3,7	-3,3
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de matières premières)	26,3	17,8	-9,5	-2,9	2,6	1,4	-6,4	1,9	-5,4
Prix à la consommation									
Pays avancés	1,5	2,7	1,9	1,6	-0,1	0,0	2,8	1,7	1,7
Pays émergents et en développement ³	6,1	7,2	6,1	5,8	-0,2	0,2	6,5	5,6	5,3
Taux du LIBOR à six mois (pourcentage)⁷									
Dépôts en dollars	0,5	0,5	0,7	0,6	-0,1	-0,2	...	...	...
Dépôts en euros	0,8	1,4	0,6	0,2	-0,1	-0,3	...	...	...
Dépôts en yen	0,4	0,3	0,4	0,3	0,0	-0,1	...	...	...

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent aux niveaux observés entre le 30 juillet et le 27 août 2012. 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.

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

²Hors pays du G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni) et de la zone euro.

³Les estimations et projections trimestrielles représentent environ 80 % des pays émergents et en développement.

⁴Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Vietnam.

⁵Les projections actuelles des PEM incluent le Soudan du Sud. Cependant, pour l'Afrique subsaharienne, la comparaison avec la *Mise à jour des PEM* de juillet 2012 n'inclut pas le Soudan du Sud parce que ce pays n'était pas inclus dans les projections de juillet. Les agrégats Monde et Pays émergents et en développement ne sont pas non plus directement comparables avec la *Mise à jour des PEM* de juillet 2012 pour la même raison, mais le poids du Soudan du Sud dans ces agrégats est très faible.

⁶Moyenne simple des cours U.K. Brent, Dubaï et West Texas Intermediate. Le cours moyen du pétrole en 2011 était de 104,01 dollars le baril; hypothèses, sur la base des marchés à terme, pour 2012 : 106,18 dollars le baril, et pour 2013 : 105,10 dollars le baril.

⁷Taux à six mois pour le dollar et le yen. Taux à trois mois pour l'euro.

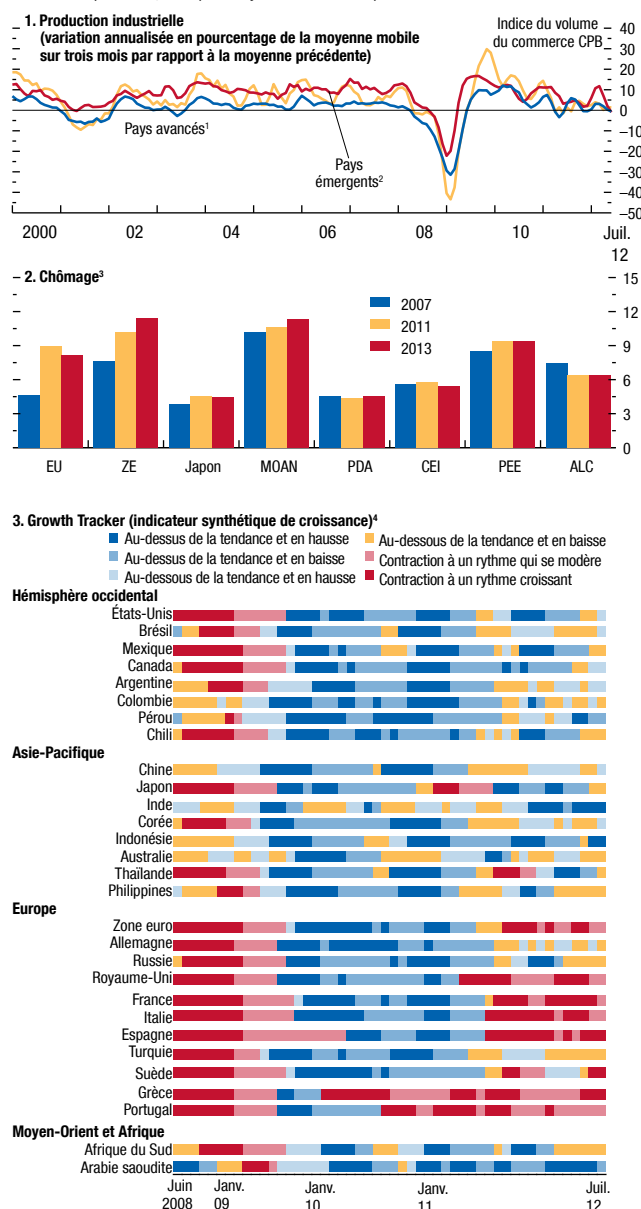
persistance des doutes concernant : la capacité des pays de la périphérie d'opérer les ajustements budgétaires et structurels nécessaires; la volonté des institutions nationales d'appliquer les mesures adéquates au niveau de la zone euro pour combattre la crise; et la volonté de réaction de la Banque centrale européenne (BCE) et du Fonds européen de stabilité financière/ mécanisme européen de stabilité (FESF/MES) si les scénarios les plus défavorables se matérialisent.

Ces doutes ont abouti à une remise en question de la viabilité de la zone euro et ont poussé ses dirigeants à prendre une série de mesures. Lors de leur sommet du 29 juin 2012, ils se sont engagés à réexaminer la question du statut prioritaire du MES en ce qui concerne les prêts accordés à l'Espagne. Face à l'escalade des problèmes, l'Espagne s'est ensuite entendue avec ses partenaires européens sur un programme à l'appui de la restructuration de son secteur bancaire, avec un financement pouvant aller jusqu'à 100 milliards d'euros. En outre, les dirigeants ont engagé des travaux sur une union bancaire, auxquels la Commission européenne a donné suite en présentant une proposition sur l'établissement d'un mécanisme unique de surveillance. Les dirigeants sont convenus que, une fois mis en place, ce mécanisme permettrait au MES de prendre des participations directes dans des banques. C'est très important, car cela contribuera à briser les chaînes de réactions négatives entre les pays et les banques. Par ailleurs, début septembre, la BCE a annoncé qu'elle envisagera d'effectuer (sans limite ex ante) des opérations monétaires fermes («Outright Monetary Transactions», OMT) dans le cadre d'un programme d'ajustement macroéconomique ou de précaution avec le FESF/MES. Il s'agit d'achats de titres de dette publique, portant principalement sur le segment court de la courbe de rendement. Il est à noter que la BCE acceptera le même traitement que les créanciers privés ou autres pour ce qui est des obligations achetées dans le cadre de ce programme.

L'annonce de ces mesures, puis leur déploiement ont apaisé et fait remonter les marchés financiers, et l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar et des autres monnaies principales. Cependant, les derniers indicateurs de l'activité sont restés à la traîne, ce qui donne à penser que le marasme se propage de la périphérie à l'ensemble de la zone euro (graphique 1.3, page 2). Même l'Allemagne n'a pas été à l'abri de cette tendance.

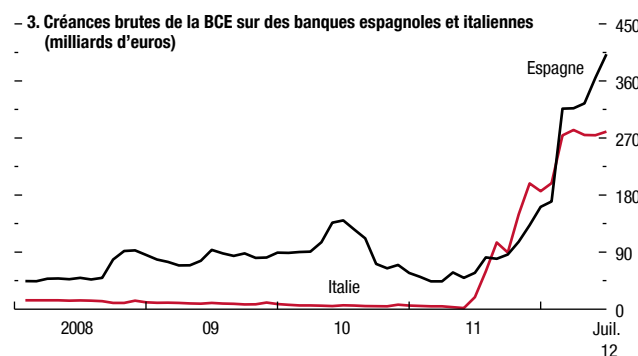
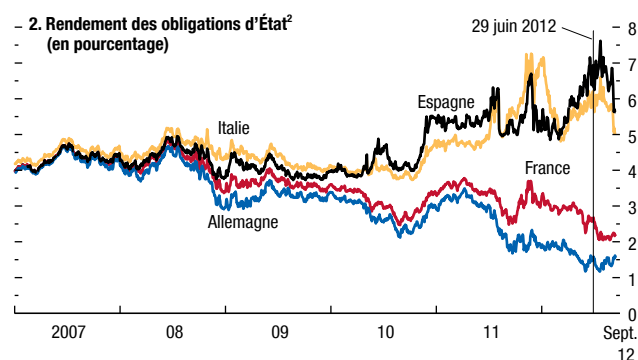
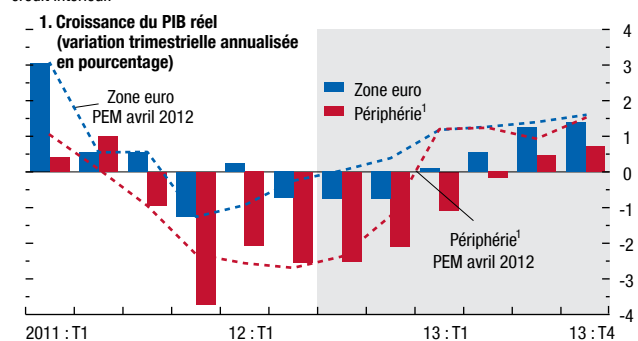
Graphique 1.1. Indicateurs mondiaux

Le cycle manufacturier mondial se trouve de nouveau en phase descendante. La production industrielle a ralenti fortement dans les pays avancés, ainsi que dans les pays émergents et les pays en développement, et il en a été de même pour le commerce mondial. Cette détérioration est généralisée. Le chômage dans les pays avancés reste notablement supérieur à son niveau d'avant la crise et est élevé en Europe de l'Est, ainsi qu'au Moyen-Orient et en Afrique du Nord.



Graphique 1.2. Évolution dans la zone euro

La crise dans la zone euro s'est aggravée. L'activité se contracte, principalement à cause de fortes réductions de la production dans les pays de la périphérie, parce que les situations financières et budgétaires sont très tendues. Les émetteurs souverains et les banques dans les pays de la périphérie ont du mal à attirer des investisseurs étrangers. Les écarts de taux sur leur dette souveraine ont augmenté notablement, et leurs banques se financent de plus en plus auprès de la Banque centrale européenne (BCE). En conséquence, elles ont réduit le crédit intérieur.



Sources : Bloomberg Financial Markets; banques centrales nationales; estimations des services du FMI.

¹Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal.

²Obligations d'État à 10 ans.

La production et l'emploi ont fléchi de nouveau aux États-Unis

L'économie américaine a ralenti aussi. Selon les données révisées de comptabilité nationale, elle a entamé l'année 2012 à un rythme plus élevé que les estimations initiales. Cependant, la croissance du PIB réel a ensuite ralenti à 1,7 % au deuxième trimestre, au-dessous des projections des PEM d'avril et de la *Mise à jour des PEM* de juillet. Le marché du travail et la consommation ne se sont guère revigorés. Face à cette faiblesse persistante, la Réserve fédérale a pris une nouvelle série de mesures de relance. Du fait de l'impasse politique actuelle, la question du précipice budgétaire ne sera pas traitée avant les élections de novembre. Du côté positif, le marché immobilier est peut-être en train de se stabiliser, quoique à un bas niveau, et le crédit privé a continué de progresser en dépit de la réduction du crédit octroyé par les banques de l'UE sur le marché américain.

La demande intérieure a continué de perdre de sa vigueur dans les principaux pays émergents

Le durcissement de la politique économique en réaction à l'insuffisance des capacités et aux craintes d'une détérioration des portefeuilles de prêts bancaires, le fléchissement de la demande des pays avancés, et des facteurs internes ont fait tomber la croissance du PIB dans les pays émergents et les pays en développement d'environ 9 % fin 2009 à environ 5¼ % récemment. Les indicateurs de l'activité dans le secteur manufacturier sont en recul depuis un certain temps (graphique 1.3, page 1). Selon le modèle de projection mondial des services du FMI, plus de la moitié des révisions à la baisse de la croissance du PIB réel en 2012 tiennent à des facteurs intérieurs.

- Selon les estimations, la croissance s'est affaiblie notablement dans les pays d'Asie en développement, pour s'inscrire au-dessous de 7 % au premier semestre de 2012. En Chine, l'activité a ralenti nettement, en raison d'un resserrement du crédit (en réaction aux risques d'une bulle immobilière), d'un retour à une cadence plus soutenable de l'investissement public et d'un fléchissement de la demande extérieure. En Inde, l'activité a souffert du déclin de la confiance des chefs d'entreprise face à la lenteur des approbations de nouveaux projets, du manque

de vigueur des réformes structurelles, des relèvements des taux directeurs visant à freiner l'inflation et du fléchissement de la demande extérieure.

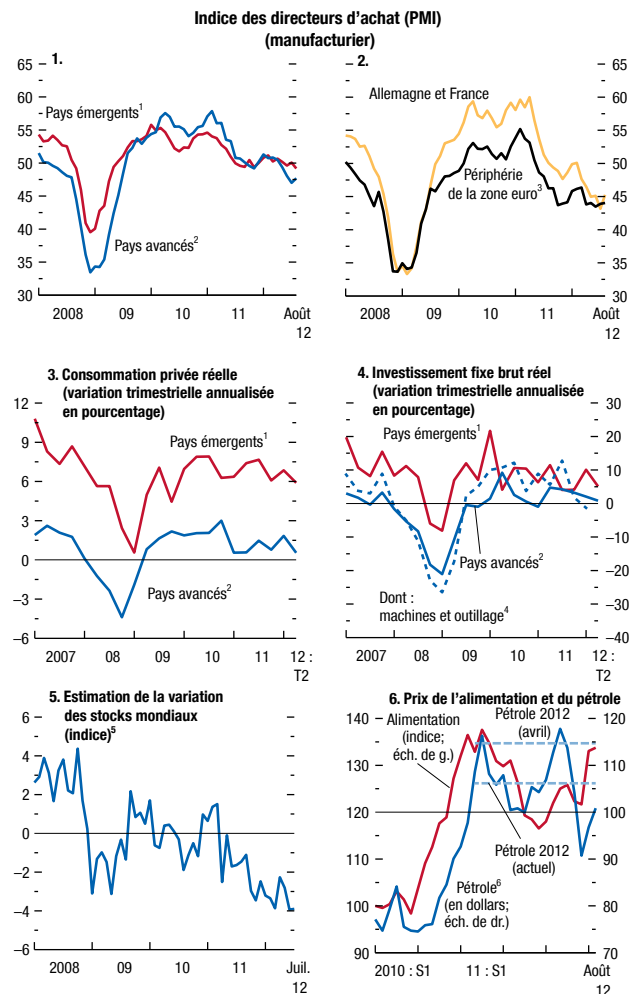
- La croissance du PIB réel a ralenti aussi en Amérique latine, pour avoisiner 3 % au premier semestre de 2012, principalement à cause du Brésil. Cela s'explique par le durcissement antérieur de la politique économique visant à limiter les tensions inflationnistes et par les mesures prises pour modérer la croissance du crédit dans certains compartiments du marché, ainsi que, récemment par des facteurs mondiaux qui ont accentué ce fléchissement.
- Alors qu'ils s'étaient redressés vigoureusement après leur crise du crédit, les pays émergents d'Europe sont maintenant touchés durement par le ralentissement de leurs exportations vers la zone euro : la croissance de leur PIB réel s'est pratiquement arrêtée. En Turquie, le ralentissement est dû principalement au fléchissement de la demande intérieure, qui résulte du durcissement de la politique économique et du déclin de la confiance. Contrairement à 2008, cependant, l'aversion généralisée au risque vis-à-vis de la région n'est plus un facteur. L'activité en Russie, dont plusieurs pays de la région ont profité, a aussi perdu un peu de sa vigueur récemment.

La croissance devrait être anémique et cahoteuse

Aucune amélioration notable ne semble imminente. Les PEM ne prévoient qu'un regain d'activité modeste, qui serait favorisé par une réduction de l'incertitude liée aux réactions attendues des pouvoirs publics dans la zone euro et aux États-Unis, la poursuite d'une politique monétaire accommodante et un assouplissement progressif de la situation financière. La bonne santé des bilans des sociétés non financières et le désendettement régulier (ou son ralentissement) des banques et des ménages encourageront la reconstitution du stock de capital et une augmentation progressive de la consommation des biens durables. Dans les pays émergents et les pays en développement, l'assouplissement des politiques monétaires et budgétaires rehaussera la croissance de la production. Cependant, si l'une des deux hypothèses cruciales concernant la réaction des pouvoirs publics ne se matérialisait pas, l'activité mondiale pourrait se détériorer très fortement.

Graphique 1.3. Indicateurs courants et avancés de la croissance

Les indices des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier ne font pas encore état d'une nouvelle accélération notable de l'activité : ils restent en deçà de 50, ce qui indique une baisse de la production. La détérioration est particulièrement prononcée dans la périphérie de la zone euro. L'investissement dans les machines et l'outillage a diminué aussi, surtout dans la zone euro. Par ailleurs, le rythme d'accumulation des stocks a ralenti. La consommation est plus résiliente, en particulier dans les pays émergents et les pays en développement. Une légère baisse des prix du pétrole pourrait soutenir la consommation dans les pays avancés. Cependant, de nombreux ménages souffriront de la hausse des prix alimentaires, surtout dans les pays émergents et les pays en développement.



Sources : Haver Analytics; calculs des services du FMI.

Note : Tous les pays ne sont pas inclus dans les totaux régionaux. Pour certains pays, les données mensuelles sont interpolées à partir des séries trimestrielles.

¹Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Hongrie, Inde, Indonésie, Lettonie, Lituanie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Roumanie, Russie, Thaïlande, Turquie, Ukraine et Venezuela.

²Australie, Canada, Corée, Danemark, États-Unis, Hong Kong (RAS de), Israël, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, République tchèque, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse, Taiwan (province chinoise de) et zone euro.

³Espagne, Grèce, Irlande et Italie.

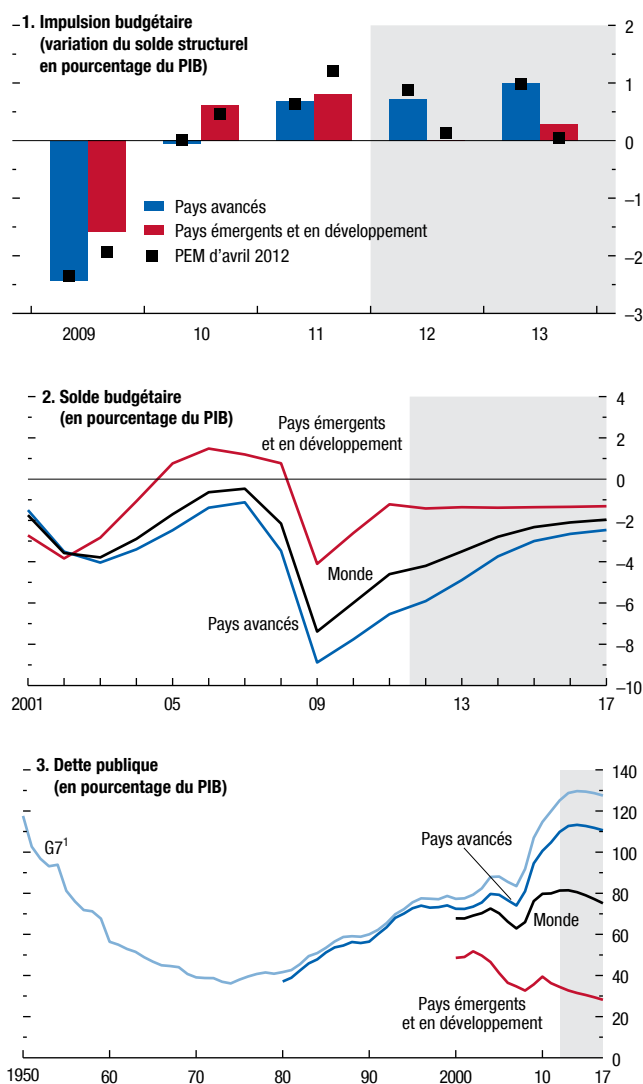
⁴Moyennes pondérées par la parité de pouvoir d'achat des produits métalliques et des machines pour la zone euro, des usines et du matériel pour le Japon, des usines et des machines pour le Royaume-Uni, et du matériel et des logiciels pour les États-Unis.

⁵Sur la base des écarts par rapport à une relation estimée (cointégration) entre la production industrielle et les ventes de détail.

⁶Dollars le baril : moyenne simple des cours au comptant du UK Brent, du Dubai Fateh et du West Texas Intermediate. Les lignes en tirets indiquent les prévisions du prix du pétrole dans les PEM d'avril 2012 et dans l'édition actuelle.

Graphique 1.4. Politique budgétaire

En 2012, les politiques budgétaires sont devenues plus restrictives dans les pays avancés et beaucoup moins restrictives dans les pays émergents et les pays en développement, où le déficit budgétaire devrait avoisiner 1½ % du PIB, soit bien moins que les 6 % prévus pour les pays avancés. Cependant, avant la crise, les pays émergents et les pays en développement dégageaient des excédents. À moyen terme, bon nombre de ces pays devraient renforcer leur position budgétaire pour se redonner une marge de manœuvre. Cependant, la question de la réduction du déficit se pose principalement dans les pays avancés, où la dette publique dépasse 100 % du PIB et est en hausse.



Sources : estimations des services du FMI.

¹ G-7 : Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni.

- La première hypothèse est que, conformément au *scénario de référence* du GFSR d'octobre 2012, les dirigeants européens prennent des mesures supplémentaires pour faire avancer l'ajustement au niveau des pays et l'intégration au niveau de la zone euro (y compris la mise en place d'un mécanisme unique de surveillance en temps voulu). En conséquence, la crédibilité de leur action et la confiance s'améliorent progressivement, tandis qu'il subsiste des tensions du fait du coût élevé du financement et des fuites de capitaux de la périphérie au cœur de la zone euro. Si ces mesures ne sont pas prises, il est possible que les prévisions des PEM soient de nouveau trop optimistes et la zone euro pourrait se retrouver dans le scénario des *politiques faibles* du GFSR, qui est décrit plus en détail ci-dessous.
- La deuxième hypothèse est que les dirigeants américains évitent le précipice budgétaire et relèvent le plafond de la dette, tout en avançant dans la mise en place d'un plan global de rétablissement de la viabilité des finances publiques.

L'ajustement budgétaire se poursuivra, mais pas dans de nombreux pays émergents

L'ajustement budgétaire a amputé l'activité dans diverses parties du monde et continuera de le faire sur l'horizon de prévision dans les pays avancés, mais pas dans les pays émergents et les pays en développement. Le Moniteur des finances publiques d'octobre 2012 examine cette tendance.

Dans les principaux pays avancés, les soldes structurels des administrations publiques devraient se resserrer d'environ ¾ % du PIB en 2012, soit un chiffre à peu près semblable à celui de 2011 et qui correspond aux projections de l'édition d'avril 2012 des PEM (graphique 1.4, page 1). En 2013, le resserrement devrait augmenter modérément pour avoisiner 1 % du PIB, mais sa composition variera d'un pays à l'autre (voir tableau A8 de l'appendice statistique). Dans la zone euro, une bonne partie de l'ajustement a déjà été opérée et le rythme du durcissement diminuera quelque peu. Aux États-Unis, les perspectives budgétaires pour 2013 sont très incertaines, étant donné le grand nombre de dispositions fiscales qui arrivent à expiration et la menace de compressions automatiques des dépenses, et ce, dans un contexte politique très polarisé. Le précipice budgétaire

implique un durcissement de plus de 4 % du PIB, mais la projection des PEM suppose que le déficit structurel ne serait réduit que de 1¼ % du PIB, soit un peu plus qu'en 2012, principalement du fait de l'expiration de mesures de relance, telles que l'allègement de l'impôt sur les salaires, et d'une baisse des dépenses de guerre. Les perspectives budgétaires sont devenues incertaines aussi au Japon, où une impasse politique retarde l'approbation du financement du budget pour le reste de l'exercice prenant fin en mars 2013. Les dépenses liées au tremblement de terre ont soutenu la croissance en 2012, mais diminueront nettement en 2013. En conséquence, il y aura un désengagement budgétaire d'environ ½ % du PIB. Ce désengagement pourrait être bien plus élevé si l'impasse politique n'était pas résolue bientôt.

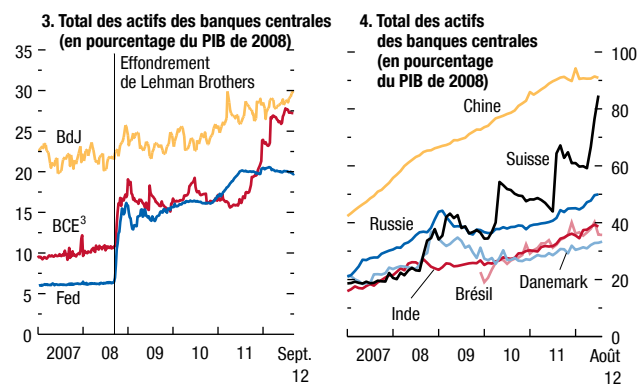
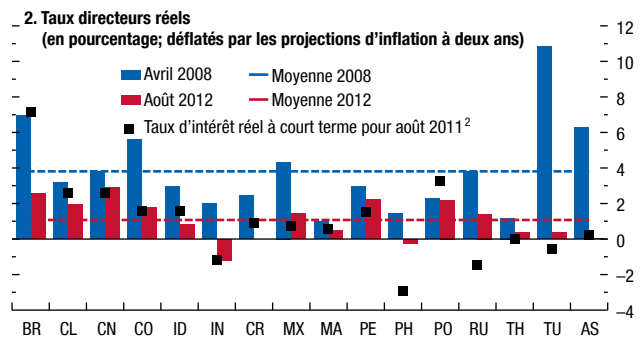
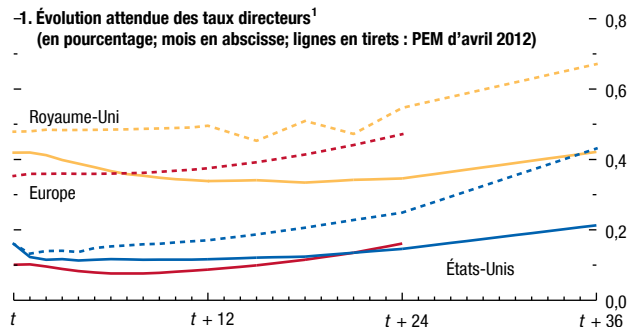
Dans les pays émergents et les pays en développement, aucun rééquilibrage budgétaire notable n'est prévu en 2012–13, après une amélioration de 1 % du PIB des soldes structurels en 2011 (graphique 1.4, page 1). Le déficit public devrait rester inférieur à 1½ % du PIB, et les ratios de la dette publique au PIB devraient tomber aux environs de 30 %. Cependant, les perspectives budgétaires varient d'un pays à l'autre. La politique budgétaire sera plus ou moins neutre en Chine, en Inde et en Turquie en 2012 et en 2013. Au Brésil, la politique budgétaire sera plus ou moins neutre en 2012 et se durcira quelque peu en 2013. Au Mexique, il y aura un durcissement d'environ 1 % du PIB en 2012, puis un autre désengagement modeste en 2013. La Russie relâche sensiblement sa politique budgétaire en 2012, mais cette dernière devrait être plus ou moins neutre en 2013.

La politique monétaire devrait soutenir l'activité

Les politiques monétaires ont été assouplies et resteront très accommodantes selon les attentes des marchés (graphique 1.5, page 1). Récemment, la BCE a lancé son programme OMT (voir ci-dessus) et a assoupli ses exigences en matière de garantie. La Réserve fédérale américaine a annoncé récemment qu'elle achèterait des créances hypothécaires titrisées au rythme de 40 milliards de dollars par mois, qu'elle envisagerait des achats d'actifs supplémentaires et qu'elle emploierait ses autres instruments jusqu'à ce que la situation économique s'améliore. Elle a aussi

Graphique 1.5. Politique monétaire

Une politique monétaire très accommodante est attendue dans les principaux pays avancés. Les taux d'intérêt réels sont faibles aussi dans de nombreux pays émergents et pays en développement, et plusieurs pays ont abaissé leurs taux directeurs au cours des six derniers mois. Cependant, seul un petit nombre de pays les ont réduits notablement. À moyen terme, les taux directeurs devront être relevés, mais, étant donné les risques de dégradation des perspectives, de nombreuses banques centrales peuvent se permettre de laisser leurs taux inchangés pour l'instant ou de les baisser davantage. Dans les pays avancés, les bilans des banques centrales ont gonflé sensiblement, mais leur taille n'est pas inhabituelle par rapport aux bilans des banques centrales de divers pays émergents.



Sources : Bloomberg Financial Markets; estimations des services du FMI.

Note : BR = Brésil; CL = Chili; CN = Chine; CO = Colombie; ID = Indonésie; IN = Inde; CR = Corée; MX = Mexique; MA = Malaisie; PE = Pérou; PH = Philippines; PO = Pologne; RU = Russie; TH = Thaïlande; TU = Turquie; AS = Afrique du Sud. BdJ = Banque du Japon; BCE = Banque centrale européenne; Fed = Réserve fédérale.

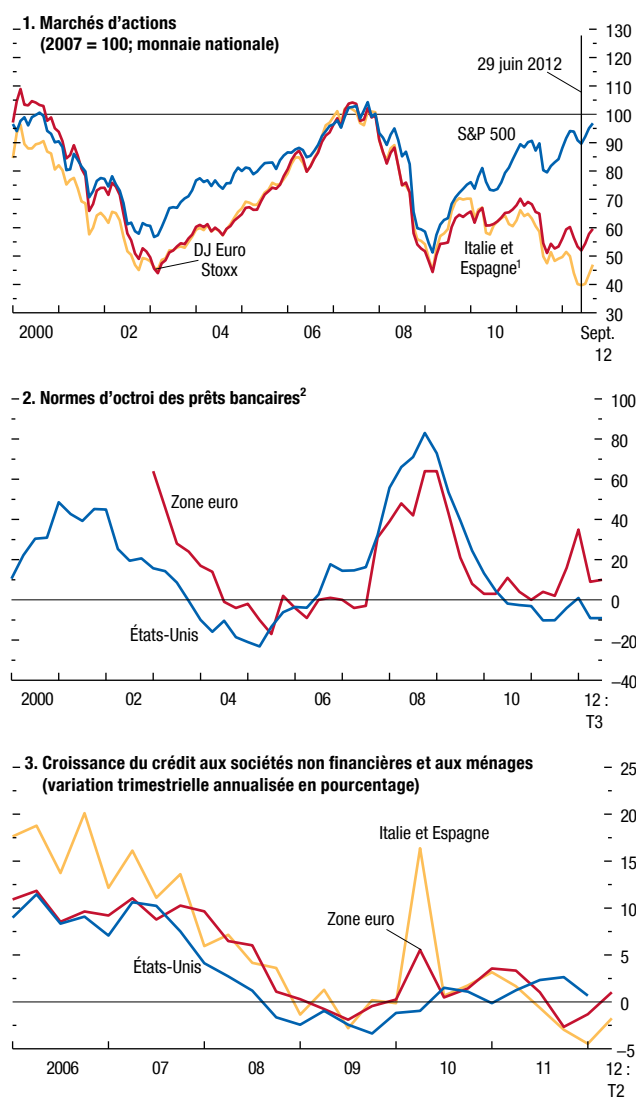
¹ Les anticipations reposent sur le taux des fonds fédéraux pour les États-Unis, le taux interbancaire moyen au jour le jour de la livre sterling pour le Royaume-Uni et le taux interbancaire à terme de l'euro pour l'Europe; mise à jour le 13 septembre 2012.

² Pour l'Indonésie, taux de la Banque d'Indonésie; pour la Turquie, coût de financement marginal effectif de la Banque centrale de la République de Turquie estimé par les services du FMI.

³ Calculs de la BCE fondés sur l'état financier hebdomadaire de l'Eurosystème.

Graphique 1.6. Évolution récente des marchés financiers

Récemment, les marchés d'actions ont subi des pertes élevées et ont été très volatils. Les annonces concernant la politique menée ont eu des effets importants. Les normes d'octroi de prêts bancaires se détendent progressivement après avoir été très restrictives aux États-Unis, mais elles continuent de se durcir dans la zone euro. Aux États-Unis, le crédit aux ménages et aux sociétés non financières augmente de nouveau; dans la zone euro, le marasme du crédit subsiste, avec des baisses dans les pays de la périphérie.



Sources : Bank of America/Merrill Lynch; Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; estimations des services du FMI.

¹Moyenne pondérée du IBEX espagnol et du FTSEMIB italien sur la base de la capitalisation du marché au 13 septembre 2012.

²Pourcentage des participants selon lesquels les critères d'octroi de prêts bancaires ont été durcis «considérablement» ou «un peu» moins pourcentage des participants selon lesquels ils ont été assouplis «considérablement» ou «un peu» ces trois derniers mois. Enquête sur les variations des critères d'octroi de prêts ou lignes de crédit aux entreprises pour la zone euro; moyenne des enquêtes sur les variations des critères d'octroi de prêts commerciaux/industriels et immobiliers commerciaux pour les États-Unis; indice de diffusion «accommodant» moins «strict», enquête Tankan auprès des établissements financiers pour le Japon.

prolongé sa recommandation d'un maintien de taux d'intérêt faibles de fin 2014 à mi-2015. La Banque d'Angleterre avait précédemment élargi son programme d'assouplissement quantitatif. Plusieurs pays avancés ont abaissé récemment leurs taux directeurs (Australie, Corée, Israël, République tchèque) ou ont reporté un relèvement des taux. La Banque du Japon s'attend à une expansion monétaire d'environ 5 % du PIB au cours de l'année à venir du fait de son programme d'achat d'actifs et estime que cela suffira pour porter l'inflation à son objectif de 1 %. Récemment, elle a encore relâché sa politique monétaire en relevant le plafond de son programme d'achat d'actifs pour les obligations publiques.

La Banque d'Angleterre a adopté des mesures novatrices. Dans le cadre de son plan de financement pour le crédit («Funding for Lending Scheme», FLS), les banques et les sociétés de crédit immobilier pourront emprunter des bons du Trésor britannique en échange de garanties moins liquides. Les banques pourront emprunter des bons d'un montant équivalant à 5 % de leur encours de prêts au secteur non financier britannique en juin 2012, plus tout prêt supplémentaire accordé entre cette date et la fin de 2013. Les frais d'échange seront plus faibles pour les banques qui maintiennent au même niveau ou augmentent leurs prêts plutôt que de les réduire. Ces mesures devraient encourager les banques à accorder des prêts et faciliter l'accès au crédit de montant élevé en améliorant la qualité des actifs détenus par les banques.

Les pays émergents et les pays en développement ont adopté diverses mesures d'assouplissement face au fléchissement de l'activité et de l'inflation. Bon nombre d'entre eux ont reporté le durcissement attendu, et quelques-uns ont abaissé leurs taux directeurs, dont l'Afrique du Sud, le Brésil, la Chine, la Colombie, la Hongrie et les Philippines (graphique 1.5, page 2). Cependant, seul le Brésil a baissé fortement ses taux et a aussi assoupli les mesures macroprudentielles afin d'encourager davantage le crédit. Dans l'ensemble, les taux d'intérêt réels dans beaucoup de pays émergents et de pays en développement restent relativement faibles et la croissance du crédit est élevée. C'est pourquoi un grand nombre de banques centrales ont choisi de maintenir leur politique inchangée.

La situation financière restera très fragile

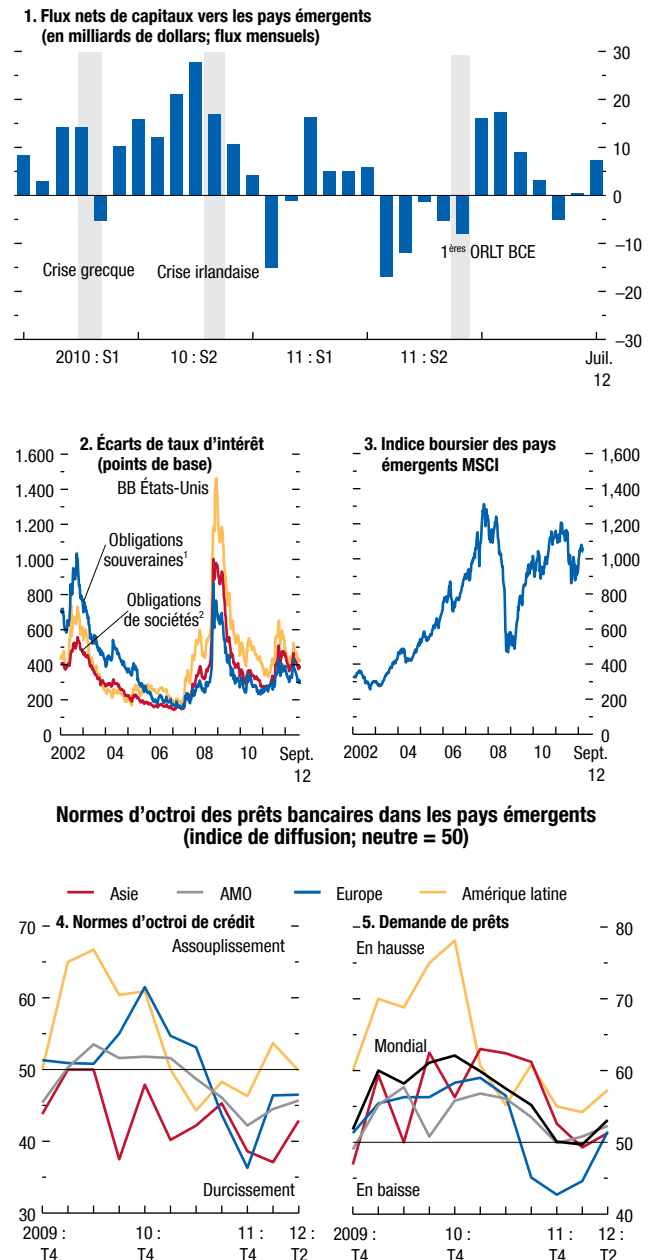
En dépit du redressement des marchés pendant l'été 2012, la vulnérabilité financière est plus élevée qu'au printemps, selon l'édition d'octobre 2012 du GFSR. La confiance dans le système financier mondial reste exceptionnellement fragile. Les prêts bancaires ont stagné dans tous les pays avancés (graphique 1.6, pages 2 et 3). Aux États-Unis, les normes d'octroi de crédit s'assouplissent modérément depuis quelque temps, mais pas encore en ce qui concerne l'immobilier résidentiel. Par contre, dans la zone euro, les enquêtes sur le crédit font état d'un nouveau durcissement des normes d'octroi de crédit et d'une baisse de la demande de prêts. Le crédit bancaire s'est contracté fortement dans les pays de la périphérie de la zone euro et la croissance du crédit est au ralenti dans les pays du cœur de la zone, sur fond des fortes hausses des écarts de taux dans la périphérie.

L'augmentation de l'aversion pour le risque a entraîné une baisse des flux de capitaux vers les pays émergents (graphique 1.7, page 1), bien que la dette en monnaie locale ait continué d'attirer des capitaux tout au long de la crise dans la zone euro. Les craintes concernent principalement le ralentissement de la croissance intérieure et la hausse de la vulnérabilité financière. Les écarts de taux des obligations souveraines et des obligations de sociétés ont augmenté légèrement (graphique 1.7, page 2). Les banques des pays émergents ont durci leurs normes d'octroi de crédit face à la hausse des prêts improductifs et à la détérioration des conditions de financement (graphique 1.7, page 4). Selon les réponses aux enquêtes, la tension des marchés mondiaux du crédit a joué un rôle important à cet égard. Les indicateurs de la demande de prêts demeurent expansionnistes dans toutes les régions principales (graphique 1.7, page 5). La croissance du crédit elle-même n'est plus aussi rapide, mais reste élevée dans de nombreux pays.

La situation financière restera probablement très fragile à court terme parce qu'il faudra du temps pour résoudre la crise dans la zone euro et parce qu'aux États-Unis, le plafond de la dette et le précipice budgétaire suscitent des craintes quant à la reprise de l'économie américaine. Les prêts bancaires dans les pays avancés devraient encore stagner, surtout dans la zone euro, où les pays de la périphérie enregistreront une nouvelle baisse. La plupart des pays émergents enregistreront probable-

Graphique 1.7. Conditions de financement des pays émergents

Les pays émergents ont enregistré des sorties de capitaux jusqu'il y a peu, leurs marchés d'actions ont reculé et leurs primes de risque ont un peu augmenté. Les banques durcissent leurs normes d'octroi de prêts face à la forte expansion du crédit et des prix des actifs, et ont réduit leur financement extérieur. Cependant, la demande de prêts continue d'augmenter.



Sources : Bloomberg Financial Markets; Capital Data; EPFR Global; Haver Analytics; IIF Emerging Markets Bank Lending Survey; calculs des services du FMI.

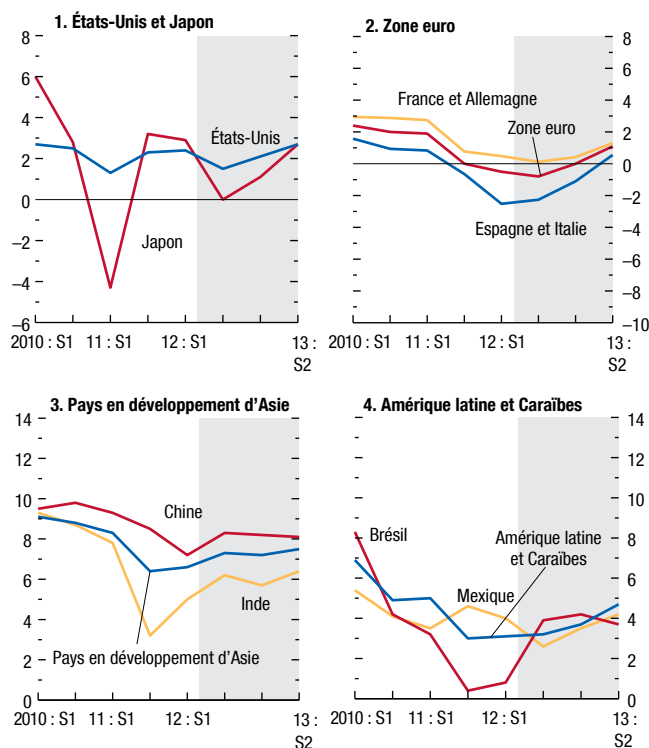
Note : BCE : Banque centrale européenne; ORLT : opération de refinancement à long terme; AMO : Afrique et Moyen-Orient.

¹Écart JPMorgan EMBI Global Index.

²Écart JPMorgan CEMBI Broad Index.

Graphique 1.8. Croissance du PIB*(Variation d'un semestre à l'autre, annualisée en pourcentage)*

La croissance du PIB réel devrait stagner ou s'accroître modérément en 2012. L'activité devrait continuer de se contracter en 2013 dans les pays de la périphérie de la zone euro. Dans les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine, l'accélération prévue est due principalement à la Chine et au Brésil, qui assouplissent leurs politiques macroéconomiques face au fléchissement de l'activité.



Source : estimations des services du FMI.

ment des flux de capitaux volatils. Dans les pays où la croissance du crédit a déjà ralenti notablement, tels que la Chine, le crédit rebondira probablement davantage du fait de l'accélération des approbations de projets; ailleurs, il est probable que les taux de croissance du crédit stagneront ou diminueront. Les conditions de financement extérieur auront probablement plus d'influence sur l'évolution du crédit dans les pays émergents d'Europe que dans les autres pays émergents.

L'activité devrait rester languissante dans de nombreux pays

La reprise devrait être anémique dans les principaux pays avancés, tandis que la croissance resterait relativement rapide dans de nombreux pays émergents et pays en développement. Les indicateurs avancés ne font pas état d'une accélération notable de l'activité, mais la situation financière s'est améliorée récemment en réaction aux mesures prises par les dirigeants de la zone euro et à l'assouplissement opéré par la Réserve fédérale.

- Dans la zone euro, le PIB réel devrait baisser d'environ $\frac{3}{4}$ % (taux annualisé) au deuxième semestre de 2012 (graphique 1.8, page 2). Pour 2013, le retrait de l'impulsion budgétaire prendra fin et les mesures prises au niveau des pays et de l'ensemble de la zone euro contribueront à une nouvelle amélioration de la situation financière en 2013 : le PIB réel devrait stagner au premier semestre et progresser d'environ 1 % au deuxième semestre. Les pays du cœur de la zone devraient enregistrer une croissance faible en 2012 et en 2013. La plupart des pays de la périphérie connaîtront probablement une forte contraction en 2012, à cause des politiques budgétaires rigoureuses et d'une situation financière tendue, et ne commenceront à se redresser qu'en 2013.
- Aux États-Unis, le PIB réel devrait progresser d'environ $1\frac{1}{2}$ % au deuxième semestre de 2012, puis de $2\frac{3}{4}$ % en 2013 (graphique 1.8, page 1). La faiblesse des bilans et de la confiance des ménages, une situation financière relativement tendue et la poursuite du rééquilibrage budgétaire sont des obstacles à la croissance. À très court terme, la sécheresse amputera aussi la production.
- Au Japon, la croissance ralentira notablement du fait de la réduction des dépenses de reconstruction

ayant fait suite au tremblement de terre. Le PIB réel devrait stagner au second semestre de 2012 et progresser d'environ 1 % au premier semestre de 2013. Ensuite, la croissance devrait s'accélérer de nouveau (graphique 1.8, page 1).

Les paramètres économiques fondamentaux restent solides dans de nombreux pays qui n'ont pas connu de crise financière, notamment dans beaucoup de pays émergents et de pays en développement. Dans ces pays, la nette progression de l'emploi et la vigueur de la consommation (graphique 1.3, page 3) devraient continuer d'alimenter la demande et, conjuguées à un assouplissement de la politique macroéconomique, concourir à un investissement et à une croissance robustes. Cependant, les taux de croissance ne devraient pas retrouver leur niveau d'avant la crise.

- Dans les pays d'Asie en développement, le PIB réel devrait progresser de 7¼ % au second semestre de 2012 (graphique 1.8, page 3). Le moteur principal sera la Chine, où l'activité devrait profiter de l'accélération des approbations de projets publics dans les infrastructures. Les perspectives de l'Inde sont inhabituellement incertaines : pour 2012, la progression du PIB réel devrait atteindre 5 %, du fait de la faiblesse de la croissance au premier semestre et du ralentissement persistant de l'investissement, mais une amélioration de la situation extérieure et de la confiance — sous l'effet de diverses réformes annoncées très récemment — devrait la porter aux environs de 6 % en 2013.
- En Amérique latine, la croissance du PIB réel devrait avoisiner 3¼ % au second semestre de 2012, puis s'accélérer pour atteindre 4¾ % au cours du second semestre de 2013 (graphique 1.8, page 4). L'accélération prévue est vigoureuse pour le Brésil grâce à des mesures budgétaires ciblées visant à stimuler la demande à court terme et à une politique monétaire plus souple, y compris une baisse de 500 points de base du taux directeur depuis août 2011. Ailleurs, le rythme de l'activité ne devrait pas s'accélérer notablement.
- Dans les pays d'Europe centrale et orientale, une amélioration de la situation financière dans les pays touchés par la crise, un affermissement modéré de la demande de la zone euro et la fin d'un cycle de surchauffe en Turquie devraient porter de nouveau la croissance à 4 % en 2013.

- La croissance devrait rester supérieure à 5 % en Afrique subsaharienne et à 4 % dans la Communauté des États indépendants (tableau 1.1). Ces deux régions profitent de la persistance des cours élevés des produits de base et des projets connexes.
- Au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, l'activité dans les pays importateurs de pétrole sera probablement freinée par l'incertitude persistante liée aux transitions politiques et économiques à la suite du printemps arabe et par la faiblesse des termes de l'échange : la croissance du PIB réel ralentira probablement aux environs de 1¼ % en 2012 et rebondira modérément en 2013. En grande partie du fait de la reprise en Libye, la croissance globale dans les pays exportateurs de pétrole s'accroîtra fortement en 2012, pour dépasser 6½ %, avant de retomber aux environs de 3¾ % en 2013.

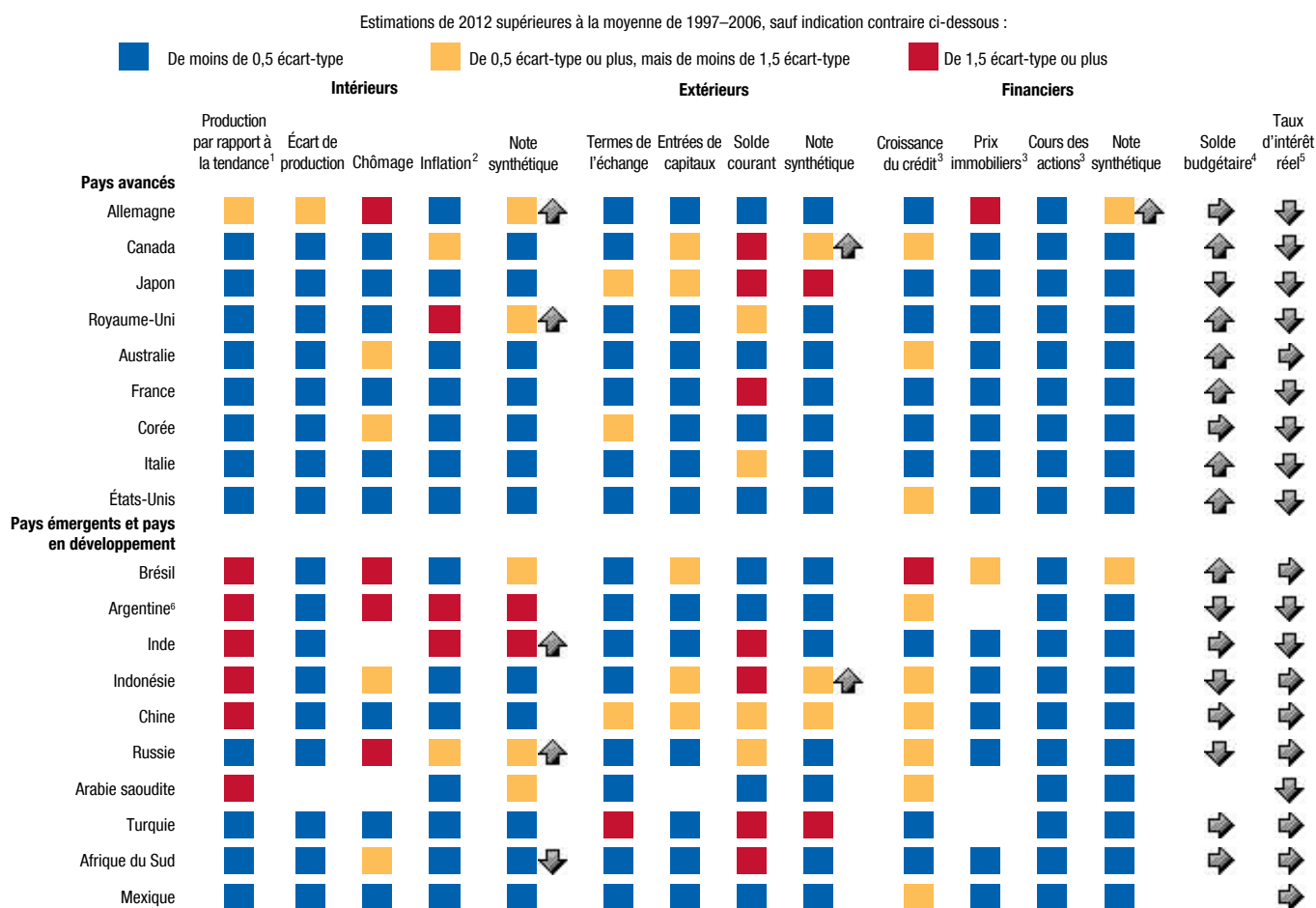
Les indicateurs conjoncturels font état de capacités inutilisées dans les pays avancés

Les indicateurs conjoncturels font état de capacités inutilisées considérables dans de nombreux pays avancés, mais de capacités insuffisantes dans plusieurs pays émergents (graphique 1.9). Les écarts de production des PEM dans les principaux pays avancés sont élevés, allant d'environ 2½ % du PIB dans la zone euro et au Japon à 4 % aux États-Unis pour 2012 (voir tableau A8 dans l'appendice statistique). Ces écarts cadrent avec la faible demande qui résulte de la situation financière tendue et du rééquilibrage des budgets. Par contre, la plupart des pays émergents et des pays en développement qui n'ont pas été touchés par la crise continuent d'opérer au-dessus de la tendance d'avant la crise. On considère cependant que leurs taux de croissance potentielle ces dernières années ont été plus élevés que ne l'indique la moyenne d'avant la crise (1996–2006), et donc les estimations des écarts de production des PEM ne signalent guère de surchauffe.

Tandis que l'évolution dans les pays avancés d'une part et les pays émergents et en développement d'autre part varie fortement, le taux de chômage mondial devrait rester stable en 2012–13, aux environs de 6¼ % (graphique 1.1, page 2). En moyenne, les taux de chômage sont tombés au-dessous de leur niveau d'avant la crise dans les pays émergents et les pays en développe-

Graphique 1.9. Indicateurs de surchauffe pour les pays du G-20

Les indicateurs de surchauffe intérieurs font apparaître des capacités inutilisées considérables dans les pays avancés — la plupart des indicateurs sont bleus. Par contre, un certain nombre d'indicateurs jaunes et rouges pour les pays émergents et les pays en développement font état de capacités insuffisantes. Les indicateurs de surchauffe extérieurs sont jaunes ou rouges pour le Japon et la Chine : plutôt que d'être préoccupants, ces indicateurs sont les symptômes d'un rééquilibrage de la demande interne qui a contribué à réduire les déséquilibres mondiaux des transactions courantes. Cependant, en Chine, ce rééquilibrage est trop tributaire de l'investissement. En Allemagne, qui est l'autre grand pays en excédent au monde, le rééquilibrage est à la traîne. Les indicateurs rouges pour la Turquie reflètent une vulnérabilité extérieure. Les indicateurs du crédit font apparaître des excédents dans de nombreux pays émergents et pays en développement. Les autres indicateurs financiers sont pour la plupart rassurants en ce qui concerne la surchauffe, sauf pour le Brésil.



Sources : Bureau des statistiques australien; Banque des règlements internationaux; base de données CEIC China; Global Poverty Guide; Haver Analytics; FMI, Balance of Payments Statistics Database; FMI, International Financial Statistics Database; Organisation de coopération et de développement économiques; calculs 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 2011 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 à 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 valeurs prévues pour 2011 dans les PEM d'avril 2012.

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.

²Pour les pays qui ciblent l'inflation ci-après, le taux d'inflation fixé comme objectif a été utilisé au lieu de la moyenne de 1997–2006 pour calculer l'indicateur d'inflation : Afrique du Sud, Australie, Brésil, Canada, Corée, Indonésie, Mexique, Turquie, Royaume-Uni. Pour les pays qui ne ciblent pas l'inflation, un signal rouge est attribué si l'inflation est d'environ 10 % ou plus, jaune si elle se situe environ entre 5 % et 9 %, et bleu si elle est inférieure à 5 %.

³Les indicateurs du crédit, des prix immobiliers et des cours des actions sont les dernières valeurs de 2012 par rapport à la croissance moyenne de la production en 1997–2006.

⁴Les flèches dans la colonne du solde budgétaire représentent la variation des prévisions du solde structurel en pourcentage du PIB sur la période 2011–12. 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.

⁵Des 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.

⁶Les calculs reposent sur les données officielles relatives au PIB de l'Argentine. Le FMI a demandé à l'Argentine d'améliorer la qualité de ses données officielles sur le PIB. Les services du FMI utilisent aussi d'autres mesures de la croissance du PIB aux fins de la surveillance macroéconomique, notamment des données établies par des analystes privés, selon lesquelles la croissance du PIB réel est bien plus faible que celle ressortant des données officielles depuis 2008. Les estimations des services du FMI pour l'inflation provinciale moyenne sont utilisées pour mesurer l'inflation et déflater les variables nominales.

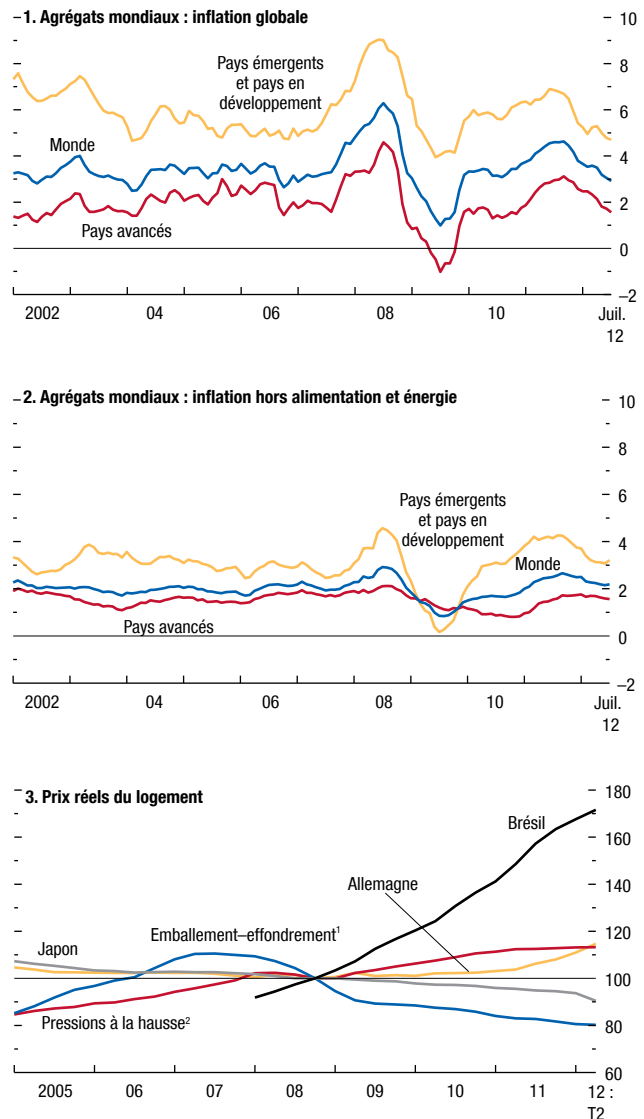
ment, mais ils restent élevés dans les pays avancés et ne devraient pas baisser notablement en 2012–13.

- Aux États-Unis, le taux de chômage est tombé de près de 10 % en 2010 à environ 8 % récemment, et il devrait rester à ce niveau jusqu'à la fin de 2013. Cependant, cette baisse s'explique en grande partie par l'augmentation peu soutenue de la population active jusqu'à la fin de 2011. En outre, plus de 40 % des chômeurs sont sans travail depuis plus de six mois. En Europe, il est prévu que plus d'un actif sur 10 sera au chômage jusqu'à la fin de 2013; en Grèce et en Espagne, le ratio est de 1 sur 4. De manière plus générale, presque la moitié des jeunes actifs sont sans travail dans la périphérie de la zone euro. Comme aux États-Unis, le nombre de chômeurs de longue durée a aussi augmenté fortement, ce qui accroît le risque d'hystérésie et d'atrophie des qualifications.
- Dans les pays émergents et les pays en développement, les taux de chômage varient largement. Les taux sont très élevés dans les pays qui ont été touchés par la crise, comme de nombreux pays d'Europe centrale et orientale et quelques pays de la Communauté des états indépendants, mais relativement faibles dans la plupart des pays en développement d'Asie et d'Amérique latine. Les taux de chômage devraient rester élevés dans la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, principalement dans les pays importateurs de pétrole. Ces pays font face à plusieurs problèmes — des changements politiques majeurs, des besoins sociaux liés à l'augmentation rapide de la population, la baisse des recettes touristiques — qui pèsent sur les perspectives de l'emploi à court terme. Étant donné le ralentissement de l'activité mondiale et l'abondance des capacités inutilisées dans de nombreux pays avancés, l'inflation a reculé (graphique 1.10, pages 1 et 2). Dans les pays avancés, le repli des cours des produits de base a ramené l'inflation globale à environ 1½ % en juillet 2012, contre plus de 3 % fin 2011. L'inflation hors alimentation et énergie est restée stable aux environs de 1½ %. Dans les pays émergents et les pays en développement, l'inflation globale a diminué de près de 2 points de pourcentage, pour s'établir juste au-dessous de 5½ %, au deuxième trimestre de 2012; l'inflation hors alimentation et énergie a fléchi aussi, mais dans une moindre mesure. Un nouveau recul de l'inflation est prévu dans les pays avancés, avec une inflation globale voisine de 1¼ % en 2013. Dans

Graphique 1.10. Inflation mondiale

(Variation sur 12 mois de l'indice des prix à la consommation, sauf indication contraire)

L'inflation globale a reculé partout, du fait de la baisse des cours des produits de base. Dans les pays émergents et les pays en développement, l'inflation hors alimentation et énergie a baissé aussi. Dans les pays avancés, elle est restée stable, autour de 1½ %. L'évolution des prix du logement diverge de plus en plus d'un pays à l'autre. Dans plusieurs pays avancés de plus petite taille et dans un certain nombre de pays émergents et de pays en développement, il subsiste des pressions à la hausse, bien que les prix soient déjà élevés.



Sources : Haver Analytics; calculs des services du FMI.

¹Pays ayant enregistré un emballement puis un effondrement des prix : Afrique du Sud, Bulgarie, Croatie, Chypre, Danemark, Espagne, Estonie, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Islande, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Malte, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Pologne, République slovaque, République tchèque, Royaume-Uni, Russie, Slovénie, Turquie et Ukraine.

²Pays où subsistent des pressions à la hausse sur les prix : Australie, Autriche, Belgique, Canada, Colombie, Chine, Hongrie, Inde, Israël, Malaisie, Norvège, Philippines, RAS de Hong Kong, Serbie, Singapour, Suède, Suisse et Uruguay.

les pays émergents et les pays en développement, l'inflation globale devrait plus ou moins stagner.

Ces prévisions d'inflation reposent sur des cours des produits de base plus ou moins inchangés, mais la forte hausse des prix de l'alimentation est de plus en plus préoccupante (voir le dossier spécial et l'encadré 1.5). Jusqu'à présent, cette hausse ne concerne pas toutes les principales cultures vivrières, contrairement à ce qui s'était passé en 2007–08. Comme examiné plus en détail ci-dessous, la politique monétaire ne doit pas réagir à des hausses de l'inflation globale liées aux prix de l'alimentation à moins qu'il n'y ait des risques considérables d'effets secondaires sur les salaires. Les pouvoirs publics devront peut-être renforcer des mesures sociales ciblées et adopter d'autres mesures budgétaires (par exemple, réduire les taxes sur l'alimentation) lorsqu'ils en ont les moyens. Par ailleurs, les pays devraient éviter de restreindre les exportations, car de telles restrictions aggraveraient les hausses des prix et les perturbations de l'offre. À plus long terme, il est nécessaire d'opérer des réformes de plus large portée pour réduire la volatilité des prix mondiaux de l'alimentation.

Les perspectives sont plus incertaines

Les risques auxquels sont exposées les prévisions des PEM ont augmenté notablement et semblent aujourd'hui plus élevés que dans les éditions d'avril 2012 et de septembre 2011 des PEM, dont les hypothèses et donc les projections de croissance pour les pays avancés se sont avérées trop optimistes. Bien que les méthodes standard d'évaluation du risque indiquent que les risques de dégradation sont bien plus élevés aujourd'hui qu'ils ne l'étaient il y a quelques mois, les possibilités que les résultats soient meilleurs que prévu semblent plus fortes aussi, quoique dans une moindre mesure. Cela s'explique peut-être par le fait que de nombreux opérateurs de marché ont une vue bimodale des perspectives mondiales : la reprise pourrait être freinée si les dirigeants européens et américains ne répondent pas aux attentes, mais elle pourrait aussi être plus vigoureuse s'ils tiennent leurs promesses. Les risques à court terme les plus importants, à savoir une escalade de la crise dans la zone euro et l'inaction budgétaire aux États-Unis, sont quantifiés et examinés à l'aide de scénarios. En outre, la présente section examine divers risques et scénarios à moyen et à long terme.

Les risques d'un sérieux ralentissement de l'économie mondiale sont alarmants

Selon le graphique en éventail standard des PEM, l'incertitude entourant les perspectives a augmenté considérablement (graphique 1.11, page 1)¹. Les prévisions de croissance des PEM sont aujourd'hui de 3,3 % et de 3,6 % pour 2012 et 2013, respectivement, soit un peu moins qu'en avril 2012. La probabilité que la croissance mondiale tombe au-dessous de 2 % en 2013, ce qui correspondrait à une récession dans les pays avancés et à un sérieux ralentissement dans les pays émergents et les pays en développement, est montée à environ 17 %, contre environ 4 % en avril 2012 et 10 % (pour la prévision à un an) pendant la période très incertaine de septembre 2011.

Le modèle de projection mondial (Global Projection Model, GPM) des services du FMI utilise une méthode totalement différente pour évaluer les risques, mais il confirme que les risques de récession dans les pays avancés (avec pour conséquence un sérieux ralentissement dans les pays émergents et les pays en développement) sont alarmants (graphique 1.12, page 1). Pour 2013, les estimations du modèle indiquent que les probabilités de récession sont d'environ 15 % aux États-Unis, de plus de 25 % au Japon et de plus de 80 % dans la zone euro.

Scénarios de risque à court terme

Comme déjà noté, les risques immédiats ont trait aux hypothèses concernant la crise de la dette souveraine dans la zone euro et le budget des États-Unis, qui pourraient peser sur les perspectives de croissance. Par ailleurs, les prix du pétrole pourraient de nouveau monter en flèche.

Une nouvelle aggravation de la crise dans la zone euro

La crise dans la zone euro pourrait de nouveau s'intensifier. Le programme OMT réduira avec le plus grand succès les risques résultant des doutes autoproduits des marchés quant à la viabilité de l'union économique et monétaire (UEM) s'il est mis en œuvre

¹Pour des détails sur l'établissement du graphique en éventail, y compris l'examen du rôle des différents facteurs, voir Elekdag et Kannan (2009).

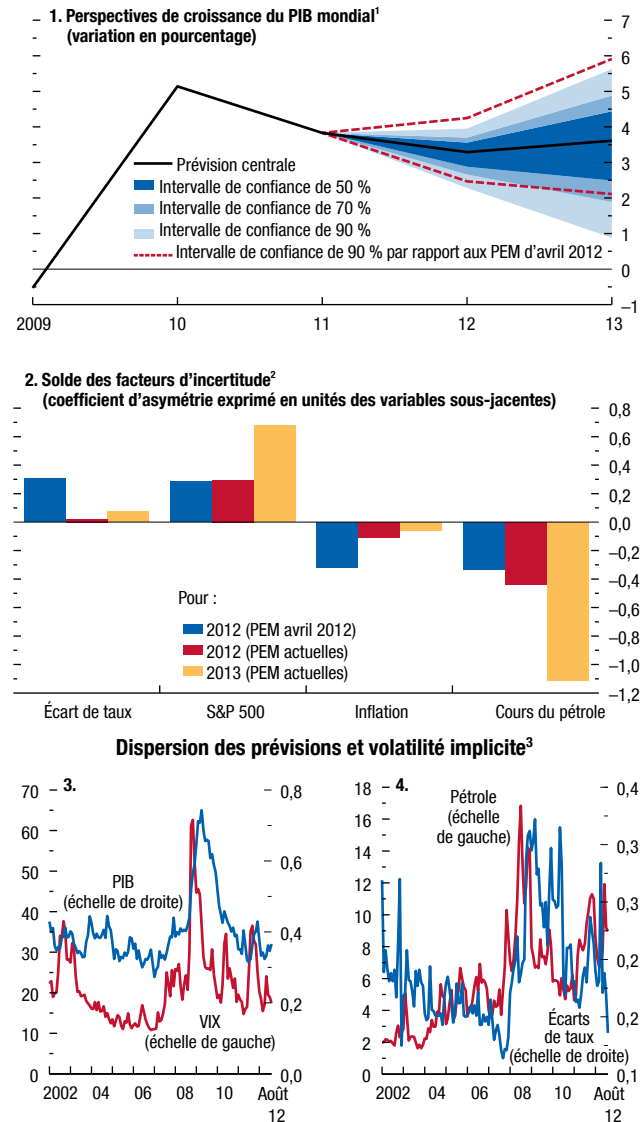
résolument. Cependant, il subsiste de sérieux problèmes en dehors de ce filet de sécurité — ceux posés par exemple par la montée des tensions sociales et la saturation de l'ajustement qui suscitent des doutes en ce qui concerne l'ajustement dans les pays de la périphérie, ou par les doutes entourant la volonté des autres pays d'approfondir l'intégration.

Le scénario pessimiste qui est établi pour notre analyse utilise le modèle monétaire et budgétaire intégré mondial des services du FMI (Global Integrated Monetary and Fiscal Model, GIMF) pour examiner les implications d'une aggravation des problèmes souverains et bancaires dans la zone euro. Dans ce scénario, contrairement aux prévisions des PEM et au *scénario de référence* du GFSR, les dirigeants européens ne renforcent pas leur politique économique, comme expliqué plus en détail dans le scénario des *politiques faibles* du GFSR d'octobre 2012. La fragmentation financière se renforce et prend racine, les déficits de fonds propres dans les systèmes bancaires augmentent et la crise des comptes de capitaux à l'intérieur de la zone euro déborde de plus en plus sur l'extérieur de la zone. Ce scénario inclut les chocs ci-après par rapport à la prévision des PEM (graphique 1.13) : une baisse du crédit, principalement dans la périphérie de la zone euro; une hausse des primes de risque souverain dans la périphérie; une légère baisse des primes pour les pays du cœur de la zone, qui profitent d'une fuite vers les valeurs sûres; un rééquilibrage budgétaire encore plus important dans la périphérie; et des augmentations des primes de risque des entreprises pour tous les pays avancés et pays émergents (y compris hors Europe). Il est supposé que la fuite des capitaux en dehors de la zone euro et des pays émergents profite aux États-Unis, dont la prime de risque souverain diminue. La politique monétaire est limitée par la borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux dans les pays avancés, qui, suppose-t-on, ne prennent pas d'autres mesures non conventionnelles d'assouplissement. Par contre, il est supposé que les pays émergents relâchent leur politique monétaire tandis que la croissance et l'inflation diminuent, ce qui réduit considérablement les effets du choc extérieur sur leurs économies.

Dans ce scénario, la production dans les pays du cœur de la zone euro diminuerait d'environ 1¾ % par rapport aux projections des PEM en un an; dans la périphérie, la baisse serait voisine de 6 %. Les pertes de production dans les pays non européens avoisineraient

Graphique 1.11. Incertitude entourant les perspectives de l'économie mondiale

Les facteurs d'incertitude entourant les projections des PEM ont augmenté, comme en témoignent les indicateurs de marché, et restent orientés à la baisse. Les cours du pétrole et l'inflation sont des facteurs négatifs, tandis que les prix des options du S&P 500 et les écarts de taux d'intérêt sont des facteurs positifs.



Sources : Bloomberg Financial Markets; marché des options de Chicago; Consensus Economics; estimations des services du FMI.

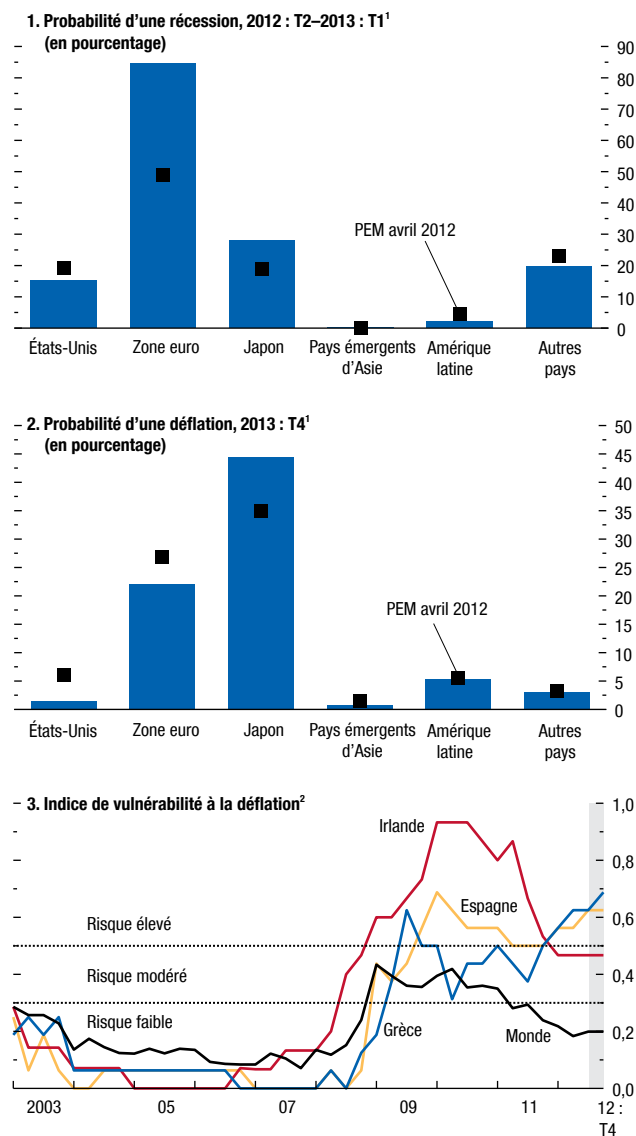
¹Ce graphique en éventail indique l'incertitude entourant la prévision centrale des PEM avec des intervalles de confiance de 50, 70 et 90 %. L'intervalle de confiance de 70 % inclut l'intervalle de confiance de 50 %, et l'intervalle de confiance de 90 % inclut les intervalles de confiance de 50 et 70 %. Pour des détails, voir l'appendice 1.2 de l'édition d'avril 2009 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

²Pour 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.

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 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. Pétrole : dispersion des prévisions à un an pour le cours du West Texas Intermediate. Les prévisions sont tirées des enquêtes de Consensus Economics.

Graphique 1.12. Récessions et risques de déflation

Les risques d'une récession prolongée et d'une déflation soutenue sont élevés dans la zone Europe, notamment dans les pays de la périphérie. Le risque de déflation demeure un problème au Japon. Dans les autres régions, les risques sont minimes.



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.

1–1½ %. Le chapitre 2 fournit davantage de détails pour les différentes régions.

Une politique économique plus énergique que prévu dans la zone euro

Ce deuxième scénario du GIMF suppose que les dirigeants nationaux donnent suite aux dernières mesures prises par la BCE en adoptant une démarche plus préventive en matière d'ajustement interne et de réforme de l'UEM. Les détails sont examinés dans le scénario des *politiques complètes* du GFSR d'octobre 2012. Ce scénario exige de renforcer la crédibilité en s'engageant résolument à appliquer les plans déjà arrêtés. Les dirigeants doivent dégager un appui politique à la mise en commun de la souveraineté qu'une union monétaire plus complète implique. Ce scénario prévoit qu'ils établissent rapidement une feuille de route en vue de l'établissement d'une union bancaire et d'une intensification de l'intégration budgétaire, et qu'ils prennent rapidement des mesures importantes. Parmi les possibilités d'action figurent la mise en place d'un mécanisme de traitement des banques avec des garanties communes ou d'un dispositif paneuropéen de garantie des dépôts (dans les deux cas, de solides propositions doivent encore être énoncées), ainsi que des mesures concrètes d'intégration budgétaire. Dans ce scénario (graphique 1.13), la zone euro commence à se réintégrer tandis que la crédibilité de l'action des pouvoirs publics est rétablie et que les fuites de capitaux s'inversent. Par rapport aux prévisions des PEM et au *scénario de référence* du GFSR, le crédit augmente d'environ 225 milliards d'euros et les écarts de taux souverains diminuent d'environ 200 points de base en 2013 dans la périphérie de la zone euro. La croissance reprend dans la périphérie et s'accélère dans les pays du cœur de la zone. Les écarts de taux des obligations des entreprises diminuent de 50 points de base dans les autres pays avancés et de 100 points de base dans les pays émergents. La production serait supérieure d'environ ½–1 % dans un délai d'un an dans la plupart des autres régions du monde.

Le plafond de la dette et le précipice budgétaire aux États-Unis

Le précipice budgétaire aux États-Unis pourrait entraîner un durcissement bien plus marqué de la politique budgétaire (d'environ 3 % du PIB) qu'il n'est supposé dans les projections des PEM. Selon un

récent rapport de contagion (FMI, 2012e), si ce risque se matérialise et que la forte contraction budgétaire se prolonge, l'économie américaine pourrait tomber dans une véritable récession. Les répercussions à l'échelle mondiale seraient amplifiées par des effets de confiance négatifs, y compris, par exemple, une baisse mondiale des cours des actions. Il est plus difficile de modéliser ce qui se passerait si le plafond de la dette était atteint. Du fait des retards politiques avant le délai précédent, à l'été 2011, les agences de notation ont abaissé la note des États-Unis, avec pour conséquence de fortes turbulences sur les marchés. Au stade actuel, les marchés semblent considérer le précipice budgétaire comme un risque extrême, étant donné que le Congrès a fini dans le passé par atteindre un compromis permettant de résoudre de telles situations aux enjeux considérables. Cependant, cela implique que, si ce risque se matérialisait bel et bien, la confiance serait fortement ébranlée et ce choc se propagerait rapidement aux marchés financiers dans le reste du monde. Il est à noter que des risques d'un désengagement budgétaire soudain existent aussi au Japon : cependant, s'ils se matérialisent, ils auront probablement des répercussions qui ne sont pas aussi importantes que celles du précipice budgétaire américain.

Une nouvelle flambée des prix du pétrole

Si le scénario négatif européen ou américain se matérialisait, il est probable que les prix du pétrole baisseraient considérablement. Mais il existe aussi un risque important qu'une exacerbation des tensions géopolitiques les fasse monter. Dans l'édition d'avril 2012 des PEM figurait un scénario incluant des perturbations de l'offre de pétrole, selon lequel une hausse de 50 % des prix du pétrole due à une diminution de l'offre entraînerait une baisse de 1 % à 1½ % de la production dans de nombreuses parties du monde. La plus récente distribution des prix des options pour le pétrole — qui présente une dissymétrie à la hausse, ce qui implique une dissymétrie à la baisse pour la distribution de la croissance mondiale — semble indiquer que ce scénario reste d'actualité pour l'économie mondiale (graphique 1.11, page 2).

Scénarios de risque à moyen terme

Un grand nombre de risques et de scénarios peuvent être envisagés à moyen terme. La présente

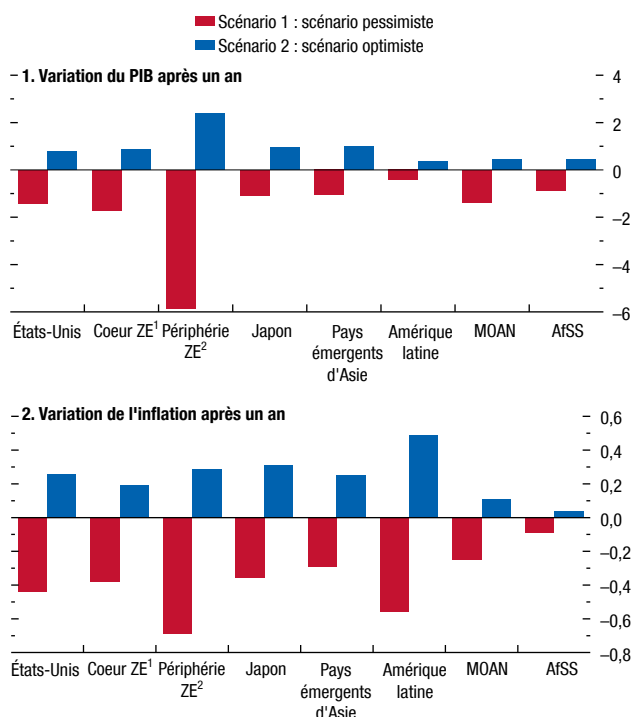
Graphique 1.13. Scénarios optimiste et pessimiste

(En pourcentage ou écart en point par rapport au scénario de référence des PEM)

Le modèle monétaire et budgétaire intégré mondial (GIMF) est utilisé pour examiner un scénario où l'action des pouvoirs publics ne peut initialement éviter une aggravation de la crise souveraine et bancaire dans la zone euro, ainsi qu'un scénario où elle atténue rapidement les difficultés actuelles. Les pays de la zone euro sont répartis en deux catégories : ceux ayant de gros problèmes de viabilité budgétaire («périphérie») et ceux dont les problèmes de viabilité budgétaire sont moins graves («cœur»).

Le scénario «aggravation de la crise» (en rouge) suppose que les dirigeants tardent à prendre des mesures suffisantes pour éviter une forte aggravation des tensions financières. En conséquence, le désendettement des banques de la zone euro entraîne une nette contraction du crédit dans la périphérie, mais une contraction plus modérée ailleurs. Le crédit dans la périphérie tombe 475 milliards d'euros au-dessous du niveau de référence des PEM en 2013, et celui dans le cœur de la zone, de 50 milliards d'euros. Les craintes concernant la viabilité des finances publiques font augmenter les écarts de taux souverains dans la périphérie de 350 points de base en 2013; cependant, des mesures ultérieures entraînent une baisse de ces écarts, qui retrouvent le niveau de référence en 2016. Il est supposé que la prime de risque souverain des pays du cœur de la zone diminue de 50 points de base en 2013 du fait d'un repli sur la qualité dans la zone euro. Les pays de la périphérie sont forcés de concentrer davantage leur rééquilibrage budgétaire en début de période (en moyenne 2 points de PIB supplémentaires en 2013). Il est supposé aussi que ces craintes débordent sur toutes les autres régions : les primes de risque des entreprises augmentent de 50 points de base dans les pays avancés et de 150 points de base dans les pays émergents et les pays en développement en 2013. Les fuites de capitaux devraient profiter aux États-Unis, dont la prime de risque diminue de 50 points de base en 2013. La politique monétaire est entravée par la borne qui limite à zéro les taux d'intérêt dans les pays du G-3 (États-Unis, Japon, zone euro), alors qu'ailleurs la politique monétaire se détend pour atténuer les effets de la hausse des primes de risque sur les taux d'intérêt du marché.

Dans un scénario où l'action des pouvoirs publics peut atténuer les tensions (en bleu), le crédit dans la zone euro progresse par rapport au scénario de référence et les écarts de taux souverains diminuent. Dans la périphérie, le crédit augmente d'environ 225 milliards d'euros par rapport au scénario de référence, et les écarts de taux souverains diminuent d'environ 200 points de base en 2013. Les écarts de taux des entreprises baissent de 50 points de base dans les autres pays avancés et de 100 points de base dans les pays émergents en 2013.



Source : simulations du GIMF.

Note : ZE = zone euro; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord;

AfSS = Afrique subsaharienne.

¹ Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Estonie, Finlande, France, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, République slovaque et Slovaquie.

² Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal.

section porte sur deux scénarios de risque spécifique et un scénario de risque général qui semblent pertinents au stade actuel. Les scénarios de risque spécifique se rapportent aux bilans gonflés des banques centrales et à l'endettement public élevé : ils touchent directement les politiques monétaires et budgétaires dans les pays avancés. Le scénario de risque général repose sur une croissance mondiale plus faible à moyen terme. Cela ressemble à ce qui s'est passé après les chocs des années 70, mais cette fois-ci sous l'effet d'autres chocs et défaillances — et, pour les pays avancés, cela est similaire à l'expérience du Japon après le milieu des années 90.

Risques liés aux bilans gonflés des banques centrales

Le fait que les vastes acquisitions d'actifs par les banques centrales puissent déboucher sur une hausse de la masse monétaire et donc de l'inflation est préoccupant (graphique 1.5, page 3). Cependant, comme indiqué dans les éditions antérieures des PEM, d'un point de vue technique, ce n'est pas inévitable. Les banques centrales disposent de suffisamment d'instruments pour absorber les liquidités qu'elles créent, notamment en vendant les actifs qu'elles ont achetés, en recourant de nouveau à des échéances traditionnellement courtes pour se refinancer, en relevant leurs taux créditeurs et en vendant leurs propres titres. Par ailleurs, en principe, les pertes des banques centrales n'ont pas d'importance : leurs créanciers sont des détenteurs de monnaie et des banques détentrices des réserves, qui ne peuvent demander d'être payés avec une autre forme de monnaie². Cependant, il est fort possible que la réalité soit différente. Une loi nationale pourrait considérer ces pertes comme un signe que la banque centrale opère en dehors de son mandat, ce qui pourrait être préoccupant si, en conséquence, on cherchait à limiter l'indépendance opérationnelle de la banque centrale. Dans le même ordre d'idées, les agents économiques pourraient commencer à douter de la capacité des banques centrales à combattre l'inflation. Deux scénarios viennent à l'esprit :

- Il est possible que les pouvoirs publics perdent la maîtrise des déficits et des dettes publics, et que, en

conséquence, ils s'appuient sur les banques centrales pour mener une politique plus expansionniste en vue d'éroder la valeur réelle de la dette via l'inflation. De même, les pertes sur les titres publics des États-Unis, du Japon et de la zone euro (G-3) pourraient inciter les banques centrales ou les fonds souverains des pays émergents à acheter un moins grand nombre de ces actifs, au profit de meilleurs placements locaux, ce qui provoquerait une forte dépréciation des monnaies des pays du G-3.

- Les pouvoirs publics pourraient à tort estimer que les pertes enregistrées sur les bilans des banques centrales sont nocives pour leur économie. En conséquence, les banques centrales pourraient être plus hésitantes à relever leurs taux d'intérêt, parce que cela réduirait la valeur de marché de leurs avoirs. La simple apparition de cette hésitation pourrait faire en sorte que les agents privés s'attendent à une hausse de l'inflation.

Risques liés aux dettes publiques élevées

Les dettes publiques ont atteint un niveau très élevé, et d'après les données du passé, il faudra de nombreuses années pour les réduire de manière notable (voir chapitre 3). Les risques liés à la dette publique ont plusieurs aspects. Premièrement, lorsque la production mondiale se situe à son niveau potentiel ou au-dessus, une dette publique élevée peut faire monter les taux d'intérêt réels mondiaux, ce qui évince le capital et réduit la production à long terme³. Deuxièmement, le coût du service de la dette peut entraîner des hausses des impôts ou des réductions de l'investissement dans les infrastructures qui réduisent l'offre. Troisièmement, la dette publique élevée d'un pays peut faire monter sa prime de risque souverain, avec diverses conséquences allant d'une marge de manœuvre limitée pour mener une politique budgétaire anticyclique (comme en témoignent les problèmes actuels dans la périphérie de la zone euro) à une inflation élevée ou une défaillance pure et simple dans le cas de très fortes hausses des primes de risque.

Selon les simulations du GIME, une hausse d'environ 40 points de pourcentage du PIB de la dette publique des pays du G-3 fait monter les taux d'in-

²Les fonds propres des banques centrales sont à de nombreux égards un chiffre arbitraire, comme l'illustrent bien les bilans élevés des banques centrales qui interviennent sur les marchés des changes (graphique 1.5, page 4).

³Voir, par exemple, Elmendorf et Mankiw (1999) pour un examen des ouvrages spécialisés, ainsi que Kumar et Woo (2010) pour des données récentes.

térêt réels de près de 40 points de base à long terme (encadré 1.2). Cette simulation fait nécessairement abstraction des avantages potentiels à long terme de la relance budgétaire. Par exemple, la relance de 2009 a probablement contribué à éviter une spirale déflationniste et une période prolongée de chômage extrêmement élevé, des conditions macroéconomiques que les modèles d'équilibre général tels que le GIMF ne sont pas à même de faire apparaître. Dans cette optique, la simulation indique que, à long terme, la hausse de la dette réduit le PIB réel d'environ $\frac{3}{4}$ % par rapport à un *scénario de référence* où la dette publique n'augmente pas, en raison de l'effet direct de la hausse des taux d'intérêt sur l'investissement et de l'effet indirect via une hausse des impôts ou une baisse de l'investissement public. Les simulations du GIMF indiquent que les effets négatifs seraient plus marqués dans les pays du G-3, où la production s'établirait 1 % au-dessous des projections de référence. La perte de production à moyen terme serait encore plus forte si, par exemple, l'épargne diminuait plus que prévu en raison du vieillissement de la population dans les pays avancés ou si la structure de la consommation dans les pays émergents ayant des taux d'épargne très élevés s'alignait plus rapidement que prévu sur celle des pays avancés.

Les scénarios qui comportent des dettes très élevées et des taux d'intérêt réels élevés pourraient non seulement se solder par un ralentissement de la croissance, mais aussi présenter un risque plus élevé de défaillance lorsque la dynamique des finances publiques est jugée instable. Cette combinaison de dettes et de taux d'intérêt réels élevés peut conduire à de mauvais équilibres, lorsque les doutes quant à la viabilité d'une situation budgétaire font monter les taux d'intérêt à des niveaux insoutenables.

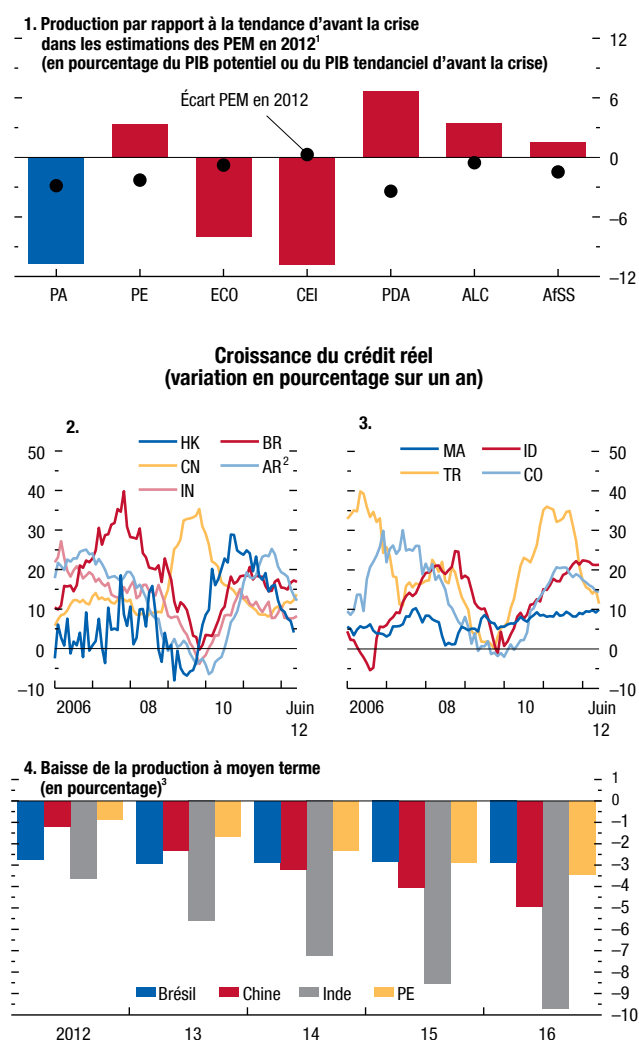
Production potentielle décevante et aversion croissante pour le risque

Au-delà du court terme, il se peut que la croissance de la production soit décevante tant dans les pays avancés que dans les pays émergents, quoique pour des raisons différentes, avec pour conséquence un report général sur les valeurs sûres. Comme indiqué, les chiffres de croissance ont déjà déçu à plusieurs reprises, y compris par rapport aux projections des PEM de septembre 2011 et d'avril 2012. Ces résultats décevants pourraient être symptomatiques de problèmes à moyen terme.

- Dans les pays avancés qui ont souffert de la crise financière, les perspectives en matière d'emploi restent sombres et bon nombre de travailleurs pourraient finir par quitter la population active. Les banques sont au milieu d'un processus difficile de désendettement et de renforcement de leur modèle de financement. Le niveau élevé de la dette publique et, pour certains pays, des engagements extérieurs pourrait signifier de nouvelles poussées d'instabilité et une croissance généralement faible. Les projections pour ces pays incluent déjà des estimations de la production potentielle révisées à la baisse par rapport à la tendance avant la crise, généralement de 10 % ou plus (graphique 1.14, page 1). Cependant, la production pourrait être encore plus faible à moyen terme.
- En réaction aux erreurs de prévision et aux changements de politique économique, les estimations des niveaux de production à moyen terme des pays émergents ont été révisées à la baisse (par rapport aux estimations de septembre 2011) — d'environ 3 % pour le Brésil, 5 % pour la Chine et 10 % pour l'Inde par exemple — et pourraient l'être davantage (graphique 1.14, page 4). L'édition d'avril 2012 des PEM comportait déjà un scénario pessimiste incluant un fléchissement de la production potentielle dans les pays émergents d'Asie. Étant donné les chiffres décevants qui ont été enregistrés ailleurs récemment, ce scénario est étendu aux autres pays émergents. En fait, beaucoup de pays émergents d'Asie et d'Amérique latine ont enregistré une croissance supérieure à la moyenne sur 10 ans d'avant la crise, et les services du FMI estiment que la croissance pourrait encore être aussi élevée, comme en témoignent les estimations des écarts de production des PEM qui font état de capacités inutilisées (graphique 1.14, page 1). Les observations du chapitre 4 justifient cet optimisme dans une certaine mesure : les pays émergents et les pays en développement semblent de plus en plus résilients, grâce principalement à une politique économique plus vigoureuse. Cependant, ces observations donnent à penser que des chocs moins fréquents sur le financement et les termes de l'échange ont contribué aussi aux bons résultats récents de ces pays, et la fréquence de ces chocs pourrait augmenter de nouveau. Par ailleurs, la croissance vigoureuse du crédit, qui a probable-

Graphique 1.14. Production dans les pays émergents et les pays en développement

La production dans les pays émergents et les pays en développement d'Asie et d'Amérique latine est supérieure à la tendance d'avant la crise, mais les estimations des PEM pour les écarts de production font encore apparaître des capacités inutilisées. Les estimations de la production à moyen terme ont été revues à la baisse. Pour la Chine et l'Inde, la réduction atteint 5 à 10 points d'ici 2016; pour l'ensemble des pays émergents et pays en développement, elle avoisine 3½ points. Le dynamisme de l'activité dans de nombreux pays émergents et pays en développement tient en partie à l'amélioration des politiques économiques et en partie à la croissance élevée du crédit et à l'évolution favorable des termes de l'échange. Dans beaucoup de pays, il sera difficile de maintenir la forte croissance du crédit sans affaiblir les bilans des banques. En outre, l'amélioration des termes de l'échange pourrait être plus limitée à l'avenir. En conséquence, la production à moyen terme risque d'être encore révisée à la baisse.



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

¹AfSS : Afrique subsaharienne; ALC : Amérique latine et Caraïbes; AR : Argentine; BR : Brésil; CEI : Communauté des États indépendants; CN : Chine; CO : Colombie; ECO : Europe centrale et orientale; HK : RAS de Hong Kong; ID : Indonésie; IN : Inde; MA : Malaisie; PA : pays avancés; PDA : pays en développement d'Asie; PE : pays émergents; TR : Turquie.

²La tendance d'avant la crise est la moyenne géométrique de la croissance du PIB réel entre 1996 et 2006.

³Le crédit nominal est déflaté à l'aide des estimations des services du FMI pour l'inflation provinciale moyenne.

⁴Par rapport aux PEM de septembre 2011.

ment soutenu la demande, ne peut se poursuivre au rythme actuel sans susciter des craintes quant à la stabilité financière dans bon nombre de ces pays (graphique 1.14, pages 2 et 3). Bref, il pourrait y avoir moins de capacités inutilisées cycliques et moins de potentiel de croissance à moyen terme que ne l'indiquent les projections des services du FMI.

Le scénario utilisé pour modéliser la baisse de la production potentielle et les implications macroéconomiques mondiales est le modèle économique mondial des services du FMI. Le graphique 1.15 présente les répercussions de révisions à la baisse de la croissance à moyen terme d'environ ½ % aux États-Unis, dans la zone euro et en Amérique latine, et d'environ 1 % en Asie. Pendant la transition vers une production d'équilibre plus faible, il y a un report vers les actifs les plus liquides et les plus sûrs — principalement les espèces — en raison de l'assombrissement des perspectives, et les primes de risque privées et publiques augmentent temporairement. Dans ce scénario, la croissance mondiale pour 2013–16 n'avoisine que 2 % à 3 %, soit 1½ à 2 points de pourcentage au-dessous de la prévision de référence des PEM. La zone euro et le Japon connaîtraient plusieurs années de stagnation ou de récession, alors que les États-Unis enregistraient une croissance très modeste. À terme, les pays avancés auront la possibilité d'assouplir la politique monétaire, car la borne du zéro n'est plus contraignante, ce qui contribue à soutenir la croissance vers la fin de l'horizon des PEM et à ramener l'inflation vers son niveau de référence. Dans les pays émergents d'Asie, la croissance serait plus proche de 5 % à 6 % que de 7 % à 8 %; en Amérique latine, elle avoisinerait 2½ % plutôt que 4 %, le fléchissement de la croissance mondiale se traduisant par un affaiblissement marqué de la demande de produits de base. Le cours du pétrole diminue d'environ 30 % après trois ans, et les cours des produits de base non pétroliers reculent d'environ 20 %. Ces baisses pèsent sur la croissance en Afrique et au Moyen-Orient. L'évolution dans le monde réel pourrait facilement être bien pire que ne l'indique le modèle. La raison en est que le modèle ne tient pas compte des ramifications sociales et politiques de la hausse du chômage, ni des chaînes de réactions négatives entre l'activité, les banques et les pays qui peuvent être provoquées par des chocs d'envergure exceptionnelle.

Impératifs pour l'action des pouvoirs publics

Cinq ans après le début de la Grande Récession, la reprise reste languissante et cahoteuse, et les perspectives demeurent très incertaines. Le chômage atteint un niveau inacceptable dans la plupart des pays avancés, et, dans les pays émergents et les pays en développement, les travailleurs font face à des difficultés chroniques pour trouver un emploi formel. En dehors de l'héritage de la crise, l'incertitude elle-même va probablement peser sur la production (encadré 1.3).

Pour les dirigeants, il s'agit donc principalement d'abandonner une approche marginaliste de l'élaboration de la politique économique et de s'attaquer aux nombreux risques pesant sur l'activité mondiale en mettant en place des programmes vigoureux de rééquilibrage budgétaire et de réformes structurelles à moyen terme afin de rétablir la confiance. Dans la zone euro, il faut aussi prendre des mesures pour résoudre la crise actuelle et, à moyen terme, parachever l'UEM. Ce n'est qu'après avoir accompli des progrès considérables sur ces divers fronts que la confiance et la demande s'affermiront durablement dans les principaux pays avancés. Les investisseurs seront rassurés que la dette publique est un investissement sûr et que les banques centrales des pays avancés ont les moyens d'utiliser la politique monétaire pour maintenir une inflation faible et éviter de nouveaux épisodes d'instabilité financière. Dans les pays émergents et les pays en développement, les dirigeants devront concilier deux priorités : d'une part, reconstituer leur marge de manœuvre pour préserver l'amélioration durablement acquise de la résilience de leur économie aux chocs et, d'autre part, soutenir l'activité intérieure face aux risques croissants de fléchissement de la demande extérieure.

Résoudre la crise dans la zone euro

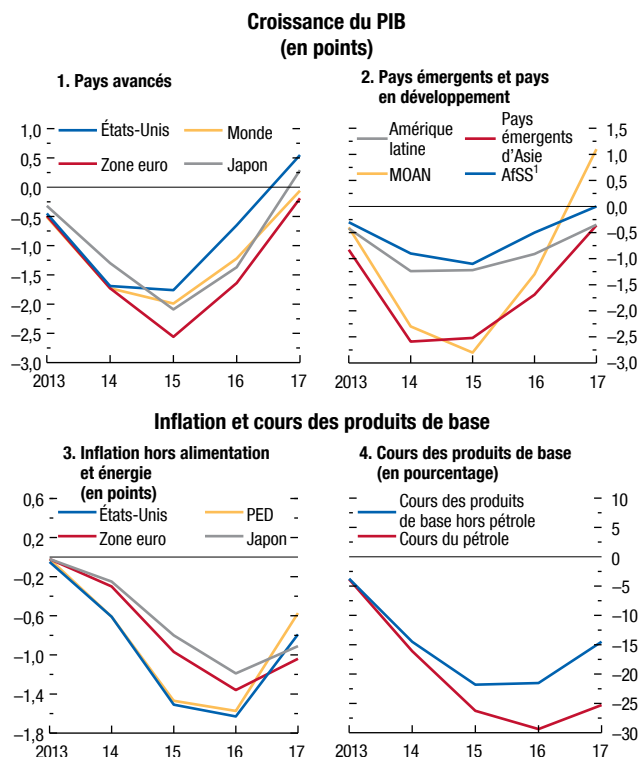
En dépit des progrès accomplis, la crise dans la zone euro s'est aggravée. À moins que les mesures prises récemment par la BCE soient suivies de mesures plus préventives à d'autres niveaux, les prévisions des PEM et le scénario de référence du GFSR pourraient de nouveau s'avérer trop optimistes, et la zone euro pourrait se retrouver dans le scénario des *politiques faibles*, avec des conséquences néfastes pour le reste du monde.

Pour que les marchés croient à la viabilité de l'UEM, une action robuste sera nécessaire sur de

Graphique 1.15. Scénario de croissance mondiale plus faible
(Pourcentage ou écart en points par rapport au scénario de référence)

Ce scénario utilise le modèle de l'économie mondiale du FMI pour déterminer les implications macroéconomiques mondiales d'un ralentissement de la croissance potentielle et d'une hausse temporaire des primes de risque. Pour les États-Unis et la zone euro, il suppose que la croissance annuelle de la production potentielle est inférieure de ½ point au scénario de référence sur l'horizon des PEM, alors que pour le Japon, la croissance est inférieure de ¼ point au scénario de référence. Dans les pays émergents d'Asie, il est supposé que la croissance potentielle est inférieure de 1 point au scénario de référence. Pour l'Amérique latine et tous les autres pays, il est supposé que la croissance potentielle est inférieure de ½ point au scénario de référence. Il faut attendre jusqu'au milieu de 2015 avant qu'il ne soit évident que la croissance potentielle sera plus faible jusqu'à la fin de 2017. Pour les pays avancés, cela accroît les craintes concernant la viabilité de la dette, et les primes de risque souverain augmentent de 50 points de base d'ici 2016 avant de revenir progressivement à leur niveau de référence. Tandis que les primes de risque souverain augmentent, les pays avancés durcissent progressivement leur politique budgétaire. Le solde budgétaire s'améliore de 1 point du PIB d'ici 2016, puis retrouve progressivement son niveau de référence une fois que le ratio dette/PIB diminue et que les primes de risque baissent. Dans les pays émergents et les pays en développement, la détérioration des perspectives de croissance suscite des craintes quant à la viabilité de certains investissements privés, et les primes de risque des entreprises augmentent, surtout dans le secteur des biens échangeables. Dans ce secteur, les primes de risque des sociétés culminent à plus ou moins 200 points de base au-dessus du niveau de référence en 2016 dans les pays émergents d'Asie et à environ 150 points de base au-dessus du niveau de référence en Amérique latine. Dans le G-3 (États-Unis, Japon, zone euro), la politique monétaire est entravée par la borne qui limite à zéro les taux d'intérêts directeurs nominaux. Pendant les quelques premières années, les taux d'intérêt ne peuvent pas du tout être abaissés par rapport au scénario de référence, et au-delà, les possibilités de détente ne sont que limitées.

La croissance du PIB dans toutes les régions est largement inférieure au niveau de référence des PEM entre 2013 et 2016 (environ 2 points de moins pour la croissance mondiale en 2015). À terme, les pays avancés pourront assouplir leur politique monétaire, ce qui soutiendra la croissance vers la fin de l'horizon des PEM et ramènera l'inflation plus près du niveau de référence. Le ralentissement de la croissance mondiale se traduit par un fléchissement de la demande de produits de base, et le cours du pétrole baisse d'environ 30 % après trois ans, alors que les cours des produits de base hors pétrole reculent d'environ 20 %.



Source : estimations des services du FMI.

Note : PED = pays émergents et pays en développement; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord; AfSS = Afrique subsaharienne.

¹Hors Afrique du Sud.

multiples fronts. Les pays en difficulté doivent poursuivre leur ajustement, et il faut apporter une aide à ces pays et à leurs banques par l'intermédiaire du FESF et du MES pour atténuer les problèmes de financement et briser les chaînes de réactions négatives entre les pays et les banques. Entre-temps, l'engagement pris par la BCE d'intervenir sur les marchés secondaires par le biais de son programme OMT est très important face aux primes de risque élevées dues aux problèmes de convertibilité, et la politique monétaire doit être très accommodante pour soutenir la demande. Les mesures anti-crise doivent reposer sur la vision d'une union monétaire plus complète, ainsi que sur des progrès relativement rapides et tangibles vers cette union.

- Les partenaires de l'UE doivent soutenir les pays qui opèrent un ajustement adéquat, mais qui restent soumis à la pression des marchés. Bien que les pays de la périphérie doivent continuer d'ajuster leur solde budgétaire à un rythme qu'ils peuvent soutenir, il est essentiel qu'ils puissent accéder au crédit à un coût raisonnable. Des ressources communes peuvent être fournies par le biais du FESF ou du MES, et les pays dans le besoin doivent demander ces ressources, en vue de préserver leur accès au marché ou de le retrouver.
- Les injections directes de fonds propres dans les banques sont essentielles pour réduire les chaînes de réactions négatives entre les banques et les pays à court terme. À cet effet, il faut rendre le MES opérationnel dès que possible et mettre en place rapidement un mécanisme unique de surveillance — une condition préalable pour que le MES prenne des participations dans les banques — en donnant suite à la proposition de la Commission européenne en la matière. Les banques viables doivent être recapitalisées, mais celles qui ne le sont pas doivent être restructurées ou liquidées, en partie pour réduire au minimum les coûts budgétaires.
- Une structure intégrée de réglementation et de surveillance — une union bancaire — est indispensable pour le bon fonctionnement des marchés financiers intégrés dans l'UEM. Cette union devrait reposer sur quatre piliers : une surveillance commune, une réglementation harmonisée, un dispositif paneuropéen de garantie des dépôts et un mécanisme paneuropéen de traitement des

banques avec des garanties communes. Ces deux derniers éléments sont fondamentaux et des propositions en ce qui les concerne n'ont pas encore été présentées.

L'intégration budgétaire offrirait des outils essentiels à l'appui d'une union bancaire, améliorerait la discipline budgétaire et faciliterait l'ajustement à des chocs idiosyncratiques tout en empêchant que ces derniers deviennent systémiques. La priorité immédiate est de mettre en place une garantie budgétaire commune pour une union bancaire qui serait axée sur un mécanisme unique de surveillance. De manière plus générale, le partage des risques budgétaires fait partie intégrante d'une zone monétaire commune. Cependant, il faut que le soutien mutuel soit complété par des règles plus strictes et plus rigoureusement appliquées, ainsi que par une meilleure coordination des politiques nationales, notamment grâce à l'approbation rapide et à la mise en œuvre judicieuse du pacte budgétaire (au niveau national). Il existe différents moyens de partager les risques *ex ante*, mais toutes les approches profiteraient de l'établissement d'une feuille de route précise.

Reconstituer une marge de manœuvre budgétaire

L'ajustement budgétaire est devenu nécessaire dans de nombreux cas pour renforcer la confiance dans les bilans souverains et dans bien d'autres cas parce que les perspectives de croissance potentielle, et donc de croissance des recettes, sont bien moins prometteuses qu'elles ne l'étaient avant 2008. À moins que les pouvoirs publics ne précisent comment ils ont l'intention de procéder à l'ajustement nécessaire à moyen terme, l'incertitude continuera de planer sur l'économie mondiale, avec des risques de dégradation de la production et de l'emploi à court terme.

L'ajustement budgétaire devrait être progressif et soutenu, si possible, et accompagné de changements structurels, car, inévitablement, il pèse sur une demande fragile. Les multiplicateurs budgétaires à court terme ont peut-être été plus élevés que prévu au moment de la planification budgétaire (encadré 1.1). Selon des études mentionnées dans des éditions précédentes des PEM, les multiplicateurs budgétaires sont proches de 1 lorsque beaucoup de pays opèrent un ajustement en même temps; notre analyse indique

que récemment les multiplicateurs ont peut-être été supérieurs à 1 (encadré 1.1)⁴. D'autres raisons justifient d'éviter un ajustement brutal : les problèmes budgétaires peuvent trouver leur source dans des problèmes structurels dont la résolution prend du temps, et de fortes compressions des dépenses ou hausses des impôts peuvent déclencher des cercles vicieux de baisse de l'activité et de hausse des ratios d'endettement, qui finissent par miner le soutien politique à l'ajustement. D'après les données du passé, une démarche progressive et durable, accompagnée de changements structurels, semble offrir les meilleures chances de succès étant donné les contraintes actuelles (chapitre 3).

Pour gagner en crédibilité, les pouvoirs publics doivent s'engager à prendre des mesures et à atteindre des objectifs à moyen terme sur lesquels ils ont effectivement pris. Ils doivent clairement expliquer comment ils réagiront à des revers tels qu'un ralentissement inattendu de l'activité ou une hausse du coût de financement. Sauf dans les pays qui ont de graves problèmes de financement, il convient de laisser libre jeu aux stabilisateurs automatiques. Les prévisions budgétaires doivent reposer sur des hypothèses réalistes quant à l'effet négatif à court terme de l'ajustement sur la production et l'emploi. De même, les projections des ratios d'endettement doivent être fondées sur des hypothèses réalistes, et non optimistes, concernant la croissance potentielle et les taux d'intérêt. Bref, la politique budgétaire doit être transparente, réaliste et prévisible, et, bien qu'elle doive être axée sur des objectifs à moyen terme, elle doit être un facteur stabilisateur face à des ralentissements ou des expansions à court terme. Il y a des analogies évidentes avec la conduite d'une politique monétaire efficace.

L'ajustement budgétaire prévu dans les pays avancés est considérable à court terme. Les principales carences de l'action des pouvoirs publics, qui sont examinées plus en détail dans l'édition d'octobre 2012 du *Moniteur des finances publiques*, ont trait à la nécessité de s'engager plus vigoureusement à mettre en place un cadre budgétaire sain :

- Pour ancrer les attentes des marchés, les dirigeants doivent établir un programme suffisamment détaillé de réduction de l'endettement à moyen terme, qui

doit être appuyé par une législation ou un cadre budgétaire contraignant. Parmi les pays avancés, les États-Unis n'ont pas de programme de ce type, et le programme à moyen terme du Japon doit être renforcé, en dépit de l'adoption à point nommé par le parlement du doublement de la taxe sur la consommation. Les autorités américaines doivent maintenant d'urgence prendre des mesures à l'égard du plafond de la dette et du précipice budgétaire, faute de quoi la croissance souffrirait gravement à court terme; les autorités japonaises doivent aussi approuver rapidement le financement du budget de l'exercice.

- Les pays devraient freiner bien davantage la croissance des dépenses liées au vieillissement de la population — une question qu'ils ne peuvent éviter éternellement —, parce que cela peut améliorer grandement la dynamique de la dette sans entraver fortement la demande à court terme.
- Davantage de pays doivent définir des objectifs structurels ou corrigés des variations cycliques, et établir des plans d'urgence qui leur permettraient de faire face à des chocs. Les stabilisateurs automatiques et la politique monétaire, y compris des mesures non conventionnelles ou visant à améliorer la répercussion de taux directeurs déjà faibles sur la demande, doivent constituer la première ligne de défense contre des chocs. Mais il se peut que ce ne soit pas suffisant. Si la croissance tombait largement au-dessous des projections des PEM, les pays disposant d'une marge de manœuvre devraient lisser l'ajustement prévu sur 2013 et au-delà.
- Les pays émergents et les pays en développement affichent généralement une dette publique bien plus faible que les pays avancés et l'ajustement budgétaire y est donc moins urgent, mais ils devraient quand même se reconstituer une marge de manœuvre. Les déficits sont sensiblement plus élevés qu'avant 2008, même dans les pays qui n'ont pas été touchés par la crise. Ces pays ont généralement enregistré une reprise relativement rapide et le niveau de l'activité y est supérieur à la tendance d'avant la crise. Il est donc opportun maintenant pour ces pays de rééquilibrer leur budget afin de retrouver toute leur flexibilité au cas où ils devraient faire face à des imprévus. Ils devraient laisser à la politique monétaire la tâche de soutenir la demande face à une conjoncture extérieure plus défavorable que prévu.

⁴Voir, par exemple, le chapitre 3 de l'édition d'octobre 2010 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Parmi les grands pays émergents, un effort plus prononcé est nécessaire en Inde, en Russie et à moyen terme en Turquie. La situation de la Chine, qui connaît un ralentissement aussi, est différente pour deux raisons : premièrement, les autorités cherchent à rééquilibrer la croissance économique au profit de la consommation, ce qui exige de développer les programmes d'aide sociale, et deuxièmement, il y a moins de place pour une croissance du crédit, parce que l'économie digère encore le crédit abondamment débloqué en réaction à la Grande Récession. De même, les principaux pays exportateurs de pétrole augmentent aussi leurs dépenses pour répondre aux besoins sociaux, ce qui contribue à rééquilibrer la demande mondiale. À moyen terme, toutefois, ces pays devront ramener la croissance des dépenses à des niveaux plus soutenables.

Soutenir l'ajustement avec des liquidités

Dans de nombreux pays avancés, il reste essentiel de fournir des liquidités abondantes, étant donné la faiblesse de la demande et les très longues périodes d'exécution de l'ajustement budgétaire, financier et structurel. Les autorités prudentielles doivent veiller à maîtriser les risques qui pourraient résulter de la période prolongée de rendements faibles et d'accès exceptionnellement facile au financement de la banque centrale. Un crédit bon marché encourage une prise de risque excessive et offre aussi aux banques des options faciles pour remettre à plus tard une restructuration souhaitable. À terme, il se peut que des taux d'intérêt très faibles altèrent l'efficacité de l'investissement de l'épargne, qui est une fonction fondamentale du système financier. Des programmes crédibles d'ajustement budgétaire à moyen terme et une restructuration du système bancaire constituent un soutien extrêmement précieux à l'objectif de la politique monétaire de maintenir les anticipations inflationnistes bien ancrées à un bas niveau tout en préservant la stabilité financière.

Nombreux sont ceux qui s'inquiètent du fait que la relance monétaire n'atteigne pas tous les marchés de manière égale. Les ménages et les petites entreprises ont du mal à obtenir des prêts bancaires, alors que les grandes entreprises payent des taux au plus bas sur les marchés obligataires. Dans la zone euro, les prêts bancaires chutent dans la périphérie, mais augmentent encore en Allemagne. Les variations des

primes de risque des emprunteurs en réaction aux fluctuations de la situation économique et le durcissement des politiques de prêt des banques en réaction aux tensions sur les fonds propres et le financement jouent des rôles importants. Cependant, le fait que les conditions de financement varient largement ne signifie pas que la politique monétaire ne fonctionne pas. Les mesures prises par les banques centrales ont permis d'éviter de pires résultats. Dans certains pays de la zone euro, comme la France et l'Italie, le crédit se porte mieux pendant la reprise actuelle que lors de la reprise après 1993, en dépit d'une baisse bien plus marquée de la production (graphique 1.16, pages 3 à 6). Il en va de même en comparaison avec le crédit américain après 1989 (graphique 1.16, pages 1 et 2). De manière plus générale, l'injection de liquidités a permis d'éviter un effondrement des systèmes bancaires dans les pays de la périphérie.

Les besoins particuliers en matière de politique monétaire varient d'un pays à l'autre. Dans beaucoup de pays avancés, la politique monétaire devrait rester très accommodante, étant donné que les anticipations inflationnistes sont bien ancrées, que l'inflation globale et l'inflation hors alimentation et énergie reculent, et que l'activité se situe généralement bien en deçà de son potentiel. Les dirigeants devraient continuer de chercher à réduire les primes de risque et d'améliorer la répercussion de la politique monétaire sur l'économie réelle, en intervenant directement sur les marchés d'actifs importants ou en prenant des mesures qui encouragent les banques à accorder des prêts, comme l'a fait la Banque d'Angleterre avec son plan de financement pour le crédit. Les besoins particuliers des grands pays ou groupes de pays sont les suivants :

- La Réserve fédérale a adopté récemment des mesures énergiques pour détendre la situation monétaire et financière, face à un chômage élevé et à une inflation globale qui devrait tomber au-dessous de 2 %. Ces mesures non conventionnelles, et celles qui ont été prises précédemment, seraient bien plus efficaces s'il y avait plus d'avancées dans l'allègement de la dette hypothécaire des ménages surendettés et dans la réforme du marché immobilier.
- Dans la zone euro, les tensions inflationnistes sous-jacentes sont faibles : l'inflation hors alimentation et énergie est voisine de 1½ % depuis quelque temps, les hausses des impôts et des prix administratifs y

contribuant à hauteur de $\frac{1}{4}$ à $\frac{1}{2}$ point de pourcentage. L'inflation globale devrait tomber aux environs de $1\frac{1}{2}$ % en 2013 et, étant donné l'évolution des salaires intérieurs et des bénéfices, pourrait être révisée à la baisse : selon le modèle de projection mondial des services du FMI, la probabilité d'une baisse des prix est exceptionnellement élevée, atteignant près de 25 % (graphique 1.12, page 2). Cette projection justifie largement que la BCE maintienne ses taux directeurs à un niveau très bas ou les abaisse davantage.

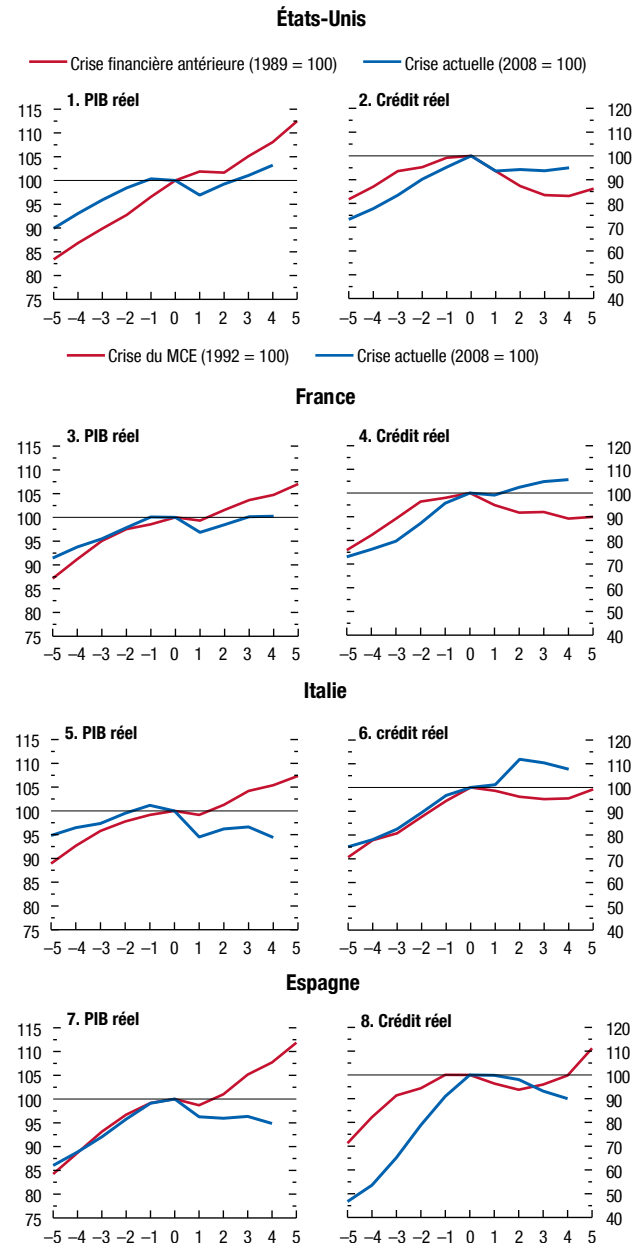
- Au Japon, l'inflation devrait rester proche de zéro en 2012 et en 2013. L'assouplissement de la politique monétaire annoncé en septembre vient à point nommé, et devrait stimuler la croissance et faciliter une sortie de la déflation. Cependant, un nouvel assouplissement sera peut-être nécessaire pour atteindre plus rapidement l'objectif d'inflation de 1 % de la Banque du Japon, grâce aussi à une meilleure communication de l'orientation et du cadre de la politique monétaire. Il pourrait s'agir d'acheter des obligations publiques japonaises assorties d'échéances plus longues, ainsi que certains titres privés.

Dans les pays émergents et les pays en développement, les besoins diffèrent, mais bon nombre de ces pays peuvent se permettre de demeurer en position d'attente ou d'assouplir davantage leur politique monétaire en raison des risques de ralentissement de l'activité. L'inflation globale et l'inflation hors alimentation et énergie sont généralement en baisse. Il convient toutefois de rester prudent, principalement parce que, si la croissance du crédit a ralenti récemment, elle demeure relativement élevée (graphique 1.14, pages 2 et 3). Il faudra agir sur le plan de la surveillance et de la politique macroprudentielle pour combattre une éventuelle bulle de crédit, comme pour l'immobilier.

- Dans les pays émergents d'Asie, l'inflation globale et l'inflation hors alimentation et énergie est faible ou en baisse. Dans beaucoup de ces pays, l'inflation devrait être proche de 3 % à moyen terme. Le crédit a augmenté rapidement dans un certain nombre de ces pays (Chine, Inde) et augmente encore rapidement dans quelques-uns (Indonésie et, dans une moindre mesure, Malaisie); plusieurs de ces pays ont aussi enregistré une forte hausse des prix immobiliers. Diverses monnaies sont sous-évaluées par rapport aux paramètres fondamentaux à moyen terme (Chine, Malaisie, Thaïlande). Étant donné cette évolution

Graphique 1.16. Comparaisons entre crises
(Indice; années après la crise en abscisse)

Le crédit semble mieux se porter après la Grande Récession qu'après d'autres récessions liées à des crises du crédit dans le passé. Par exemple, le crédit intérieur aux États-Unis résiste mieux qu'après 1989, en dépit d'une baisse bien plus nette de la production. Il en va de même pour le crédit en France et en Italie par rapport à la crise du mécanisme de change européen (MCE), même si le crédit réel diminue aujourd'hui en Italie. En Espagne, le crédit se porte moins bien, ce qui cadre avec une baisse plus forte de la production. Globalement, ces évolutions de la production et du crédit semblent indiquer que les taux directeurs faibles et les mesures non conventionnelles ont jusqu'à présent contribué à éviter une crise du crédit bien plus grave. Cependant, il convient de prendre des mesures supplémentaires pour maintenir et améliorer le crédit, en particulier dans la périphérie de la zone euro.



Sources : FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.
Note : Les dernières données de 2012 sur le crédit sont fondées sur les niveaux de juin 2012.

du crédit et des taux de change, ces pays devraient demeurer dans une position d'attente ou envisager d'assouplir modérément leur politique monétaire et s'appuyer principalement sur la politique budgétaire pour soutenir la demande. Les pays n'ayant pas autant de marge de manœuvre budgétaire pourraient assouplir davantage leur politique monétaire, à condition de prendre des mesures macroprudentielles qui permettent de maîtriser la croissance du crédit. Les pays où l'inflation est élevée (Inde, Vietnam) ne peuvent se permettre de relâcher leur politique monétaire à moins de ralentir la demande intérieure en opérant un ajustement budgétaire plus vigoureux.

- En Amérique latine, de nombreux pays devraient enregistrer une inflation voisine de 5 % ou inférieure en 2013, soit bien moins qu'en 2011. Il convient de surveiller la croissance élevée du crédit. Étant donné les risques de révision à la baisse des perspectives de croissance et d'inflation à l'échelle mondiale, beaucoup de banques centrales peuvent se permettre de maintenir leur politique inchangée; si ces risques se matérialisent, elles peuvent abaisser leurs taux directeurs. Les dirigeants doivent rester vigilants du fait du niveau élevé ou de la montée des prix immobiliers ou de la hausse de l'endettement des ménages, notamment au Brésil. Dans les pays où l'inflation est relativement élevée (Argentine, Venezuela), la banque centrale devra durcir davantage sa politique monétaire.
- Les taux d'inflation sont faibles ou devraient diminuer sensiblement dans de nombreux pays émergents d'Europe, pour avoisiner 3 % de manière générale. Plusieurs pays peuvent donc assouplir leur politique monétaire face au chômage très élevé et à l'atonie de l'activité. Dans la CEI, une inflation bien plus élevée et plus volatile ne permet pas d'abaisser les taux directeurs. Il en va de même pour un certain nombre de pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, ainsi que de l'Afrique subsaharienne.

Les fortes hausses des prix alimentaires posent des problèmes considérables aux dirigeants sur de nombreux fronts (voir le dossier spécial). En ce qui concerne la politique monétaire, la part élevée de l'alimentation dans les paniers de consommation des ménages plus pauvres pourrait entraîner des revendications salariales et donc avoir des effets secondaires sur l'inflation. Dans ces conditions, les autorités monétaires doivent annoncer qu'elles durciront leur

politique en cas de menace d'effets secondaires. Entre-temps, cependant, les banques centrales ne devraient pas réagir à la hausse des prix alimentaires, car cela déstabiliserait la production et l'inflation à moyen terme⁵.

Continuer de rééquilibrer la demande mondiale

Le ralentissement du commerce et de l'activité à l'échelle mondiale est allé de pair avec une forte baisse des déséquilibres mondiaux, qui devrait persister (graphique 1.17, page 1)⁶. Comme indiqué dans l'édition d'avril 2012 des PEM et dans un récent rapport pilote du FMI sur le secteur extérieur (FMI, 2012d), cette baisse s'explique principalement par un affaiblissement de la demande intérieure des pays touchés par la crise qui affichent un déficit extérieur plutôt que par un affermissement de la demande des pays qui enregistrent un excédent extérieur. Mais des ajustements plus positifs se sont produits : une amélioration du solde budgétaire de pays affichant un déficit extérieur, une demande intérieure résiliente en Chine et une augmentation des dépenses sociales dans les pays exportateurs de pétrole, qui réduisent leurs excédents élevés.

Dans la zone euro, les déséquilibres ont diminué, mais principalement à cause d'une baisse de la demande dans les pays de la périphérie en déficit; les coûts de main-d'œuvre se sont ajustés par rapport aux pays du cœur de la zone, mais ce processus est loin d'être terminé (graphique 1.17, pages 1–3). Dans les pays en excédent, les ajustements vers une croissance plus vigoureuse et tirée par la demande intérieure en sont à un stade préliminaire. Les indicateurs extérieurs de l'Allemagne, principal pays excédentaire, donnent à penser que son processus de rééquilibrage de la demande intérieure est moins avancé que celui du Japon ou de la Chine (voir graphique 1.9). Par ailleurs, un ajustement considérable reste nécessaire dans les pays en déficit, notamment la Grèce et le Portugal, afin de réduire leurs engagements extérieurs nets à 35 % du PIB, un des indicateurs de la procédure de la Commission européenne concernant les déséquilibres macroéconomiques (graphique 1.18, page 4).

⁵Pour un examen détaillé, voir le chapitre 3 de l'édition de septembre 2011 des Perspectives de l'économie mondiale.

⁶Les déséquilibres des transactions courantes sont des soldes qui diffèrent de ceux résultant des paramètres fondamentaux et des politiques souhaitables.

En dépit des progrès récents, les déséquilibres mondiaux et les facteurs de vulnérabilité qui y sont liés resteront probablement bien supérieurs au niveau indiqué à moins que les pouvoirs publics ne prennent d'autres mesures décisives (FMI, 2012d). Les soldes courants des pays du G-3 sont tous jugés plus faibles et leurs taux de change effectifs réels plus élevés que souhaitable en raison de déficits budgétaires excessifs (graphique 1.17, page 3). Par contre, dans de nombreux pays asiatiques, y compris la Chine, la Corée, la Malaisie, Singapour et la Thaïlande, les soldes courants sont plus élevés et les monnaies plus faibles qu'ils ne le seraient avec un ensemble de politiques plus opportun. Plusieurs de ces pays ont accumulé des réserves de change considérables ou présentent des distorsions internes qui freinent la consommation (graphique 1.17, page 4). Dans les grands pays de la zone euro, il serait bénéfique de stimuler la demande intérieure en Allemagne et de rehausser la compétitivité en France, en Italie et en Espagne.

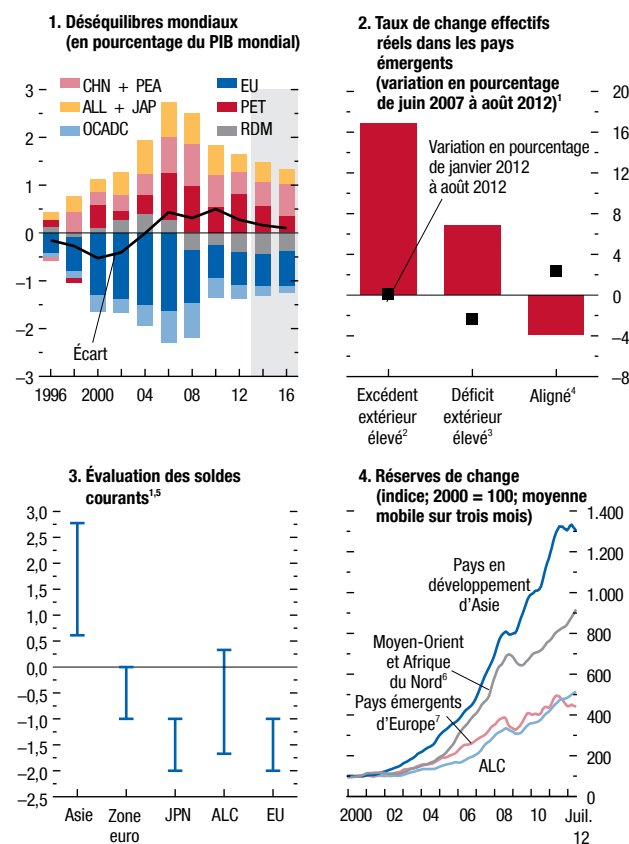
Il est à souligner que les mesures qui seraient les plus efficaces pour réduire les déséquilibres mondiaux et les facteurs de vulnérabilité connexes servent les intérêts des pays concernés eux-mêmes, même lorsqu'elles sont considérées purement d'un point de vue intérieur (graphique 1.18, page 5). De nombreux pays qui affichent un déficit extérieur doivent mettre en place des programmes vigoureux d'ajustement budgétaire à moyen terme : ce besoin est urgent pour les États-Unis. Dans la zone euro, une bonne partie de l'ajustement prévu dans les pays de la périphérie serait justifiée quelle que soit leur position extérieure, et ces efforts budgétaires doivent être complétés par des réformes structurelles des marchés du travail et des produits qui contribuent à rehausser la compétitivité. Quant aux pays émergents dont le solde extérieur est excédentaire et la monnaie sous-évaluée, ils doivent réduire l'accumulation de réserves de change, adopter des régimes de change davantage basés sur le marché et exécuter des réformes structurelles, par exemple pour développer le dispositif de protection sociale.

Améliorer les perspectives de croissance à l'aide de politiques structurelles

Les problèmes structurels définissent une bonne partie de l'héritage de la Grande Récession. Ils contri-

Graphique 1.17. Déséquilibres mondiaux

Les soldes des transactions courantes à l'échelle mondiale ont diminué nettement pendant la Grande Récession et ne devraient pas augmenter de nouveau, sauf pour ce qui est de la contribution des pays émergents d'Asie. L'évolution des taux de change depuis le début de la crise correspond au rééquilibrage de la demande mondiale. Cependant, l'appréciation des monnaies de pays affichant un excédent extérieur a pris fin au cours des huit derniers mois. Selon les évaluations des services du FMI, les soldes des transactions courantes restent plus élevés que souhaitable dans les pays émergents d'Asie et plus faibles ailleurs. L'accumulation soutenue de réserves de change dans ces pays contribue à des déséquilibres courants mondiaux et à une vulnérabilité connexe qui sont plus élevés que souhaitable.



Sources : FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.

Note : ALC = Amérique latine et Caraïbes; ALL + JAP : Allemagne et Japon; CHN + PEA : Chine, Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines, province chinoise de Taiwan, RAS de Hong Kong, Singapour, et Thaïlande; OCADC : Bulgarie, Croatie, Espagne, Estonie, Grèce, Hongrie, Irlande, Lettonie, Lituanie, Pologne, Portugal, République tchèque, République slovaque, Roumanie, Royaume-Uni, Slovaquie et Turquie; RDM : reste du monde; PET : pays exportateurs de pétrole; EU : États-Unis.

¹Les classifications reposent sur le rapport pilote des services du FMI concernant le secteur extérieur (*Pilot External Sector Report*, FMI, 2012d), qui porte sur les pays suivants : Afrique du Sud, Allemagne, Arabie saoudite, Australie, Belgique, Brésil, Canada, Chine, Corée, Espagne, États-Unis, France, Hong Kong (RAS de), Inde, Indonésie, Italie, Japon, Malaisie, Mexique, Pays-Bas, Pologne, Royaume-Uni, Russie, Singapour, Suède, Suisse, Thaïlande, Turquie et zone euro.

²Ces pays représentent 12,3 % du PIB mondial.

³Ces pays représentent 7,3 % du PIB mondial.

⁴Ces pays représentent 4,8 % du PIB mondial.

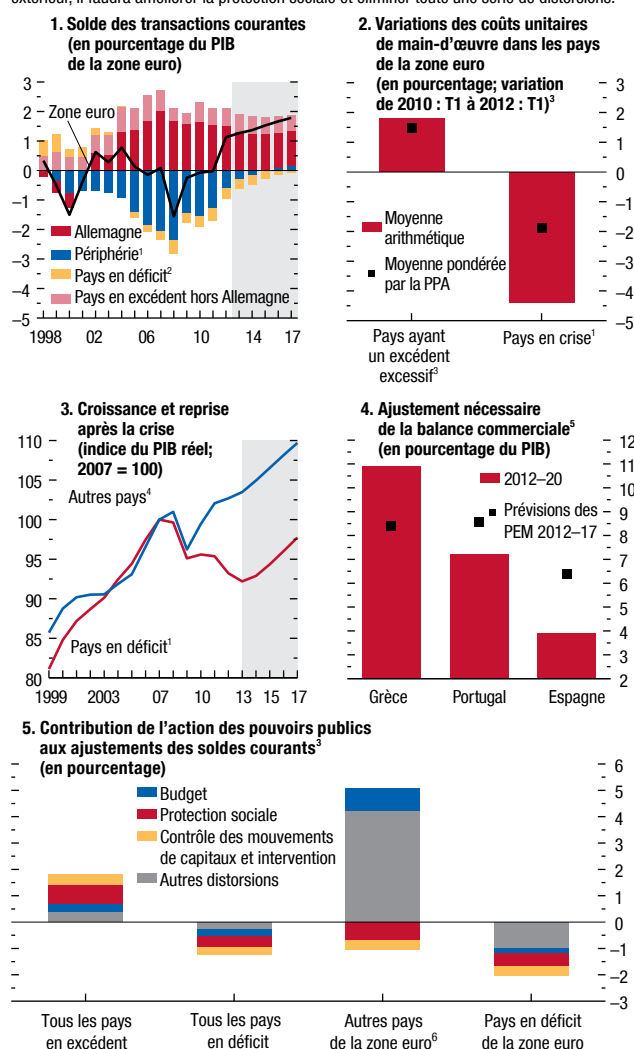
⁵Différences estimées entre les soldes courants corrigés des variations cycliques et les soldes correspondant aux paramètres fondamentaux et aux politiques économiques souhaitables (en pourcentage du PIB).

⁶Arabie saoudite, Bahreïn, Djibouti, Égypte, Émirats arabes unis, Iran, Jordanie, Koweït, Liban, Libye, Oman, Qatar, Soudan, Syrie et Yémen.

⁷Bulgarie, Croatie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie et Turquie.

Graphique 1.18. Déséquilibres dans la zone euro

Les déséquilibres des transactions courantes se sont réduits aussi dans la zone euro, en raison principalement d'un effondrement de la demande dans les pays de la périphérie affichant un déficit extérieur plutôt que d'un affermissement de la demande dans les pays en excédent, tels que l'Allemagne et les Pays-Bas. Depuis le début de la crise, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont moins augmenté dans les pays en déficit que dans les pays en excédent, mais un ajustement supplémentaire sera nécessaire. Pour réduire les déséquilibres courants à l'échelle mondiale et au niveau de la zone euro, il faudra aussi opérer d'autres changements. Dans les pays enregistrant un déficit extérieur, il s'agira de réduire les déficits budgétaires élevés, de ralentir les dépenses au titre des droits à prestation et, dans la zone euro, de réformer les marchés du travail et des produits. Dans les pays affichant un déficit extérieur, il faudra améliorer la protection sociale et éliminer toute une série de distorsions.



Source : Eurostat; estimations des services du FMI.

Note : PPA = parité de pouvoir d'achat.

¹ Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal.

² Hors cinq pays de la périphérie.

³ Les classifications reposent sur le rapport pilote des services du FMI concernant le secteur extérieur (*Pilot External Sector Report*, FMI, 2012d), qui porte sur les pays suivants : Afrique du Sud, Allemagne, Arabie saoudite, Australie, Belgique, Brésil, Canada, Chine, Corée, Espagne, États-Unis, France, Hong Kong (RAS de), Inde, Indonésie, Italie, Japon, Malaisie, Mexique, Pays-Bas, Pologne, Royaume-Uni, Russie, Singapour, Suède, Suisse, Thaïlande, Turquie et zone euro.

⁴ Allemagne, Autriche, Belgique, Finlande, Luxembourg et Pays-Bas.

⁵ Ajustement nécessaire de la balance commerciale entre 2012 et 2020 pour réduire les engagements extérieurs nets à 35 % du PIB d'ici 2030, en supposant que le taux d'intérêt extérieur nominal est de 3 % et que le taux nominal de croissance du PIB reste au niveau prévu pour 2017.

⁶ Allemagne, Pays-Bas.

buent aussi aux déséquilibres courants élevés à l'échelle mondiale, qui ont aggravé la crise dans la zone euro. Des réformes qui s'attaquent à ces problèmes structurels peuvent avoir des effets considérables sur la croissance. Dans un scénario optimiste établi par les services du FMI dans le cadre du processus d'évaluation mutuelle du G-20, la majeure partie de l'augmentation de 2½ % de la production mondiale provient de réformes des marchés du travail et des produits, ainsi que de leurs répercussions bénéfiques par le biais du commerce extérieur (FMI, 2012e). Par leurs effets sur la confiance et la richesse, ainsi qu'en facilitant les ajustements des prix relatifs, les réformes structurelles peuvent stimuler la demande globale au fil du temps, en particulier l'investissement. Mais il est peu probable que ces bénéfices se matérialisent si ces réformes ne sont pas appuyées par des politiques macroéconomiques qui réduisent l'incertitude et renforcent la confiance parmi les investisseurs.

Politiques structurelles dans les pays touchés par la crise

Dette des ménages et restructuration des banques : Seul un petit nombre de pays ont adopté des programmes efficaces de restructuration de la dette des ménages, mais d'autres devraient envisager de suivre leur exemple. Aux États-Unis, ces programmes ont connu des débuts difficiles, mais l'expansion récente des programmes de modification et de refinancement des prêts hypothécaires est opportune. Des mesures supplémentaires contribueraient à favoriser le redressement du marché immobilier, comme par exemple la participation des deux institutions financières spécialisées d'intérêt public au programme de réduction du principal, l'application de la proposition de nouvelle extension du programme de refinancement formulée par le gouvernement, l'expansion en temps voulu du programme visant à faciliter la conversion des biens saisis en logements locatifs et la possibilité de modifier les crédits hypothécaires dans les tribunaux des faillites. D'autres pays souffrant d'un ralentissement du marché immobilier pourraient aussi tirer profit de mesures qui allègent directement la dette des ménages⁷.

⁷ Pour un examen plus détaillé des questions liées à la restructuration de la dette des ménages, voir le chapitre 3 de l'édition d'avril 2012 des Perspectives de l'économie mondiale.

Les progrès de la réforme du secteur financier, qui est essentielle pour mettre en place une économie mondiale plus sûre, ont été inégaux. Selon le chapitre 3 du GFSR d'octobre 2012, une série de réformes réglementaires sont en cours, mais la structure de l'intermédiation financière reste dans une large mesure inchangée et vulnérable. Parmi les domaines qui requièrent plus d'attention de la part des dirigeants figurent un examen à l'échelle mondiale des avantages et des inconvénients des restrictions directes aux modèles d'entreprise, la surveillance des établissements financiers non bancaires qui posent des risques systémiques et la mise en place d'un ensemble de normes prudentielles pour ces établissements, des incitations à l'utilisation de produits financiers plus simples, de nouveaux progrès en ce qui concerne la planification du redressement et du règlement des faillites des établissements de grande taille, ainsi que le règlement des faillites transfrontières. Il est à noter qu'aucune des réformes en cours ou prévues ne sera efficace sans renforcement du contrôle, sans incitation à suivre les réformes pour le secteur privé et sans volonté politique d'avancer.

La restructuration des banques a progressé sur un front plus large. Beaucoup de pays ont adopté des programmes visant à renforcer les bilans des banques et à aider les banques à surmonter des problèmes temporaires de liquidités. Les fonds propres ont été renforcés : entre 2008 et 2011, par exemple, les grandes banques européennes et américaines ont relevé leur ratio actions ordinaires/actifs d'environ un cinquième et un tiers, respectivement. Elles ont aussi réduit leur recours au financement de montant élevé, bien que ce financement reste répandu en Europe. Cependant, l'aggravation de la crise dans la zone euro et l'atonie de l'économie mondiale posent des problèmes de plus en plus graves aux banques. Les autorités prudentielles doivent continuer de préconiser la réparation des bilans et, le cas échéant, imposer des pertes aux actionnaires des banques et forcer la recapitalisation. Il faudra peut-être à cet effet injecter des fonds publics ou liquider des établissements fragiles. Dans les pays de la périphérie de la zone euro, un soutien extérieur sous la forme d'injections de fonds propres est essentiel pour briser la chaîne de réactions négatives entre l'alourdissement des dettes publiques et l'affaiblissement des banques.

Réforme des marchés du travail et des produits : Les progrès ont été inégaux. Un certain nombre de pays, en

particulier dans la zone euro, commencent à prendre des mesures visant à améliorer le fonctionnement de leur marché du travail, mais ils sont moins actifs pour s'attaquer au chômage de longue durée ou réformer les marchés des produits, en particulier des services.

Les réformes du marché du travail peuvent stimuler l'emploi de diverses manières. Elles peuvent réduire les coûts d'embauche et de licenciement, ou réduire les salaires minimums lorsque ces derniers sont si élevés qu'ils menacent l'emploi des jeunes ou des moins qualifiés. De telles réformes sont en cours en Italie et en Espagne. Des accords trilatéraux entre les syndicats, les patrons et les pouvoirs publics peuvent être un élément important de ces réformes en coordonnant l'ajustement des coûts relatifs de main-d'œuvre, ce qui est essentiel pour réaligner la compétitivité entre les pays en déficit et les pays en excédent de la zone euro. Les syndicats et le patronat peuvent aussi mettre en place des conventions collectives plus souples, comme ils l'ont fait avec beaucoup de succès en Allemagne. Dans la mesure où des réductions de salaires à grande échelle ont lieu dans les pays en déficit, les ménages auront peut-être besoin d'aide pour faire face à leur endettement : il est donc important de mettre en place des programmes efficaces de restructuration de la dette des ménages. Des politiques actives du marché du travail peuvent avoir des effets très positifs sur l'emploi en faisant mieux correspondre les offres et les demandes d'emploi et en encourageant l'éducation et la formation professionnelle des travailleurs déplacés par des chocs touchant des secteurs particuliers, tels que l'effondrement de la construction en Espagne et aux États-Unis. Les pouvoirs publics peuvent accroître le taux d'activité à l'aide de subventions pour des emplois occupés par les chômeurs de longue durée ou des emplois créés par des petites et moyennes entreprises, dont beaucoup ont du mal à obtenir du crédit.

Dans divers pays, en particulier européens, il convient d'accélérer la réforme du secteur des services, en particulier pour créer davantage d'emplois à moyen terme. Grâce à une intensification de la concurrence et à une réduction des obstacles à l'entrée sur le marché, une baisse des salaires contribuerait davantage à la création d'emplois qu'à une augmentation des bénéfices des entreprises. Il est nécessaire aussi d'améliorer le climat des affaires dans plusieurs pays de la zone euro en réduisant les procédures et les coûts qui pèsent

sur l'entrepreneuriat et en simplifiant les procédures de faillite de manière à mieux défendre les droits de propriété et à faciliter la sortie des entreprises inefficaces (Barkbu *et al.*, 2012).

Des réformes structurelles pour faciliter le rééquilibrage de la demande mondiale

Les réformes structurelles seront importantes pour stimuler la croissance et faciliter le rééquilibrage de la demande mondiale, tout en réduisant la vulnérabilité y afférente. Dans les pays en excédent tels que la Chine et l'Allemagne, ces réformes sont nécessaires pour stimuler la demande intérieure; dans les pays en déficit tels que le Brésil et l'Inde, elles sont nécessaires pour améliorer l'offre.

- En Allemagne, des réformes structurelles seront nécessaires pour accroître l'investissement relativement faible et, de manière plus générale, pour rehausser la croissance potentielle de sources intérieures. À court terme, la vigueur fondamentale du marché du travail devrait favoriser une hausse des salaires, de l'inflation et des prix des actifs, ce qu'il faut considérer comme un élément d'un processus naturel de rééquilibrage au sein d'une union monétaire. Par exemple, l'inflation en Allemagne et aux Pays-Bas, l'autre principal pays en excédent dans la zone euro, devrait avoisiner 3 % à 4 % pour maintenir l'inflation de la zone proche de l'objectif fixé par la BCE, à savoir «au-dessous, mais proche de 2 %», si l'inflation en Espagne, en Grèce, en Irlande, en Italie et au Portugal restait voisine de 0 % à 1 % et que l'inflation ailleurs restait conforme à l'objectif de la BCE. L'ajustement des salaires et des dépenses dans les pays en excédent est donc important pour assurer le bon fonctionnement de l'UEM.
- En ce qui concerne la Chine, des rapports antérieurs ont souligné qu'il est nécessaire d'améliorer les systèmes de retraite et de santé afin de réduire l'épargne de précaution et de stimuler la consommation. Des progrès sont accomplis sur ces fronts, mais il faudra du temps pour que les mesures fassent sentir leurs effets sur la demande. Entre-temps, le soutien de la demande continue de venir principalement de mesures de soutien de l'investissement. Un risque évident est que la qualité des prêts bancaires puisse encore diminuer, ce qui accroîtrait encore des capacités déjà abondantes dans le secteur exportateur ou ferait monter des prix immobiliers déjà élevés.
- En Inde, il est urgent d'accélérer de nouveau l'investissement dans les infrastructures, en particulier dans le secteur de l'énergie, et d'engager un nouveau train de réformes structurelles, afin de dynamiser l'investissement des entreprises et d'éliminer les goulets d'étranglement de l'offre. Parmi les réformes structurelles figurent aussi des réformes des impôts et des dépenses, en particulier la réduction ou l'élimination des subventions, tout en assurant la protection des pauvres. À cet égard, les annonces récentes concernant l'assouplissement des restrictions imposées à l'investissement direct étranger dans certains secteurs, les privatisations et la réduction des subventions aux carburants viennent à point nommé.
- Au Brésil, l'essor de la consommation a été un moteur important de la croissance vigoureuse du pays, et l'épargne et l'investissement intérieurs restent relativement faibles. Parmi les réformes utiles figurent la poursuite du développement du pilier des cotisations définies dans le système de retraite, la simplification du système fiscal et la mise en place d'instruments financiers à long terme.

Dossier spécial : les marchés des produits de base

L'évolution des cours des produits de base est examinée dans la première section du présent dossier spécial, alors que, dans la deuxième, le rôle clé joué par la demande dans la chute de ces cours au deuxième trimestre de 2012 est confirmé. Par ailleurs, la contribution importante de l'offre à la forte hausse, au troisième trimestre, des cours de l'énergie et de ceux des denrées alimentaires est analysée dans les troisième et quatrième sections, respectivement. La conclusion du dossier est consacrée aux perspectives des marchés des produits de base.

Évolution des cours en 2012

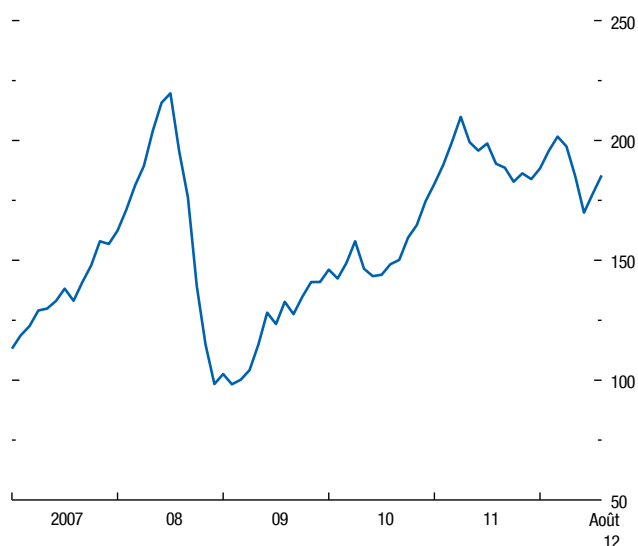
Évolution générale

Après s'être vivement redressé en 2009–10, l'indice des cours des matières premières (ICMP) du FMI n'a pour ainsi dire pas varié en 2011, avant de reculer au deuxième trimestre de 2012 et d'amorcer une remontée au troisième trimestre (graphique 1.DS.1). L'ICMP est une moyenne pondérée des cours de 51 matières premières, classées selon trois grandes catégories : énergie, intrants industriels (essentiellement des métaux de base) et produits comestibles (dont les denrées alimentaires sont la principale composante — tableau 1.DS.1). Les cours de l'énergie et des métaux de base ont diminué pendant le deuxième trimestre (de près de 30 et de 20 %, respectivement, par rapport à leurs pics du premier trimestre). Bien que les cours des métaux se soient stabilisés au troisième trimestre, ceux de l'énergie se sont de nouveau envolés (hausse de l'ordre de 13 % jusqu'en août). S'ils n'ont pour ainsi dire guère varié jusqu'au milieu de juin, les cours des denrées alimentaires ont depuis lors augmenté (de 10 % environ).

Cours de l'énergie

Le poids du pétrole, du gaz naturel et du charbon dans l'indice est de près des deux tiers, celui du pétrole à lui seul étant de plus de la moitié. Le cours

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



Source : FMI, Système des cours des matières premières.

Ce dossier spécial a été rédigé par Samya Beidas-Strom, Joong Shik Kang, Prakash Loungani, Akito Matsumoto et Marina Rousset, avec le concours de Daniel Rivera Greenwood et Min Kyu Song en matière de recherche.

Tableau 1.DS.1. Indice des cours des produits de base, pétroliers et non pétroliers, 2009–12(2005 = 100, en dollars)¹

Produits de base	Pondérations	2009	2010	2011	2011 : T3	2011 : T4	2012 : T1	2012 : T2
Produits de base non pétroliers	36,9	127,4	161,0	189,6	190,7	168,0	172,8	170,2
Dénrées alimentaires	16,7	134,0	149,4	178,8	179,1	163,8	168,8	171,0
Céréales	3,6	162,4	166,5	231,2	236,2	216,6	216,6	215,7
Blé	1,7	146,6	146,7	207,4	207,0	183,5	182,9	176,4
Maïs	1,0	168,2	189,0	296,5	307,3	273,5	282,2	274,4
Riz	0,6	204,8	180,9	191,7	201,4	207,6	192,9	209,0
Orge	0,3	135,0	166,6	217,9	221,8	221,7	226,7	247,1
Huiles végétales et tourteaux protéiques	4,4	154,0	170,4	209,1	209,6	189,7	202,5	216,7
Soja	1,2	169,7	172,5	217,0	223,2	193,4	209,1	234,9
Tourteaux de soja	0,8	174,6	161,0	184,1	188,7	161,6	181,0	221,0
Huile de soja	0,4	158,8	186,6	245,2	247,9	225,1	235,2	233,0
Huile de palme	0,7	175,2	233,9	292,8	278,9	260,1	287,7	282,5
Farine de poisson	0,2	168,7	233,7	204,1	191,3	184,7	176,0	204,6
Huile de tournesol	0,2	91,0	103,6	141,7	146,1	135,6	129,2	125,9
Huile d'olive	0,3	63,6	57,5	55,6	55,6	54,4	52,5	51,8
Arachides	0,2	129,3	161,1	224,2	231,5	240,3	240,6	238,3
Huile de colza	0,3	118,8	140,3	189,6	187,8	175,4	177,5	172,1
Viande	3,7	98,0	117,2	134,5	136,4	134,2	136,2	133,4
Bœuf	1,4	100,8	128,4	154,3	150,1	154,7	162,7	158,1
Agneau	0,3	91,3	90,5	92,7	94,0	88,0	77,7	62,0
Porc	1,1	82,4	110,0	131,6	142,1	129,1	125,7	123,5
Volaille	0,9	115,9	116,2	118,2	119,3	120,9	123,7	127,1
Poisson et fruits de mer	3,2	113,7	135,9	132,8	119,6	102,9	109,8	111,8
Poisson	2,5	121,2	151,3	145,5	128,4	107,3	116,4	119,2
Crevettes	0,7	84,7	75,9	83,4	85,4	85,9	83,9	82,9
Sucre	0,9	151,8	172,0	210,8	225,4	200,3	192,5	172,7
Marchés libres	0,6	180,2	207,5	260,5	281,3	245,7	235,8	208,0
États-Unis	0,1	115,5	147,4	178,3	184,8	178,6	162,7	144,3
Union européenne	0,2	86,0	85,0	88,1	88,4	86,5	86,3	87,0
Bananes	0,4	147,0	152,8	169,2	165,9	165,4	181,4	170,0
Oranges	0,5	107,9	122,1	105,8	123,3	97,9	91,5	100,2
Boissons	1,8	154,4	176,2	205,5	207,9	184,6	175,2	162,7
Café	0,9	131,5	165,4	231,0	231,1	212,3	200,0	179,7
Autres cafés doux	0,5	123,8	170,0	239,0	238,6	216,1	194,8	160,2
Robusta	0,3	144,5	157,6	217,3	218,3	205,9	208,8	213,0
Cacao	0,7	187,4	202,7	192,8	196,5	159,9	151,6	143,4
Thé	0,3	145,1	146,4	160,0	165,8	160,5	157,0	157,6
Matières premières agricoles ²	7,7	94,1	125,4	153,8	153,2	135,1	135,8	136,9
Bois d'œuvre ²	3,4	101,5	101,6	111,4	116,4	111,4	105,4	109,6
Feuillus	1,2	128,9	132,7	159,1	169,9	158,9	150,5	148,7
Grumes ²	0,4	141,4	137,6	193,2	220,0	202,3	184,6	178,6
Bois sciés ²	0,8	123,5	130,6	144,5	148,5	140,2	135,8	135,9
Résineux	2,2	86,4	84,5	85,0	86,8	85,2	80,4	88,0
Grumes ²	0,4	75,3	77,9	82,6	80,9	79,2	79,8	77,6
Bois sciés ²	1,8	88,6	85,8	85,5	88,0	86,4	80,5	90,1
Coton	0,7	113,7	187,7	280,2	229,6	187,8	182,1	163,6
Laine	0,5	115,1	152,9	234,2	243,2	212,9	240,5	218,7
Fine	0,2	114,9	151,0	241,7	247,7	213,2	226,5	200,0
Grosse	0,3	115,2	154,6	227,9	239,4	212,6	252,2	234,3
Caoutchouc	0,5	128,0	243,3	320,8	309,9	240,1	256,5	239,1
Cuir et peaux	2,6	68,4	109,6	125,0	130,8	115,1	117,8	128,0
Métaux	10,7	136,5	202,3	229,7	233,1	195,4	205,4	194,2
Cuivre	2,8	140,5	205,0	240,0	244,3	204,3	226,4	214,1
Aluminium	3,9	87,8	114,3	126,3	126,3	110,2	114,8	104,1

Tableau 1.DS.1 (fin)

Produits de base	Pondérations	2009	2010	2011	2011 : T3	2011 : T4	2012 : T1	2012 : T2
Minerai de fer	1,3	284,6	521,9	596,9	625,7	500,9	504,5	496,3
Étain	0,2	184,2	275,8	352,7	333,9	282,3	310,6	278,3
Nickel	1,1	99,3	147,6	155,0	149,1	124,4	133,0	116,1
Zinc	0,6	120,1	156,5	159,0	161,1	138,1	146,9	139,7
Plomb	0,2	176,5	220,5	246,4	251,8	204,5	214,8	202,7
Uranium	0,5	167,1	164,6	201,3	185,5	188,2	185,8	183,8
Énergie	63,1	116,8	147,1	193,8	193,6	193,9	208,3	192,3
Brut au comptant ³	53,6	116,2	148,5	195,9	194,3	194,4	211,9	193,9
Gaz naturel	6,9	109,6	113,3	154,3	165,4	172,6	170,9	178,0
Russe en Allemagne	3,2	149,7	139,0	179,1	188,3	204,2	208,8	212,5
Indonésien au Japon	1,9	106,5	133,4	221,2	245,4	253,8	249,3	271,5
Des États-Unis, marché intérieur	1,9	44,5	49,5	45,1	46,5	37,6	27,7	25,7
Charbon	2,6	148,8	206,0	253,7	253,3	238,2	233,8	198,3
Australien, marchés à l'exportation	2,1	151,0	207,8	254,0	253,3	239,7	235,3	197,2
Sud-africain, marchés à l'exportation	0,5	140,2	198,5	252,5	253,4	232,0	228,0	202,9

Source : FMI, Système des cours des matières premières.

¹Les pondérations sont calculées sur la base de la moyenne des recettes d'exportation mondiales de 2002-04.

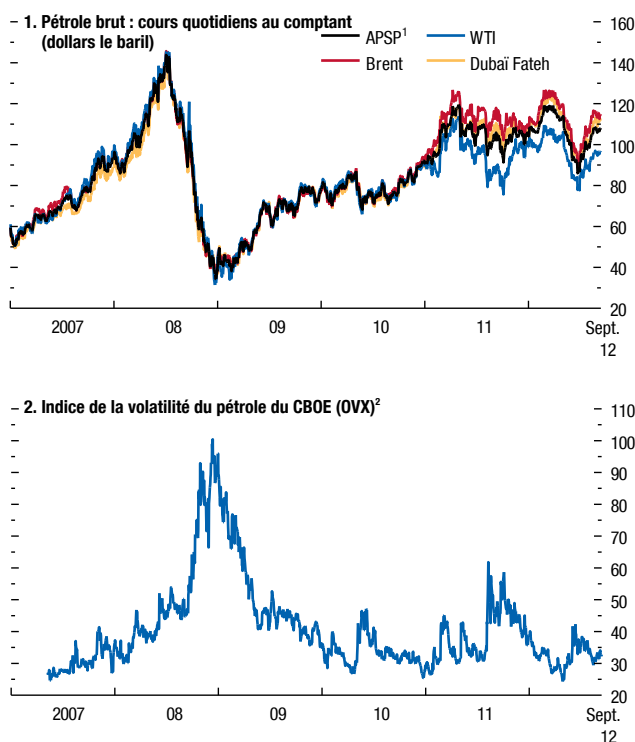
²Chiffres provisoires.

³Moyenne des cours au comptant du Brent, du Dubaï Fateh et du West Texas Intermediate, pondérés également.

moyen au comptant du baril du pétrole (APSP), moyenne simple des cours au comptant du Brent, du Dubaï et du West Texas Intermediate (WTI), est passé du bas niveau de 35 dollars à la fin de 2008 à celui élevé de 120 dollars en mars 2012. Les cours du pétrole ont baissé au deuxième trimestre avant de remonter le trimestre suivant, avec toutefois une certaine volatilité. Si elle est restée faible lorsqu'on la compare aux flambées qui ont suivi la révolution libyenne en 2011, la volatilité implicite s'est intensifiée pendant les mois d'été (graphique 1.DS.2).

Cours des métaux et des denrées alimentaires

Ces deux composantes, dont le poids est analogue, correspondent au troisième tiers de l'ICMP. Après le vif redressement observé au début de 2012, les cours des métaux de base ont diminué parallèlement à ceux du pétrole, quoique moins fortement, pendant le deuxième trimestre et se sont quelque peu stabilisés au troisième trimestre (graphique 1.DS.3). S'ils sont restés pour ainsi dire inchangés pendant la majeure partie de l'année, les cours des denrées alimentaires ont commencé à se redresser vigoureusement à partir du milieu de juin. Ceux des céréales et du soja ont augmenté, compensant la faiblesse de ceux des fruits de mer, du sucre et de l'huile végétale. La volatilité implicite s'est aussi intensifiée fortement (graphique 1.DS.4).

Graphique 1.DS.2. Pétrole : cours et volatilité

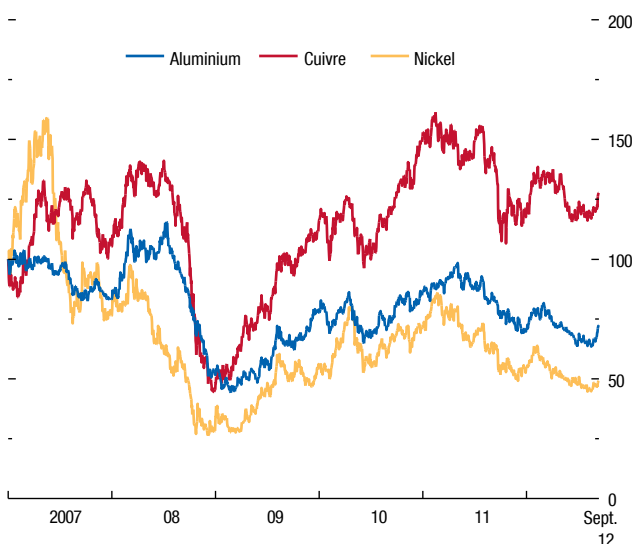
Sources : Bloomberg, L.P.; calculs des services du FMI.

Note : au 11 septembre 2012.

¹Le cours moyen au comptant du pétrole (APSP) est une moyenne simple des cours au comptant du Brent, du Dubaï Fateh et du West Texas Intermediate (WTI).

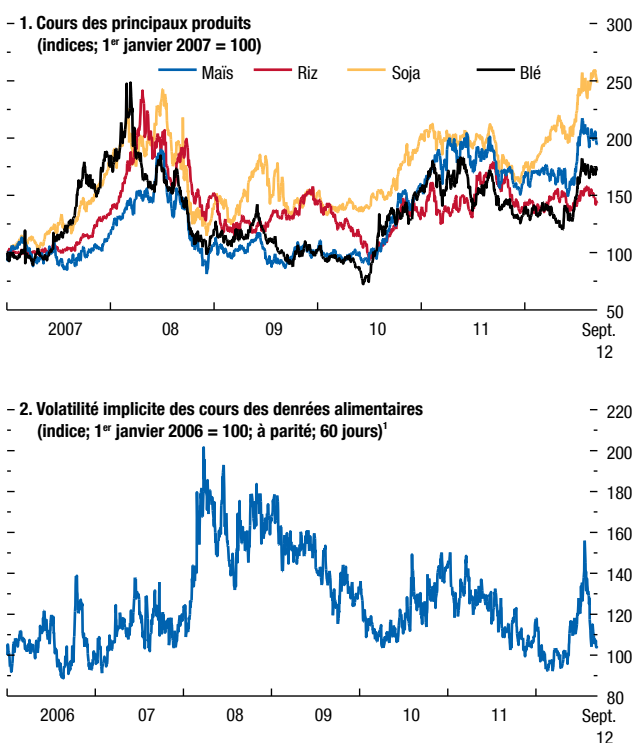
²CBOE : Chicago Board Options Exchange.

Graphique 1.DS.3. Métaux de base : cours au comptant
(Indices; 1^{er} janvier 2007 = 100)



Sources : Bloomberg, L.P.; calculs des services du FMI.
Note : au 11 septembre 2012.

Graphique 1.DS.4. Denrées alimentaires : cours et volatilité



Sources : Bloomberg, L.P.; calculs des services du FMI.
Note : au 11 septembre 2012.

Activité économique et cours des produits de base

Lien étroit avec la demande

Les fluctuations de l'activité et des perspectives économiques sont, sous certaines réserves, les principaux déterminants des variations à court terme des cours des produits de base.

Premièrement, les relations de cause à effet sont parfois inverses : les perturbations de l'offre peuvent entraîner une hausse des cours et un recul de l'activité (Hamilton, 2008). Deuxièmement, les éléments nouveaux sur le front de l'offre ou la crainte de son épuisement peuvent être suffisamment importants pour annuler la relation étroite entre l'activité et les cours des produits de base, même s'ils ne parviennent pas à entraver l'activité (voir, dans le cas des cours du pétrole, Benes *et al.*, 2012). En troisième lieu, la crainte également que la spéculation sur les produits de base dissocie l'évolution des cours de l'activité économique est un thème récurrent depuis quelques années malgré l'absence de preuves concluantes¹.

Nonobstant ces réserves, les statistiques font bien ressortir un lien étroit entre l'activité et les variations des cours des produits de base, et ce lien semble être le principal facteur qui explique la baisse générale de ces cours au deuxième trimestre. Les marchés des produits de base se sont légèrement redressés au début de 2012 grâce à un retour de la confiance dû aux opérations de refinancement à long terme de la Banque centrale européenne, ainsi qu'à une croissance mondiale plus forte que prévu au premier trimestre. Cependant, avec les nouvelles difficultés rencontrées par la reprise mondiale au début du deuxième trimestre, les indicateurs pré-curseurs ont fait apparaître un recul synchronisé de l'activité mondiale. En particulier, la croissance a ralenti sensiblement dans un certain nombre de grandes économies de marché émergentes, notamment la Chine. Ces facteurs macroéconomiques communs influent sur les cours des produits de base par le jeu des variations de la demande actuelle et future, ainsi que du coût des stocks.

¹Pour un examen approfondi de cette question, voir l'encadré 1.4 de l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Analyse des composantes principales

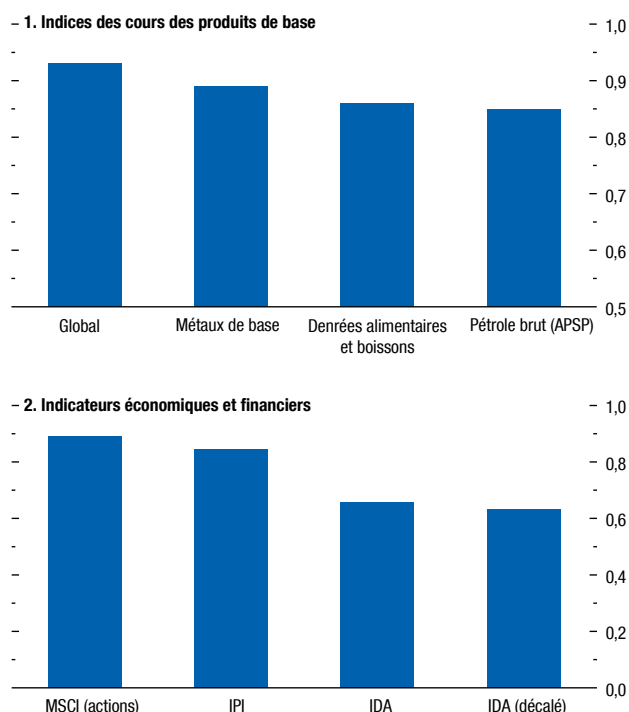
Il est possible d'examiner l'incidence des facteurs macroéconomiques communs sur les marchés des produits de base par une analyse des composantes principales qui permet de dégager les facteurs clés expliquant la majeure partie de la variance des variables observées. Les cours des différents produits de base subissent l'effet de facteurs généraux et spécifiques. La première composante principale des cours de produits de base saisit les variations des prix résultant de facteurs généraux. La forte corrélation entre cette composante et l'ensemble des cours effectifs des produits de base — plus de 0,85 pour les principaux groupes de produits de base (pétrole brut, denrées alimentaires et métaux de base, notamment) — donne à penser que les cours des différents produits de base ont été nettement influencés par des facteurs généraux (graphique 1.DS.5, page 1). De même, la première composante principale des indices de la production industrielle (IPI), des directeurs d'achat (IDA) et des rendements des actions (MSCI) — qui sont de bons indicateurs, respectivement, de l'activité et du climat économiques mondiaux, ainsi que du rendement général des marchés boursiers — saisit les facteurs macroéconomiques sous-jacents communs (graphique 1.DS.5, page 2).

Les fortes corrélations entre les premières composantes principales des cours des produits de base et l'activité économique globale laissent supposer que les facteurs généraux ont principalement reflété des évolutions macroéconomiques communes. Au deuxième trimestre plus particulièrement, la première composante principale des cours des produits de base a affiché une tendance à la baisse comme celle des indices IPI, IDA et MSCI, ce qui donne à penser que les récents reculs des cours des produits de base s'expliquent essentiellement par la situation économique mondiale (graphique 1.DS.6).

Cours des métaux et activité en Chine

La relation entre les cours et l'activité est également manifeste dans le cas des cours des métaux de base. Le recul sensible de la consommation mondiale de métaux de base s'explique par l'important ralentissement constaté dans les grandes économies de marché émergentes, la Chine notamment, même si la lenteur de la reprise dans les économies avancées

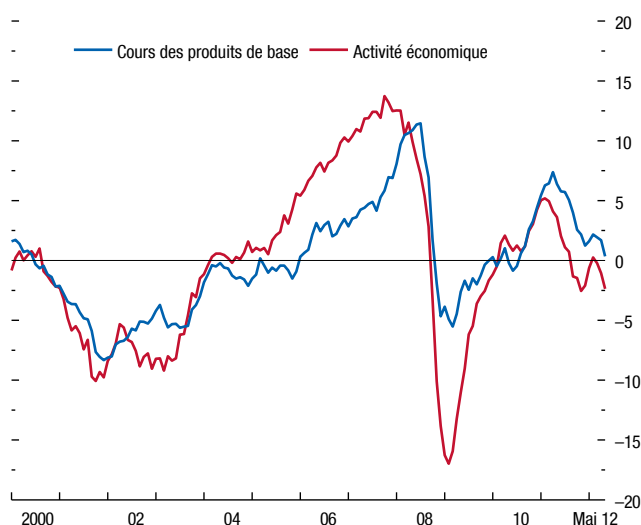
Graphique 1.DS.5. Incidence de facteurs communs : corrélations par paire avec les premières composantes principales



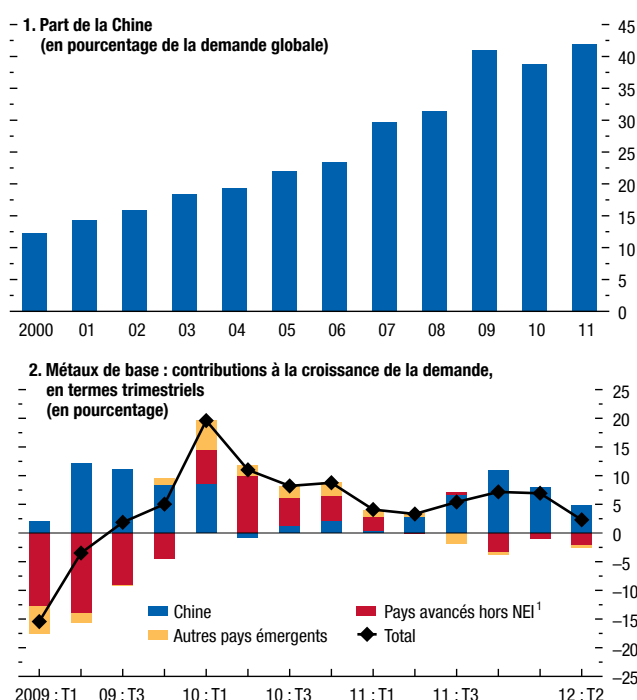
Source : calculs des services du FMI.

Note : APSP = cours moyen au comptant du pétrole; IPI = indice de la production industrielle; IDA = indice des directeurs d'achat.

Graphique 1.DS.6. Cours des produits de base et activité économique : premières composantes principales



Source : calculs des services du FMI.

Graphique 1.DS.7. Demande de métaux de base

Sources : Office mondial des statistiques du métal; calculs des services du FMI.
 Note : somme pondérée des données sur l'aluminium, le cuivre, le plomb, le nickel, l'étain et le zinc.
¹NEI = Nouvelles économies industrielles d'Asie.

a continué d'y contribuer. Ce pays freine régulièrement sa croissance, car les autorités appliquent des politiques visant à ramener l'économie à un rythme plus viable. En conséquence, la croissance de la production industrielle est tombée en deçà de 10 % après avril pour la première fois depuis le milieu de 2009, et l'investissement immobilier a également ralenti ces derniers mois. Au deuxième trimestre, la consommation de métaux de base en Chine, qui augmentait régulièrement et représente maintenant plus de 40 % de la consommation mondiale, a fortement reculé au deuxième trimestre (graphique 1.DS.7, page 1). En conséquence, la croissance mondiale de cette consommation a nettement diminué au deuxième trimestre (graphique 1.DS.7, page 2). De tous les cours des produits de base, ce sont, compte tenu de cette tendance, ceux des métaux de base qui ont le plus baissé, malgré une certaine réaction de l'offre à ce repli.

Si les facteurs liés à la demande jouent un rôle crucial en générant des variations des cours de tous les produits de base, la contribution de facteurs propres aux différents produits, qui reflètent en général des évolutions spécifiques du côté de l'offre, est aussi importante. Dans le cas des marchés pétroliers, les décisions prises par les producteurs, les perturbations de l'offre et les problèmes géopolitiques ont souvent une influence décisive dans la fixation des cours, en particulier lorsque le niveau des stocks est bas. En ce qui concerne les cours des denrées alimentaires, les conditions atmosphériques représentent de loin le facteur spécifique le plus important. L'équilibre entre l'offre et la demande sur les marchés du pétrole et des denrées alimentaires est examiné, respectivement, dans les deux sections suivantes.

Équilibre entre l'offre et la demande sur les marchés du pétrole

Gonflement de l'offre

Pendant le premier semestre de 2012, l'offre de pétrole a augmenté à un taux annuel de 3,2 % (2,4 millions de barils par jour (mbj) en moyenne), soit un taux deux fois supérieur à celui observé en 2011 (tableau 1.DS.2), mais a, depuis lors, ralenti.

- *Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP)* : À la fin de juin, la hausse de l'offre

Tableau 1.DS.2. Offre et demande mondiales de pétrole, par région

(Millions de barils par jour)

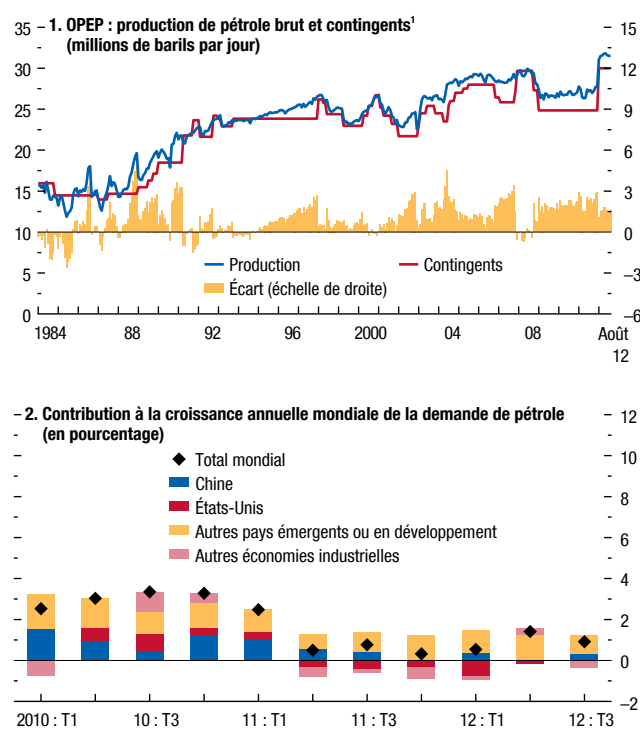
	2010	2011	2012 Proj.	2011 S2	2012 S1	Variation en pourcentage, en glissement annuel							
						2005-07 Moyenne	2008	2009	2010	2011	2012 Proj.	2011 S2	2012 S1
Production mondiale	87,3	88,4	89,8	88,9	90,8	0,9	1,2	-1,5	2,1	1,3	1,5	1,2	3,2
OPEP (composition actuelle) ^{1,2}	34,6	35,7	36,6	35,9	37,6	1,7	3,3	-5,9	1,8	3,0	2,6	2,8	6,3
Dont :													
Arabie saoudite	9,7	10,8	...	11,1	11,4	-0,2	4,9	-9,5	2,2	11,6	...	13,2	8,7
Iran	4,2	4,2	...	4,1	3,8	1,7	-1,5	-1,9	-0,0	-1,7	...	-2,5	-10,2
Nigéria	2,5	2,6	...	2,6	2,6	-1,9	-7,6	-0,4	15,7	3,9	...	-0,3	-1,7
Venezuela	2,7	2,7	...	2,6	2,7	1,8	0,8	-3,6	-4,6	-1,2	...	-4,0	-2,7
Iraq	2,4	2,7	...	2,7	2,9	2,0	14,3	2,7	-2,0	12,9	...	12,3	5,4
Libye	1,7	0,5	...	0,3	1,4	4,3	0,8	-9,7	0,0	-70,8	...	-81,1	116,2
Koweït	2,2	2,4	...	2,6	2,7	1,9	8,0	-11,3	1,6	9,8	...	15,3	14,8
Hors OPEP ²	52,6	52,8	53,2	53,0	53,2	0,4	-0,2	1,5	2,4	0,3	0,8	0,1	1,1
Dont :													
Amérique du Nord	14,1	14,6	15,7	14,9	15,6	-1,2	-3,4	1,8	3,6	3,5	7,8	4,5	8,8
États-Unis	7,8	8,1	8,9	8,3	8,9	-1,8	-1,2	6,5	4,7	4,6	10,0	5,6	11,5
Canada	3,4	3,5	3,9	3,6	3,8	2,6	-2,2	-0,8	4,8	4,5	10,5	6,5	11,4
Mer du Nord	3,8	3,4	3,1	3,3	3,3	-7,0	-4,7	-5,3	-8,6	-9,8	-8,0	-8,8	-5,8
Russie	10,5	10,6	10,7	10,6	10,7	2,5	-0,7	2,0	2,4	1,4	1,0	1,4	1,4
Autres pays de l'ex-URSS ³	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0	9,8	3,1	8,7	0,6	-3,0	-1,5	-5,6	-2,4
Autres pays hors OPEP	21,3	21,2	20,7	21,3	20,6	1,4	3,0	1,6	4,0	-0,2	-2,3	-1,1	-2,6
Dont :													
Brésil	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	6,2	3,4	6,8	5,6	2,6	0,7	2,6	0,6
Demande mondiale	88,1	88,9	89,8	89,7	89,1	1,5	-0,7	-1,2	3,1	1,0	0,9	0,5	1,0
Pays avancés	45,9	45,4	45,0	45,6	44,7	-0,1	-3,6	-3,9	1,8	-1,2	-0,8	-1,7	-0,9
Dont :													
États-Unis	19,5	19,3	19,1	19,3	18,9	-0,1	-5,9	-3,7	2,2	-0,9	-0,9	-1,7	-2,1
Zone euro	10,5	10,2	9,9	10,3	9,8	-0,4	-0,4	-5,6	-0,3	-3,3	-3,1	-4,3	-3,8
Japon	4,4	4,5	4,6	4,6	4,8	-1,8	-4,8	-8,1	0,7	0,6	4,0	2,8	9,6
Nouvelles économies industrielles d'Asie	5,0	4,9	4,9	4,9	4,8	2,4	-2,6	3,5	5,5	-2,4	-0,0	-1,8	-0,2
Pays émergents ou en développement	42,1	43,6	44,7	44,0	44,4	3,8	3,0	2,1	4,5	3,4	2,7	2,9	3,0
Dont :													
Communauté des États indépendants	4,2	4,4	4,6	4,6	4,5	2,2	6,1	-4,7	3,2	6,7	3,6	7,4	4,1
Pays en développement d'Asie	25,1	26,0	26,9	25,9	27,0	3,7	1,6	3,8	7,2	3,9	3,2	2,8	3,0
Chine	8,8	9,2	9,5	9,2	9,4	5,5	1,9	3,3	10,7	5,0	2,6	2,2	1,8
Inde	3,4	3,5	3,6	3,4	3,7	4,9	4,0	1,1	7,1	4,1	3,8	4,7	3,7
Moyen-Orient et Afrique du Nord	9,1	9,0	9,2	9,2	9,1	4,5	5,2	5,7	2,5	-1,3	2,8	-0,9	3,0
Hémisphère occidental	5,9	6,2	6,4	6,3	6,3	3,6	6,4	0,5	4,9	4,4	2,4	4,3	3,1
Demande nette⁴	0,8	0,5	...	0,8	-1,7	0,4	-0,4	0,0	0,9	0,6	...	0,9	-1,9

Sources : Agence internationale de l'énergie, *Oil Market Report* (septembre 2012); calculs des services du FMI.¹OPEP : Organisation des pays exportateurs de pétrole, y compris l'Angola (sous réserve des contingents imposés en janvier 2007) et l'Équateur, qui a réintégré l'organisation après avoir suspendu son adhésion de décembre 1992 à octobre 2007.²Pétrole brut + condensats + liquides de gaz naturel + pétrole de sources non conventionnelles. La production des pays de l'OPEP ne se rapporte qu'au pétrole brut.³Azerbaïdjan, Bélarus, Géorgie, Kazakhstan, Ouzbékistan, République kirghize, Tadjikistan, Turkménistan et Ukraine.⁴Écart entre la demande et la production. Les variations sont exprimées en pourcentage de la demande mondiale.

reflétait une accélération pendant huit mois de la production de l'OPEP (hausse de 2.1 mbj), qui dépassait nettement le plafond des contingents (30 mbj de pétrole brut) fixé par le cartel. Ces contingents ne sont toutefois donnés qu'à titre indicatif et, pendant le premier semestre de 2012,

la production effective a été beaucoup plus élevée (de 1,9 mbj) (graphique 1.DS.8. page 1) en raison essentiellement du retour à son niveau antérieur de la production libyenne et d'une augmentation de celle de l'Arabie saoudite. Tout en continuant de dépasser les contingents, la production de

Graphique 1.DS.8. Offre et demande de pétrole



Sources : Bloomberg, L.P.; Agence internationale de l'énergie; calculs des services du FMI.
¹Non compris l'Iraq jusqu'à fin décembre 2011.

l'OPEP a ralenti (de 0,5 mbj) durant le troisième trimestre².

- *Hors OPEP* : La production a surtout augmenté sur le continent américain, en l'occurrence au Canada et aux États-Unis, où la progression moyenne a été de 1 mbj, grâce essentiellement à la production non conventionnelle obtenue en utilisant la technologie de la fracturation hydraulique (encadré 1.4). Cette hausse compense le recul dans d'autres pays non membres de l'OPEP (Soudan, Syrie et Yémen, par exemple) et la baisse tendancielle de l'offre d'autres pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (Royaume-Uni), de sorte que l'offre hors OPEP s'est accrue en termes nets de 0,4 mbj au cours du premier semestre de l'année (tableau 1.DS.2). Pendant le troisième trimestre, la production hors OPEP a ralenti dans une certaine mesure (de l'ordre de 1 mbj) à cause, entre autres, d'interruptions imprévues en Norvège et de celles liées à l'ouragan Isaac aux États-Unis.

Langueur de la demande

Au premier semestre de 2012, la croissance de la demande n'a pas varié par rapport à 2011 (89,1 mbj en moyenne), contribuant ainsi à la baisse des cours du pétrole brut, surtout à la fin du deuxième trimestre. La demande en glissement annuel a augmenté pendant le deuxième trimestre de 2012 (d'environ 1,2 mbj), surtout en Asie et dans le Pacifique (Chine, Inde et Japon), ainsi qu'au Moyen-Orient; un ralentissement par rapport au dernier trimestre de 2011 a été observé dans les autres économies avancées (graphique 1.DS.8, page 2, et tableau 1.DS.2). Ce ralentissement s'inscrit dans la ligne du recul tendanciel de la demande dans les pays de l'OECD, exception faite

²Avant que les sanctions et l'embargo ne fassent subir pleinement leurs effets, la production de pétrole brut iranien atteignait la moitié de son niveau record au deuxième trimestre (plus de 6 mbj en 1974) : selon l'AIE (Agence internationale de l'énergie), elle se chiffrait en moyenne à 3,2–3,3 mbj entre avril et juin 2012 et se situait en deçà de 2,9 mbj en août. Compte tenu des transferts de pavillon et du stockage flottant, l'AIE invite à interpréter avec prudence les données, surtout celles antérieures à juillet. À cause de l'embargo de l'UE, les opérations liées au pétrole iranien ne peuvent être assurées par des sociétés européennes. Le marché de l'assurance de ce pétrole ayant disparu, le Japon a décidé de se doter de sa propre assurance, et l'Iran a offert de couvrir les pétroliers transportant du pétrole iranien.

du Japon, dû à la baisse de l'intensité pétrolière. En Chine, l'augmentation de la demande aurait surtout servi à accroître les réserves stratégiques et, dans une moindre mesure, à soutenir l'utilisation des véhicules automobiles qui ne cesse de se développer et la croissance de la demande de l'industrie pétrochimique. La forte demande de l'Inde a été nourrie initialement par les besoins en matière d'irrigation imputables à une faible mousson, puis aux pénuries et coupures d'électricité pendant le troisième trimestre. Au Japon, la hausse de la demande tient à ce que, après le désastre de Fukushima, le pétrole a remplacé l'énergie nucléaire pour produire de l'électricité; aussi la demande devrait-elle normalement rester élevée malgré le redémarrage de deux centrales en juillet 2012, étant donné la décision prise récemment par ce pays d'éliminer l'énergie nucléaire d'ici à 2040.

Par suite de cette évolution de l'offre et de la demande, les pays de l'OCDE ont reconstitué leurs stocks, qui étaient proches de leur moyenne quinquennale en juillet 2012, alors que les capacités inutilisées des pays de l'OPEP oscillaient autour de 2,5 mbj (graphique 1.DS.9)³.

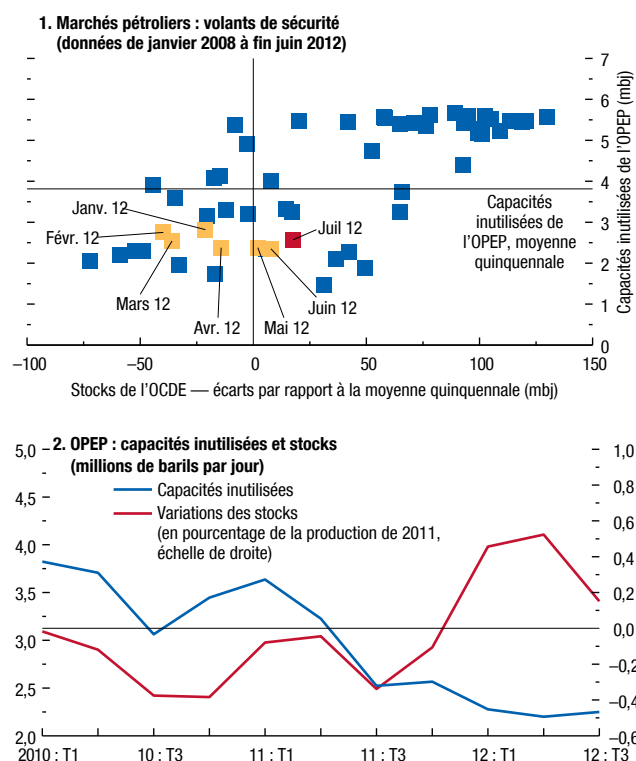
Problèmes d'offre sur les marchés des denrées alimentaires

Repli de l'offre

Les cours des principales céréales (maïs, soja et blé) ont fortement augmenté dans un contexte marqué par la crainte de perturbations de l'offre à l'échelle mondiale liées aux conditions atmosphériques. Plus tôt dans l'année, La Niña a contribué à la sécheresse en Amérique du Sud, qui a été très préjudiciable aux récoltes de maïs et de soja en Argentine, au Brésil et au Paraguay. Depuis le milieu de juin, d'autres craintes sont apparues, car les températures élevées et la sécheresse dans le Midwest des États-Unis ont eu des répercussions sur les récoltes de maïs et de soja. En même temps, les estimations des récoltes de blé dans la région de la mer Noire (Kazakhstan, Russie,

³Les données fiables sur l'accumulation des stocks dans les pays non membres de l'OCDE sont rares. Cependant, les analystes du secteur signalent une certaine accumulation de la demande refoulée (surtout en Asie), qui reste cependant bien en deçà de la moyenne de l'OCDE (55 jours) dans nombre des grandes économies de marché émergentes (Inde et Indonésie, par exemple).

Graphique 1.DS.9. Pétrole : stocks et capacités inutilisées



Ukraine) et en Chine ont été révisées à la baisse à cause de mauvaises conditions atmosphériques.

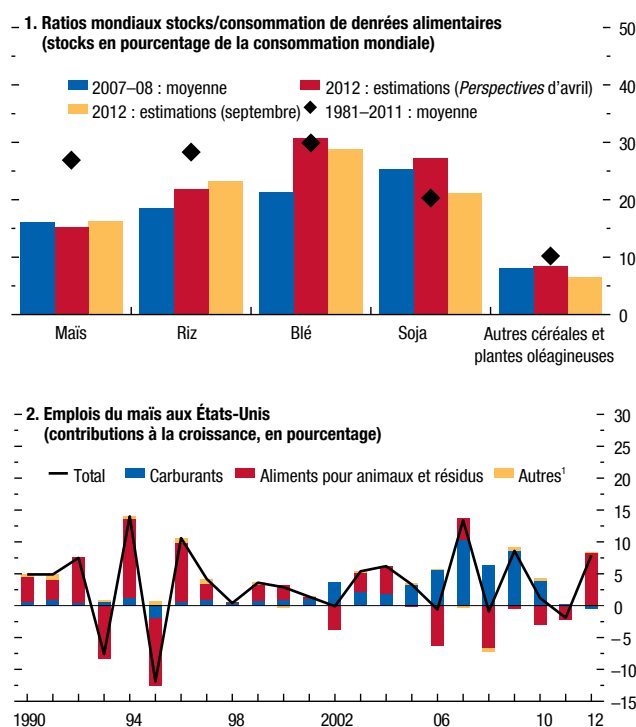
Robustesse de la demande

La demande de denrées alimentaires est restée robuste en 2012 malgré le ralentissement de l'activité mondiale. Dans le cas des grandes cultures (maïs, blé, soja et riz), la demande devrait surtout augmenter dans les pays émergents ou en développement et, en premier lieu, en Chine. Parmi les denrées alimentaires de base, le blé contribue à plus de la moitié de la croissance de la consommation mondiale de grandes cultures vivrières.

Diminution des stocks

Les marchés mondiaux des denrées alimentaires sont vulnérables aux replis de l'offre à cause du faible niveau des volants de sécurité. Les ratios stocks/emplois du maïs et du riz restent inférieurs à leurs niveaux moyens historiques à long terme, et ceux du blé et du soja diminuent. Par rapport à la crise alimentaire de 2007–08, les ratios mondiaux se sont nettement améliorés dans le cas du riz et du blé, mais se sont dégradés plus particulièrement dans celui du soja et, dans une moindre mesure, du maïs et des autres céréales et plantes oléagineuses (graphique 1.DS.10, page 1). En l'absence de réserves alimentaires suffisantes, les risques de pénurie de production ont eu un impact immédiat sur les cours des céréales, avec d'importantes répercussions sur les autres denrées de base. La hausse des cours du maïs en particulier a de graves retombées sur les marchés de la viande et de l'éthanol. Aux États-Unis, la part des récoltes de maïs affectée aux carburants a nettement diminué, l'aide de l'État au secteur de l'éthanol sous forme de barèmes de prix et de crédits d'impôt aux raffineurs ayant pris fin. Cette année, toute la hausse de la consommation de maïs devrait être attribuable à l'alimentation du bétail (graphique 1.DS.10, page 2). Le maïs demeure la principale céréale utilisée à cet effet aux États-Unis, même si d'autres céréales pourraient le remplacer. Les cours du riz, autre céréale importante, n'ont que faiblement varié depuis le milieu de juin, car les marchés sont bien approvisionnés, encore que, à cause d'une faible mousson, la récolte indienne soit dans une certaine mesure un sujet de préoccupation, mais la produc-

Graphique 1.DS.10. Denrées alimentaires : volants de sécurité



Sources : U.S. Department of Agriculture; estimations des services du FMI.

¹Céréales et autres produits alimentaires, semences, fécule, sirop de glucose à haute teneur en fructose, glucose et dextrose et alcool destiné à la consommation ou à la transformation.

tion mondiale de riz devrait, selon les projections, atteindre des niveaux sans précédent l'an prochain. Le remplacement, au niveau aussi bien de l'offre que de la demande, du riz par d'autres céréales est en outre moins répandu et le marché du riz est plus fragmenté.

Impact macroéconomique

Le choc subi actuellement par les cours des denrées alimentaires est moins grave que celui de 2007–08, car il n'affecte pas toutes les grandes cultures uniformément et n'est pas intensifié par des restrictions aux échanges ou un coût élevé des intrants énergétiques (encadré 1.5). Cependant, la hausse de ces cours pourrait avoir un certain nombre de conséquences macroéconomiques. Premièrement, elle se traduit par une accélération de l'inflation globale, qui érode le pouvoir d'achat des consommateurs, surtout dans les pays à faible revenu ou à revenu intermédiaire, où la part des denrées alimentaires dans le panier de la ménagère est plus importante, et la répercussion des cours internationaux sur les prix intérieurs plus forte, que dans les pays avancés. Deuxièmement, elle fragilise l'équilibre des finances publiques à cause des subventions que l'État verse aux ménages touchés et des filets de sécurité qu'il met en place à leur intention. Enfin, elle a des retombées négatives sur la balance commerciale des pays importateurs. La hausse des cours des denrées alimentaires revêt aussi une dimension politique : elle contribue à un mécontentement généralisé, déstabilisant ainsi un système politique fragile dans les pays sortant d'un conflit. En conséquence, les pays devraient adopter non pas des mesures protectionnistes, comme l'interdiction d'exporter, ou des taxes et contingents à l'exportation, qui accélèrent la hausse des prix et les rendent plus volatils, mais des politiques qui maintiennent la stabilité macroéconomique tout en protégeant les pauvres⁴.

À court terme, les pays doivent s'attendre à une aggravation des tensions sur l'inflation et la balance des paiements. Durant la flambée des cours des denrées alimentaires de 2007–08, ce sont les pays à faible revenu ou à revenu intermédiaire qui ont surtout ressenti les répercussions de l'inflation, car les produits

⁴Cette année, il n'y a aucune trace jusqu'à présent de restrictions généralisées à l'exportation de denrées de base, ni d'achats de panique par les importateurs, à la différence de ce qui s'est passé en 2007–08.

volatils comme les denrées alimentaires et les carburants occupent une place importante dans la consommation. Il ressort de récentes études du FMI que, malgré les nombreux instruments de politique monétaire dont les pays disposent pour lutter contre une accélération de l'inflation, il est préférable pour les importateurs de produits de base de cibler l'inflation sous-jacente, et non l'inflation globale, celle-ci tenant compte des denrées alimentaires et de l'énergie qui sont volatiles, car ils peuvent ainsi améliorer la crédibilité de la banque centrale en réduisant à la fois la volatilité de la production et de l'inflation⁵. Dans ces conditions, les politiques macroéconomiques à court terme devraient également prévoir un renforcement des filets de sécurité sociale bien ciblés et, lorsque cela est possible, des autres transferts budgétaires, un taux de change réel souple pour les importateurs nets et l'accès à des concours multilatéraux pour financer les besoins de balance des paiements.

Perspectives des marchés des produits de base

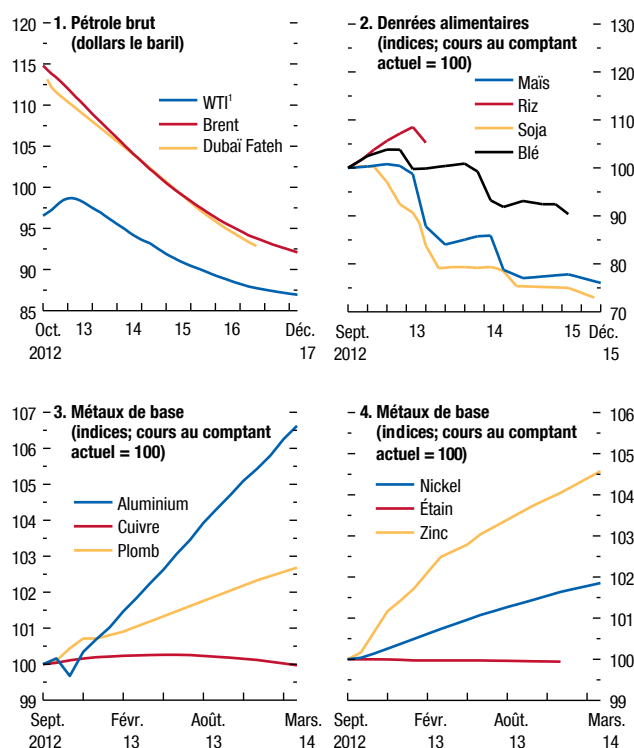
Malgré toutes leurs déficiences, les cours à terme restent la solution privilégiée pour évaluer les perspectives des cours au comptant (Chinn et Coibion, 2009). Les prévisions par marché à terme des principaux produits de base sont indiquées au graphique 1.DS.11, et l'évaluation par les marchés des risques relatifs aux cours des options sur contrats à terme au graphique 1.DS.12⁶.

- **Pétrole** : Avec la baisse des volants de sécurité et leur retour aux moyennes quinquennales en mai, les courbes des contrats à terme sur le Brent, le principal repère en dehors du marché nord-américain, continuent d'être en situation de déport, ce qui laisse supposer que les cours du pétrole tomberont progressivement en deçà de 100 dollars à moyen terme. Cependant, en raison des perturbations sur les marchés physiques (en mer du Nord,

⁵Pour un examen approfondi de cette question, voir le chapitre 3 de l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

⁶La durée du graphique en éventail dépend de la profondeur des options sur contrats à terme disponibles. Pour nombre de produits de base, on ne dispose pas d'options ou, comme dans le cas de l'aluminium, elles ne sont pas assez liquides pour construire un graphique en éventail.

Graphique 1.DS.11. Cours à terme



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

Note : au 11 septembre 2012.

¹WTI = West Texas Intermediate.

par exemple), des risques géopolitiques actuels, des craintes d'interruption des approvisionnements qu'ils font naître et de l'anticipation d'une relance en Chine, aux États-Unis et en Europe, les cours du pétrole pourraient augmenter. En revanche, les courbes des contrats à terme sur le WTI sont toujours orientées à la hausse au départ à cause de poches localisées d'offre excédentaire dans les régions enclavées du système nord-américain d'approvisionnement en pétrole⁷. Toutefois, les capacités de transport restant insuffisantes, les possibilités d'arbitrage visant à réduire les écarts de cours sont limitées et, étant donné que l'on s'attend à ce que ces contraintes persistent, les cours à terme actuels donnent à penser que les marchés anticipent un cours du WTI inférieur à celui du Brent jusqu'en 2015. Dans l'ensemble, les risques afférents au scénario de référence de l'APSP sont plus équilibrés que lors de l'édition d'avril 2012 des *Perspectives*, encore que les risques d'une hausse soient considérables et ne puissent être facilement écartés (graphique 1.DS.12).

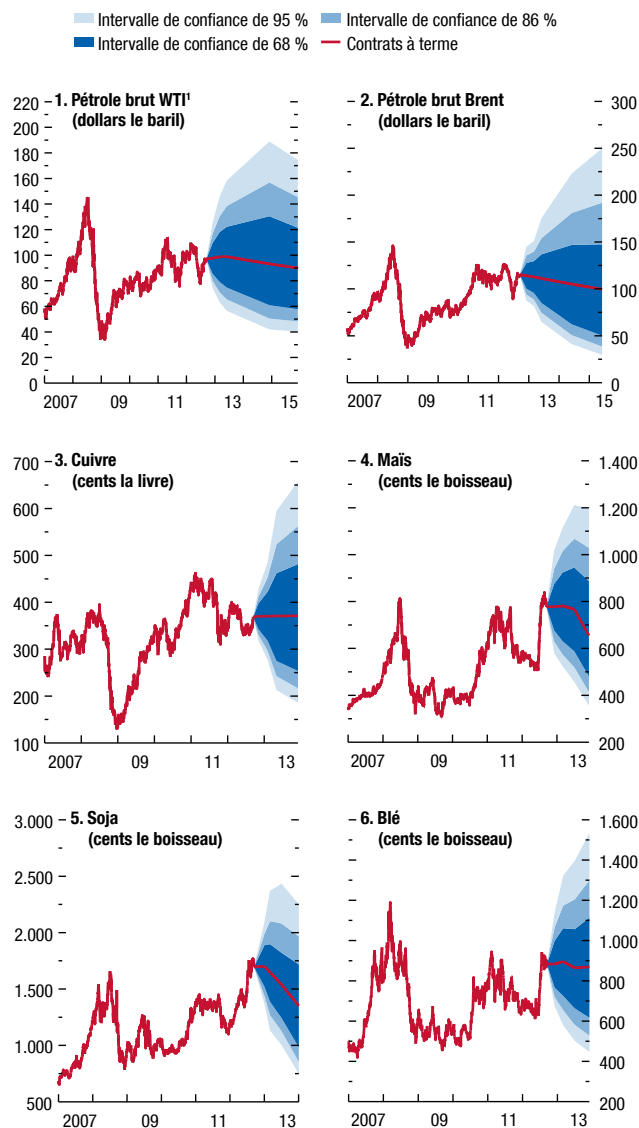
- *Denrées alimentaires* : Si les contraintes qui s'exercent à court terme sur l'offre maintiendront sans doute les prix à un niveau élevé, l'actuelle hausse

⁷Les températures ayant dépassé la moyenne aux États-Unis en juin et en juillet, période de circulation estivale, les cours au comptant du pétrole ont augmenté en réaction à un taux d'exploitation élevé des raffineries, à un recul des importations et à une chute des stocks. Cependant, le fait que la courbe des contrats à terme sur le WTI soit orientée à la hausse au départ tient à deux facteurs : le niveau toujours important des stocks dans la partie centrale du continent (par suite d'une augmentation du pétrole de réservoir compact aux États-Unis et du brut lourd en provenance du Canada) et l'absence de capacités de transport par oléoduc du pétrole brut vers les raffineries du golfe du Mexique. L'accumulation de pétrole brut dans des régions enclavées fait tomber les cours du WTI en deçà de ceux du Brent, le coût d'acheminement vers les marchés du brut excédentaire par voie ferroviaire, fluviale ou routière étant plus élevé. L'inversion plus tôt que prévu du sens de l'oléoduc Seaway, qui livre désormais du pétrole brut de Cushing (Oklahoma) aux raffineries du golfe du Mexique, a permis, dans une certaine mesure mais pas suffisamment pour éliminer les excédents, de décongestionner ce printemps Cushing, dont les stocks avaient atteint un niveau sans précédent. L'écart WTI-Brent persistera sans doute jusqu'à ce que soient construits de nouveaux oléoducs vers le golfe du Mexique, que les oléoducs existants soient agrandis et que les capacités de raffinage soient accrues pour gérer l'augmentation du pétrole brut lourd (la première grande raffinerie devrait ouvrir en Indiana au milieu de 2013). Le rétrécissement escompté de cet écart peut être observé au milieu et à l'extrémité des deux courbes des contrats à terme qui sont orientées à la baisse en anticipation d'un recul des cours à terme.

devrait se résorber à moyen terme en l'absence de nouvelles perturbations majeures des approvisionnements et de restrictions aux échanges qui auraient été prises en conséquence. Les courbes des cours à terme indiquent que les marchés anticipent une modération des cours des principales denrées alimentaires d'ici à la fin de 2013.

- **Métaux :** Les marchés s'attendent à un certain rebond des cours après la forte baisse observée ces derniers trimestres, anticipant peut-être une reprise de l'activité au quatrième trimestre de 2012 et les effets d'éventuelles mesures de relance en Chine.

Graphique 1.DS.12. Perspective des cours de certains produits de base



Sources : Bloomberg, L.P.; estimations des services du FMI.

Note : calculé à partir des cours des options sur contrats à terme du 11 septembre 2012.

¹WTI = West Texas Intermediate.

Encadré 1.1. Les multiplicateurs budgétaires à court terme sont-ils sous-estimés?

À un moment où de nombreux pays opèrent un assainissement des finances publiques, un vif débat a lieu à propos du montant des multiplicateurs budgétaires. Plus ils sont réduits, moins le redressement budgétaire est coûteux. Parallèlement, le niveau d'activité est décevant dans un certain nombre de ces pays. Il est donc naturel de se demander si les effets négatifs à court terme des restrictions budgétaires ont été plus forts que prévu du fait d'une sous-estimation des multiplicateurs.

Cet encadré apporte des éléments de réponse à ces questions en s'appuyant sur des données internationales. Le principal constat, basé sur des données concernant 28 pays, est que les multiplicateurs utilisés pour établir les prévisions de croissance sont systématiquement trop faibles depuis le début de la Grande Récession, dans une marge allant de 0,4 à 1,2 selon la source des prévisions et les spécificités de la technique d'estimation. Des indications informelles laissent penser que les multiplicateurs employés implicitement pour générer ces prévisions sont de l'ordre de 0,5. Les multiplicateurs réels pourraient donc être supérieurs et s'échelonner de 0,9 à 1,7.

Erreurs de prévision et multiplicateurs budgétaires

Notre méthode de base est la suivante : en se concentrant sur la phase récente de redressement budgétaire généralisé, nous régressons l'erreur de prévision concernant la croissance du PIB réel en 2010–11 sur les prévisions de redressement budgétaire pour 2010–11 formulées au début de 2010. Dans le cadre d'anticipations rationnelles et en supposant que l'on s'est servi du modèle approprié pour les prévisions, le coefficient sur le redressement budgétaire programmé devrait être zéro. L'équation estimée est :

$$\text{Erreur de prévision sur la croissance} = \alpha + \beta \text{ prévision de redressement budgétaire} + \varepsilon. \quad (1.1.1)$$

L'erreur de prévision sur la croissance mesure la croissance cumulée du PIB réel en 2010–11 moins la prévision de croissance contenue dans les *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) d'avril 2010. La prévision de redressement budgétaire est la variation prévue du solde budgétaire structurel en pourcentage du PIB

Les auteurs de cet encadré sont Olivier Blanchard et Daniel Leigh.

potentiel pendant la période 2010–11 figurant dans les PEM d'avril 2010. Notre recherche porte aussi sur des prévisions autres que celle des PEM. Si les multiplicateurs budgétaires utilisés dans les prévisions sont exacts, le coefficient de pente, β , devrait être zéro. Notre échantillon de référence se compose de 28 pays : les principaux pays avancés du G-20 et les États membres de l'UE pour lesquels on dispose de prévisions.

Que montrent les données?

Nous constatons que le coefficient sur le redressement budgétaire programmé est élevé, négatif et significatif. Il ressort de notre estimation de référence qu'une correction budgétaire programmée de 1 % du PIB est associée à une erreur de prévision sur la croissance de l'ordre de 1 point de pourcentage (tableau 1.1.1 et graphique 1.1.1, page 1). Cela implique que les multiplicateurs qui sous-tendent les projections de croissance ont été sous-estimés de à peu près 1. La relation systématique entre redressement budgétaire et croissance résiste à une série de tests de robustesse. Au total, selon la source de la prévision et la spécification, les résultats de notre estimation de la perte de production non anticipée liée à un redressement budgétaire représentant 1 % du PIB sont compris entre 0,4 et 1,2 point de pourcentage. Tout d'abord, nous démontrons que le résultat de référence n'est pas déterminé par les économies en crise — celles qui appliquaient un programme du FMI — ou à d'autres cas extrêmes (tableau 1.1.1)¹.

Ensuite, nous vérifions si les résultats sont robustes à la prise en compte d'autres variables qui pourraient expliquer de façon plausible à la fois le redressement budgétaire et une croissance moindre qu'anticipée. L'omission de ces variables pourrait fausser l'analyse, en ce sens que les multiplicateurs budgétaires apparaîtraient plus élevés qu'on ne le supposait. Nous prenons en compte deux catégories de variables : celles qui étaient connues quand les prévisions de croissance ont été faites et celles qui ne l'étaient pas (tableau 1.1.1).

- *Variables connues au moment de l'établissement des prévisions* : nous commençons par examiner le rôle des problèmes de dette souveraine. Les résultats de

¹De même, les résultats ne changent pas quand on inclut d'autres pays avancés (hors UE) (Islande; Israël; Norvège; Suisse; Taiwan, province chinoise de).

Encadré 1.1. (suite)

Tableau 1.1.1. Erreurs de prévision sur la croissance et redressement budgétaire

(Erreur de prévision de croissance = $\alpha + \beta$ prévision de redressement budgétaire + $\gamma X + \varepsilon$)

Contrôle supplémentaire	β	γ	Obs.	R^2
Référence	-1,164*** (0,244)		28	0,506
À l'exclusion des cas extrêmes				
À l'exclusion des programmes du FMI	-0,918*** (0,279)		24	0,256
À l'exclusion de l'Europe centrale et orientale	-1,054*** (0,267)		22	0,480
À l'exclusion du redressement le plus marqué	-0,974*** (0,314)		27	0,325
À l'exclusion des cas extrêmes (distance de cook)	-1,058*** (0,240)		23	0,506
Contrôles supplémentaires dans les informations des prévisionnistes				
Dette publique initiale	-1,165*** (0,249)	0,000 (0,007)	28	0,506
CDS souverains initiaux	-0,971*** (0,250)	-0,669 (0,509)	27	0,533
Crise bancaire systémique	-1,172*** (0,247)	0,192 (0,705)	28	0,508
Prévision de croissance initiale	-1,194*** (0,264)	-0,068 (0,113)	28	0,511
Redressement budgétaire des partenaires	-1,183*** (0,264)	-0,794 (1,289)	28	0,513
Contrôles supplémentaires hors des informations des prévisionnistes				
Variation des CDS souverains	-0,938*** (0,315)	-0,092 (0,055)	27	0,540
Révision de la dette initiale	-1,171*** (0,284)	0,820 (10,7)	28	0,507
Redressement budgétaire non anticipé	-1,146*** (0,230)	-0,142 (0,190)	28	0,513

Sources : FMI, Bloomberg, L.P.; Laeven et Valencia (2012); calculs des services du FMI.

Note : *, ** et *** indiquent une significativité aux niveaux de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement. Une variable constante (α) est incluse dans la spécification, mais ne figure pas dans le tableau. Le redressement budgétaire non anticipé est le redressement budgétaire effectif moins la prévision. Les résultats d'estimation de la variable constante ne sont pas indiqués. Les programmes du FMI concernent la Grèce, l'Irlande, le Portugal et la Roumanie. L'Europe centrale et orientale désigne la Bulgarie, la Hongrie, la Pologne, la République slovaque, la République tchèque et la Roumanie. Les CDS initiaux indiquent les écarts sur les contrats d'échange du risque de défaillance de crédit à la fin de 2009. La variation des CDS porte sur la période allant de fin 2009 à fin 2011.

référence intègrent-ils des effets plus importants que prévu de ces problèmes plutôt que les conséquences de la correction budgétaire? On est rassuré de constater que les résultats sont robustes à la prise en compte du ratio initial dette publique/PIB (à la fin de 2009) et des écarts initiaux sur les couvertures de défaillance de crédit souverain (CDS). L'introduction du rôle éventuel des crises bancaires — basée sur l'ensemble des données sur les crises bancaires systémiques de Laeven et Valencia (2012) — donne des résultats similaires. Les résultats de référence résistent aussi à la prise en compte des mesures de redressement budgétaire des partenaires commerciaux. Dans la mesure où les corrections budgétaires ont été synchronisées, celles effectuées par les autres pays pourraient influencer sur les résultats. Toutefois, lorsque nous introduisons le redressement budgétaire des autres pays pondéré par les échanges (calculé en fonction de la part des exportations dans le PIB), les résultats sont quasi inchangés. Enfin, pour rechercher le rôle des déséquilibres externes antérieurs à la crise, qui pourraient être à l'origine à la fois de la correction budgétaire et d'obstacles à la croissance supérieurs aux attentes, nous tentons de tenir compte du ratio déficit des paiements

courants/PIB antérieur à la crise (2007) et nous trouvons des résultats similaires².

- *Variables inconnues lors de l'établissement des prévisions*³ : nous examinons ici le rôle de la forte aggravaation des tensions sur les marchés financiers et sur la dette souveraine en 2010–11, mesurée par la variation des écarts sur les CDS souverains. Encore une fois, la prise en compte de ces évolutions donne des résultats similaires. Nous envisageons aussi la possibilité que, même si les multiplicateurs supposés étaient corrects, les pays poursuivant les programmes d'assainissement les plus ambitieux aient appliqué davantage de restrictions budgétaires que ce qui était prévu au départ. Comme l'indique le tableau 1.1.1, l'inclusion de mesures de redressement budgétaire non anticipées ne modifie pas

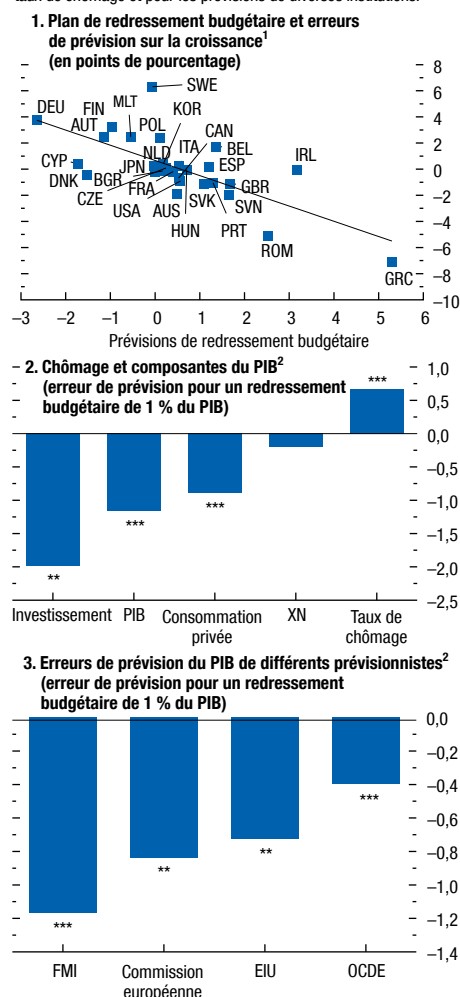
²Les résultats de référence se vérifient aussi quand on pratique des contrôles supplémentaires de robustesse : la prise en compte de la prévision initiale de croissance pour 2010–11 ainsi que de l'ouverture commerciale initiale et de son interaction avec l'assainissement budgétaire programmé.

³Il convient de signaler que les évolutions intervenues après la formulation des prévisions pourraient être en partie le résultat d'une croissance moindre qu'anticipée et non la cause de l'infériorité de la croissance.

Encadré 1.1. (suite)

Graphique 1.1.1. Erreurs de prévisions sur la croissance et plans de redressement budgétaire

Ces dernières années, l'activité a été la plus décevante dans les pays qui ont les plans de redressement budgétaire les plus ambitieux, d'où l'idée que les multiplicateurs budgétaires utilisés pour les prévisions de croissance ont été systématiquement trop faibles. Cette corrélation se vérifie pour différentes composantes du PIB, pour le taux de chômage et pour les prévisions de diverses institutions.



Source : estimations des services du FMI.

Note : le graphique identifie les pays avec les codes ISO à trois lettres de la Banque mondiale. XN = contribution à la croissance des exportations nettes. EIU = Economist Intelligence Unit.

¹L'ordonnée montre l'erreur de prévision des PEM sur la croissance du PIB réel en 2010 et 2011 (prévision faite en avril 2010); l'abscisse montre la prévision des PEM pour la variation du ratio solde budgétaire structurel/PIB en 2010 et 2011 (prévision formulée en avril 2010).

²*, ** et *** indiquent une significativité aux niveaux de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

sensiblement les résultats, ce qui incite à penser que notre spécification de référence est appropriée⁴.

Conformément à ce résultat, nous ne trouvons pas de tendance systématique des pays qui ont les projets initiaux d'assainissement les plus poussés à mettre en œuvre une correction supplémentaire plus marquée.

Composantes du PIB, chômage et différentes prévisions

Lorsque nous décomposons le PIB, nous trouvons le coefficient le plus élevé pour les prévisions d'investissement et le plus statistiquement significatif pour les prévisions de consommation (graphique 1.1.1, page 2). Pour les prévisions de taux de chômage, le coefficient est également élevé et significatif.

Nous nous intéressons également à quatre ensembles différents de prévisions : celles des PEM, de la Commission européenne (CE), de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et du Economist Intelligence Unit (EIU) — Graphique 1.1.1, page 3)⁵. Le coefficient estimé le plus important est lié aux prévisions des PEM et le plus faible à celles de l'OCDE. Le coefficient est toujours statistiquement significatif.

Que conclure à propos des multiplicateurs budgétaires réels?

Il ressort de ces résultats que les multiplicateurs budgétaires réels ont été plus élevés que ne le supposaient les prévisionnistes. Quelles ont été leurs hypothèses sur ce plan? Il n'est pas facile de répondre à cette

⁴On définit le redressement non anticipé comme la variation effective (*ex post*) du solde budgétaire structurel moins la prévision -- c'est-à-dire l'erreur de prévision sur le redressement budgétaire. Les résultats résistent aussi aux contrôles supplémentaires de robustesse, y compris la prise en compte de la révision du ratio dette/PIB initial (à la fin de 2009), défini comme le ratio effectif d'endettement en 2009 moins l'estimation du ratio d'endettement publiée dans les PEM d'avril 2010.

⁵Les chiffres de la CE sont tirés des *Prévisions économiques européennes* de mai 2010 et ceux de l'OCDE des *Perspectives économiques* de juin 2010. Les prévisions chiffrées du PIB réel du EIU proviennent du *Country Forecast* d'avril 2010, tandis que les prévisions de redressement budgétaire émanent des PEM d'avril 2010 (le EIU ne publie pas de prévisions du solde budgétaire structurel).

Encadré 1.1. (fin)

question, car tous ne les indiquent pas explicitement. Néanmoins, l'examen d'un certain nombre de documents officiels, dont les rapports des services du FMI, laisse penser que les multiplicateurs budgétaires utilisés dans les exercices de prévision sont de l'ordre de 0,5. Conformément à ces hypothèses, des analyses antérieures des services du FMI concluent qu'ils ont été en moyenne proche de 0,5 dans les pays avancés pendant les trois décennies allant jusqu'en 2009 ⁶.

Si les multiplicateurs servant de base aux prévisions de croissance étaient d'environ 0,5 comme ces données

officieuses semblent l'indiquer, nos résultats montrent qu'ils s'échelonnent en fait de 0,9 à 1,7 depuis la Grande Récession. Ce résultat s'inscrit dans la ligne des études qui estiment qu'ils pourraient être bien supérieurs à 1 dans le contexte actuel de sous-utilisation des capacités, de politiques monétaires contraintes par le plancher de taux d'intérêt nul et d'ajustement budgétaire synchronisé dans de nombreux pays (Auerbach et Gorodnichenko, 2012; Batini, Callegari et Melina, 2012; FMI, 2012b; Woodford, 2011; *et al.*). Il conviendrait de poursuivre les recherches sur la dépendance des multiplicateurs budgétaires à l'égard d'une période donnée et de la situation économique.

⁶Voir le chapitre 3 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2010.

Encadré 1.2. Les conséquences d'une dette publique élevée dans les économies avancées

L'analyse présentée dans cet encadré examine les éventuelles conséquences macroéconomiques à long terme de l'accumulation d'une dette publique importante par les pays avancés qui figure actuellement dans les prévisions du scénario de référence des *Perspectives de l'économie mondiale*. On se sert de deux modèles pour les illustrer. Le premier est le Modèle monétaire et budgétaire mondial intégré (GIMF)¹ et le second un petit modèle macroéconomique stochastique qui met l'accent sur l'incertitude de la dynamique budgétaire (FiscalMod). Le modèle GIMF est utilisé pour donner une idée de ce qu'implique pour le scénario de référence une forte augmentation de la dette publique dans les pays avancés, alors que FiscalMod montre la distribution des résultats pour d'autres scénarios de référence possibles dans un monde incertain qui connaît des surprises macroéconomiques.

Quelques simulations stylisées avec le GIMF

On procède d'abord à une estimation stylisée qui intègre certains aspects de l'expérience économique récente du G-3 (États-Unis, Japon et zone euro) pour montrer les effets à long terme d'une hausse de la dette publique sur le scénario de référence. La dégradation des situations budgétaires des pays du G-3 depuis quelques années a entraîné une vive poussée de l'endettement public. La crise financière en a été largement responsable : les dépenses publiques ont augmenté pour remédier aux difficultés des institutions financières et soutenir la production face à la diminution de la demande privée. Cette dernière a aussi conduit à une contraction des recettes publiques. La simulation GIMF, représentée par la ligne bleue du graphique 1.2.1, reproduit cette évolution et indique une progression des ratios dette/PIB du G-3 pendant une dizaine d'années qui correspond aux montants prévus par le scénario de référence des PEM de 2007 à 2017. Dans la simulation, l'atonie de la demande privée explique aussi initialement la faiblesse des taux d'intérêt réels. Mais, une fois que la demande privée se normalise et que la dette publique converge à un niveau supérieur, la hausse de la demande d'épargne des pays du G-3 fait monter le taux d'intérêt réel mondial

qui, à long terme, s'élève à près de 40 points de base au-dessus de la référence. Même si les commentaires qui suivent portent largement sur les conséquences macroéconomiques de cette augmentation des taux d'intérêt réels, il faut bien voir que cette analyse par simulation ignore nécessairement les éventuels avantages à long terme de la relance. Celle-ci a probablement permis d'écarter la possibilité d'une spirale déflationniste et d'une phase prolongée de chômage excessif, des événements macroéconomiques que les modèles d'équilibre général comme le GIMF ne permettent pas de bien appréhender.

La hausse des taux d'intérêt réels a deux conséquences importantes sur le niveau futur de l'activité économique. En premier lieu, elle alourdit le coût du service de la dette publique existante. Cette charge supplémentaire exige d'ajuster la politique budgétaire.

On suppose ici que des relèvements des impôts sur les revenus du travail et sur la consommation assurent l'un et l'autre 30 % du financement requis, que 10 % supplémentaires proviennent d'une majoration des impôts sur les revenus du capital et que les 30 % restants proviennent d'une réduction des transferts aux ménages. L'imposition accrue du travail et du capital réduit le montant de capital et de travail utilisé dans la production, et donc l'offre de production, tandis que la diminution des transferts et la hausse des impôts sur la consommation pèsent sur la demande des ménages. L'effet global est une baisse du niveau de la production soutenable². En outre, la hausse des taux d'intérêt réels renchérit le coût du capital, ce qui réduit encore plus le stock de capital, la demande de main-d'œuvre des entreprises et, en définitive, la production soutenable. La conjonction des deux effets fait converger le PIB à un nouveau niveau de long terme inférieur d'à peu près 1 % à la référence antérieure (comme l'indique la ligne bleue dans le graphique 1.2.1). (Il convient de noter que cette analyse n'envisage pas la possibilité d'une hausse simultanée de la prime de risque souverain dans les pays à endettement public accru. Si une telle hausse se produisait, le nouveau niveau de la production à long terme serait encore inférieur à celui simulé ici.)

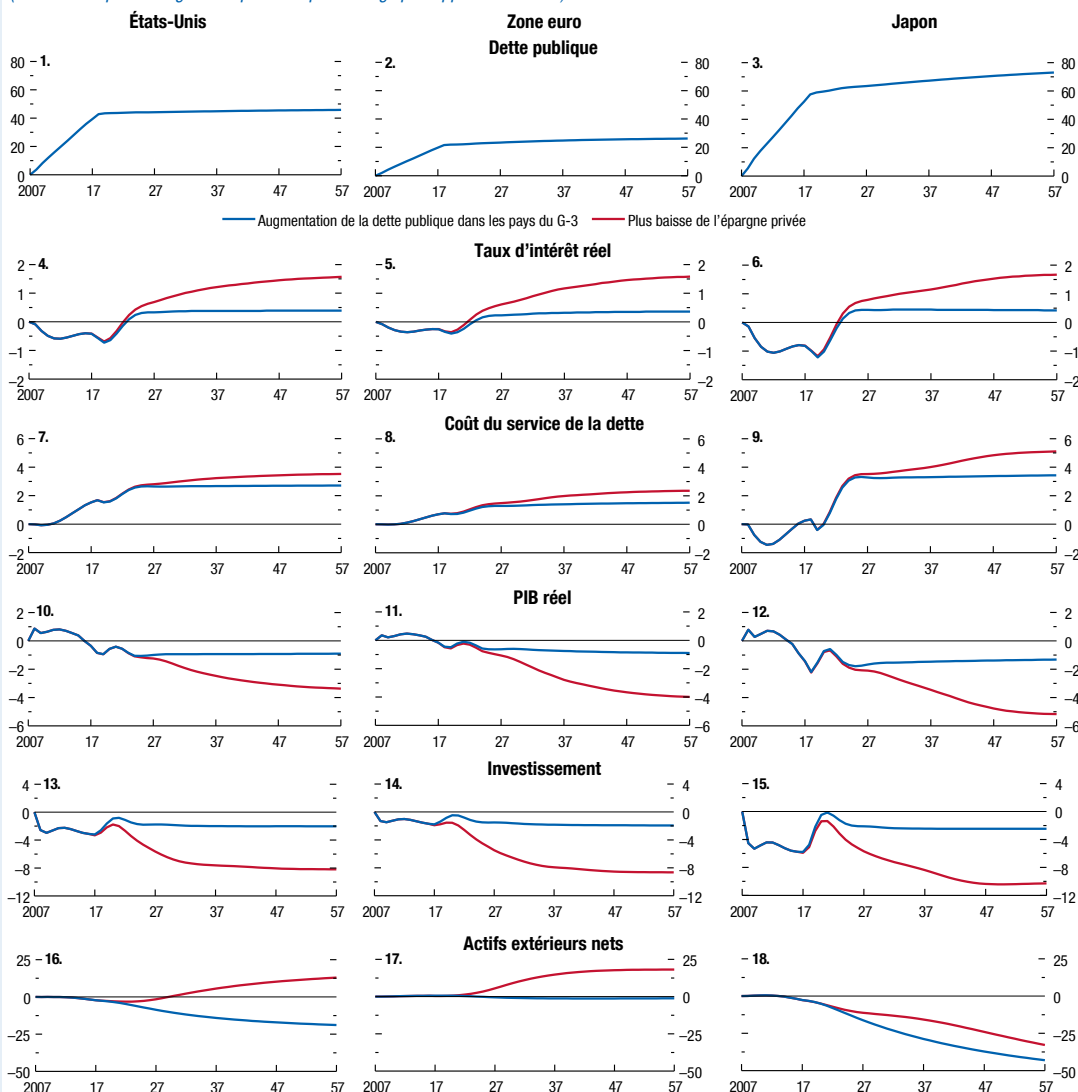
Les auteurs principaux de cet encadré sont Ali Alich, Derek Anderson, Ben Hunt et Douglas Laxton.

¹Voir Kumhof *et al.* (2010) et Anderson *et al.* (à paraître).

²Le recours à un autre dosage d'instruments budgétaires pour générer l'amélioration du solde primaire qui permettrait de couvrir la charge accrue du service de la dette aboutirait à des résultats légèrement différents en ce qui concerne la production soutenable.

Encadré 1.2. (suite)

Graphique 1.2.1. Conséquences de l'augmentation de la dette publique dans les économies avancées
(Déviation en pourcentage ou en points de pourcentage par rapport au contrôle)

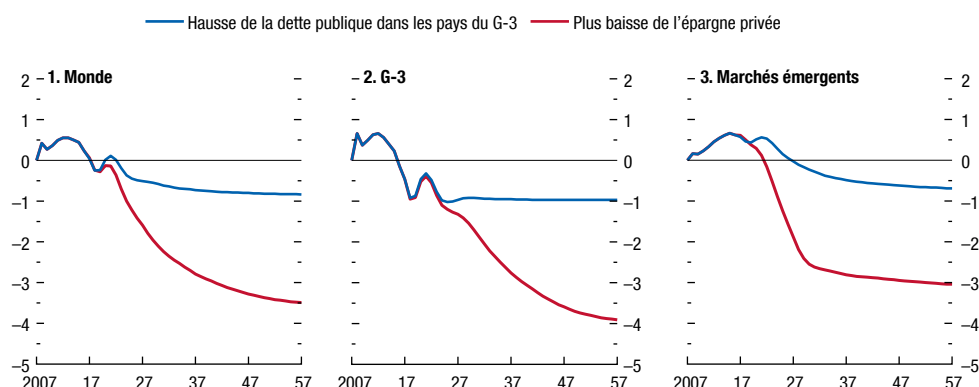


Tandis que la hausse de la dette publique dans les pays du G-3 représente un recul significatif de l'épargne publique, le fait que les taux d'épargne privés pourraient aussi fléchir est un autre sujet de préoccupation. Dans les pays émergents, notamment en Asie, ils ont été très élevés et vont probablement se modérer à l'avenir. Dans les pays du G-3, le vieillissement est

susceptible d'avoir une incidence négative sur ces taux. La ligne rouge sur le graphique 1.2.1 représente les conséquences macroéconomiques d'une éventuelle contraction de l'épargne privée qui s'ajouterait à celle de l'épargne publique. On retient ici une réduction de quelque 2 points de l'épargne privée exprimée en pourcentage du PIB, dans les pays émergents. Pour

Encadré 1.2. (suite)

Graphique 1.2.2. Conséquences de la hausse de la dette publique sur l'économie mondiale
(Déviation en points de pourcentage par rapport au contrôle)



Source : estimations des services du FMI.

Note : le G-3 comprend les États-Unis, le Japon et la zone euro.

les économies du G-3, la baisse du taux d'épargne est estimée à partir des projections de l'ONU sur la population en âge de travailler. On suppose que pour toute diminution de 1 % de cette population, l'épargne recule de 0,7 %³. Le premier fait à noter est que cela implique nécessairement une hausse supplémentaire de 120 points de base du taux d'intérêt réel. Ensuite, la montée des taux d'intérêt réels accentue les comportements mentionnés ci-dessus. En resserrant la politique budgétaire pour financer la charge accrue du service de la dette, on affaiblit encore davantage l'incitation à travailler, à investir et à consommer. La montée des taux d'intérêt réels se répercute sur le coût du capital, ce qui réduit plus encore l'incitation à investir. Le résultat net est que le PIB fléchit davantage en deçà de la référence si la baisse des taux d'épargne privés s'ajoute à celle des taux d'épargne publics dans les pays du G-3.

Si l'on considère les effets relatifs, le Japon est en position plus délicate que les États-Unis et la zone

euro parce que son niveau d'endettement était le plus élevé dans le contrôle initial et a connu la plus forte augmentation dans le scénario initial. Comme la hausse des taux d'intérêt réels alourdit le coût du service de la dette au Japon, l'ajustement budgétaire nécessaire pour y faire face est plus important, de même que l'effet qui en résulte sur l'incitation à travailler, à investir et à consommer.

Il convient aussi de faire remarquer que la montée de la dette publique dans les pays avancés ne fait pas que réduire leurs résultats possibles en matière de PIB dans la référence : tous les pays souffrent, car tous ressentent la hausse mondiale des taux d'intérêt réels. Le graphique 1.2.2 donne les résultats pour le PIB mondial, le PIB agrégé du G-3 et celui de tous les autres pays. Le G-3 a les plus mauvais résultats, mais tous les pays sont perdants.

L'impact simulé d'une augmentation de la dette et d'une baisse de l'épargne privée dans les pays avancés sur les taux d'intérêt réels, et donc le PIB réel, dépend fortement du rythme auquel les ménages sont désireux de remplacer leur consommation actuelle par une consommation future, ce qu'on appelle l'élasticité intertemporelle de substitution. Les simulations présentées au tableau 1.2.1 supposent une élasticité inter-

³Nous n'incluons pas ici l'effet direct sur la production de la baisse de la population active et considérons uniquement les conséquences pour l'épargne. Cela suppose implicitement que l'effet sur la production du recul de la population active et toutes les conséquences budgétaires, par exemple sur les dépenses de retraite et de santé, sont intégrées à la référence.

Encadré 1.2. (suite)**Tableau 1.2.1. L'importance de l'élasticité intertemporelle de substitution**

	Élasticité intertemporelle de substitution					
	0,25		0,5		1,0	
	Hausse de la dette	Plus baisse de l'épargne	Hausse de la dette	Plus baisse de l'épargne	Hausse de la dette	Plus baisse de l'épargne
PIB réel mondial	-1,75	-7,25	-1,0	-3,50	-0,07	-1,75
Taux d'intérêt réel mondial	0,80	3,30	0,40	1,20	0,20	0,80

Source : calculs des services du FMI.

temporelle de substitution de 0,5, soit plus ou moins au milieu de la fourchette des estimations empiriques. Cependant, étant donné l'incertitude entourant ce paramètre important, le tableau 1.2.1 compare l'impact à long terme sur le PIB et les taux d'intérêt réels mondiaux en utilisant trois valeurs pour l'élasticité intertemporelle de substitution.

Analyse stochastique

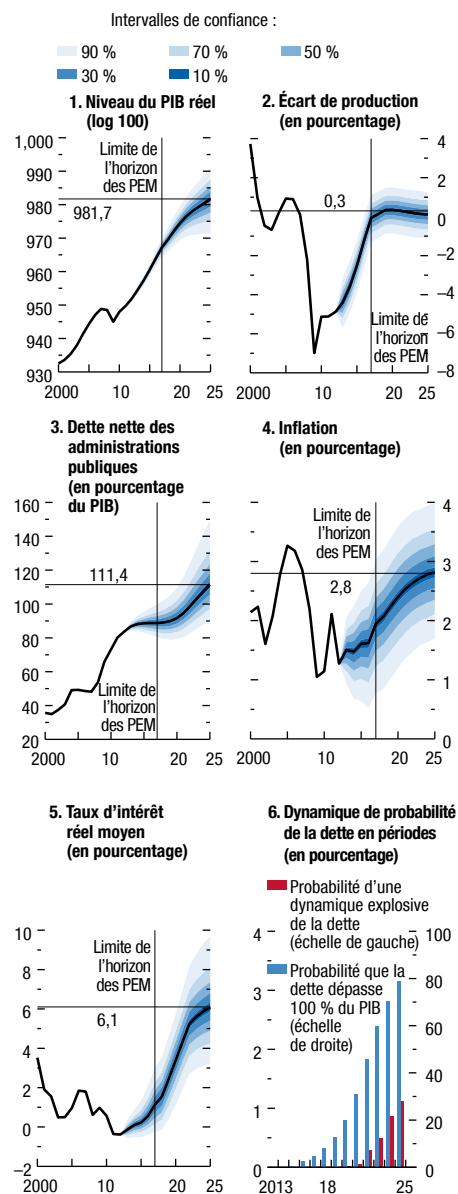
Les simulations faites avec le GIMF sont utiles pour faire apparaître les possibles résultats tendanciels à long terme pour le PIB lorsque les pays du G-3 ont une dette publique élevée. Néanmoins, dans un monde incertain, il faut aussi se demander ce que pourraient être les distributions autour de ces résultats tendanciels compte tenu de la gamme concevable de surprises macroéconomiques futures. Pour calculer les distributions des résultats du PIB, de la dette publique et des taux d'intérêt réels, on utilise un petit modèle empirique appelé FiscalMod. C'est un modèle semi-structurel qui comporte une structure par échéances de la dette publique et une courbe des rendements. Il inclut des chocs stochastiques sur la production, la production potentielle, les déficits, l'inflation et les primes à terme des taux d'intérêt. Il est simulé pour un pays avancé représentatif autour d'un scénario de référence des PEM prolongé. Le graphique 1.2.3 présente les distributions de cas de base à caractère illustratif (avec des intervalles de confiance à 90 %) pour les résultats de PIB, d'écarts de production, de dette publique et d'inflation.

Pour illustrer les risques courus en laissant la dette dériver, le graphique 1.2.3 présente un scénario qui repose sur deux hypothèses. D'abord, une baisse mondiale des taux d'épargne privés (due par exemple au vieillissement) entraîne une hausse du taux d'intérêt réel mondial. Ensuite, au-delà de l'horizon des PEM (2017), on laisse la valeur médiane de la dette

nette passer au-dessus de 100 % du PIB. Les distributions autour de cette référence sont basées sur une règle de politique budgétaire selon laquelle il est plus facile d'augmenter les déficits des administrations quand la conjoncture est mauvaise que de les diminuer quand elle est bonne — on suppose donc qu'il existe un «biais» en faveur de l'élévation des ratios de dette même si les chocs macroéconomiques sont symétriques. Du fait de cette hypothèse, les résultats autour de la référence sont asymétriques : la conjonction de la dérive de la dette et de l'hypothèse selon laquelle ce phénomène fait augmenter les primes de risque et de durée, entraîne une déformation positive des taux d'intérêt réels. Compte tenu de la relation négative entre taux d'intérêt réels et PIB, on obtient une déformation négative du PIB⁴.

Les scénarios dans lesquels la dette et les taux d'intérêt réels sont très élevés n'aboutissent pas seulement à un affaiblissement de la croissance; ils impliquent aussi un risque plus grand de défaillance quand la dynamique budgétaire est perçue comme instable. Dans le modèle, ces scénarios conduiraient à une dynamique explosive et à des effondrements des simulations. Pour illustrer l'importance de ces scénarios catastrophiques, le graphique 1.2.3, page 6, montre la probabilité d'un passage de la dette nette au-dessus de 100 % du PIB et la proportion de scénarios qui s'effondrent à cause d'une dynamique d'instabilité de la dette. Au fur et à mesure que la distribution de la dette s'élève, la proportion de scénarios caractérisés par une dynamique d'instabilité de la dette augmente

⁴L'asymétrie des distributions découle aussi de la non-linéarité : les hausses successives des taux d'intérêt réels causées par l'augmentation de la dette deviennent plus fortes quand la valeur de la dette est supérieure. On trouvera des preuves empiriques du lien entre dette publique et taux d'intérêt réels dans Engen et Hubbard (2004); Gale et Orszag (2004) et Laubach (2009).

Encadré 1.2. (fin)**Graphique 1.2.3. Illustration des effets de l'acceptation d'une nouvelle hausse de la dette publique**

Source : estimations des services du FMI.

en raison de l'élargissement de l'écart entre taux d'intérêt réels et taux de croissance réelle dans un pays.

Cette analyse montre qu'il importe d'adopter des cadres prudents de politique budgétaire qui font diminuer progressivement la dette et s'opposent à une dérive excessive. Mais il faut prendre en considération la rapidité de réduction de la dette en raison de la faiblesse des pays avancés et des contraintes auxquelles se heurte la politique monétaire pour compenser les effets restrictifs d'un assainissement budgétaire. Comme l'indique le graphique 1.2.3, le scénario de référence des PEM fait l'hypothèse d'une résorption graduelle de l'écart entre production et potentiel et d'un risque négligeable de spirale déflationniste (inflation négative et accentuation de cet écart). Bien qu'il ne soit pas illustré par un autre scénario, le même modèle laisse penser qu'une réduction trop hâtive de la dette risquerait de freiner la croissance et d'entraîner les pays avancés dans une spirale déflationniste.

Encadré 1.3. Comment l'incertitude influe-t-elle sur les résultats économiques?

La reprise très lente qui a suivi la crise financière mondiale s'est caractérisée, entre autres, par des épisodes d'incertitude considérable. Au cours des derniers trimestres, la concomitance entre une incertitude élevée et la mollesse de la reprise mondiale a une nouvelle fois été observée. De nombreux commentateurs considèrent que l'incertitude contribue largement à aggraver les turbulences financières et la récession dans la zone euro, à faire caler les marchés du travail aux États-Unis et à ralentir la croissance dans les pays émergents et en développement.

Le présent encadré étudie les effets de l'incertitude sur les résultats macroéconomiques, posant en particulier trois questions essentielles : comment mesure-t-on l'incertitude? Comment évolue-t-elle au cours du cycle économique? Et quel impact a-t-elle sur la croissance et les cycles économiques? Pour répondre à ces questions, l'encadré analyse brièvement les grandes caractéristiques de diverses mesures de l'incertitude et leur lien avec la croissance et les cycles économiques dans les pays avancés, puis interprète les résultats à la lumière des conclusions fournies par les études récentes sur le sujet.

Il apparaît que l'incertitude influe négativement sur l'activité économique. Premièrement, la transmission s'effectue par de multiples circuits; les effets sont souvent amplifiés par les imperfections des marchés financiers et les obstacles institutionnels et peuvent donc varier selon les secteurs et les pays. Deuxièmement, comme la crise financière mondiale l'a cruellement montré, l'incertitude est très anticyclique. Troisièmement, les différentes expériences nationales montrent qu'une incertitude importante va souvent de pair avec des récessions plus profondes et des reprises moins vigoureuses.

Comment mesurer l'incertitude?

Le terme «incertitude économique» désigne fréquemment un contexte dans lequel on ne sait rien ou presque de la façon dont la situation économique va évoluer. Les chocs qui engendrent l'incertitude économique peuvent avoir diverses origines : inflexion des politiques économiques et financières, dispersion des perspectives de croissance, fluctuations de la productivité, guerres,

Cet encadré a été préparé par M. Ayhan Kose et Marco E. Terrones, qui ont bénéficié du concours de Ezgi O. Ozturk en matière de recherche.

attaques terroristes, catastrophes naturelles, etc. (Bloom, 2009). Bien qu'elle soit difficilement quantifiable en raison de son caractère latent, l'incertitude peut être mesurée indirectement de plusieurs manières. Ces mesures soulignent différentes facettes de l'incertitude à laquelle une économie fait face selon les périodes. Certaines mesures se rapportent essentiellement à l'incertitude économique, y compris la volatilité des rendements boursiers, les variations de la productivité globale, la dispersion des prévisions de chômage et la récurrence de certains termes comme «incertitude économique» dans les médias. D'autres mesures concernent l'incertitude au niveau microéconomique, souvent reflétée par divers indicateurs relatifs à la dispersion intersectorielle de la production, au chiffre d'affaires des entreprises et aux rendements boursiers.

Comme c'est essentiellement l'incertitude macroéconomique qui nous intéresse, nous nous concentrons sur quatre mesures en rapport avec la volatilité des rendements boursiers et les politiques économiques. La première est l'écart-type mensuel des rendements boursiers journaliers dans les économies avancées de notre échantillon.

La deuxième mesure est l'indice de volatilité du marché des options de Chicago, qui reflète la volatilité implicite des cours boursiers calculée sur les options du S&P 100. La troisième se rapporte à l'incertitude qui entoure les politiques économiques¹. La quatrième, qui représente l'incertitude au niveau mondial, est le facteur commun dynamique de la première mesure, estimé à partir des données des six principales économies avancées pour lesquelles on dispose des séries les plus longues.

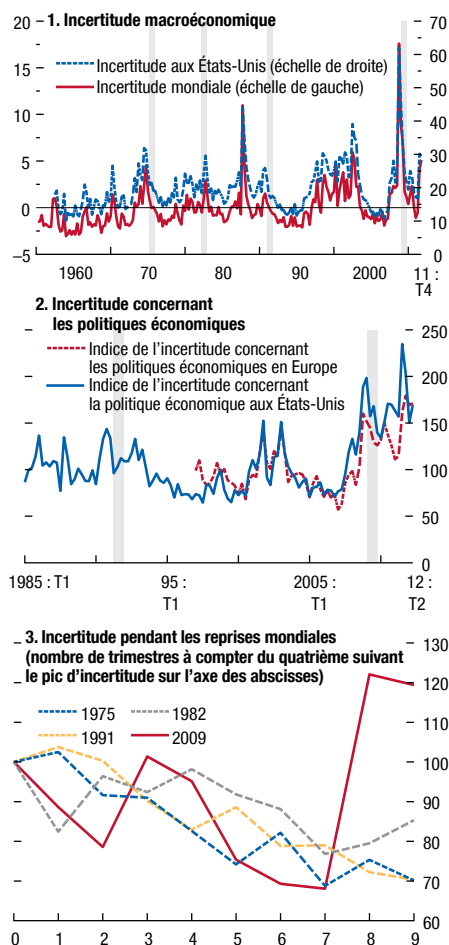
Comment évolue l'incertitude?

L'incertitude macroéconomique et l'incertitude relative aux politiques économiques tendent à augmenter

¹Nous empruntons notre mesure de l'incertitude relative aux politiques économiques à Baker, Bloom et Davis (2012), qui utilisent une moyenne pondérée de trois indicateurs : la fréquence de la cooccurrence des termes «politique économique» et «incertitude» dans les médias, le nombre de dispositions fiscales qui prendront fin dans les années suivantes et la dispersion des prévisions relatives aux dépenses publiques et à l'inflation. Comme la majeure partie de ces informations se rapportent à des résultats, elles ne font pas la distinction entre l'incertitude concernant les objectifs des pouvoirs publics et l'incertitude concernant les instruments utilisés pour les atteindre.

Encadré 1.3. (suite)

Graphique 1.3.1. Évolution de l'incertitude (Indices)



Sources : calculs des services du FMI; Baker, Bloom et Davis (2012).
Notes : Dans les deux premières pages, les zones en tirets correspondent aux périodes de récession mondiale. Ces récessions (1975, 1982, 1991 et 2009) sont identifiées selon la méthode de Kose, Loungani et Terrones (2009). Dans la deuxième page, l'incertitude concernant les politiques économiques aux États-Unis et dans la zone euro provient de Baker, Bloom et Davis (2012). Ces indicateurs étant fondés sur des mesures différentes, leurs niveaux ne sont pas strictement comparables. Dans la troisième page, chaque courbe illustre l'évolution de l'incertitude aux États-Unis à compter du quatrième trimestre suivant le pic d'incertitude atteint pendant chaque récession mondiale.

en période de récession mondiale (graphique 1.3.1). Aux États-Unis et dans la zone euro, l'incertitude liée aux politiques économiques n'a guère diminué depuis la crise financière mondiale et l'apparition récente du problème des dettes souveraines dans la zone euro. En

outre, la reprise mondiale apathique s'est accompagnée d'une incertitude anormalement importante et volatile, contrairement aux reprises qui avaient suivi les trois autres récessions mondiales présentées au graphique 1.3.1, caractérisées par un recul régulier de l'incertitude.

L'incertitude est extrêmement anticyclique. L'incertitude macroéconomique varie selon les phases du cycle économique : en période d'expansion, dans les économies avancées, elle est en moyenne bien moins forte qu'en période de récession, quelle que soit la mesure (tableau 1.3.1). Mesurée par la volatilité des fluctuations de la productivité dans les unités de production américaines, l'incertitude microéconomique est elle aussi anticyclique et a atteint son point le plus haut depuis 1970 pendant la Grande Récession (Bloom *et al.*, 2012).

Le lien de causalité entre incertitude et cycle économique est difficile à établir : est-ce l'incertitude qui engendre les récessions ou l'inverse? Les éléments empiriques ne permettent pas de trancher². Néanmoins, comme le montre la discussion qui suit, la théorie économique met en évidence les circuits par lesquels l'incertitude peut peser sur la croissance. Une certaine dose d'incertitude est sans doute inhérente à tout cycle économique : les entreprises et les ménages ne peuvent pas deviner immédiatement quels seront les secteurs de l'économie qui réagiront bien et ceux qui réagiront mal, et pour combien de temps, aux chocs qui déclenchent les récessions.

Quels sont les effets de l'incertitude sur la croissance et les cycles économiques?

Selon la théorie économique, l'incertitude macroéconomique peut peser sur la production par différents circuits. En période de grande incertitude, par exemple, les entreprises réduisent leur demande d'investissements et diffèrent leurs projets à mesure que de

²Bachmann et Moscarini (2011) déterminent la direction du lien de causalité comme suit : la récession engendre l'incertitude. En revanche, Baker et Bloom (2011), qui se servent de données sur les catastrophes, établissent un lien inverse; Bloom *et al.* (2012) estiment quant à eux que ce n'est pas la croissance qui fait varier l'incertitude. Globalement, les prédictions théoriques et les résultats empiriques indiquent que l'incertitude peut influencer de deux manières sur le cycle économique, comme catalyseur ou comme vecteur de propagation.

Encadré 1.3. (suite)**Tableau 1.3.1. Variations de l'incertitude sur le cycle économique**

	Incertitude propre au pays	Incertitude aux États-Unis	Incertitude concernant la politique économique	Incertitude mondiale
Récession	1,29*** (0,08)	24,12*** (0,50)	134,59*** (2,78)	1,61*** (0,18)
Expansion	0,93*** (0,03)	19,03*** (0,06)	100,56*** (0,51)	-0,24** (0,02)
Nombre d'observations	3.138	4.158	2.268	4.347
Nombre de pays	21	21	21	21
R ² ajusté	0,77	0,89	0,92	0,07
Test (valeurs <i>p</i>)				
H0 : coefficient de récession = coefficient d'expansion	0,00	0,00	0,00	0,00

Source : calculs des services du FMI.

Notes : La variable dépendante est le niveau d'incertitude. Dans les régressions, les récessions et les expansions se rapportent aux variables indicatrices respectivement égales à un et à zéro quand l'économie est en récession et en expansion. La définition des périodes de récession et d'expansion est empruntée à Claessens, Kose et Terrones (2012). L'incertitude propre au pays renvoie à l'écart-type mensuel des rendements boursiers journaliers dans chaque pays. Les rendements journaliers sont calculés à l'aide de l'indice boursier propre à chaque pays. Les séries de données couvrent la période 1960–2011, mais la couverture varie selon les pays. Aux États-Unis, l'incertitude renvoie à l'indice VXO du Chicago Board Options Exchange, calculé à partir des options du S&P 100. Pour la période antérieure à 1986, cette série a été étendue suivant Bloom (2009). La mesure de l'incertitude relative aux politiques économiques est un indice de l'incertitude concernant la politique économique aux États-Unis emprunté à Baker, Bloom et Davis (2012). Cette mesure correspond à la moyenne pondérée de trois indicateurs, à savoir la fréquence de la cooccurrence des termes «politique économique» et «incertitude» dans les médias, le nombre de dispositions fiscales qui prendront fin dans les prochaines années et la dispersion des prévisions concernant les dépenses publiques et l'inflation. L'incertitude mondiale est le facteur commun dynamique de la première mesure, estimé à partir des séries de l'Allemagne, des États-Unis, de la France, de l'Italie, du Japon et du Royaume-Uni (pays ayant les séries d'indices boursiers les plus longues). *** = coefficients statistiquement significatifs au niveau de 1 %. Les erreurs standard sont indiquées entre parenthèses.

nouvelles informations leur arrivent, car annuler des investissements est souvent coûteux (Bernanke, 1983; Dixit et Pindyck, 1994). Dans une telle conjoncture, les ménages réagissent comme les entreprises : ils diminuent leur consommation de biens durables en attendant des jours moins incertains. Du côté de l'offre, les plans de licenciement des entreprises subissent aussi les effets négatifs d'une incertitude accrue, reflétant les coûts élevés d'ajustement des effectifs (Bentolila et Bertola, 1990).

Les imperfections des marchés financiers peuvent amplifier les effets négatifs de l'incertitude sur la croissance. En théorie, l'incertitude provoque une baisse du rendement anticipé des projets financés par l'emprunt et rend plus compliquée la valorisation des garanties. Les créanciers facturent donc des taux d'intérêt plus élevés et limitent les prêts, diminuant du même coup la capacité d'emprunt des entreprises. Le moindre recours à l'emprunt entraîne une contraction de l'investissement, en particulier parmi les entreprises ayant déjà des problèmes d'accès au crédit, ce qui se traduit par une décélération de la productivité consécutive à la baisse des dépenses de recherche-développement. Ces facteurs conjugués peuvent induire une réduction significative de la croissance de la production (Gilchrist, Sim et Zakrajsek, 2010).

Les effets de l'incertitude varient selon les secteurs et les pays. Les secteurs produisant des biens durables (machines et équipements, automobiles, logements, mobilier, etc.) sont souvent les plus touchés quand l'incertitude s'accroît. L'impact sur la consommation et l'investissement d'une brusque montée de l'incertitude est plus important dans les pays émergents que dans les pays avancés, sans doute parce que les premiers ont des institutions et des marchés financiers plutôt moins développés (Carrière-Swallow et Céspedes, 2011).

L'expérience semble montrer que l'incertitude tend à avoir des effets délétères sur la croissance. Il y a une corrélation négative entre le taux de croissance de la production et l'incertitude macroéconomique (tableau 1.3.2). Une hausse de 1 écart-type de l'incertitude s'accompagne d'une baisse de la croissance de la production comprise entre 0,4 et 1,25 point de pourcentage selon la mesure de l'incertitude macroéconomique utilisée. De fait, on a observé de nombreux épisodes durant lesquels l'incertitude a augmenté d'au moins 1 écart-type, notamment au début de la Grande Récession et pendant la dernière crise de la dette dans la zone euro. Une incertitude importante tend à s'accompagner d'une chute de l'investissement plus marquée que celle de la crois-

Encadré 1.3. (suite)**Tableau 1.3.2. Incertitude et croissance**

	Production				Consommation				Investissement			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
Incertitude propre au pays	-0,65*				-0,23				-1,18			
	(0,37)				(0,38)				(0,99)			
Incertitude aux États-Unis		-0,18***				-0,12***				-0,41***		
		(0,01)				(0,01)				(0,06)		
Incertitude relative à la politique économique			-0,01***				-0,01				-0,02**	
			(0,00)				(0,00)				(0,01)	
Incertitude mondiale				-0,46***				-0,31***				-0,87***
				(0,03)				(0,04)				(0,164)
Nombre d'observations	3.117	4.157	2.267	4.283	3.115	4.155	2.265	4.281	3.111	4.041	2.265	4.123
Nombre de pays	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
R ² ajusté	0,42	0,38	0,44	0,38	0,09	0,13	0,06	0,13	0,31	0,25	0,35	0,25

Source : calculs des services du FMI.

Note : La variable dépendante est la croissance en glissement annuel de l'agrégat macroéconomique correspondant. Toutes les spécifications incluent des effets fixes et temporels nationaux. Concernant les mesures de l'incertitude, voir les notes du tableau 1.3.1. *, ** et *** indiquent respectivement une significativité au niveau de 10 %, 5 % et 1 %. Les erreurs standard sont indiquées entre parenthèses.

Tableau 1.3.3. Incertitude et cycles économiques

	Récessions		Reprises	
	Avec incertitude importante	Autres	Avec incertitude importante	Autres
Production				
Durée	4,00	3,89	4,81	4,54
Amplitude	-3,66**	-1,85	2,31*	3,06
Pente	-0,78*	-0,49	0,66*	
Perte cumulée	-5,81*	-2,99	...	...
Consommation	-0,46	-0,37	1,53	2,21
Investissement	-9,44	-5,22	-0,48**	3,28
Nombre d'épisodes	28	83	28	82

Source : calculs des services du FMI.

Note : Une récession est associée à une incertitude importante si le niveau d'incertitude mesuré à son creux se classe dans le quartile supérieur de l'incertitude mesurée aux creux de toutes les récessions. Une reprise est associée à une incertitude importante si l'incertitude moyenne mesurée pendant cette reprise se classe dans le quartile supérieur de l'incertitude moyenne mesurée pour tous les épisodes de reprise. La définition des périodes de récession et de reprise est empruntée à Claessens, Kose et Terrones (2012). Toutes les statistiques correspondent à la médiane de l'échantillon, sauf la «durée», qui correspond à une moyenne. Pour les récessions, la durée est le nombre de trimestres séparant le pic du creux. La durée des reprises correspond au temps nécessaire pour revenir au niveau atteint lors du pic précédent à partir du creux. L'amplitude des récessions est calculée à partir de la baisse de production mesurée pendant la récession et exprimée en pourcentage. Pour les récessions, l'amplitude est calculée sur la base de la variation annuelle de la production après le creux (et exprimée en pourcentage). La pente des récessions est l'amplitude pic-creux divisée par la durée. La pente des reprises est l'amplitude entre le creux et la période où la production atteint le niveau de son dernier pic, divisée par la durée. La notion de «perte cumulée» combine des informations sur la durée et l'amplitude en vue de mesurer le coût total d'une récession; elle est exprimée en pourcentage. ** et * indiquent que les caractéristiques des récessions (reprises) associées à une incertitude importante diffèrent de celles d'autres récessions (reprises) aux seuils de significativité de 5 % et 10 %, respectivement.

sance de la production et de la consommation. Ces résultats semblent confirmer la validité des différents circuits théoriques par lesquels l'incertitude pèserait sur l'activité économique. Ils corroborent également des études récentes attestant d'une relation négative entre croissance et incertitude³.

³Les éléments empiriques fondés sur des modèles d'auto-régression vectorielle (VAR) montrent que les chocs liés à l'incertitude ont des effets négatifs significatifs sur la production

L'incertitude relative aux politiques économique a elle aussi des effets négatifs sur la croissance économique, qui se propagent essentiellement par deux

et l'emploi (Bloom, 2009; Hirata *et al.*, 2012). En outre, ces résultats font écho aux résultats obtenus dans un domaine plus vaste, celui des recherches concernant l'effet négatif de la volatilité macroéconomique et de la politique économique sur la croissance économique (Ramey et Ramey, 1995; Kose, Prasad et Terrones, 2006; Fatas et Mihov, à paraître).

Encadré 1.3. (fin)

canaux. Premièrement, elle influence directement le comportement des ménages et des entreprises, qui diffèrent leurs décisions d'investissement et de consommation quand il est très difficile de prévoir la politique que conduiront les pouvoirs publics. Deuxièmement, cette incertitude alimente l'incertitude macroéconomique qui, à son tour, freine la croissance. Comme indiqué, l'incertitude relative aux politiques économiques a atteint des niveaux records depuis la Grande Récession, augmentant en particulier d'approximativement 5 écarts-types entre 2006 et 2011. Cette forte hausse pourrait avoir coûté 2½ points de croissance aux pays avancés⁴.

Il semble également exister un lien entre, d'une part, le degré d'incertitude économique et, d'autre part, la sévérité des récessions et la vigueur des reprises. Les récessions sur fond d'incertitude importante, en particulier, sont souvent plus profondes, plus longues et plus graves que les autres. Qui plus est, elles sont associées à des pertes de production cumulées globalement deux fois supérieures aux pertes constatées pendant d'autres récessions (tableau 1.3.3). De même, les reprises coïncidant avec une période de forte incertitude sont moins

⁴Ce résultat est confirmé par une étude récente de Baker, Bloom et Davis (2012). Utilisant un modèle VAR, ils constatent qu'une forte progression de l'incertitude, comparable à celle observée aux États-Unis entre 2006 et 2011, s'accompagne d'une baisse d'environ 3 % du PIB réel et d'une contraction de 16 % de l'investissement privé.

vigoureuses et plus lentes que les autres⁵ et tendent à s'accompagner d'une croissance moins rapide de la consommation et de l'investissement.

Reprise mondiale sur fond d'incertitudes multiples

Historiquement, les épisodes d'incertitude élevée coïncident avec des périodes de faible croissance et l'accentuation récente de l'incertitude fait surgir le spectre d'une autre récession mondiale. Les dirigeants n'ont guère les moyens d'agir sur l'incertitude intrinsèque au cycle économique. Toutefois, l'incertitude relative aux politiques économiques est exceptionnellement forte et elle contribue de manière significative à l'incertitude macroéconomique. En prenant sans tarder des mesures audacieuses, les responsables des politiques économiques peuvent atténuer l'incertitude liée à cet aspect et aider au redémarrage de la croissance économique. Les mesures précises qu'ils doivent prendre sont analysées dans le corps du chapitre 1.

⁵À cet égard, l'incertitude exceptionnellement forte à laquelle l'économie mondiale fait face depuis la crise financière de 2007-09 et les épisodes concomitants de récession sévère et de reprise molle jouent un rôle explicatif important. Les chocs d'incertitude représentent environ un tiers des variations cycliques dans les économies avancées et jusqu'à la moitié de la volatilité cyclique des pays émergents et en développement, donnant à penser qu'ils jouent un rôle non négligeable dans la dynamique des phases de récession et d'expansion (Bloom *et al.*, 2012; Baker et Bloom, 2011). D'autres études pertinentes concluent que les chocs associés à l'incertitude et aux turbulences financières ont été les principaux facteurs ayant conduit à la Grande Récession (Stock et Watson, à paraître).

Encadré 1.4. Les énergies non conventionnelles aux États-Unis

Aux États-Unis, la production de gaz naturel et de pétrole a augmenté au cours des dernières années, dopée principalement par la commercialisation de techniques de forage horizontal et de fracturation hydraulique (*fracking*) des schistes^{1,2}. «La révolution des énergies non conventionnelle» a démarré dans le secteur du gaz naturel durant la dernière décennie et la production de gaz a augmenté de 28 % entre 2005 et 2011, et le mouvement s'est poursuivi en 2012, mais à un rythme plus lent³. L'essor du gaz non conventionnel a contribué à la chute des prix du gaz naturel et les producteurs se concentrent désormais sur les gaz humides ou se tournent vers l'huile de schiste.

Depuis 2005, l'exploitation de ces techniques a mis fin à la baisse tendancielle de la production pétrolière américaine en stimulant la production à partir de gisements non conventionnels, tout d'abord en maintenant la production totale des États-Unis aux environs de 7 millions de barils jusqu'en 2008 (8 % de la production mondiale journalière). Plus récemment, de 2009 à la première moitié de 2012, la production pétrolière a augmenté d'environ 2 millions de barils par jour, pour avoisiner 9 millions de barils (10 % de la production mondiale journalière). Cette progression plus récente est largement attribuable à l'exploitation

de gisements de schiste non conventionnels dans le Dakota du Nord et au Texas, où des techniques comparables aux techniques d'avant-garde utilisées pour le gaz de schiste non conventionnel servent à extraire de l'huile de schiste et d'autres sous-produits (liquides du gaz naturel) (voir tableau 1.DS.2).

L'envolée spectaculaire des énergies non conventionnelles a également des incidences sur les autres marchés de l'énergie. Le recul des prix du gaz naturel a entraîné le remplacement du charbon dans le secteur de la production électrique et le découplage des prix du gaz naturel américain et de ceux du pétrole brut. L'éviction du charbon résulte essentiellement du fait que les producteurs d'électricité américains lui préfèrent désormais le gaz naturel, dont les prix ont baissé. D'un côté, l'éviction du charbon aux États-Unis a été bénéfique pour l'Europe, où la demande a augmenté en raison de la désaffection à l'égard de combustibles plus chers — notamment le gaz naturel (non américain), dont le prix reste lié à celui du pétrole — et de la sortie progressive du nucléaire. D'un autre côté, l'augmentation de la production de gaz naturel non conventionnel s'est aussi traduite par un découplage des prix du gaz naturel américain et des prix du brut; les prix du gaz ont atteint leur plus bas niveau en dix ans⁴. L'augmentation de la production de pétrole non conventionnel a également contribué au gonflement des stocks dans le centre du continent, ce qui a fait chuter le prix du brut américain West Texas Intermediate par rapport aux pétroles bruts proposés sur le marché international (Brent, Dubaï Fateh).

L'avenir de l'extraction non conventionnelle est incertain en raison de son coût relatif : il faudrait que les cours du brut s'échelonnent entre 50 et 90 dollars le baril pour que l'extraction soit rentable (point d'équilibre). Par conséquent, un reflux des cours du brut vers les niveaux atteints pendant la crise de 2008 pourrait ralentir la production de pétrole non conventionnel aux États-Unis. Malgré les incertitudes, les spécialistes du secteur pétrolier pensent que la production américaine pourrait augmenter chaque année

Cet encadré a été préparé par Samya Beidas-Strom et Akito Matsumoto.

¹La fracturation hydraulique consiste à injecter dans un puits un mélange d'eau, de sable et de produits chimiques sous haute pression afin de fissurer la roche contenant des liquides. Le forage horizontal permet un accès plus aisé aux poches de liquides et donc le pompage de quantités plus importantes. Jusqu'à présent, l'application de cette technique aux hydrocarbures liquides était considérée comme trop compliquée ou trop coûteuse et inquiétait les défenseurs de l'environnement, notamment en raison d'un risque de contamination des nappes phréatiques.

²Dans cet encadré, le terme «pétrole» désigne le pétrole brut (conventionnel), les condensats, les liquides du gaz naturel et le pétrole non conventionnel.

³Le gaz naturel non conventionnel se trouve dans des sites nécessitant des techniques d'extraction particulières, comme le forage horizontal et la fracturation hydraulique. Le terme «non conventionnel» englobe le gaz de schiste, le gaz compact et le méthane houiller; ces gaz sont comparables au gaz naturel classique à ceci près que leur extraction exige la mise en œuvre de méthodes non conventionnelles. Le pétrole non conventionnel tel que l'huile de schiste est extrait de la roche avec les mêmes techniques non conventionnelles que celles utilisées pour le gaz de schiste; il s'agit cependant de pétrole conventionnel, de même qualité que le pétrole brut léger.

⁴Jusqu'au début des années 90, les prix du gaz naturel étaient soumis à une réglementation très stricte et les autorités de réglementation se servaient des prix du pétrole comme référence pour la tarification du gaz. La déréglementation et la restructuration du secteur des pipelines ont fait émerger un marché où les différents types de gaz sont en concurrence directe les uns avec les autres.

Encadré 1.4. (fin)

de 1 million de barils par jour jusqu'en 2015, voire plus. En outre, comme il existe d'importantes réserves de pétrole de réservoir compact dans d'autres régions du monde, son extraction, si elle est rentable, pourrait compenser les baisses de production dans les gisements conventionnels vieillissants et apaiser du même coup les craintes liées à la raréfaction du pétrole. Enfin, l'abondance des ressources non conventionnelles n'empêchera peut-être pas le renchérissement du pétrole à court terme, mais pourrait y parvenir à long terme : si les cours se maintiennent au-dessus de

80 dollars le baril, la hausse des prix de l'énergie stimulera la production non conventionnelle. En même temps, la substituabilité des énergies dépend d'un certain nombre de facteurs : les producteurs d'électricité ont abandonné le charbon pour le gaz naturel, tout comme le secteur pétrochimique, mais, dans le secteur des transports, la transition du pétrole au gaz naturel se révèle beaucoup plus lente⁵.

⁵Pour un traitement approfondi de ce sujet, voir le chapitre 3 de l'édition d'avril 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Encadré 1.5. Crise de l'approvisionnement alimentaire : qui sont les plus vulnérables?

Les cours des denrées alimentaires augmentent dans le monde entier, ressuscitant le spectre d'une crise alimentaire comme celle de 2007-08. En quoi la situation est-elle différente en 2012? Quelles sont les régions les plus vulnérables à la flambée actuelle des cours¹? Le choc est moins grave qu'en 2007-08, car il n'a pas affecté de la même manière toutes les grandes cultures ni été aggravé par des restrictions commerciales et le prix des intrants énergétiques. Néanmoins, en termes de vulnérabilité, on observe des disparités interrégionales importantes : l'Afrique, l'Amérique centrale, les Caraïbes et le Moyen-Orient semblent les plus exposés au renchérissement des denrées alimentaires, car leurs volants de sécurité sont modestes et ils sont très dépendants du marché mondial pour leurs approvisionnements alimentaires.

La crise alimentaire de 2007-08 a été exacerbée par diverses restrictions aux exportations imposées par d'importants exportateurs de produits alimentaires²;

Cet encadré a été préparé par Marina Rousset.

¹La composition régionale est celle définie par le Département de l'agriculture des États-Unis. L'Amérique du Nord inclut le Mexique et l'Océanie inclut l'Australie et la Nouvelle-Zélande. En raison de données trop limitées, il n'a pas été possible de distinguer les pays insulaires du Pacifique, vulnérables aux fluctuations brusques des prix des denrées alimentaires, du reste de l'Océanie.

²D'après une enquête portant sur 77 pays et réalisée en 2008 par l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture, environ les trois quarts de ces pays avaient imposé une forme ou une autre de restriction aux exportations pendant la crise alimentaire.

ces derniers n'ont en revanche pris aucune mesure de ce type en 2012. Depuis la dernière crise alimentaire, l'offre de denrées alimentaires s'est adaptée à une demande soutenue et à des prix relativement élevés : les superficies et les rendements ont augmenté, de même que la productivité. En conséquence, les volants de sécurité mondiaux (mesurés par les ratios stocks/consommation) se sont nettement améliorés, en particulier pour le riz et le blé.

En 2012, la contagion des marchés de l'énergie a été bien plus limitée. Les prix de l'énergie influent sur les cours mondiaux des denrées alimentaires principalement par deux circuits, à savoir le gonflement des coûts et la contraction de la demande. Premièrement, les intrants à forte intensité énergétique comme les engrais azotés à base d'ammoniac ainsi que l'électricité constituent des vecteurs de transmission entre les prix de l'énergie et ceux des aliments. Deuxièmement, le remplacement des cultures vivrières par des cultures destinées à la production de carburants a pris de l'importance depuis quelques années : le maïs et le sucre servent de plus en plus à produire de l'éthanol, tandis que le soja et d'autres oléagineux sont convertis en biodiesel. Pendant la crise alimentaire de 2007-08, les prix de l'énergie étaient grimpés en flèche comme ceux des denrées alimentaires, ce qui avait amplifié les répercussions via les deux circuits. Récemment, les prix de l'énergie ont fléchi, limitant les effets sur les cours des denrées alimentaires. En 2011, les subventions américaines au secteur de l'éthanol ont pris fin,

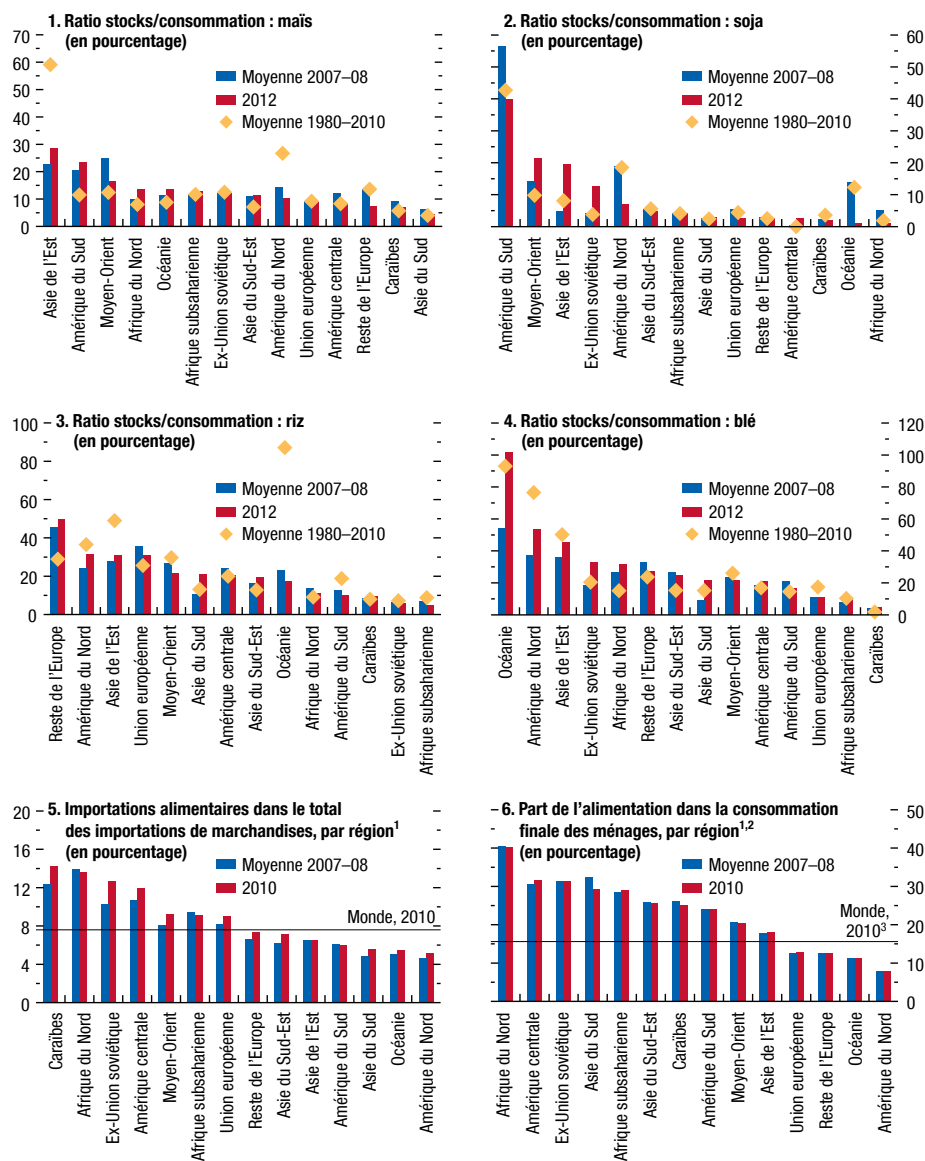
Tableau 1.5.1. Vulnérabilité alimentaire par région

	Stocks alimentaires (ou ratios stocks/consommation) faibles	Forte dépendance vis-à-vis des marchés mondiaux pour leur alimentation	Part prépondérante de l'alimentation dans la consommation finale
Caraïbes	*	*	*
Amérique centrale	*		
Asie de l'Est			
Union européenne			
Ex-Union soviétique		*	*
Moyen-Orient	*	*	*
Afrique du Nord		*	*
Amérique du Nord	*		
Océanie			
Reste de l'Europe			
Amérique du Sud	*		*
Asie du Sud			*
Asie du Sud-Est			*
Afrique subsaharienne	*	*	*

Sources : États-Unis, Département de l'agriculture; Organisation mondiale du commerce; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; calculs des services du FMI.

Encadré 1.5. (suite)

Graphique 1.5.1. Vulnérabilités alimentaires par région



Sources : États-Unis, Département de l'Agriculture; Organisation mondiale du commerce; calculs des services du FMI.

¹2010 correspond à la dernière estimation disponible. Les données régionales sont des données agrégées (pondérations en fonction du PIB).²Inclut la consommation domestique de denrées alimentaires et de boissons non alcooliques.³Part non pondérée pour les 84 pays de l'échantillon.

Encadré 1.5. (fin)

ce qui a également contribué à réduire le détournement des cultures au profit de la production d'énergie. Par conséquent, les répercussions des prix de l'énergie sur les cours des denrées alimentaires sont moins importantes qu'en 2007-08.

Mais les pays d'Afrique, d'Amérique centrale, des Caraïbes et du Moyen-Orient sont vulnérables aux hausses des prix alimentaires. Malgré des disparités significatives, toutes les régions qui disposent de volants de sécurité réduits, qui sont très dépendantes du marché mondial pour leur approvisionnement alimentaire et dont l'alimentation représente une part importante de la consommation finale semblent être les plus vulnérables face aux envolées des prix alimentaires (tableau 1.5.1, graphique 1.5.1)³.

- Naturellement, les régions qui ne sont pas autonomes sur le plan agricole et dépendent donc du marché mondial sont les plus exposées aux effets de la volatilité des cours mondiaux. Il s'agit, entre autres, des pays des Caraïbes et d'Amérique centrale, qui importent respectivement les trois quarts et la moitié de leur maïs et dont les volants de sécurité ont diminué depuis 2007-08.
- Les pays du Moyen-Orient et d'Afrique subsaharienne, qui importent plus de la moitié du blé qu'ils consomment et dont les ratios stocks/consommation de blé et de riz sont inférieurs aux moyennes historiques, pourraient être durement touchés si les cours mondiaux du blé continuent de monter, car ils disposent de volants de sécurité moins importants.
- L'Afrique du Nord, où les denrées alimentaires représentent environ 40 % de la consommation finale, est également vulnérable à la montée des prix de l'alimentation, car elle dépend assez largement des importations pour se nourrir.

³L'exposition régionale aux fluctuations des prix alimentaires mondiaux n'a guère évolué depuis 2007-08.

S'agissant des autres régions, l'exposition à la volatilité des cours mondiaux varie selon les cultures considérées. Dans l'ex-Union soviétique, les denrées alimentaires représentent une part importante des importations et de la consommation des ménages, mais, grâce au commerce interrégional, l'exposition aux marchés mondiaux du blé (première culture vivrière et commerciale de la région) est relativement limitée. L'Asie de l'Est, en particulier la Chine, dépend du marché mondial pour couvrir une part importante de sa demande intérieure de soja, mais dispose de volants de sécurité substantiels. Bien que l'Amérique du Nord, qui est exportatrice nette des principales cultures vivrières, ait vu ses stocks — notamment de maïs — baisser de manière significative, ses dépenses alimentaires représentent une moindre part des importations et du revenu des ménages que dans d'autres régions; elle est donc moins vulnérable aux augmentations des prix de l'alimentation.

Au niveau mondial, les ratios stocks/consommation actuellement mesurés pour le maïs et le soja sont plus bas qu'en 2007-08, mais plus élevés en ce qui concerne le riz et le blé. De nombreuses régions ont lancé des initiatives pour l'autosuffisance afin d'être moins dépendantes des marchés mondiaux; dans d'autres régions, la demande de précaution concernant les céréales essentielles a augmenté, l'objectif étant d'atténuer les effets des hausses de prix alimentaires. D'autres encore ont mis en place des subventions aux denrées alimentaires et aux engrais ainsi que des programmes de prêts à l'agriculture. Néanmoins, alléger le fardeau que constitue la volatilité des cours mondiaux exige des réformes de plus grande envergure : améliorer les infrastructures agricoles, créer des dispositifs de protection efficaces pour les pauvres, s'attaquer au changement climatique, favoriser l'augmentation de la production alimentaire agricole (et supprimer les mesures qui la décourage), etc.

Bibliographie

- Anderson, D., B. Hunt, M. Kortelainen, D. Muir, and S. Snudden (à paraître), "Getting to Know the GIMF: The Simulation Properties of the Global Integrated Monetary and Fiscal Model," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Auerbach, Alan, and Yuriy Gorodnichenko, 2012, "Fiscal Multipliers in Recession and Expansion," in *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, ed. by Alberto Alesina and Francesco Giavazzi (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bachmann, Rudiger, and Giuseppe Moscarini, 2011, "Business Cycles and Endogenous Uncertainty," University of Michigan Working Paper (Ann Arbor, Michigan).
- Baker, Scott, and Nicholas Bloom, 2011, "Does Uncertainty Drive Business Cycles? Using Disasters as a Natural Experiment," Stanford University Working Paper (Stanford, California).
- _____, and Steven J. Davis, 2012, "Measuring Economic Policy Uncertainty," Stanford University Working Paper (Stanford, California).
- Barkbu, Bergljot, Jesmin Rahman, Rodrigo Valdés, and a staff team, 2012, "Fostering Growth in Europe Now," IMF Staff Discussion Note No. 12/07 (Washington: International Monetary Fund). www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1207.pdf.
- Batini, Nicoletta, Giovanni Callegari, and Giovanni Melina, 2012, "Successful Austerity in the United States, Europe, and Japan," IMF Working Paper No. 12/190 (Washington: International Monetary Fund).
- Benes, Jaromir, Marcelle Chauvet, Ondra Kamenik, Michael Kumhof, Douglas Laxton, Susanna Mursula, and Jack Selody, 2012, "The Future of Oil: Geology versus Technology," IMF Working Paper No. 12/109 (Washington: International Monetary Fund).
- Bentolila, Samuel, and Giuseppe Bertola, 1990, "Firing Costs and Labour Demand: How Bad Is Euroclerosis?" *Review of Economic Studies*, Vol. 57, No. 3, p. 381–402.
- Bernanke, Ben, 1983, "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, No. 1, p. 85–106.
- Bloom, Nicholas, 2009, "The Impact of Uncertainty Shocks," *Econometrica*, Vol. 77, No. 3, p. 623–85.
- _____, Max Floetotto, Nir Jaimovich, Itay Saporta-Eksten, and Stephen Terry, 2012, "Really Uncertain Business Cycles," NBER Working Paper No. 18245 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Carrière-Swallow, Yan, and Luis Felipe Céspedes, 2011, "The Impact of Uncertainty Shocks in Emerging Economies," Central Bank of Chile Working Paper No. 646 (Santiago).
- Chinn, Menzie David, and Olivier Coibion, 2009, "The Predictive Content of Commodity Futures," La Follette School of Public Affairs Working Paper No. 2009–016 (Madison, Wisconsin: University of Wisconsin). <http://ssrn.com/abstract=1490043> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1490043>.
- Christiano, Lawrence, Martin Eichenbaum, and Sergio Rebelo, 2011, "When Is the Government Spending Multiplier Large?" *Journal of Political Economy*, Vol. 119, No. 1, p. 78–121.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2012, "How Do Business and Financial Cycles Interact?" *Journal of International Economics*, Vol. 87, No. 1, p. 178–90.
- Conseil européen (CE), 2012, «Vers une véritable union économique et monétaire», Rapport du 26 juin présenté par le Président du Conseil, Herman Van Rompuy (Bruxelles). <http://register.consilium.europa.eu/pdf/fr/12/st00/st00120.fr12.pdf>.
- Decressin, Jörg, and Douglas Laxton, 2009, "Gauging Risks for Deflation," IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Dixit, Avinash K., and Robert S. Pindyck, 1994, *Investment Under Uncertainty* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Elektag, Selim, and Prakash Kannan, 2009, "Incorporating Market Information into the Construction of the Fan Chart," IMF Working Paper No. 09/178 (Washington: International Monetary Fund).
- Elmendorf, Douglas W., and N. Gregory Mankiw, 1999, "Government Debt," in *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1C, ed. by J.B. Taylor and M. Woodford (Amsterdam: North-Holland).
- Engen, Eric M., and R. Glenn Hubbard, 2004, "Federal Government Debt and Interest Rates," *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 19 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), p. 83–138.
- Fatas, Antonio, and Ilian Mihov, à paraître, "Policy Volatility, Institutions and Economic Growth," *Review of Economics and Statistics*.
- Fonds monétaire international (FMI), 2012a, *Euro Area Policies*, IMF Country Report No. 12/181 (Washington). www.imf.org/external/pubs/ft/scri/2012/cr12181.pdf.
- _____, 2012b, *Fiscal Monitor* (Washington, April).
- _____, 2012c, *Greece: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*, Country Report No. 12/57 (Washington).
- _____, 2012d, *Pilot External Sector Report* (Washington). www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070912.pdf.
- _____, 2012e, *2012 Spillover Report* (Washington). www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070912.pdf.
- _____, 2012f, *Toward Lasting Stability and Growth: Umbrella Report for the G-20 Mutual Assessment Process* (Washington). www.imf.org/external/np/g20/pdf/062012.pdf.
- _____, 2012g, *The United Kingdom: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 12/190 (Washington).

- Gale, William, and Peter Orszag, 2004, "Budget Deficits, National Saving, and Interest Rates," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, p. 101–87.
- Gilchrist, Simon, Jae Sim, and Egon Zakrajsek, 2010, "Uncertainty, Financial Frictions, and Investment Dynamics," Boston University Working Paper (Boston, Massachusetts).
- Hamilton, James D., 2008, "Oil and the Macroeconomy," in *New Palgrave Dictionary of Economics*, ed. by Steven Durlauf and Lawrence Blume (Houndmills, United Kingdom: Palgrave MacMillan, 2nd ed.).
- Hirata, Hideaki, M. Ayhan Kose, Christopher Otrok, and Marco E. Terrones, 2012, "Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants," NBER Working Paper No. 18362 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, and Marco E. Terrones, 2006, "How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility," *Journal of International Economics*, Vol. 69 (June), p. 176–202.
- Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani et Marco E. Terrones, 2009, «Une récession extraordinaire», *Finances & Développement*, Vol. 46 (juin), p. 25–28.
- Kumar, Manmohan S., 2003, "Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options," IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: International Monetary Fund).
- _____, and Jaeyoon Woo, 2010, "Public Debt and Growth," IMF Working Paper No. 10/174 (Washington: International Monetary Fund).
- Kumhof, Michael, Douglas Laxton, Dirk Muir, and Susanna Mursula, 2010, "The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF)—Theoretical Structure," IMF Working Paper No. 10/34 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabián Valencia, 2012, "Systemic Banking Crises Database: An Update," IMF Working Paper No. 12/163 (Washington: International Monetary Fund).
- Laubach, Thomas, 2009, "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 7, No. 4, p. 858–85.
- Matheson, Troy D., 2011, "New Indicators for Tracking Growth in Real Time," IMF Working Paper No. 11/43 (Washington: International Monetary Fund).
- Ramey, Garey, and Valerie Ramey, 1995, "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth," *American Economic Review*, Vol. 85, No. 5, p. 1138–51.
- Stock, James H., and Mark W. Watson, à paraître, "Disentangling the Channels of the 2007–09 Recession," *Brookings Papers on Economic Activity* (Washington: Brookings Institution).
- Woodford, Michael, 2011, "Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 3, No. 1, p. 1–35.

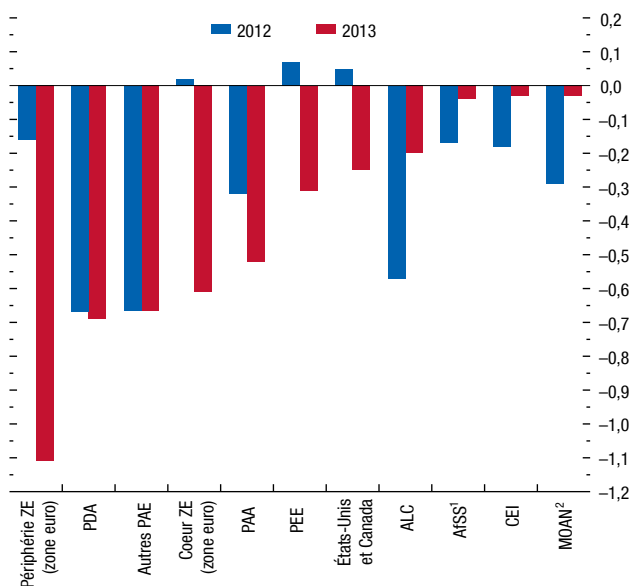
La croissance mondiale s'est de nouveau ralentie au deuxième trimestre de 2012 après avoir rebondi au premier. Le ralentissement a été observé dans toutes les régions. Cette synchronie suggère la forte influence de facteurs communs dont beaucoup ont découlé des effets de contagion des importantes perturbations qui ont frappé certains pays ou certaines régions. La première de ces perturbations a tenu à l'aggravation des tensions financières observée à la périphérie de la zone euro au deuxième trimestre. La demande intérieure s'est en outre ralentie dans de nombreux pays d'Asie et d'Amérique latine (tels que le Brésil, la Chine et l'Inde, entre autres) sous l'effet non seulement d'un affaiblissement de la demande émanant d'Europe, mais aussi de facteurs intérieurs. La croissance a également faibli aux États-Unis.

Le thème des effets de contagion est récurrent tout au long du présent chapitre parce que ces effets sont importants tant pour les projections de référence que pour les risques de détérioration des perspectives. Dans le premier cas, les projections de croissance à court terme ont été révisées à la baisse par rapport à l'édition d'avril 2012 des *Perspectives de l'économie mondiale (PEM)* pour la plupart des régions (graphique 2.1). Selon les projections, l'activité économique devrait s'accélérer progressivement à partir de la fin de 2012, c'est-à-dire plus tard que prévu en avril, sous l'effet d'une reprise observée dans les pays émergents suite à l'assouplissement récent de leurs politiques économiques. Les révisions relativement modestes qu'il est prévu d'apporter à l'évolution de la croissance mondiale attendue dans le scénario de référence reposent sur l'hypothèse de l'adoption de mesures suffisantes pour que la situation financière à la périphérie de la zone euro s'améliore progressivement et de l'évitement du «précipice budgétaire» aux États-Unis.

Les risques de détérioration de la situation ont augmenté par rapport à l'édition d'avril 2012 des PEM, et ils sont fortement susceptibles d'avoir des répercussions à l'échelle mondiale¹. Le risque le plus immédiat reste

Graphique 2.1. Révisions des projections de croissance des Perspectives de l'économie mondiale (PEM) pour 2012 et 2013
(Écart en points par rapport aux projections de l'édition d'avril 2012 des PEM)

Les perspectives d'évolution ont dans l'ensemble été révisées à la baisse, mais à des degrés divers. Les révisions les plus importantes concernent les pays européens et les pays d'Asie et d'Amérique latine.

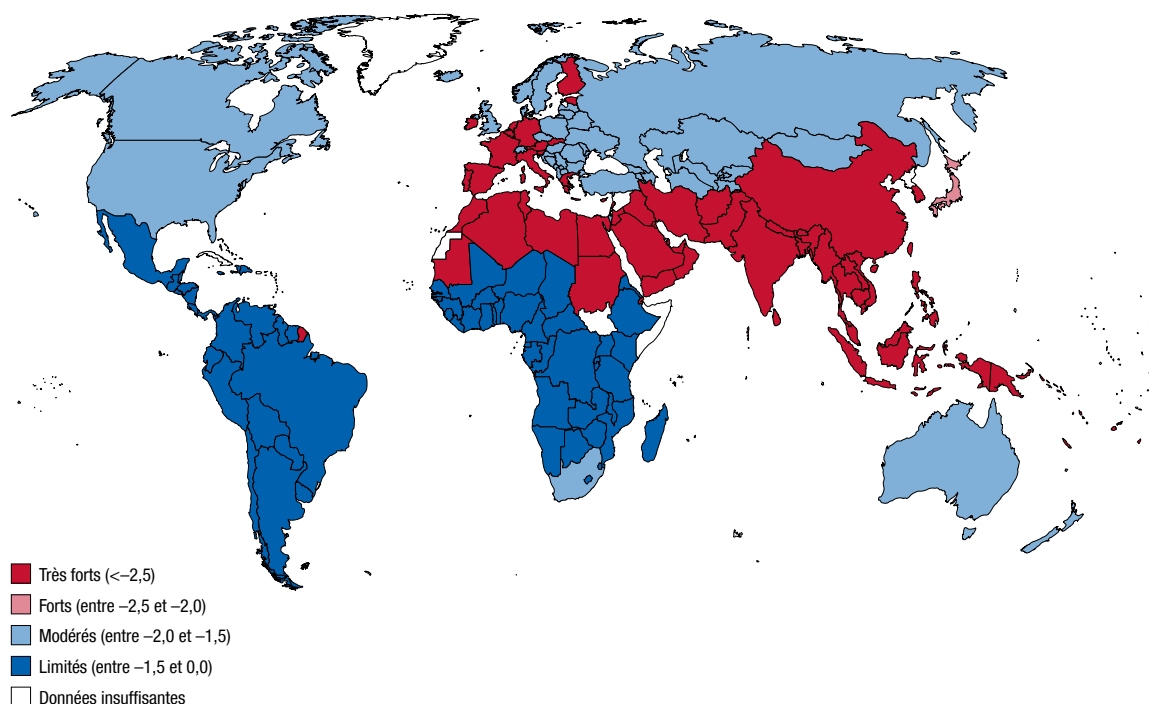


Sources : estimations des services du FMI.

Note : AISS = Afrique subsaharienne; ALC = Amérique latine et Caraïbes; autres PAE = autres pays avancés d'Europe (Danemark, Islande, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède et Suisse); CEI = Communauté des États indépendants; coeur ZE (zone euro) = Allemagne, Autriche, Belgique, Estonie, Finlande, France, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, République slovaque, Slovaquie; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord; PAA = pays avancés d'Asie; PDA = pays en développement d'Asie; PEE (pays émergents d'Europe) : Albanie, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Hongrie, Kosovo, Lettonie, Lituanie, ex-République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Pologne, Roumanie, Serbie, Turquie (ces pays sont classés dans le groupe «Europe centrale et orientale» dans l'appendice statistique); périphérie ZE (zone euro) = Chypre, Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal.

¹Exclut le Soudan du Sud.

¹Le rapport de 2012 sur les effets de contagion («Spillover Report», FMI, 2012b) examine les risques de contagion liés à l'action des pouvoirs publics dans les cinq principales entités économiques d'importance systémique (Chine, États-Unis, Japon, Royaume-Uni et zone euro).

Graphique 2.2. Effets d'une baisse de la croissance potentielle*(Écart maximal de la croissance du PIB réel par rapport au scénario de référence des PEM, en points)*

Source : estimations des services du FMI.

Note : écart maximal de la croissance du PIB réel par rapport au scénario de référence des PEM, selon le scénario d'un potentiel de croissance décevant et d'une plus grande aversion pour le risque, décrit au chapitre 1. Les simulations ont été effectuées à l'aide du modèle économique mondial du FMI, modèle couvrant six régions (complété par des modèles satellites) qui ne modélise pas explicitement les pays (à l'exception des États-Unis et du Japon).

celui d'une aggravation de la crise de la zone euro sous l'effet d'une action trop tardive ou insuffisante des autorités. Les autres risques à court terme résident dans le «précipice budgétaire» et les attermoissements concernant le relèvement du plafond de la dette qui menacent aux États-Unis.

Un risque davantage susceptible de se faire sentir à moyen terme est celui d'une croissance plus faible que prévu dans plusieurs grands pays et régions, y compris en Chine, suite à une détérioration du potentiel de croissance à moyen terme et à un accroissement momentané de l'aversion pour le risque au niveau mondial. Comme le montre, au chapitre 1, l'analyse du scénario correspondant, la concrétisation de ce risque entraînerait une très forte baisse de la croissance dans toutes les régions — y compris dans celles peu ou pas affectées par une baisse de la croissance potentielle, ce qui souligne l'importance des effets de contagion (graphique 2.2).

Le dossier spécial consacré, dans le présent chapitre, aux effets de contagion évalue les possibilités de transmission des tensions financières, dans les pays avancés, par l'intermédiaire des flux de capitaux, des rendements souverains et des prix des actions. L'analyse fait ressortir que les flux mondiaux de capitaux et les prix des actifs ont fortement réagi récemment, à plusieurs reprises, à une intensification des tensions financières dans les pays avancés, en mettant en évidence de fortes différences d'un épisode à l'autre suivant la source des tensions (graphique 2.3). Elle montre aussi que les tensions liées à des fléchissements de l'activité économique réelle en Chine sont devenues une source de contagion sur les marchés financiers, surtout pour les pays en développement et les pays émergents exportateurs de produits de base. Les effets réels peuvent être importants du fait que les flux de capitaux et les prix des actifs affectent les conditions financières intérieures ainsi que la confiance des ménages et des entreprises.

L'Europe : dans l'orbite de la crise de la zone euro

Les tensions financières se sont accentuées à la périphérie de la zone euro. La récession qui sévit dans la plupart des pays périphériques gagne progressivement les autres pays de la région. Les mesures adoptées lors du sommet de l'Union européenne (UE) du 29 juin 2012 et l'établissement par la Banque centrale européenne (BCE) du programme OMT («Outright Monetary Transactions») allaient dans le bon sens et ont permis d'améliorer la situation financière, qui reste toutefois fragile. Les perspectives de référence pour la région, qui sont aujourd'hui plus faibles que prévu dans l'édition d'avril 2012 des PEM (graphique 2.4), tablent sur la persistance d'une croissance anémique ou une contraction en 2012 et un léger redressement de la croissance en 2013. La possibilité d'une aggravation de la crise dans la zone euro reste un risque majeur de détérioration des perspectives pour la croissance et la stabilité du secteur financier tant que les problèmes fondamentaux n'auront pas été résolus.

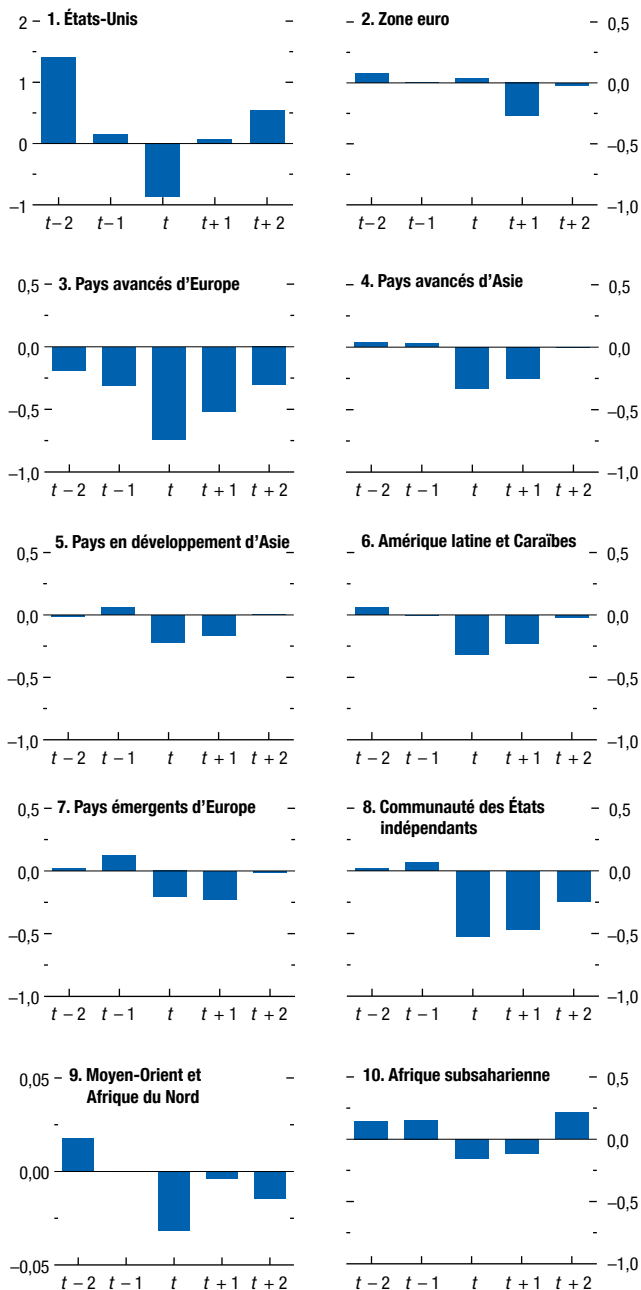
L'activité économique en Europe s'est contractée d'environ ¼ % au premier semestre de 2012. La principale évolution intervenue a été une recrudescence, au deuxième trimestre, des tensions financières à la périphérie de la zone euro, qui se sont atténuées au troisième trimestre, mais n'avaient pas totalement disparu à la mi-septembre. Ces pays périphériques ont été les plus directement touchés et ils sont tous entrés en récession maintenant, à l'exception de l'Irlande. D'autres pays de la région sont cependant de plus en plus affectés par ricochet du fait de l'étroitesse des liens commerciaux et financiers qui les unissent à eux (graphique 2.5). L'incertitude croissante qui entoure la viabilité de l'Union économique et monétaire (UEM) a aussi pesé sur la région. Fait révélateur, l'investissement n'y a nullement contribué à la croissance, contrairement à ce qui a été observé dans d'autres pays avancés et dans les grands pays émergents. Enfin, les problèmes hérités de la période antérieure à la crise, comme le fort endettement des ménages consécutif à l'explosion du marché de l'immobilier résidentiel, ont freiné la consommation privée, surtout en Espagne, mais aussi au Danemark et au Royaume-Uni.

Un autre facteur qui a joué a été l'affaiblissement de l'effet compensateur exercé par les échanges commerciaux avec les pays émergents et les pays avancés à croissance plus rapide. Les pays de la région jouissant

Graphique 2.3. Flux hebdomadaires vers des fonds d'actions et d'obligations pendant les périodes de tensions financières dans les pays avancés

(En pourcentage du PIB hebdomadaire de 2011, deux semaines après et avant les périodes de tensions)

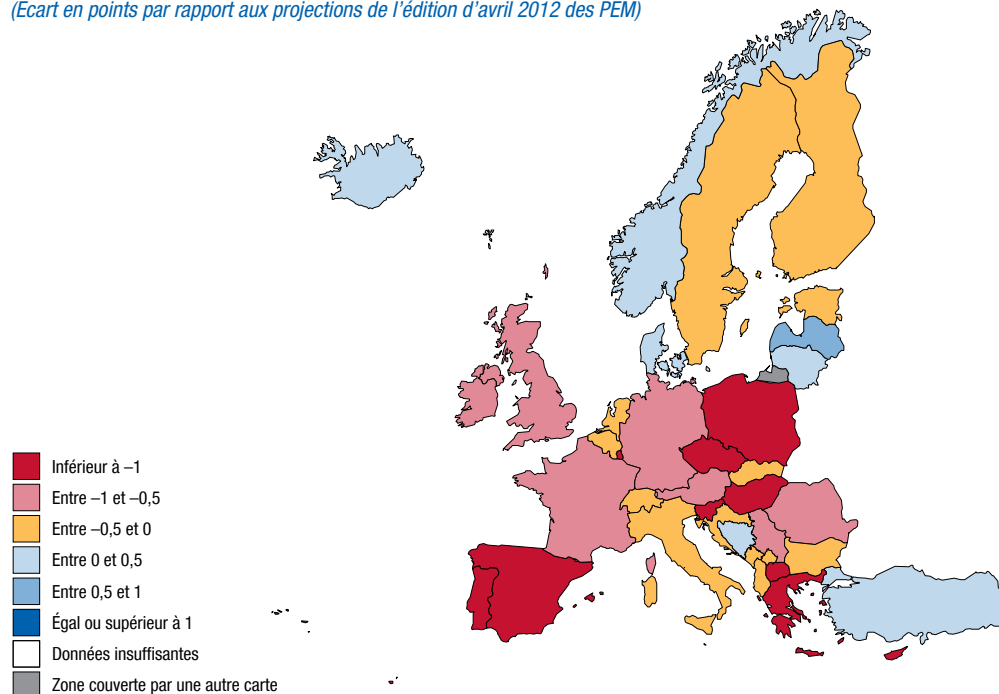
Les périodes de tensions dans les pays avancés s'accompagnent généralement de fluctuations des flux mondiaux de capitaux. Ces flux sont moins importants pendant les semaines qui suivent les tensions que pendant les semaines qui les précèdent.



Sources : Emerging Portfolio Fund Research et calculs des services du FMI.

¹ Les épisodes de tensions se situent entre janvier 2010 et juin 2012. Voir le dossier spécial consacré aux effets de contagion pour plus de détails. Voir le tableau 2.EC.2 pour la composition par pays de chaque groupe.

Graphique 2.4. Europe : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2013
(Écart en points par rapport aux projections de l'édition d'avril 2012 des PEM)



Source : estimations des services du FMI.

d'un taux de croissance plus élevé, y compris ceux du cœur de la zone euro², ont bénéficié d'un renforcement de leurs liens commerciaux avec les pays extérieurs à la région connaissant une croissance plus rapide. Cependant, la croissance robuste enregistrée en Russie a un peu compensé, dans les pays émergents d'Europe, l'affaiblissement de la demande extérieure de la zone euro. Dans le domaine financier, les sorties de capitaux de la périphérie de la zone euro vers les pays de la région perçus comme «sûrs» (Allemagne, pays scandinaves, Suisse) ont continué. Ces flux de capitaux ont contribué à la baisse des rendements des obligations d'État et favorisé l'expansion du crédit intérieur, y compris immobilier, dans les pays de destination.

La politique monétaire reste accommodante dans l'ensemble de la région, mais du fait de la segmentation croissante des marchés financiers sous l'effet des primes de risque pays dans la zone euro, la transmission des impulsions de la politique monétaire conventionnelle vers la périphérie s'opère moins bien. L'orientation des politiques budgétaires est restée globalement

restrictive, surtout à la périphérie de la zone euro, où le déficit budgétaire structurel en pourcentage du PIB devrait diminuer de quelque 2½ points de pourcentage en 2012, contre une baisse d'environ ½ point en 2011.

Les perspectives à court terme pour l'Europe sont actuellement moins bonnes qu'elles ne l'étaient lors de la publication de l'édition d'avril 2012 des PEM. Les prévisions supposent que les dirigeants de la zone euro réussiront à endiguer la crise à la fois en la gérant avec continuité (notamment en mettant en œuvre les réformes décidées au sommet du mois de juin), soutenant la demande et faisant avancer les mesures destinées à approfondir l'intégration budgétaire et à établir une union bancaire à part entière. Le climat d'incertitude va néanmoins peser pendant un certain temps sur la confiance et l'activité, et les risques de dégradation de la situation sont importants.

Le scénario de référence table sur une reprise progressive de l'activité économique qui se fera surtout sentir en 2013 (tableau 2.1). Cette augmentation de l'activité découlera de plusieurs facteurs, notamment une amélioration de la demande extérieure grâce à la reprise de la croissance dans certains grands pays émergents, un

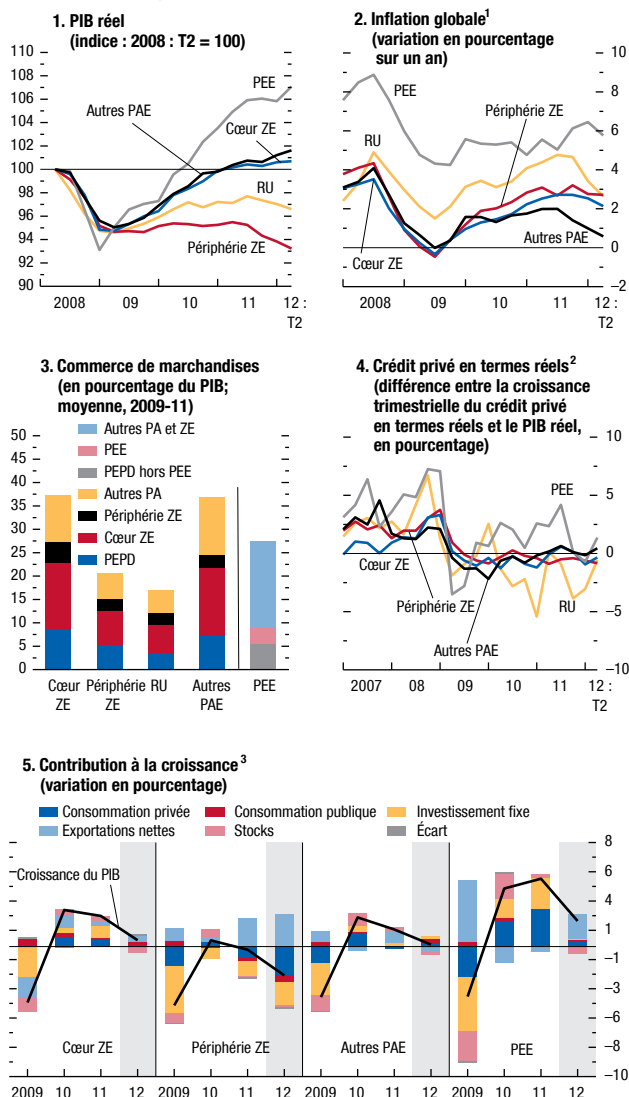
²Allemagne, Autriche, Belgique, Estonie, Finlande, France, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, République slovaque et Slovaquie.

ralentissement de l'assainissement des finances publiques dans la majeure partie de la région — l'Espagne constituant une exception à cet égard puisqu'elle doit accélérer l'assainissement de ses finances pour atteindre les objectifs fixés en matière de déficit pour 2012–13 — et un nouveau relâchement progressif des tensions financières à la périphérie de la zone euro sous l'effet des progrès de l'ajustement des finances publiques, du renforcement des mesures de soutien et d'une amélioration de la crédibilité de l'action publique et de la confiance qu'elle inspire. La situation varie cependant sensiblement d'un pays européen à l'autre.

- Dans la zone euro, le PIB réel devrait se contracter, d'après les projections, de ½ % en 2012 et augmenter de ¼ % en 2013. Dans les pays du cœur de la zone, la croissance va dans l'ensemble marquer le pas en 2012, sauf aux Pays-Bas, où l'intensification du rééquilibrage des finances publiques devrait contribuer à une contraction. À l'exception de l'Irlande, qui connaît actuellement une reprise cahoteuse, les récessions ont été plus prononcées dans les pays périphériques de la zone euro, où une reprise n'est généralement pas attendue avant 2013, après le ralentissement des ajustements.
- La croissance dans les autres pays avancés d'Europe devrait tomber à ¼ % en 2012 avant de repartir en 2013. La demande intérieure est, dans l'ensemble, restée plus soutenue dans beaucoup de ces pays du fait que les déséquilibres y étaient moins prononcés avant la crise et que les pressions s'exerçant sur les bilans y sont plus faibles, ce qui, joint à la baisse des rendements résultant des entrées de capitaux en quête de refuge, a permis d'amortir les répercussions de la crise de la zone euro. Le Royaume-Uni constitue une exception à cet égard, son secteur financier ayant été durement touché par la crise mondiale et l'assainissement en cours des bilans trop tendus dans le secteur privé et le secteur public pesant sur la demande intérieure.
- Les pays émergents d'Europe ont été très touchés par la crise de la zone euro pendant l'année écoulée par le biais notamment du désendettement des banques de l'Europe de l'Ouest et du ralentissement des entrées de capitaux (voir le chapitre 2 de l'édition d'octobre 2012 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde). L'expansion du crédit s'est, à son tour, notablement ralentie. Les échanges commerciaux avec la

Graphique 2.5. L'Europe en proie à des tensions économiques et financières

L'activité s'est ralentie dans l'ensemble de l'Europe, avec une récession à la périphérie de la zone euro et au Royaume-Uni. Le plus grand degré d'incertitude entourant l'action publique et les perspectives d'évolution a pesé sur la confiance et l'investissement dans toute la région. La croissance du crédit privé en termes réels est tombée en dessous de celle du PIB dans certains pays, mettant ainsi en évidence les pressions exercées par l'assainissement des bilans bancaires et les problèmes de financement.



Sources : FMI, bases de données de *Direction of Trade Statistics* et d'*International Financial Statistics*; estimations des services du FMI.

Note : autres PA = autres pays avancés; PEE = pays émergents d'Europe; PEPE = pays émergents et pays en développement; RU = Royaume-Uni; ZE = zone euro. Voir le graphique 2.1 pour les compositions régionales par pays, sauf pour les autres PAE (autres pays avancés d'Europe) qui incluent les pays suivants : Danemark, Islande, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède et Suisse; et pour les autres PA (autres pays avancés), qui incluent les pays avancés à l'exclusion de ceux de la zone euro, des autres PAE et du Royaume-Uni.

¹ Les pays émergents d'Europe excluent l'Albanie, le Kosovo, l'ex-République yougoslave de Macédoine et le Monténégro.

² Les données sur le PIB réel et le crédit privé sont corrigées des variations saisonnières.

³ Le Kosovo et l'ex-République yougoslave de Macédoine sont exclus du groupe des pays émergents d'Europe en raison de l'insuffisance des données les concernant. Le groupe des autres pays avancés d'Europe inclut le Royaume-Uni.

Tableau 2.1. 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		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Europe	2,0	0,1	0,8	3,3	2,8	2,1	0,4	0,8	1,0	...	...	...
Pays avancés	1,4	-0,3	0,4	2,9	2,3	1,7	1,1	1,5	1,7	9,4	10,2	10,4
Zone euro ^{4,5}	1,4	-0,4	0,2	2,7	2,3	1,6	0,0	1,1	1,3	10,2	11,2	11,5
Allemagne	3,1	0,9	0,9	2,5	2,2	1,9	5,7	5,4	4,7	6,0	5,2	5,3
France	1,7	0,1	0,4	2,1	1,9	1,0	-1,9	-1,7	-1,7	9,6	10,1	10,5
Italie	0,4	-2,3	-0,7	2,9	3,0	1,8	-3,3	-1,5	-1,4	8,4	10,6	11,1
Espagne	0,4	-1,5	-1,3	3,1	2,4	2,4	-3,5	-2,0	-0,1	21,7	24,9	25,1
Pays-Bas	1,1	-0,5	0,4	2,5	2,2	1,8	8,5	8,2	8,2	4,4	5,2	5,7
Belgique	1,8	0,0	0,3	3,5	2,8	1,9	-1,0	-0,1	0,3	7,2	7,4	7,9
Autriche	2,7	0,9	1,1	3,6	2,3	1,9	1,9	1,9	1,6	4,2	4,3	4,5
Grèce	-6,9	-6,0	-4,0	3,3	0,9	-1,1	-9,8	-5,8	-2,9	17,3	23,8	25,4
Portugal	-1,7	-3,0	-1,0	3,6	2,8	0,7	-6,4	-2,9	-1,7	12,7	15,5	16,0
Finlande	2,7	0,2	1,3	3,3	2,9	2,3	-1,2	-1,6	-1,7	7,8	7,6	7,8
Irlande	1,4	0,4	1,4	1,2	1,4	1,0	1,1	1,8	2,7	14,4	14,8	14,4
République slovaque	3,3	2,6	2,8	4,1	3,6	2,3	0,1	0,8	0,3	13,5	13,7	13,5
Slovénie	0,6	-2,2	-0,4	1,8	2,2	1,5	0,0	1,1	1,0	8,2	8,8	9,0
Luxembourg	1,6	0,2	0,7	3,7	2,5	2,3	7,1	7,3	7,1	5,7	6,2	6,1
Estonie	7,6	2,4	3,5	5,1	4,4	3,2	2,1	0,7	-0,1	12,5	10,1	9,1
Chypre	0,5	-2,3	-1,0	3,5	3,1	2,2	-10,4	-3,5	-2,0	7,8	11,7	12,5
Malte	2,1	1,2	2,0	2,5	3,5	2,2	-1,3	-1,5	-1,6	6,5	6,0	5,8
Royaume-Uni ⁵	0,8	-0,4	1,1	4,5	2,7	1,9	-1,9	-3,3	-2,7	8,0	8,1	8,1
Suède	4,0	1,2	2,2	3,0	1,4	2,0	6,9	7,2	7,8	7,5	7,5	7,7
Suisse	1,9	0,8	1,4	0,2	-0,5	0,5	10,5	10,1	10,0	2,8	3,4	3,6
République tchèque	1,7	-1,0	0,8	1,9	3,4	2,1	-3,0	-2,4	-2,2	6,7	7,0	8,0
Norvège	1,5	3,1	2,3	1,3	1,0	2,2	14,5	15,2	15,6	3,3	3,1	3,1
Danemark	0,8	0,5	1,2	2,8	2,6	2,0	6,7	5,0	4,6	6,1	5,6	5,3
Islande	3,1	2,9	2,6	4,0	5,6	4,4	-6,2	-2,7	-2,1	7,4	6,1	5,7
Saint-Marin	-2,6	-2,6	0,5	2,0	3,0	2,1	...	...	...	5,5	6,6	6,1
Pays émergents⁶	5,3	2,0	2,6	5,3	5,6	4,4	-6,1	-5,0	-4,9	...	...	...
Turquie	8,5	3,0	3,5	6,5	8,7	6,5	-10,0	-7,5	-7,1	9,8	9,4	9,9
Pologne	4,3	2,4	2,1	4,3	3,9	2,7	-4,3	-3,7	-3,8	9,6	10,0	10,2
Roumanie	2,5	0,9	2,5	5,8	2,9	3,2	-4,4	-3,7	-3,8	7,4	7,2	7,0
Hongrie	1,7	-1,0	0,8	3,9	5,6	3,5	1,4	2,6	2,7	11,0	10,9	10,5
Bulgarie	1,7	1,0	1,5	3,4	1,9	2,3	0,9	-0,3	-1,5	11,3	11,5	11,0
Serbie	1,6	-0,5	2,0	11,1	5,9	7,5	-9,5	-11,5	-12,6	24,4	25,6	25,6
Croatie	0,0	-1,1	1,0	2,3	3,0	3,0	-1,0	-1,2	-1,3	13,7	14,2	13,3
Lituanie	5,9	2,7	3,0	4,1	3,2	2,4	-1,5	-1,1	-1,4	15,4	13,5	12,5
Lettonie	5,5	4,5	3,5	4,2	2,4	2,2	-1,2	-1,6	-2,8	16,2	15,3	13,9

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.⁴Après correction pour tenir compte des discordances dans les données sur les transactions intérieures à la zone.⁵Sur la base de l'indice harmonisé des prix à la consommation d'Eurostat.⁶Inclut aussi l'Albanie, la Bosnie-Herzégovine, le Kosovo, l'ex-République yougoslave de Macédoine et le Monténégro.

zone euro ont rapidement diminué et la croissance a fortement fléchi à partir de la fin de 2011. Néanmoins, à la différence de ce qui s'était passé en 2008, le risque de contagion de la crise de la zone euro est resté limité, et les écarts des couvertures de défaillance pour la plupart des pays de la région restent bien inférieurs à ceux enregistrés pour les pays de la périphérie de la zone euro. D'après les projections, la croissance devrait se renforcer et passer de 2 % en 2012 à environ 2½ % en 2013, grâce essentiellement à l'amélioration de la situation ailleurs en Europe.

L'inflation globale s'est ralentie dans l'ensemble en 2012 et elle devrait encore diminuer, d'après les projections, pendant le reste de 2012 et en 2013. En fait, lorsque l'inflation a augmenté ou est restée au-dessus de l'objectif récemment, c'est principalement en raison de facteurs ponctuels comme une hausse des prix de l'énergie et de la fiscalité indirecte. L'inflation hors alimentation et énergie est restée relativement stable pendant l'année écoulée, mais elle devrait également diminuer en raison du ralentissement de l'activité et de l'existence d'importants écarts de production. Les risques de révision à la baisse des perspectives de croissance à court terme étant importants, l'inflation hors alimentation et énergie pourrait être inférieure aux objectifs fixés, surtout dans les autres pays avancés d'Europe.

Les risques baissiers prédominent pour les perspectives d'évolution de la croissance à court terme en Europe. Le risque le plus immédiat est celui d'une nouvelle aggravation de la crise de la zone euro suite à une action tardive ou insuffisante des pouvoirs publics. La situation reste précaire tant que la crise n'est pas résolue et, étant donné l'importance des interrelations existant entre la plupart des pays d'Europe, on peut craindre que les effets de contagion soient plus prononcés dans cette région que dans d'autres.

Les conséquences pour la croissance et les répercussions d'une nouvelle aggravation de la crise dépendront de l'ampleur et de la portée de la dégradation de la confiance ainsi que de la réaction des mouvements de capitaux³. Si la perte de confiance est limitée aux pays de la périphérie de la zone euro — comme cela a été

plus ou moins le cas au cours des deux dernières années —, les sorties de capitaux privés des pays touchés par la crise vers les pays du cœur de la zone augmenteront. L'effet négatif direct sur les pays périphériques par l'intermédiaire des comptes extérieurs courants et de la demande intérieure resterait toutefois limité parce que le système de l'euro assure automatiquement des entrées compensatoires. La situation financière se tendrait néanmoins devant la montée des risques de pertes pour les banques; les banques des pays périphériques et, dans une moindre mesure, celles des pays du cœur de la zone (du fait, dans une large mesure, qu'elles détiennent des avoirs dans les pays périphériques) accroîtraient leurs provisions et leurs encaisses de précaution, et les taux prêteurs augmenteraient.

Par contre, si les pays du cœur de la zone euro étaient touchés par la contagion — sous l'effet, par exemple, d'une forte montée des inquiétudes quant à l'intégrité de l'Union économique et monétaire (UEM) et son aptitude à gérer la crise —, ils seraient aussi affectés par la perte de confiance des investisseurs. Les primes de risque et les rendements souverains augmenteraient à la périphérie et au cœur de la zone, ce qui imposerait de nouvelles mesures d'ajustement budgétaire partout. L'accroissement des sorties de capitaux de l'ensemble de la zone euro provoquerait une plus forte dépréciation de l'euro que dans le cas d'une contagion limitée. On observerait un ajustement des comptes courants dans l'ensemble de la zone. Les pertes de production à l'intérieur comme à l'extérieur de l'Europe seraient évidemment plus importantes dans le cadre de ce scénario.

L'objectif prioritaire de l'action publique en Europe doit être de résoudre la crise de la zone euro. Tous les autres pays de la région doivent se doter d'un ensemble de mesures qui soutiennent la reprise de l'activité économique dans un environnement mondial caractérisé par une faible croissance, et beaucoup de pays doivent également remédier aux problèmes de viabilité budgétaire et aux vulnérabilités de leur secteur financier.

La solution de la crise de la zone euro passe par l'accomplissement de progrès en direction de l'union bancaire et budgétaire tout en soutenant la demande à court terme et en gérant la crise au niveau de la zone euro⁴.

- S'ils sont appliqués dans leur intégralité, les accords conclus le 29 juin 2012 lors du sommet de l'UE,

³Le chapitre 2 de l'édition d'avril 2012 des PEM offre une analyse approfondie de ces liens. Il met en lumière le rôle important des chaînes de réaction négatives entre les problèmes de financement affectant le système bancaire, la plus grande vulnérabilité budgétaire et le ralentissement de la demande globale et de la croissance.

⁴Voir aussi l'analyse exposée au chapitre 1 et dans FMI (2012c).

établiront une union bancaire et contribueront à briser les chaînes de réaction négative entre les États et les banques — une fois mis en place un mécanisme unique, efficace, de surveillance des banques de la zone euro, le Mécanisme européen de stabilité (MES), qui sera opérationnel au début d'octobre 2012, pourrait permettre de recapitaliser directement les banques. Mais les obstacles à sa mise en œuvre sont préoccupants et des dispositions complémentaires sont nécessaires. L'union bancaire exige, en outre, un programme paneuropéen de garantie des dépôts et un mécanisme de règlement des faillites bancaires avec des garanties communes.

- En ce qui concerne le soutien de la demande, la Banque centrale européenne (BCE) devrait maintenir son taux directeur à un faible niveau dans l'avenir prévisible, voire l'abaisser encore. Les OMT, auxquelles la BCE envisagera de recourir pour les pays faisant l'objet d'un programme d'ajustement macroéconomique ou d'un programme préventif au titre du Fonds européen de stabilité financière et du Mécanisme européen de stabilité (MES) qui lui a succédé, devraient permettre d'assurer la répercussion des faibles taux directeurs sur les coûts d'emprunt dans les pays périphériques sous programmes. La BCE devrait également continuer de fournir des liquidités abondantes aux banques.
- La viabilité de l'UEM doit être soutenue, dans l'ensemble de la zone euro, par des réformes structurelles d'envergure permettant d'améliorer la croissance et la compétitivité et de contribuer ainsi à corriger les déséquilibres courants au sein de la zone.
- Les programmes de rééquilibrage des finances publiques de la zone euro doivent être mis en œuvre. Il faudrait, d'une manière générale, veiller à atteindre des objectifs budgétaires structurels, plutôt que des objectifs nominaux risquant d'être affectés par la situation économique. Il faudrait donc laisser les stabilisateurs automatiques jouer pleinement dans les pays qui ne subissent pas la pression des marchés. Les risques de dégradation de la situation étant considérables, les pays peu vulnérables sur le plan budgétaire devraient être prêts à appliquer des mesures budgétaires d'urgence si ces risques se concrétisaient.

Dans les autres pays avancés de la région, la politique monétaire doit réagir efficacement, y compris à l'aide de nouvelles mesures non conventionnelles, à un net affai-

blissement de la situation à court terme qui atténuerait les tensions sur les prix. Au Royaume-Uni, un nouvel assouplissement de la politique monétaire à l'aide de mesures non conventionnelles pourra s'avérer nécessaire selon les effets produits par les mesures d'assouplissement mises en œuvre récemment. La croissance mondiale risquant d'être un peu plus faible que prévu, il conviendrait de laisser les stabilisateurs automatiques jouer pleinement leur rôle, et les pays peu vulnérables sur le plan budgétaire (voir l'édition d'octobre 2012 du *Moniteur des finances publiques*) devraient être prêts à appliquer des mesures budgétaires d'urgence si les importants risques baissiers se concrétisaient.

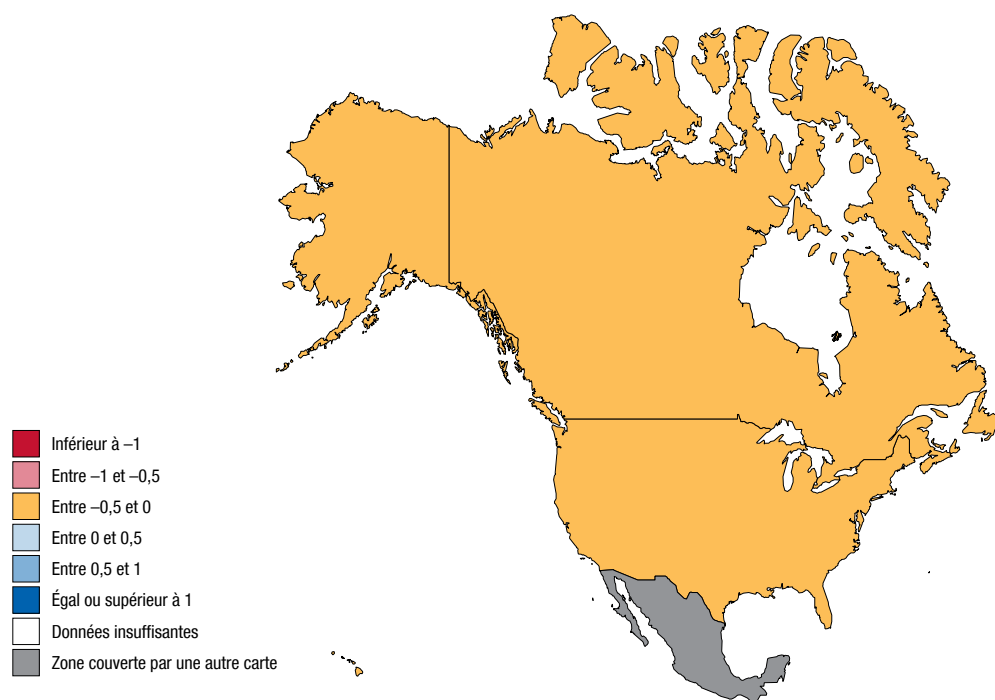
Dans les pays émergents d'Europe, le besoin de rééquilibrage des finances publiques varie considérablement; les pays lourdement endettés et dont les marchés sont vulnérables doivent poursuivre résolument l'assainissement de leurs finances publiques (Hongrie). Les pressions inflationnistes devraient diminuer rapidement dans beaucoup de pays et élargir ainsi la marge de manœuvre dont disposent les banques centrales pour assouplir les conditions monétaires.

États-Unis et Canada : poursuite de la croissance, mais avec un sous-emploi persistant des capacités

Aux États-Unis, une modeste reprise accompagnée d'une faible création d'emplois se poursuit dans un contexte mondial médiocre, mais le marché immobilier se stabilise. Au Canada, la reprise a été plus vigoureuse sous l'effet, en partie, de conditions financières favorables qui ont réduit les pressions en faveur d'un ajustement des bilans et du boom des prix des produits de base. L'expansion devrait rester modérée sur l'ensemble de la période 2012–13 (graphique 2.6). Les risques extérieurs et intérieurs de détérioration des perspectives restent élevés. Aux États-Unis, il faut impérativement éviter un rééquilibrage excessif des finances publiques (le «précipice budgétaire») en 2013, relever rapidement le plafond de la dette et adopter un programme crédible de rééquilibrage budgétaire à moyen terme. Au Canada, l'une des priorités doit être de limiter les risques liés aux niveaux élevés des prix du logement et de l'endettement des ménages.

La production a dépassé le pic atteint avant la crise au second semestre de 2011, plus tôt aux États-Unis que dans beaucoup d'autres pays avancés (gra-

Graphique 2.6. États-Unis et Canada : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2013
(Écart en points par rapport aux projections de l'édition d'avril 2012 des PEM)



phique 2.7, pages 1 et 2). La croissance reste toutefois molle par rapport aux reprises précédentes, ce qui concorde avec les nombreux signes de l'importance des effets découlant des crises financières et de l'effondrement du marché immobilier. La création d'emplois, qui s'était accélérée au second semestre de 2011, a de nouveau ralenti en 2012. La détérioration de la situation extérieure et la confluence des effets de contagion mondiaux considérés plus haut expliquent en grande partie ce ralentissement, les conséquences d'un hiver exceptionnellement doux ayant aussi pesé pendant un moment sur la croissance au deuxième trimestre. Du côté de la demande, la croissance de l'investissement des entreprises s'est quelque peu essoufflée, du fait notamment de l'expiration partielle des déductions supplémentaires pour amortissement, bien que les incertitudes entourant les perspectives budgétaires et économiques aient pu aussi jouer un rôle. La consommation privée s'est également ralentie depuis le début de 2012. Le marché immobilier semble se stabiliser après une correction brutale (graphique 2.7, pages 3 et 4).

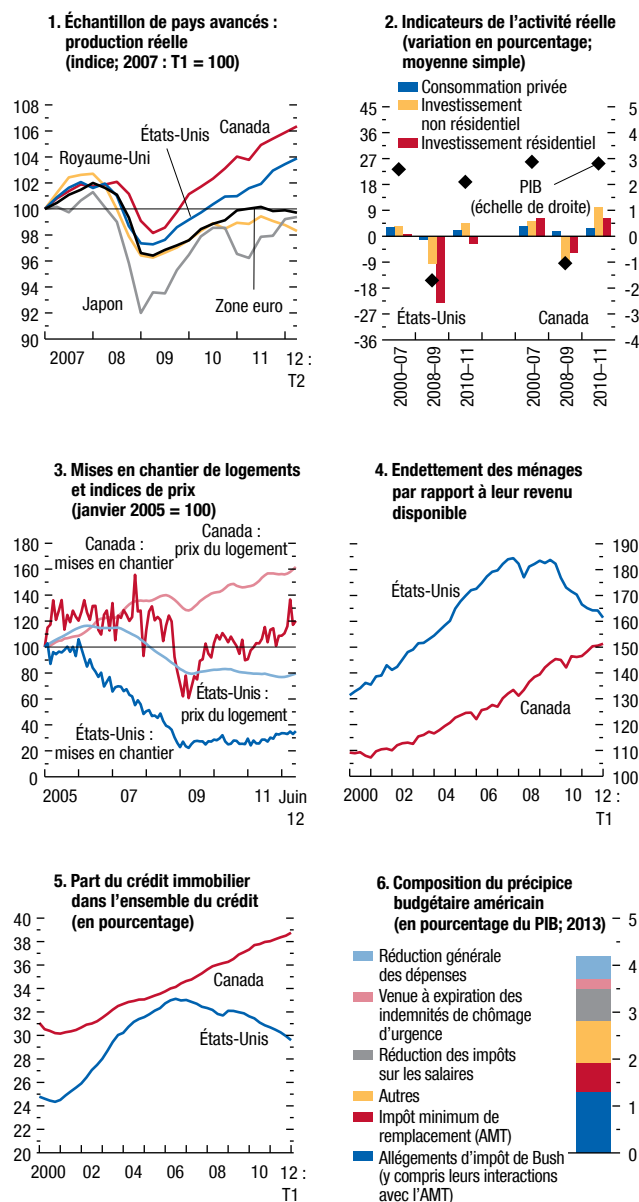
Au Canada, la croissance a été bridée par la faiblesse de l'expansion aux États-Unis — du fait de

l'étroitesse des liens économiques et financiers qui unissent les deux pays — et du rééquilibrage budgétaire en cours. L'activité a toutefois repris à un rythme plus soutenu qu'aux États-Unis. La demande intérieure — investissement des entreprises et consommation privée — a été soutenue par des conditions de financement exceptionnellement favorables tenant notamment à la faiblesse des taux d'intérêt et à la facilité d'accès au crédit. Ces facteurs, ainsi que le boom des produits de base, ont également stimulé le secteur du logement, surtout dans les provinces à forte activité minière. Toutefois, le crédit lié au logement et l'endettement des ménages ont nettement augmenté depuis la Grande Récession malgré les mesures prises pour limiter l'accroissement des prêts hypothécaires (graphique 2.7, pages 4 et 5).

L'économie américaine et l'économie canadienne doivent, d'après les projections de référence, croître d'environ 2 % en 2012–13, le climat d'incertitude et l'affaiblissement de la demande extérieure pesant sur la demande globale (tableau 2.2). L'inflation restera modérée aux États-Unis du fait de la baisse des prix des produits de base et de la persistance du sous-emploi

Graphique 2.7. États-Unis et Canada : faiblesse de la reprise

La croissance a été molle aux États-Unis et la création d'emplois s'est affaiblie. La reprise devrait rester médiocre du fait de l'affaiblissement du contexte mondial et de l'importance des incertitudes entourant la politique intérieure, y compris en ce qui concerne le précipice budgétaire. Au Canada, des conditions de financement favorables, une forte expansion du crédit et la vigueur des marchés des produits de base ont soutenu la demande intérieure, et l'activité a crû plus vite que dans d'autres grands pays avancés.



Sources : Congressional Budget Office; Haver Analytics; estimations des services du FMI.

des capacités, avec un taux moyen de 2 % cette année, qui tombera à 1¾ % en 2013.

Les perspectives de croissance à court terme risquent fortement d'être révisées à la baisse sous l'effet de facteurs tant extérieurs qu'intérieurs. Le principal risque extérieur réside dans une nouvelle aggravation de la crise de la zone euro. Si l'entrée, aux États-Unis, de capitaux en quête de refuge pourrait contribuer à faire baisser les rendements obligataires et soutenir ainsi les composantes de la demande globale sensible aux taux d'intérêt, elle s'est aussi accompagnée de pressions à l'appréciation du taux de change en termes réels qui freinent les exportations. Comme on l'a indiqué plus haut, les États-Unis verront aussi leur croissance diminuer fortement si leur potentiel de production comme celui de leurs principaux partenaires commerciaux déçoivent et si l'aversion pour le risque augmente (graphique 2.2).

Un risque intérieur important aux États-Unis est celui d'une contraction budgétaire beaucoup plus prononcée (graphique 2.7, page 6), si les décideurs ne parviennent pas à se mettre d'accord pour empêcher les fortes hausses d'impôts et réductions de dépenses automatiques qui doivent avoir lieu au début de 2013. Au pire, ce « précipice budgétaire » pourrait entraîner une compression budgétaire de plus de 4 % du PIB en 2013 — soit un ajustement budgétaire supérieur d'environ 3 points du PIB à celui attendu dans le cadre du scénario de référence. La croissance marquerait le pas en 2013 si le précipice budgétaire n'était pas évité et, comme il est expliqué de manière approfondie dans l'édition de 2012 du rapport du FMI sur les effets de contagion (FMI, 2012b), cela aurait de fortes répercussions sur les principaux partenaires commerciaux des États-Unis ainsi que sur les exportateurs de produits de base (du fait de la baisse des cours de ces produits).

Un autre risque budgétaire, qui affecte toutefois relativement plus les perspectives à moyen terme, est lié à l'éventualité d'une brusque hausse de la prime de risque afférente aux bons du Trésor américain sous l'effet des craintes éprouvées par les investisseurs à l'égard de la viabilité de la dette américaine en l'absence de plan crédible de consolidation à moyen terme. La hausse des taux d'intérêt à long terme entraînerait une baisse de la demande globale et de la croissance, aux États-Unis surtout, mais ailleurs aussi, par le biais des répercussions qu'elle aurait sur le prix des actifs et les échanges (FMI, 2012b). Plus généralement, une

Tableau 2.2. 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		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Pays avancés	1,6	1,3	1,5	2,7	1,9	1,6	-0,2	-0,4	-0,3	7,9	8,0	8,1
États-Unis	1,8	2,2	2,1	3,1	2,0	1,8	-3,1	-3,1	-3,1	9,0	8,2	8,1
Zone euro ^{4,5}	1,4	-0,4	0,2	2,7	2,3	1,6	0,0	1,1	1,3	10,2	11,2	11,5
Japon	-0,8	2,2	1,2	-0,3	0,0	-0,2	2,0	1,6	2,3	4,6	4,5	4,4
Royaume-Uni ⁴	0,8	-0,4	1,1	4,5	2,7	1,9	-1,9	-3,3	-2,7	8,0	8,1	8,1
Canada	2,4	1,9	2,0	2,9	1,8	2,0	-2,8	-3,4	-3,7	7,5	7,3	7,3
Autres pays avancés ⁶	3,2	2,1	3,0	3,1	2,2	2,4	4,7	3,7	3,3	4,5	4,5	4,6
<i>Pour mémoire</i>												
Nouvelles économies industrielles d'Asie	4,0	2,1	3,6	3,6	2,7	2,7	6,6	5,6	5,5	3,6	3,5	3,5

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 harmonisé des prix à la consommation d'Eurostat.⁵Après correction pour tenir compte des discordances dans les données sur les transactions intérieures à la zone.⁶Hors pays du G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni) et de la zone euro.

détérioration de la situation économique aux États-Unis qui affecterait la confiance des investisseurs et augmenterait l'aversion pour le risque au niveau mondial pourrait provoquer de fortes fluctuations des flux mondiaux de capitaux et des prix des actifs (voir plus loin le dossier spécial sur les effets de contagion).

Étant donné l'étroitesse des liens économiques et financiers qui l'unissent à l'économie américaine, le Canada est autant exposé aux risques auxquels doit faire face son partenaire commercial. Le marché immobilier constitue, en outre, pour lui un facteur important de vulnérabilité. Une baisse brutale ou soutenue des prix du logement pourrait gravement affecter le secteur des ménages endettés et la demande intérieure.

Aux États-Unis, il faut en priorité éviter une contraction budgétaire excessive à court terme, relever rapidement le plafond de la dette et adopter un programme crédible d'assainissement des finances publiques — axé sur des réformes de la protection sociale et de la fiscalité — qui mette la dette publique sur une trajectoire viable à moyen terme. Cela favoriserait aussi un rééquilibrage de la demande globale étant donné que, d'après les estimations, le solde des transactions courantes est plus faible et le taux de change effectif réel plus élevé qu'ils ne le seraient si les déficits budgétaires se trouvaient sur une trajectoire plus souhaitable à moyen terme (FMI, 2012a). Malgré les mesures prises récemment et les premiers signes de stabilisation du marché immobilier, davantage doit être fait pour réduire la fréquence des saisies

immobilières et supprimer les obstacles à la transmission aux taux hypothécaires des faibles taux directeurs à long terme⁵. À cet égard, les nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif prises récemment par la Réserve fédérale et le maintien jusqu'au milieu de 2015 de son taux directeur à un faible niveau sont arrivés à point nommé pour limiter les risques baissiers. La politique monétaire doit rester accommodante tant que le secteur public et le secteur des ménages assainissent leurs bilans. Ces priorités sont examinées en détail avec d'autres — comme la réforme de la réglementation financière, du marché du travail et des structures — au chapitre 1 et dans les précédentes éditions des PEM.

Au Canada, il convient de veiller en priorité à ce que les risques provenant du secteur immobilier et l'accroissement de l'endettement des ménages restent bien maîtrisés et qu'ils ne constituent pas une source de vulnérabilité pour le secteur financier. Pour l'instant, la croissance du crédit hypothécaire s'est légèrement ralentie sous l'effet des mesures prises par les autorités, qui ont notamment durci les normes d'assurance des prêts hypothécaires. De nouvelles mesures devront peut-être être envisagées si l'endettement des ménages continue d'augmenter.

⁵Les mesures clés incluent un renforcement de la participation des institutions financières spécialisées d'intérêt public au programme de réduction de la valeur du principal, l'autorisation de plus gros volumes de refinancement et la mise en location de biens immobiliers saisis pour limiter les pressions à la baisse s'exerçant sur les prix. Voir FMI (2012c) et le chapitre 3 de l'édition d'avril 2012 des PEM.

Asie : préparation d'un atterrissage en douceur

La croissance en Asie s'est encore ralentie avec l'affaiblissement de la demande extérieure et l'atterrissage en douceur de la demande intérieure en Chine. Une légère reprise de la croissance est attendue suite à l'assouplissement récent de la politique économique. Le caractère limité de la contagion financière directe et la marge de manœuvre disponible pour assouplir l'action menée devraient permettre de réduire au minimum les risques extérieurs de détérioration de la situation. Il sera toutefois important d'équilibrer les risques extérieurs et intérieurs du fait que les écarts de production sont encore positifs dans certains pays de la région, alors que l'expansion du crédit reste forte, et que persistent les risques d'une croissance de la production potentielle plus faible que prévu et de déséquilibres intérieurs.

La croissance a continué de ralentir dans une grande partie de l'Asie au premier semestre de 2012. Le ralentissement de l'expansion de la demande d'importations dans la plupart des pays avancés s'est traduit par un affaiblissement de la croissance des exportations en Asie. La croissance s'est encore ralentie en Chine au deuxième trimestre de 2012, l'économie continuant de réagir au durcissement des politiques entrepris en 2010–11. Le resserrement des politiques monétaire et du crédit a été en partie inversé en 2012 du fait que les tensions sur les prix se sont atténuées et que le marché de l'immobilier résidentiel s'est assagi. Cette détente n'a toutefois pas encore produit les effets attendus plus tôt cette année. Le ralentissement de la croissance en Chine a affecté l'activité dans le reste de l'Asie en raison de l'approfondissement des liens survenu entre tous les pays de la région au cours des dix dernières années.

Dans d'autres parties de l'Asie, l'activité a été stimulée par le redressement et les travaux de reconstruction entrepris après les catastrophes naturelles subies, notamment au Japon et en Thaïlande, mais aussi en Australie et en Nouvelle-Zélande. En Australie, le maintien d'une forte activité minière et les investissements qui l'ont accompagné ont également soutenu la croissance. En Inde, la croissance a fléchi plus que prévu au premier semestre de 2012, sous l'effet non seulement de la stagnation de l'investissement liée à des problèmes de gouvernance et aux lourdeurs bureaucratiques, mais aussi de la détérioration du climat des affaires dans le contexte d'un accroissement du déficit de la balance courante et de la dépréciation récente de la roupie.

Les perspectives économiques de la région à court et à moyen terme se dégradent par rapport aux résultats enregistrés ces dernières années en termes de croissance. Cela tient à l'affaiblissement anticipé de la demande extérieure en raison des perspectives de croissance médiocres qui se dessinent pour les grands pays avancés et de la détérioration de celles escomptées pour la Chine et l'Inde, un retour à un taux de croissance à deux chiffres semblant moins probable en Chine étant donné les objectifs fixés dans le douzième plan quinquennal. C'est principalement du récent assouplissement de la politique économique en Chine et ailleurs que viendra l'impulsion d'une légère reprise de la croissance à partir de la fin de 2012. Plus précisément, le taux de croissance de la région doit, d'après les projections, s'établir en moyenne à 5½ % cette année et atteindre 5¾ % en 2013 (tableau 2.3), soit une révision en baisse de plus de ½ point dans les deux cas par rapport à l'édition d'avril 2012 des PEM (graphique 2.8).

- La croissance en Chine devrait, d'après les projections, se situer aux alentours de 7¾ % cette année, puis s'affermir et s'élever à 8¼ % en 2013 grâce à une reprise de la croissance de la demande intérieure, et surtout de l'investissement, sous l'effet de l'assouplissement de la politique économique actuellement engagé.
- Le taux de croissance en Inde doit, selon les projections, atteindre une moyenne comprise entre 5 et 6 % en 2012–13, soit une baisse de plus de 1 point par rapport à l'édition d'avril 2012 des PEM. Cette révision en baisse s'explique par la persistance attendue des facteurs qui pèsent actuellement sur le climat des affaires et l'investissement et par une détérioration du contexte extérieur.
- Au Japon, la croissance devrait être de près de 2¼ % en 2012. La vigueur économique observée récemment tient en grande partie aux travaux de reconstruction et à une reprise de l'activité manufacturière au premier semestre de l'année après les chocs sur l'offre liés au séisme et au tsunami de mars 2011 et aux inondations d'octobre 2011 en Thaïlande. Les effets de ces facteurs vont toutefois s'estomper et le taux de croissance devrait tomber à 1¼ % en 2013.
- L'affaiblissement de la demande extérieure est le principal facteur qui sous-tend la baisse dans l'ensemble modérée de la croissance dans le groupe

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		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Asie	5,8	5,4	5,8	5,0	3,9	3,8	1,9	1,2	1,3	...	...	...
Pays avancés d'Asie	1,3	2,3	2,3	1,6	1,2	1,2	2,3	1,5	1,6	4,3	4,3	4,2
Japon	-0,8	2,2	1,2	-0,3	0,0	-0,2	2,0	1,6	2,3	4,6	4,5	4,4
Australie	2,1	3,3	3,0	3,4	2,0	2,6	-2,3	-4,1	-5,5	5,1	5,2	5,3
Nouvelle-Zélande	1,3	2,2	3,1	4,0	1,9	2,4	-4,2	-5,4	-5,9	6,5	6,6	5,7
Nouvelles écon. industrielles d'Asie	4,0	2,1	3,6	3,6	2,7	2,7	6,6	5,6	5,5	3,6	3,5	3,5
Corée	3,6	2,7	3,6	4,0	2,2	2,7	2,4	1,9	1,7	3,4	3,3	3,3
Taiwan, province chinoise de	4,0	1,3	3,9	1,4	2,5	2,0	8,9	6,9	7,3	4,4	4,5	4,3
Hong Kong (RAS)	5,0	1,8	3,5	5,3	3,8	3,0	5,3	4,1	3,8	3,4	3,4	3,3
Singapour	4,9	2,1	2,9	5,2	4,5	4,3	21,9	21,0	20,7	2,0	2,1	2,1
Pays en développement d'Asie	7,8	6,7	7,2	6,5	5,0	4,9	1,6	0,9	1,1	...	...	...
Chine	9,2	7,8	8,2	5,4	3,0	3,0	2,8	2,3	2,5	4,1	4,1	4,1
Inde	6,8	4,9	6,0	8,9	10,2	9,6	-3,4	-3,8	-3,3	...	...	...
ASEAN-5	4,5	5,4	5,8	5,9	4,0	4,3	2,9	0,6	0,2	...	...	...
Indonésie	6,5	6,0	6,3	5,4	4,4	5,1	0,2	-2,1	-2,4	6,6	6,2	6,1
Thaïlande	0,1	5,6	6,0	3,8	3,2	3,3	3,4	-0,2	0,1	0,7	0,7	0,7
Malaisie	5,1	4,4	4,7	3,2	2,0	2,4	11,0	7,5	6,9	3,1	3,1	3,0
Philippines	3,9	4,8	4,8	4,7	3,5	4,5	3,1	3,0	2,6	7,0	7,0	7,0
Viet Nam	5,9	5,1	5,9	18,7	8,1	6,2	0,2	0,3	-0,9	4,5	4,5	4,5
Autres pays en développement⁴	5,0	5,1	4,9	10,6	8,9	8,2	-0,6	-1,5	-1,5	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Pays émergents d'Asie ⁵	7,3	6,1	6,7	6,1	4,7	4,6	2,4	1,6	1,7	...	...	...

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.

⁴Les autres pays en développement d'Asie incluent les pays suivants : Afghanistan, Bangladesh, Bhoutan, Brunéi Darussalam, Cambodge, Fidji, Kiribati, Maldives, Myanmar, Népal, Pakistan, Papouasie-Nouvelle-Guinée, République démocratique populaire lao, îles Salomon, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu et Vanuatu.

⁵Le groupe des pays émergents d'Asie comprend tous les pays en développement d'Asie et les nouvelles économies industrielles d'Asie.

ASEAN-5⁶ en 2012 (graphique 2.9, pages 1 et 2). La principale exception est constituée par la Thaïlande, où la croissance a fortement rebondi sous l'impulsion des travaux de reconstruction et des investissements effectués après les inondations dévastatrices d'octobre 2011. D'après les projections, la croissance globale devrait s'accélérer légèrement au sein du groupe ASEAN-5 pour passer d'environ 5½ % en 2012 à 5¾ % en 2013.

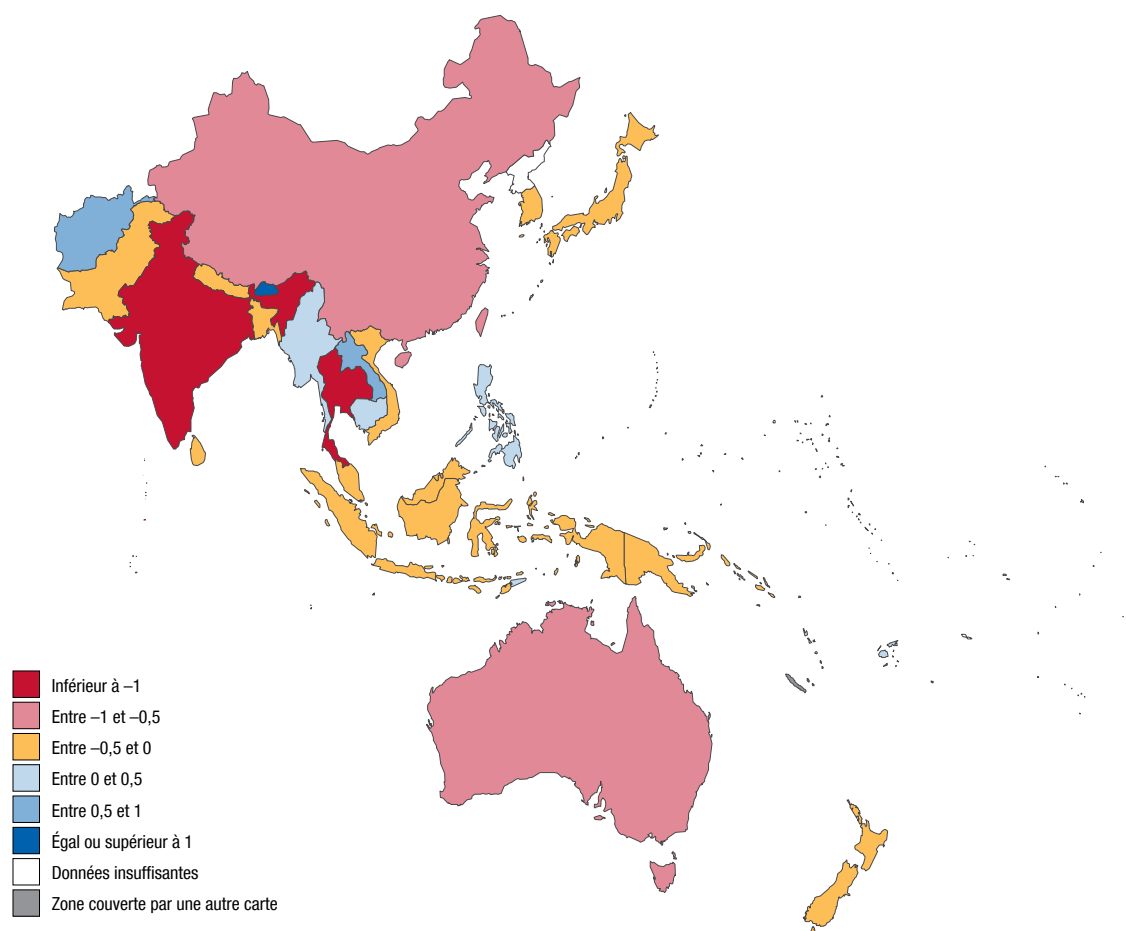
- En Corée, la croissance doit se ralentir et tomber à 2¾ % cette année, selon les projections, mais remonter à environ 3½ % en 2013 sous l'effet d'une reprise des exportations et de l'investissement privé dans le secteur des biens échangeables.

⁶L'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) regroupe dix membres. Le groupe ASEAN-5 se compose des pays suivants : Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Viet Nam.

L'inflation tombera dans la région, d'après les projections, de 5 % en 2011 à environ 4 % en 2012–13. Cela tient en partie à la baisse récente des cours des produits de base ainsi qu'à l'effet décalé du durcissement de la politique économique opéré en 2010–11 pour réduire les risques de surchauffe.

Les perspectives de croissance à court terme semblent plus susceptibles d'être révisées à la baisse du fait des risques externes et, dans une moindre mesure à brève échéance, des risques internes qui pèsent sur la région. À court terme, les principaux risques externes pour celle-ci sont une nouvelle aggravation de la crise de la zone euro et l'incapacité des États-Unis à éviter le précipice budgétaire. Si ces risques se concrétisaient, les économies ouvertes d'Asie, orientées vers les échanges, devraient faire face à une diminution de la demande extérieure et à d'autres répercussions (sur la confiance,

Graphique 2.8. Asie : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2013
(Écart en points par rapport aux projections de l'édition d'avril 2012 des PEM)



Source : estimations des services du FMI.

par exemple) qui pourraient se traduire par une baisse sensible de la croissance.

L'analyse des effets de contagion entre les pays avancés et les pays émergents d'Asie a surtout été axée sur les effets se faisant sentir par la voie des échanges et de la confiance. Or, comme on le verra dans le dossier spécial sur les effets de contagion, les pays émergents d'Asie sont, comme les autres pays émergents, plus intégrés aujourd'hui dans les marchés financiers mondiaux (graphique 2.9, pages 3 et 4). Avec la plus forte exposition aux chocs financiers qui en a résulté, l'accroissement des tensions financières dans les pays avancés pendant les dernières années s'est, de fait, accompagné d'une diminution des entrées de capitaux et de baisses des prix des actifs dans la région. Globalement, toutefois, les entrées de capitaux privés dans la région sont

restées importantes et l'expansion du crédit soutenue (graphique 2.9, page 5). Le degré d'exposition augmentant, la volatilité des marchés mondiaux de capitaux peut aussi avoir de plus larges effets, y compris par le biais de l'incidence sur les taux de change (comme le montrent les effets des flux de capitaux en quête de «placements refuges» et l'appréciation récente du yen).

Un risque interne important parmi ceux qui pèsent sur la région est celui d'une croissance potentielle inférieure à moyen terme aux attentes dans les pays émergents d'Asie. Comme il est indiqué au chapitre 1, l'explosion de l'immobilier résidentiel et des facteurs temporaires du même ordre dans les grands pays avancés ont pu contribuer aux bons résultats en matière de croissance enregistrés par la région récemment. La Chine a elle-même connu une forte expansion de

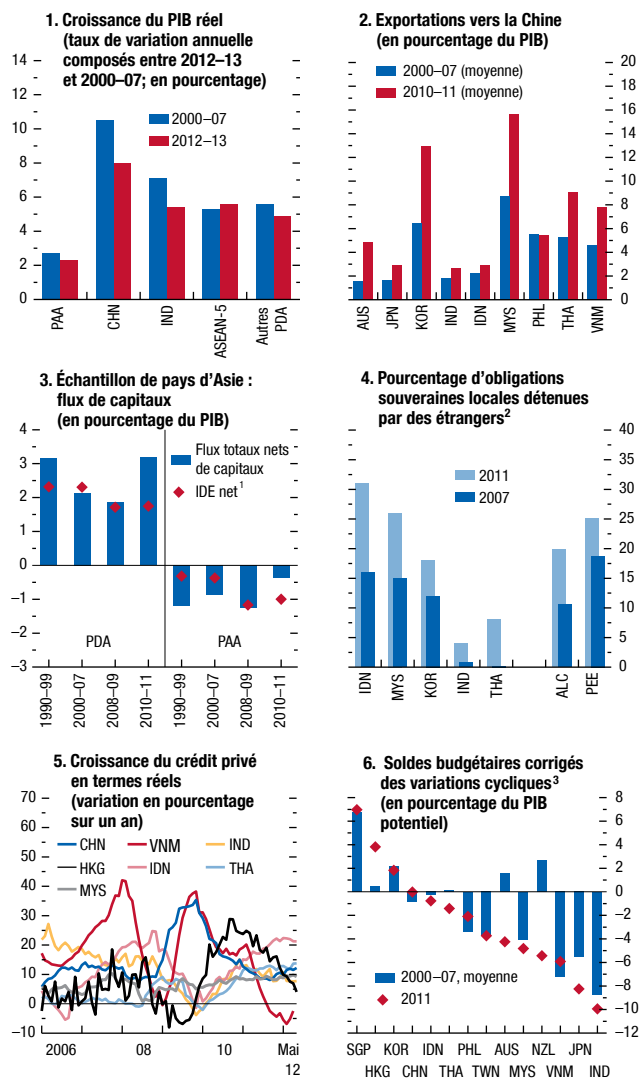
l'immobilier et de l'investissement, qui s'est accélérée en 2009–10 après les mesures de relance macroéconomique prises face à la crise financière mondiale. La forte expansion du crédit qui a soutenu la demande dans l'ensemble des pays émergents, y compris ceux d'Asie, ne peut se poursuivre au rythme actuel sans risquer de compromettre sérieusement la stabilité financière. L'impact sur la croissance d'une baisse simultanée de la croissance potentielle dans les pays émergents d'Asie et dans les autres régions serait non négligeable en Asie, de même que les répercussions extérieures sur les exportateurs de produits de base (graphique 2.2). Un risque connexe est celui d'un retournement de l'essor récent de l'investissement en Chine entraînant à l'avenir un ralentissement plus brutal que prévu de l'investissement. Un choc de cette nature affecterait fortement les pays de la chaîne d'approvisionnement asiatique étroitement liés entre eux — comme la Corée, la Malaisie, la province chinoise de Taiwan et la Thaïlande — y compris indirectement à travers les effets importants qu'il aurait sur d'autres grands pays exportateurs de produits manufacturés, notamment l'Allemagne et le Japon⁷.

Les mesures prises devront trouver le juste équilibre entre la gestion des risques externes et internes et la préparation d'un atterrissage en douceur. Les risques externes se sont faits plus pressants, et la réorientation vers un assouplissement de la politique monétaire observée récemment dans une grande partie de la région semble le plus souvent appropriée compte tenu du ralentissement de l'inflation constaté tant dans les pays avancés que dans les pays émergents d'Asie. Les baisses récentes de taux ont cependant utilisé une partie de la marge de manœuvre disponible dans ces derniers pays, les écarts de production y étant encore positifs et les taux directeurs réels demeurant bien inférieurs aux moyennes enregistrées avant la crise. En Inde, où l'inflation reste élevée, la politique monétaire ne devrait pas être modifiée tant qu'une baisse durable de l'inflation ne sera pas constatée. Au Japon, l'assouplissement de la politique monétaire annoncé en septembre devrait permettre de soutenir la croissance économique et de sortir de la déflation. De nouvelles mesures d'assouplissement monétaire peuvent toutefois s'avérer nécessaires pour que l'inflation se rapproche plus rapidement de l'objectif de 1 % de la Banque du Japon.

⁷Le document FMI (2012b) présente une analyse plus approfondie des répercussions de fortes perturbations de l'investissement en Chine.

Graphique 2.9. Asie : ralentissement de l'activité

La croissance en Asie s'est encore ralentie du fait de l'affaiblissement de la demande extérieure et de l'atterrissage en douceur en cours en Chine. La révision à la baisse des perspectives de croissance à moyen terme en Chine affectera la croissance régionale par suite de l'expansion des liens commerciaux entre la Chine et les autres pays de la région. Celle-ci a été exposée aux effets de contagion des tensions financières affectant les pays avancés, mais les flux de capitaux vers ses pays émergents et la croissance du crédit restent vigoureux.



Sources : CEIC; Haver Analytics; FMI, bases de données de *Balance of Payments Statistics*, de *Direction of Trade Statistics* et d'*International Financial Statistics*; FMI, *Perspectives économiques régionales : Asie et Pacifique* (octobre 2011); sources nationales; estimations des services du FMI.

Note : ASEAN-5 : Indonésie (IDN), Malaisie (MYS), Philippines (PHL), Thaïlande (THA), Viet Nam (VNM); CHN = Chine; IND = Inde; pays avancés d'Asie (PAA) : Australie (AUS); Corée (KOR); RAS de Hong Kong (HKG); Japon (JPN); Nouvelle-Zélande (NZL); Singapour (SGP); province chinoise de Taiwan (TWN); autres pays en développement d'Asie (autres PDA) : Afghanistan, Bangladesh, Bhoutan, Brunei Darussalam, Cambodge, îles Salomon, Kiribati, Maldives, Myanmar, Népal, Pakistan, Papouasie-Nouvelle-Guinée, RDP lao, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga et Vanuatu; pays en développement d'Asie (PDA) : ASEAN-5 et autres PDA. ¹IDE = investissement direct étranger.

²PEE = pays émergents d'Europe (voir le graphique 2.1 pour la composition régionale par pays; ALC = Amérique latine et Caraïbes; Inde : ensemble du marché obligataire.

³Indonésie : moyenne de 2004-07; Nouvelle-Zélande : moyenne de 2005-07;

Viet Nam : en pourcentage du PIB nominal de l'exercice budgétaire.

Au cas où les risques baissiers se concrétiseraient, un certain nombre de pays (groupe ASEAN-5, Chine, Corée) disposeraient de l'espace budgétaire nécessaire pour laisser, le cas échéant, les stabilisateurs automatiques jouer pleinement leur rôle, ou recourir à des mesures de relance budgétaire discrétionnaires (graphique 2.9, page 6). Assurer la viabilité de la dette grâce à un rééquilibrage crédible des finances publiques reste toutefois une priorité pour plusieurs pays de la région (Inde, Japon et Viet Nam). Au Japon, le doublement progressif du taux de la taxe sur la consommation pour le porter à 10 % d'ici à 2015, qui a été approuvé récemment, constitue une mesure importante pour mettre la dette publique sur une trajectoire viable même si d'autres mesures allant dans ce sens s'imposent. Une réforme structurelle des politiques budgétaires est nécessaire dans plusieurs pays de la région, dont la Chine, pour répondre aux besoins dans le domaine non seulement des dépenses et de la protection sociales, mais aussi des infrastructures. En réduisant les distorsions qui freinent la consommation privée, ces réformes réduiraient les risques d'apparition de déséquilibres internes et elles font partie de l'ensemble de mesures souhaitables pour contribuer à rééquilibrer la demande mondiale. En fait, dans plusieurs pays d'Asie — dont la Chine, la Corée, la Malaisie, Singapour et la Thaïlande —, les soldes des transactions courantes sont plus forts et les monnaies plus faibles qu'ils ne le seraient en présence d'une série de mesures plus adaptée⁸.

Devant les risques de détérioration de la qualité du crédit sous l'effet du ralentissement de la croissance, les dirigeants de nombreux pays d'Asie doivent aussi se prémunir contre les risques d'instabilité financière découlant de l'expansion rapide du crédit observée récemment, notamment en surveillant de près la santé des bilans et les conditions financières dans les systèmes bancaires traditionnels et parallèles. En cas de pénurie mondiale ou locale de liquidités, les banques centrales doivent être prêtes à en garantir la fourniture.

Amérique latine et Caraïbes : perte de vigueur

La croissance ralentissant, les risques de surchauffe et l'inflation ont diminué en Amérique latine et aux Caraïbes (ALC). Les flux de capitaux privés sont restés soutenus et les conditions financières favorables. Les perspec-

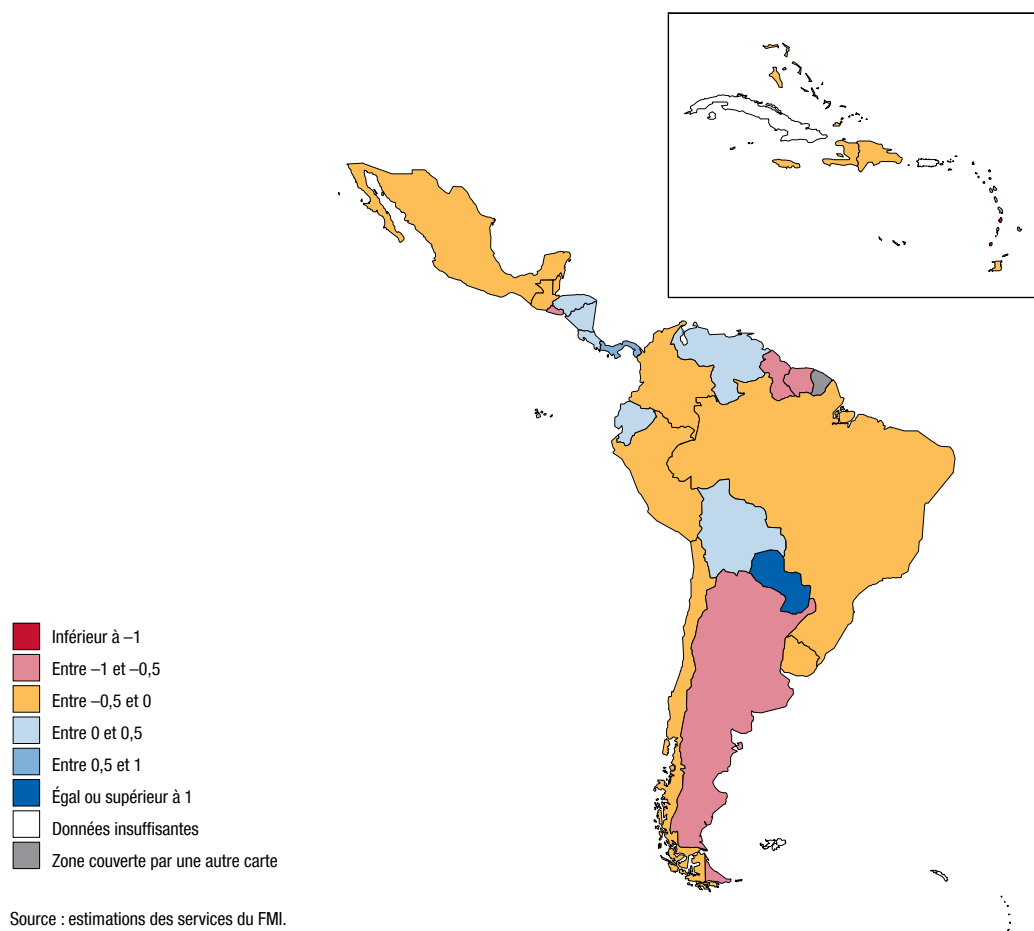
tives d'évolution se sont dégradées par rapport à l'édition d'avril 2012 des PEM (graphique 2.10). La croissance devrait se redresser plus tard dans le courant de l'année à mesure que se feront sentir les effets de l'assouplissement récent des politiques économiques. Comme ailleurs, les perspectives de croissance à court terme risquent de devoir être révisées à la baisse. Toutefois, l'expansion rapide du crédit se poursuivant et le taux d'inflation se situant au-dessus du point médian de la fourchette ciblée dans beaucoup de pays de la région, il faut en priorité reconstituer la marge de manœuvre macroéconomique sauf si les risques de détérioration de la situation se concrétisent.

La croissance s'est encore ralentie dans la région ALC au premier semestre de 2012. L'activité en dehors de la région ayant diminué davantage que prévu, y compris dans les pays émergents d'Asie, la demande extérieure pour les biens et services de l'ALC a fléchi. Joint à la dégradation des perspectives mondiales à court terme, ce fort ralentissement de l'activité a entraîné une baisse des cours de la plupart des produits de base et des pertes de termes de l'échange pour les exportateurs de ces produits, qui assurent les trois quarts de la production de la région. La croissance de la demande intérieure, notamment de l'investissement, a diminué suite au durcissement des politiques opéré plus tôt. La reprise de la croissance a été moins marquée que prévu au Brésil — un facteur important dans la détérioration des résultats régionaux en matière de croissance — du fait à la fois de la dégradation des conditions extérieures et d'un ralentissement de la transmission de l'assouplissement de la politique monétaire à partir d'août 2011 sous l'effet d'une augmentation des prêts improductifs après plusieurs années de forte expansion du crédit.

La région ALC a été exposée aux répercussions financières de la crise de la zone euro et aux inquiétudes suscitées par les perspectives d'évolution de la croissance mondiale, mais leurs effets ont été limités. Ces répercussions ont contribué à renforcer l'aversion pour le risque et réduit temporairement les entrées de capitaux dans la région sans toutefois provoquer une inversion des flux (graphique 2.11). Les écarts de rendement entre les dettes libellées en monnaies étrangères se sont creusés comme sur les marchés d'autres pays émergents, mais ils restent bien inférieurs aux pics observés il y a peu. La plupart des monnaies de la région se sont en même temps appréciées, à l'exception notable du real brésilien (graphique 2.11, pages 1 et 2).

⁸Voir aussi FMI (2012a).

Graphique 2.10. Amérique latine et Caraïbes : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2013
(Écart en points par rapport aux projections de l'édition d'avril 2012 des PEM)



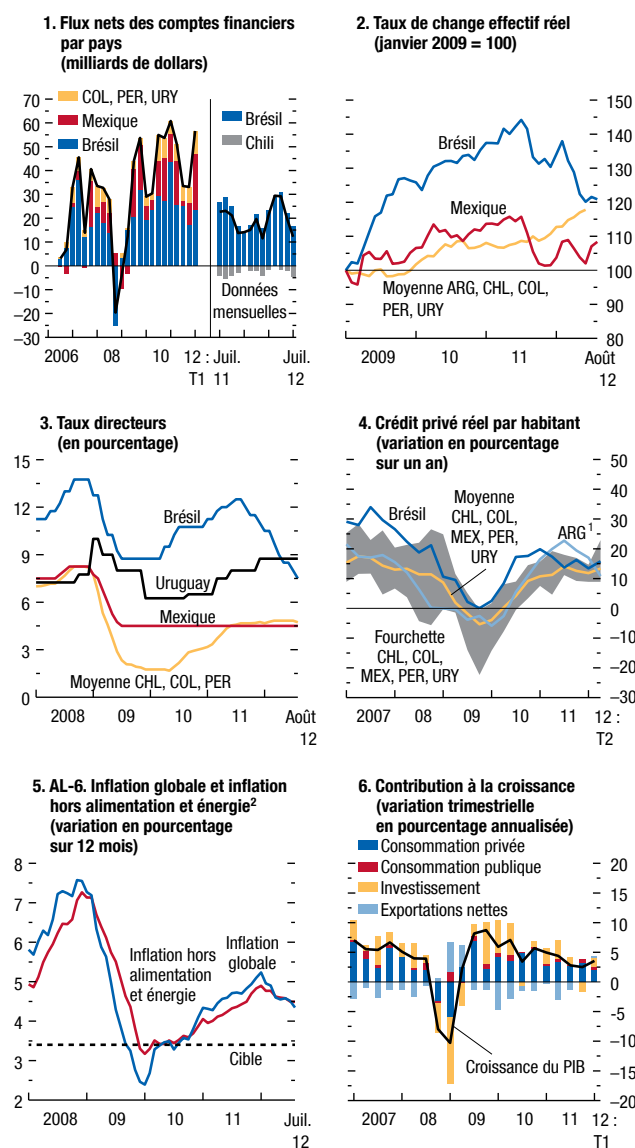
Les répercussions de l'exposition de la région aux activités des banques européennes, espagnoles notamment, ont également été limitées, surtout parce que les activités de ces banques en Amérique latine et aux Caraïbes sont menées essentiellement par des filiales et financées par les dépôts locaux. L'expansion du crédit est donc restée vigoureuse dans l'ensemble de la région en dépit du ralentissement de l'activité.

D'après les projections, la croissance doit, se ralentir dans la région et tomber à 3¼ % en 2012 avant de s'affermir et d'atteindre environ 4 % en 2013 (tableau 2.4). Dans le groupe des pays exportateurs de produits de base, l'assouplissement récent de la politique monétaire devrait stimuler une croissance plus soutenue au Brésil à partir de la fin de 2012 sous l'impulsion de la demande intérieure. La croissance de l'emploi devrait aussi rester vigoureuse, surtout dans les secteurs des services. Dans la

plupart des autres pays exportateurs de produits de base, la croissance devrait rester proche de son taux potentiel pendant le reste de 2012 et en 2013, après avoir progressivement diminué au cours des douze derniers mois environ. La croissance est restée forte au Mexique en 2012, mais elle devrait ralentir avec la détérioration des perspectives de croissance à court terme aux États-Unis. Globalement, avec un taux moyen de 3¾ % en 2012–13, la croissance devrait se situer légèrement au-dessus de son taux potentiel. En Amérique centrale, où les perspectives d'évolution sont étroitement liées à la situation aux États-Unis, la croissance devrait diminuer de ½ point par rapport à 2011 pour s'établir à 4¼ % en 2012–13. Dans les Caraïbes, où l'endettement public élevé et la faiblesse du tourisme et des envois de fonds continuent de peser sur les perspectives, la croissance devrait rester terne avec un taux d'environ 2¾ à 3½ %.

Graphique 2.11. Amérique latine : léger ralentissement

Les flux de capitaux privés vers l'Amérique latine restent soutenus en dépit d'une plus grande aversion pour le risque au niveau mondial et d'inquiétudes suscitées par les difficultés internes. Les risques d'inflation et de surchauffe ont diminué, mais, le crédit continuant d'augmenter rapidement et le taux d'inflation se situant au-dessus du point médian de la fourchette ciblée dans beaucoup de pays de la région, la priorité reste de reconstituer une marge de manœuvre macroéconomique et de consolider les progrès réalisés dans le domaine de la réglementation et de la surveillance prudentielles sauf si les risques baissiers se concrétisent.



Sources : Haver Analytics et calculs des services du FMI.

Note : ARG = Argentine; CHL = Chili; COL = Colombie; MEX = Mexique; PER = Pérou; URY = Uruguay.

¹Les données nominales du crédit pour l'Argentine sont déflatées à l'aide des estimations de l'IPC provincial établies par les services du FMI.

²AL-6 : Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Uruguay.

Les perspectives de croissance risquent d'être révisées à la baisse essentiellement pour les mêmes raisons que celles qui affectent l'économie mondiale. Les principaux risques à court terme résident dans une aggravation de la crise de la zone euro et le précipice budgétaire aux États-Unis. L'analyse des scénarios de risques dans la zone euro effectuée au chapitre 1 suggère que la baisse maximale de la production régionale par rapport au scénario de référence pourrait se situer aux alentours de ½ %. C'est peu par rapport aux autres régions et cela tient au niveau relativement faible des échanges commerciaux que cette région effectue avec l'Europe (10 % seulement environ d'exportations de biens) et aux liens financiers limités qu'elle entretient avec elle. Si la croissance mondiale ralentissait fortement parce que les États-Unis ne sont pas parvenus à éviter le précipice budgétaire, la région ALC serait relativement plus affectée en raison des liens plus étroits qui l'unissent à l'économie américaine. Dans les deux cas, l'adoption de mesures anticycliques dans la région pourrait permettre d'atténuer les répercussions sur la production intérieure.

Étant donné la dépendance de la région à l'égard de l'évolution des marchés des produits de base, surtout dans son cône méridional, les risques à moyen terme qui affectent le plus les cours des produits de base sont particulièrement préoccupants. Le scénario envisagé au chapitre 1 du risque d'une diminution de la croissance potentielle dans des pays d'importance systémique et d'une montée temporaire de l'aversion pour le risque au niveau mondial illustre cette préoccupation. Même si la croissance potentielle ne diminuait que de ½ point dans la région ALC, l'impact sur la croissance à court terme serait considérablement plus important du fait que les fortes baisses de production dans les pays émergents d'Asie et les pays avancés entraîneraient un effondrement des cours des produits de base. Un ralentissement de l'investissement en Chine, plus marqué que prévu, est un autre risque important à moyen terme qui pourrait affecter la région ALC. L'expansion économique qu'a connue la Chine au cours de la dernière décennie s'est caractérisée par une forte intensité de consommation de produits de base, ce qui s'est traduit par un net accroissement de sa part des marchés mondiaux de ces produits, en particulier des métaux de base et des matières premières pour l'industrie, et a entraîné un très net renforcement de ses liens commerciaux avec la région ALC. Parmi les

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		
	2011	Projections 2012 2013	2011	Projections 2012 2013	2011	Projections 2012 2013	2011	Projections 2012 2013	2011	Projections 2012 2013	2011	Projections 2012 2013
Amérique du Nord	2,0	2,3	2,2	3,1	2,1	1,9	-2,9	-3,0	-3,0	...	...	...
États-Unis	1,8	2,2	2,1	3,1	2,0	1,8	-3,1	-3,1	-3,1	9,0	8,2	8,1
Canada	2,4	1,9	2,0	2,9	1,8	2,0	-2,8	-3,4	-3,7	7,5	7,3	7,3
Mexique	3,9	3,8	3,5	3,4	4,0	3,5	-1,0	-0,9	-1,1	5,2	4,8	4,8
Amérique du Sud⁴	4,8	2,9	4,0	7,8	6,8	6,9	-1,0	-1,5	-1,7	...	...	...
Brésil	2,7	1,5	4,0	6,6	5,2	4,9	-2,1	-2,6	-2,8	6,0	6,0	6,5
Argentine ⁵	8,9	2,6	3,1	9,8	9,9	9,7	-0,1	0,3	-0,1	7,2	7,2	7,2
Colombie	5,9	4,3	4,4	3,4	3,2	2,8	-3,0	-2,9	-2,9	10,8	11,0	10,5
Venezuela	4,2	5,7	3,3	26,1	23,2	28,8	8,6	6,7	5,6	8,1	8,0	8,1
Pérou	6,9	6,0	5,8	3,4	3,7	2,5	-1,9	-3,0	-3,0	7,7	7,5	7,5
Chili	5,9	5,0	4,4	3,3	3,1	3,0	-1,3	-3,2	-3,0	7,1	6,6	6,9
Équateur	7,8	4,0	4,1	4,5	5,1	4,3	-0,3	-0,3	3,0	6,0	5,8	6,2
Uruguay	5,7	3,5	4,0	8,1	7,9	7,6	-3,1	-3,0	-1,9	6,0	6,7	7,0
Bolivie	5,2	5,0	5,0	9,9	4,8	4,7	2,2	1,8	1,1	...	...	...
Paraguay	4,3	-1,5	11,0	6,6	5,0	5,0	-1,0	-1,1	-0,4	5,6	5,8	5,4
Amérique centrale⁶	4,7	4,3	4,1	5,6	5,0	4,9	-6,9	-7,2	-6,9	...	...	...
Caraïbes⁷	2,7	2,8	3,5	7,2	5,5	5,3	-6,3	-5,9	-5,8	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Amérique latine et Caraïbes ⁸	4,5	3,2	3,9	6,6	6,0	5,9	-1,3	-1,7	-1,9	...	...	...
Union monétaire des Caraïbes orientales ⁹	-1,1	0,7	1,3	3,5	3,3	2,6	-20,3	-20,5	-19,8	...	...	...

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.⁵Les chiffres reposent sur les données officielles de l'Argentine relatives à son PIB et à l'indice des prix à la consommation (IPC) du Grand Buenos Aires (GBA). Les services du FMI ont demandé aux autorités argentines de prendre des mesures pour améliorer la qualité des données officielles relatives au PIB et à l'IPC-GBA. Ils utilisent aussi d'autres indicateurs de la croissance du PIB et de l'inflation pour la surveillance macroéconomique, notamment des données produites par des analystes privés, qui indiquent une croissance du PIB réel sensiblement inférieure aux données officielles à partir de 2008, et des données produites par des offices statistiques provinciaux et des analystes privés, qui indiquent une inflation considérablement plus élevée que les chiffres officiels à partir de 2007.⁶Belize, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua et Panama.⁷Antigua-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.⁸Inclut le Mexique et les pays d'Amérique centrale, d'Amérique du Sud et des Caraïbes.⁹Antigua-et-Barbuda, Dominique, Grenade, Saint-Kitts-et-Nevis, Saint-Vincent-et-les Grenadines et Sainte-Lucie, ainsi que Anguilla et Montserrat, qui ne sont pas membres du FMI.

pays exportateurs de produits de base, ce sont ceux dont les exportations sont peu diversifiées et qui sont spécialisés dans l'extraction et le commerce des métaux qui seraient les plus touchés par les répercussions d'une crise de l'investissement en Chine; les pays dont les exportations sont diversifiées, comme le Brésil, seraient relativement moins affectés (FMI, 2012b).

Dans une optique intrarégionale, la croissance potentielle risque aussi de fléchir du fait que les taux de croissance enregistrés dans la région ont été supérieurs, pendant les dix dernières années et quelques, aux taux tendanciels observés dans le passé grâce en partie à la financiarisation croissante de l'économie et à

l'expansion rapide du crédit. Ce succès peut avoir favorisé des attentes trop optimistes en ce qui concerne la croissance potentielle à moyen terme. Il existe aussi des risques connexes d'instabilité financière interne après des années d'accroissement rapide du crédit.

Dans ce contexte, les dirigeants des pays de la région doivent se montrer vigilants à l'égard des répercussions de la détérioration des perspectives d'évolution dans les pays avancés et les grands pays émergents extérieurs à la région, des flux de capitaux mouvants et des risques financiers internes qui se font jour. Ils doivent cependant soigneusement considérer ces risques baissiers à la lumière des derniers effets de la surchauffe récente

et de la réduction de la marge de manœuvre dont ils disposent pour agir. Bien qu'elle ait récemment fléchi, l'inflation reste au-dessus du point médian des fourchettes ciblées, et les écarts de production sont proches de zéro ou encore positifs. Les inquiétudes suscitées par les risques d'une hausse de l'inflation sont particulièrement vives au Venezuela et en Argentine, où les politiques n'ont pas été notablement durcies et où la hausse des prix reste élevée. La politique monétaire devrait pourtant être la première ligne de défense si la croissance mondiale ralentit plus que prévu, surtout dans les pays dotés de systèmes éprouvés de ciblage de l'inflation. Pour ce qui est des risques liés aux flux de capitaux et à la stabilité financière, les politiques suivies doivent s'appuyer sur une base solide de mesures prudentielles et renforcer encore la réglementation et la surveillance prudentielles axées sur les risques. Il faudra peut-être aussi, en même temps, fournir des liquidités si une modification de la perception des risques mondiaux provoque de sérieux problèmes de financement dans les systèmes bancaires de la région.

La politique budgétaire devrait continuer de viser à reconstituer une marge de manœuvre sauf si les sérieux risques de détérioration de la situation se concrétisent. Ce nouvel espace budgétaire est particulièrement important pour les exportateurs de produits de base, car il permettra d'amortir les risques baissiers qui pèsent sur la croissance mondiale et les cours des produits de base. D'une manière plus générale, l'adoption de politiques macroéconomiques anticycliques a fortement contribué à la meilleure résistance dont ont fait preuve les pays émergents (voir le chapitre 4). Avec des écarts de production proches de zéro ou encore positifs dans de nombreux pays de la région, une orientation anticyclique indiquerait que la politique budgétaire doit rester rigoureuse. Beaucoup de pays de la région devraient aussi prévoir des réformes structurelles visant à stimuler la croissance à moyen terme. Au Brésil, par exemple, les goulets d'étranglement des infrastructures freinent la croissance. Les mesures prises récemment pour octroyer des concessions au secteur privé afin qu'il développe les infrastructures routières et ferroviaires indispensables constituent une avancée positive, mais il faudrait aussi accroître les investissements publics. Aux Caraïbes, les autorités doivent faire preuve d'une plus grande détermination dans la réduction du surendettement tout en s'attaquant à la faiblesse de la compétitivité.

Communauté des États indépendants : une croissance toujours vigoureuse

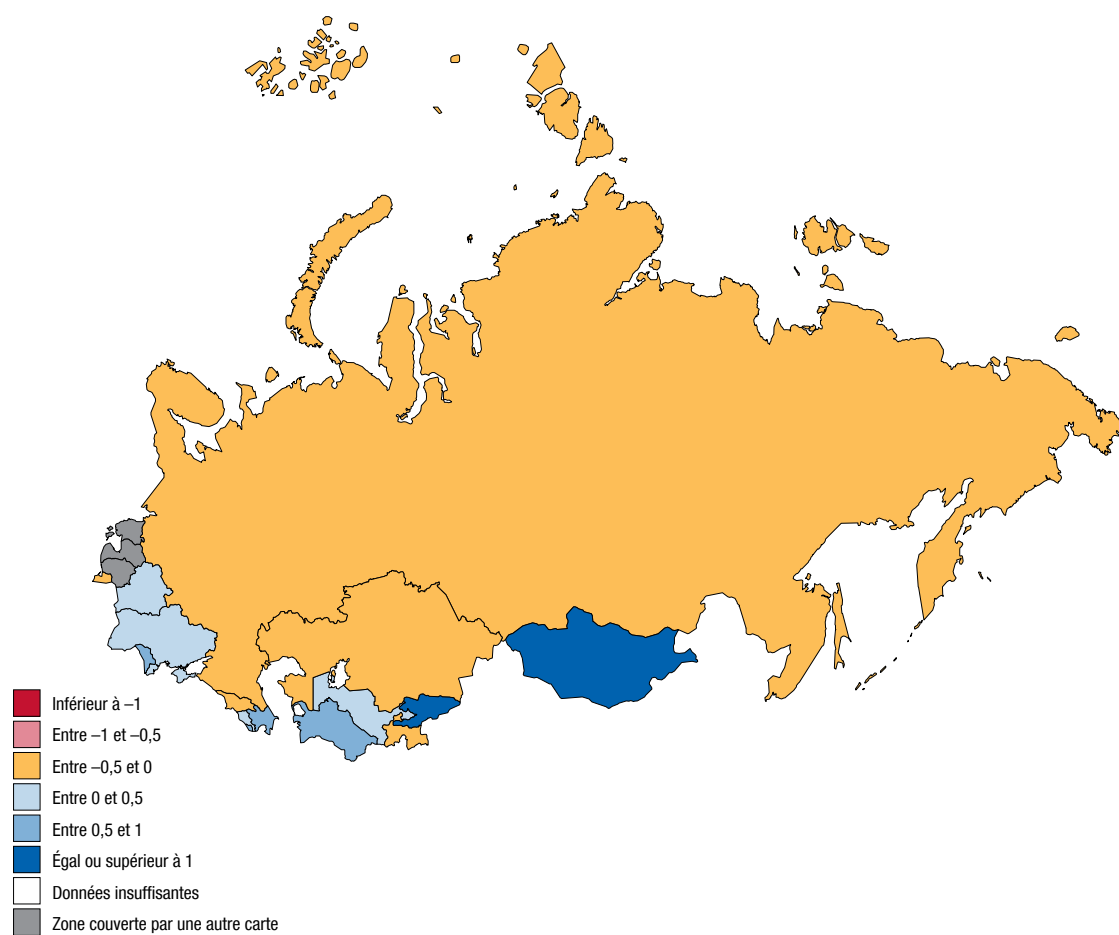
La croissance dans la Communauté des États indépendants (CEI) devrait légèrement ralentir étant donné la faible baisse des prix des produits de base attendue dans les projections et la détérioration du contexte extérieur. La région reste vulnérable aux perturbations venant des pays avancés par suite de l'intensification des liens économiques et financiers qui l'unissent à la zone euro. Elle devrait profiter des conditions économiques encore favorables dont elle bénéficie pour reconstituer la marge de manœuvre nécessaire à l'action publique.

La croissance est restée vigoureuse dans la CEI jusqu'au début de 2012 grâce aux cours élevés des principaux produits de base, aux bonnes récoltes de 2011 et à l'intensité des envois de fonds. La situation dans les trois plus grands pays de la CEI (Kazakhstan, Russie et Ukraine) a toutefois été notablement affectée par la montée des tensions financières à la périphérie de la zone euro et par la plus grande aversion pour le risque observée au niveau mondial : les écarts de taux souverains se sont creusés, les cours des actions ont chuté et les sorties de capitaux ont augmenté. La croissance de l'investissement a fléchi, mais des mesures budgétaires expansionnistes et une forte expansion du crédit en Russie et dans d'autres pays exportateurs de produits énergétiques en ont atténué l'effet sur la croissance globale.

Le taux de croissance moyen pour la région devrait être de 4 % en 2012–13, contre près de 5 % en 2011, sous l'effet de la détérioration du contexte extérieur et des pertes de termes de l'échange résultant de la légère baisse des cours des produits de base (tableau 2.5; graphiques 2.12 et 2.13).

- Le taux de croissance devrait être d'environ 3¾ % en Russie en 2012–13 sous l'impulsion de la demande intérieure, qui est soutenue par une politique budgétaire expansionniste et une reprise de l'expansion du crédit. La croissance devrait ralentir, d'après les projections, dans les autres pays exportateurs de produits énergétiques en raison principalement d'un affaiblissement de l'expansion du secteur de l'énergie, bien que la fermeté des dépenses publiques devrait contribuer à soutenir l'activité dans d'autres secteurs.
- D'après les projections, le ralentissement de la croissance mondiale affectera davantage certains des pays de la région qui sont importateurs de produits éner-

Graphique 2.12. Communauté des États indépendants : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2013
(Écart en points par rapport aux projections de l'édition d'avril 2012 des PEM)



Source : estimations des services du FMI.
 Note : La Géorgie et la Mongolie sont incluses.

gétiques. Le taux de croissance en Ukraine tombera à 3 % en 2012, contre plus de 5 % en 2011, sous l'effet d'un affaiblissement de la croissance des exportations et de la demande intérieure. Au Bélarus, la baisse de la demande intérieure après la crise monétaire de 2011 pèsera sur la croissance. Dans la République kirghize et au Tadjikistan, l'activité est soutenue par la vigueur des envois de fonds et de la demande d'importations provenant de la Russie (l'ajournement de l'accroissement de la production d'or prévu pour 2012 va affaiblir temporairement la croissance dans la République kirghize).

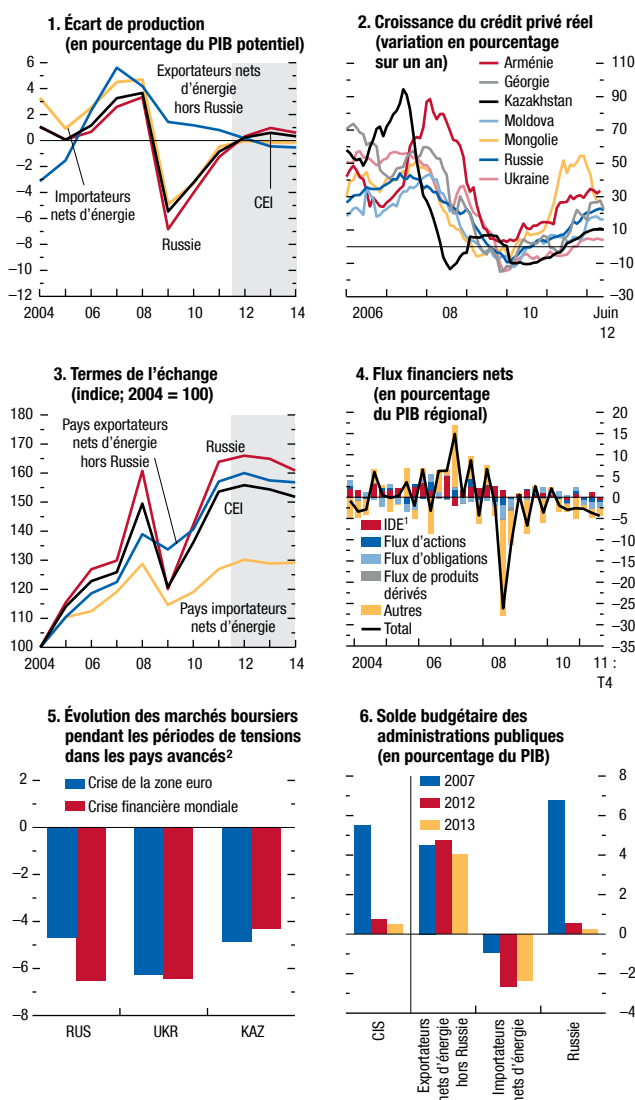
L'inflation doit ralentir, selon les projections, en 2012–13 par rapport à 2011 sous l'effet des bonnes récoltes enregistrées dans une grande partie de la région, du durcissement de la politique monétaire

opéré par certains de ses pays et d'un léger recul des cours des produits de base. La récente envolée des prix alimentaires mondiaux pourrait toutefois faire monter provisoirement les prix, et les pressions de la demande restent fortes dans les pays exportateurs de produits énergétiques.

Comme dans le cas d'autres régions, les perspectives d'évolution à court terme risquent plutôt d'être révisées à la baisse. La région de la CEI étant fortement tributaire des exportations de produits de base, elle serait concernée par la plupart des risques majeurs qui pèsent sur la croissance mondiale, examinés au chapitre 1, puisqu'ils impliqueraient une forte baisse des cours de ces produits. Les effets directs sur les échanges d'une aggravation de la crise de la zone euro seraient également importants pour les pays importateurs de produits

Graphique 2.13. Communauté des États indépendants : vulnérabilité aux répercussions négatives

La croissance est restée soutenue dans la CEI grâce aux prix élevés des produits de base essentiels et aux bonnes récoltes de 2011, mais les indicateurs suggèrent un ralentissement de l'activité au cours des derniers mois. La situation financière dans les trois plus grands pays de la CEI (Kazakhstan, Russie, Ukraine) s'est détériorée sous l'effet de la montée des tensions financières à la périphérie de la zone euro et de la plus grande aversion pour le risque observée au niveau mondial. Devant les risques baissiers, la priorité est de renforcer l'action publique en améliorant les soldes budgétaires, accélérant la réforme du système financier et durcissant la politique monétaire là où les risques d'inflation sont élevés.



Sources : Haver Analytics; FMI, bases de données de *Balance of Payment Statistics*, de *Direction of Trade Statistics* et d' *International Financial Statistics*; Thomson Reuters Datastream; estimations des services du FMI.

Note : exportateurs nets d'énergie : Azerbaïdjan, Kazakhstan (KAZ), Ouzbékistan, Russie (RUS), Turkménistan; importateurs nets d'énergie : Arménie, Bélarus, Géorgie, Moldova, Mongolie, République kirghize, Tadjikistan, Ukraine (UKR).

¹IDE = investissement direct étranger.

²Variation en pourcentage du niveau moyen des indices cinq jours après et cinq jours avant les épisodes de tensions dans les pays avancés. Les périodes correspondant à la crise de la zone euro et à la crise financière mondiale sont, respectivement : janvier 2010–juin 2012 et janvier 2007–décembre 2009. Voir le dossier spécial sur les effets de contagion pour plus de détails.

énergétiques de la région, puisque l'Europe est leur principal partenaire commercial extérieur à la région.

Si les risques baissiers se concrétisaient, on observerait une dégradation des soldes extérieurs, ce qui aurait tendance à accroître les sorties de capitaux et à entraîner des tensions sur les monnaies, surtout dans les pays importateurs de produits énergétiques ayant d'importants besoins de financement extérieur (Ukraine). Une plus grande flexibilité des taux de change et une réduction des déséquilibres des bilans (Kazakhstan, Russie) permettraient d'amortir l'impact sur la croissance par rapport à la récession de 2009. L'effet sur la Russie de la concrétisation de n'importe lequel des risques baissiers serait très important pour l'ensemble de la région du fait de l'étroitesse des liens qui unissent ce pays aux autres membres de la CEI par la voie des échanges, de l'investissement direct étranger (IDE) et des envois de fonds.

Dans ce contexte, les grands pays de la CEI devraient profiter de la robustesse actuelle de la situation économique pour reconstituer les volants de sécurité budgétaire. En Russie, le déficit budgétaire hors pétrole est plus de trois fois plus important qu'il ne l'était avant la Grande Récession. Dans les pays importateurs de produits énergétiques, l'ajustement budgétaire devrait viser à mettre la dette publique sur une trajectoire descendante (République kirghize, Tadjikistan), ce qui réduirait aussi les vulnérabilités extérieures en amenuisant les importants déficits extérieurs courants (Arménie, Géorgie).

Les efforts d'assainissement des finances publiques devraient s'accompagner de réformes structurelles, d'un renforcement des cadres budgétaires et d'améliorations au niveau de la qualité et de l'efficacité des dépenses publiques.

Un nouveau resserrement de la politique monétaire est nécessaire dans certains pays pour limiter les anticipations inflationnistes (Bélarus, Mongolie, Ouzbékistan). Il faudra toutefois peut-être assouplir les politiques monétaires et budgétaires si les risques baissiers se concrétisent, en veillant à maintenir un juste équilibre entre les besoins immédiats de stabilisation et les objectifs à moyen terme.

Les risques mondiaux rendent aussi nécessaire d'accélérer la remise en état du système financier et de renforcer la résistance de la région aux effets extérieurs négatifs des tensions financières (voir le dossier spécial sur les effets de contagion). Bien que des progrès aient été

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		
	2011	Projections 2012 2013		2011	Projections 2012 2013		2011	Projections 2012 2013		2011	Projections 2012 2013	
Communauté des États indépendants (CEI)⁴	4,9	4,0	4,1	10,1	6,8	7,7	4,6	4,2	2,9	...	...	...
Exportateurs nets d'énergie	4,7	4,0	4,1	8,5	5,3	6,7	6,1	5,6	4,2	...	...	...
Russie	4,3	3,7	3,8	8,4	5,1	6,6	5,3	5,2	3,8	6,5	6,0	6,0
Kazakhstan	7,5	5,5	5,7	8,3	5,0	6,6	7,6	6,2	4,5	5,4	5,4	5,3
Ouzbékistan	8,3	7,4	6,5	12,8	12,9	10,7	5,8	4,7	3,3	0,2	0,2	0,2
Azerbaïdjan	0,1	3,9	2,7	7,9	3,0	6,0	26,5	20,4	16,1	6,0	6,0	6,0
Turkménistan	14,7	8,0	7,7	5,3	4,3	6,0	2,0	-1,5	-1,6	...	...	...
Importateurs nets d'énergie	5,7	3,8	4,2	18,2	14,7	12,7	-7,9	-6,8	-6,9	...	...	...
Ukraine	5,2	3,0	3,5	8,0	2,0	7,4	-5,5	-5,6	-6,6	7,9	7,8	7,7
Bélarus	5,3	4,3	3,4	53,2	60,2	30,6	-10,5	-3,6	-5,8	0,6	0,6	0,6
Géorgie	7,0	6,5	5,5	8,5	0,2	5,5	-11,8	-12,6	-11,2	15,1	14,2	13,8
Arménie	4,6	3,9	4,0	7,7	2,8	4,2	-10,9	-9,8	-9,3	19,0	19,0	18,5
Tadjikistan	7,4	6,8	6,0	12,4	6,0	8,1	0,6	-0,4	-1,5	...	...	...
Mongolie	17,5	12,7	15,7	7,7	14,1	11,7	-31,8	-31,4	-10,1	7,7	6,8	6,1
République kirghize	5,7	1,0	8,5	16,6	2,9	9,4	-6,3	-12,8	-6,2	7,9	7,7	7,6
Moldova	6,4	3,0	5,0	7,6	5,1	5,0	-11,5	-11,4	-10,7	6,7	5,8	6,4
<i>Pour mémoire</i>												
Pays à faible revenu de la CEI ⁵	7,3	6,1	6,1	11,6	8,2	8,6	-1,5	-2,3	-2,3	...	...	...
Exportateurs nets d'énergie hors Russie	6,8	5,8	5,5	8,9	6,3	7,3	10,6	8,1	6,0	...	...	...

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.

⁴La Géorgie et la Mongolie, qui ne sont pas membres de la Communauté des États indépendants, sont incluses dans ce groupe pour des raisons de géographie et de similitude de structure économique.

⁵Les pays à faible revenu de la CEI sont l'Arménie, la Géorgie, la Moldova, l'Ouzbékistan, la République kirghize et le Tadjikistan.

réalisés dans la consolidation du système bancaire, l'état des bilans bancaires laisse encore à désirer dans plusieurs pays du fait de l'importance de la part des prêts improductifs (Ukraine) et de l'insuffisance des fonds propres (Kazakhstan, République kirghize, Tadjikistan).

Moyen-Orient et Afrique du Nord : une région à deux vitesses

Les différences entre les performances économiques des pays exportateurs et des pays importateurs de pétrole se sont creusées. L'accroissement des dépenses publiques a soutenu une croissance vigoureuse dans la plupart des pays exportateurs de pétrole. Ailleurs, les incertitudes entourant les changements politiques et économiques consécutifs au printemps arabe, le ralentissement de la croissance chez les principaux partenaires commerciaux et, dans certains cas, des conflits internes ont conduit à un affaiblissement marqué de l'activité. Dans le cas des pays importateurs de pétrole, la priorité de l'action publique doit être de préserver ou de rétablir la stabilité macroéconomique tout

en établissant et en mettant en œuvre un programme de réformes pour accélérer la croissance. Dans celui des pays exportateurs de pétrole, les autorités doivent avant tout profiter du niveau actuellement élevé des cours du pétrole pour diversifier les activités économiques.

La croissance a été relativement modérée au Moyen-Orient et en Afrique du Nord (région MOAN) en 2011 avec un taux de 3¼ %, mais elle doit s'affermir en 2012, selon les projections, et atteindre un taux de 5¼ % grâce aux pays exportateurs de pétrole (tableau 2.6)⁹. La croissance dans ces derniers pays devrait en effet s'accélérer et passer d'environ 4 % en 2011 à 6½ % en 2012 sous l'effet principalement d'une forte reprise de l'activité en Libye à partir de la fin de 2011. Dans la plupart des autres pays exportateurs de pétrole, la croissance du PIB hors pétrole, soutenue par un

⁹La Syrie a été exclue des agrégats régionaux ainsi que des projections en raison de la guerre civile qui ravage actuellement le pays. Les agrégats régionaux n'incluent pas la Libye, où l'activité a été fortement affectée par la guerre civile, la production s'étant effondrée en 2011 avant de rebondir fortement en 2012.

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		
	Projections			Projections			Projections			Projections		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Moyen-Orient et Afrique du Nord	3,3	5,3	3,6	9,7	10,4	9,1	14,2	12,2	10,6	...	...	...
Pays exportateurs de pétrole⁴	3,9	6,6	3,8	10,1	11,1	9,4	18,7	16,4	14,2	...	...	...
Iran	2,0	-0,9	0,8	21,5	25,2	21,8	12,5	3,4	1,3	12,3	14,1	15,6
Arabie saoudite	7,1	6,0	4,2	5,0	4,9	4,6	26,5	26,1	22,7	...	...	...
Algérie	2,4	2,6	3,4	4,5	8,4	5,0	10,0	6,2	6,1	10,0	9,7	9,3
Émirats arabes unis	5,2	4,0	2,6	0,9	0,7	1,6	9,7	9,3	10,1	...	...	...
Qatar	14,1	6,3	4,9	1,9	2,0	3,0	30,2	29,6	26,8	...	...	...
Koweït	8,2	6,3	1,9	4,7	4,3	4,1	44,0	44,1	39,2	2,1	2,1	2,1
Iraq	8,9	10,2	14,7	5,6	6,0	5,5	8,3	0,3	6,1	...	...	...
Pays importateurs de pétrole⁵	1,4	1,2	3,3	8,5	8,3	8,3	-5,2	-6,9	-5,8	...	...	...
Égypte	1,8	2,0	3,0	11,1	8,6	10,7	-2,6	-3,4	-3,3	12,1	12,7	13,5
Maroc	4,9	2,9	5,5	0,9	2,2	2,5	-8,0	-7,9	-5,4	8,9	8,8	8,7
Tunisie	-1,8	2,7	3,3	3,5	5,0	4,0	-7,3	-7,9	-7,7	18,9	17,0	16,0
Soudan ⁶	-4,5	-11,2	0,0	18,3	28,6	17,0	-0,5	-7,8	-6,6	12,0	10,8	9,6
Liban	1,5	2,0	2,5	5,0	6,5	5,7	-14,0	-16,2	-15,6	...	...	...
Jordanie	2,6	3,0	3,5	4,4	4,5	3,9	-12,0	-14,1	-9,9	12,9	12,9	12,9
<i>Pour mémoire</i>												
Israël	4,6	2,9	3,2	3,4	1,7	2,1	0,8	-2,1	-1,3	7,1	7,0	7,0
Maghreb ⁷	-1,9	19,0	6,0	4,0	6,4	3,6	2,2	4,4	2,9	...	...	...
Mashreq ⁸	1,8	2,0	3,0	10,0	8,2	9,8	-4,9	-6,0	-5,4	...	...	...

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 en outre les pays suivants : Bahreïn, Libye, Oman et République du Yémen.

⁵Ce groupe comprend en outre Djibouti, la Mauritanie et la République arabe syrienne. Il exclut cette dernière à partir de 2011.

⁶Les données pour 2011 excluent le Soudan du Sud à partir du 9 juillet. Les projections pour 2012 et après concernent l'actuel Soudan.

⁷Algérie, Libye, Maroc, Mauritanie et Tunisie.

⁸Égypte, Jordanie, Liban et République arabe syrienne. Les données ne couvrent pas la République arabe syrienne à partir de 2011.

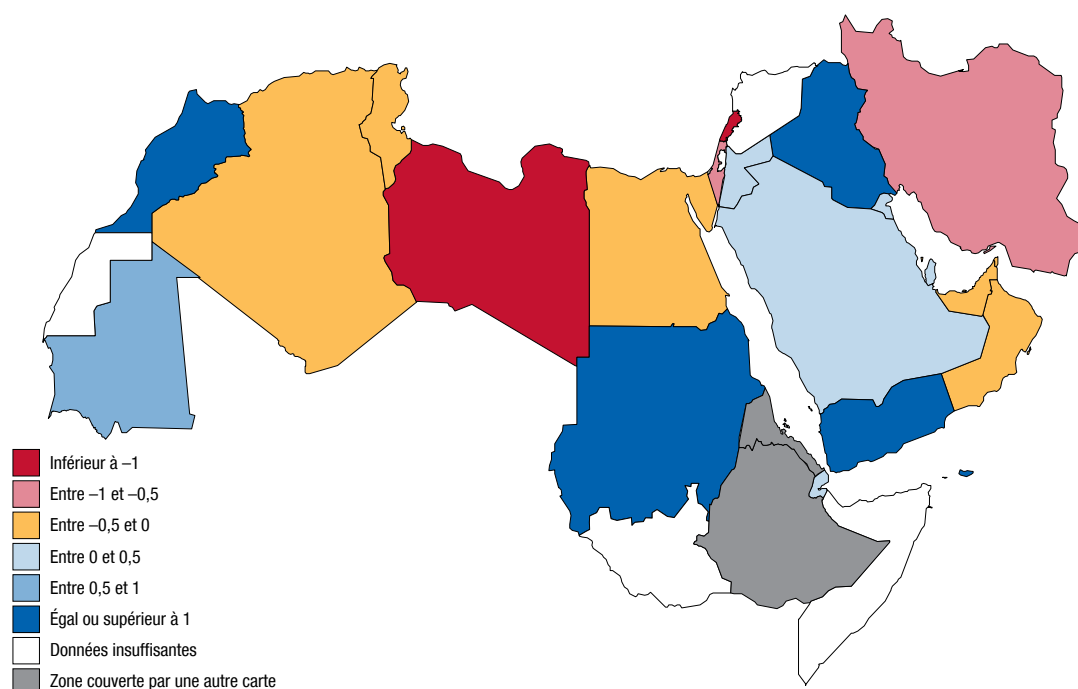
accroissement progressif des dépenses publiques, devrait rester vigoureuse en 2012, les cours du pétrole se maintenant à des niveaux records alors que la croissance du secteur pétrolier doit ralentir quelque peu après avoir fortement augmenté en 2011 (graphique 2.14). L'impulsion donnée par la Libye s'atténuera en 2013, quand les projections tablent sur un taux de croissance de 3¼ % dans les pays exportateurs de pétrole.

En revanche, la croissance dans les pays importateurs de pétrole a été d'environ 1¼ % en 2011–12 sous l'effet de l'agitation sociale et de l'incertitude politique, de la faiblesse de la demande extérieure et du niveau élevé des cours du pétrole. Le climat d'incertitude et les mouvements de contestation ont provoqué un retrait général de la région, illustré de manière très frappante par le fort ralentissement du tourisme et de l'IDE (graphique 2.15). En même temps, la contraction de l'acti-

vité dans les pays avancés d'Europe — des partenaires importants pour la plupart des pays de ce groupe — a freiné la croissance. Pour l'avenir, les incertitudes devraient s'estomper à mesure que les situations politiques se stabiliseront, parallèlement à une reprise de la demande extérieure, et les projections tablent pour un redressement de la croissance dans les pays importateurs de pétrole avec un taux de 3¼ % en 2013.

Les risques qui pèsent sur les perspectives à court terme pour les pays exportateurs de pétrole sont principalement liés à l'évolution des cours du pétrole et de la croissance mondiale puisque tous les risques majeurs affectant la croissance mondiale qui ont été examinés au chapitre 1 impliquent une baisse des cours du pétrole. Dans le cas de ces pays, les dépenses publiques ont tellement augmenté que des baisses très sensibles du prix du pétrole pourraient compromettre

Graphique 2.14. Moyen-Orient et Afrique du Nord : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2013
(Écart en points par rapport aux projections de l'édition d'avril 2012 des PEM)



Source : estimations des services du FMI.

la situation budgétaire. Malgré les importantes disponibilités financières accumulées, ces baisses pourraient compromettre les investissements en cours dans les infrastructures ainsi que la croissance. Du côté positif, les risques liés à l'Iran et les autres risques géopolitiques pourraient conduire à une hausse des cours du pétrole.

Les pays importateurs de pétrole doivent faire face à la fois à des risques externes et des risques internes. Dans le premier cas, ils sont vulnérables aux répercussions que les risques baissiers dans les grands pays pourraient avoir sur les échanges s'ils se concrétisaient¹⁰. Un autre sujet de préoccupation pour eux tient aux risques que fait peser sur les équilibres intérieur et extérieur l'éventualité d'une hausse des prix alimentaires et pétroliers à court terme (voir le dossier spécial du chapitre 1). Du fait de l'étendue des subventions aux produits alimentaires et aux combustibles accordées dans la plupart des pays, l'inquiétude immédiate que suscite une flambée des prix des produits de

base n'est pas l'effet qu'elle aurait sur l'inflation et le revenu disponible, mais plutôt les contraintes qu'elle ferait peser sur les budgets et les réserves de change. D'une manière plus générale, la satisfaction des revendications sociales dans le contexte d'un ralentissement de la croissance et d'une montée des incertitudes politiques s'est traduite par un accroissement des déficits budgétaires et une diminution des réserves de change dans les pays non importateurs de pétrole.

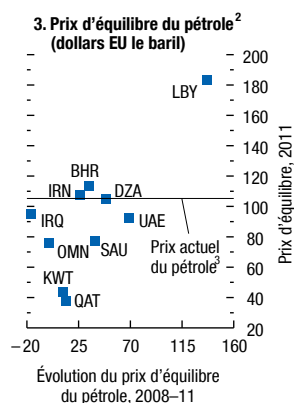
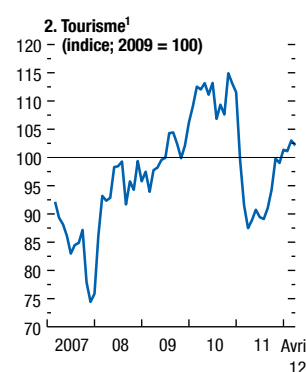
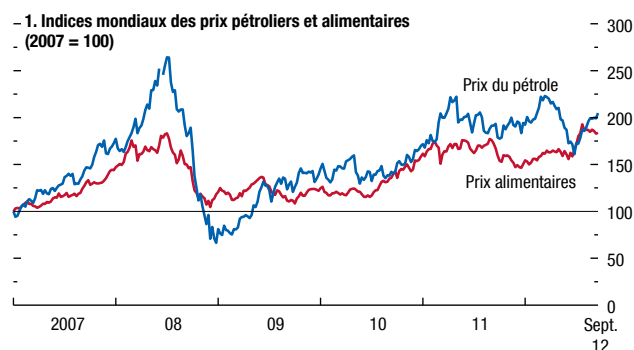
La priorité de l'action publique dans l'ensemble de la région MOAN doit être d'assurer la stabilité économique et sociale grâce à une croissance à moyen terme plus inclusive. Cet objectif ne pourra être atteint sans une réforme des institutions et des réglementations pour stimuler l'activité du secteur privé et assurer un accès plus large et plus égal aux possibilités économiques et en l'absence de mesures permettant de remédier au chômage chroniquement élevé, surtout chez les jeunes.

Maintenir la stabilité macroéconomique tout en soutenant une forte croissance inclusive à moyen terme constituera un enjeu important pour les pouvoirs publics. Un accroissement des dépenses consacrées aux subventions aux combustibles et aux produits alimentaires

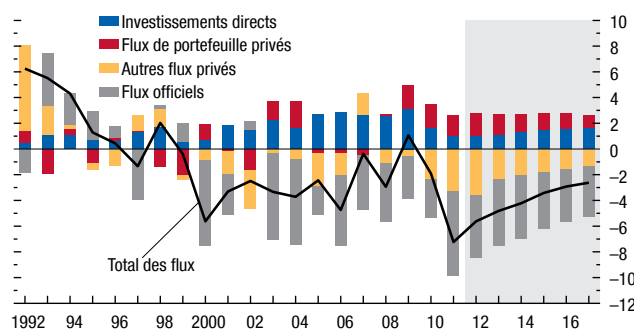
¹⁰L'édition de novembre 2012 des *Perspectives économiques régionales : Moyen-Orient et Asie centrale* offre une analyse approfondie des répercussions de la situation dans les pays du Conseil de coopération du Golfe sur les autres pays de la région MOAN.

Graphique 2.15. Moyen-Orient et Afrique du Nord : une reprise inégale

Le maintien des cours du pétrole à un niveau élevé, l'augmentation de la production pétrolière et l'accroissement des dépenses publiques ont soutenu une activité vigoureuse dans les pays exportateurs de pétrole. Les conflits internes et leurs séquelles restent une source d'incertitudes et le tourisme n'a pas encore repris. L'accroissement des dépenses publiques dans les pays exportateurs de pétrole de la région a fait monter le prix d'équilibre du pétrole (prix auquel les recettes pétrolières couvrent le déficit budgétaire hors pétrole), ce qui implique que des baisses sensibles des cours du pétrole pourraient ébranler les positions budgétaires.



4. Flux financiers dans la région MOAN (en pourcentage du PIB)



Sources : Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; FMI, *Perspectives économiques régionales : Moyen-Orient et Asie centrale*, novembre 2012; estimations des services du FMI.

¹L'indice du tourisme est calculé à partir de la moyenne simple des recettes du tourisme de l'Égypte, de la Jordanie, du Liban, du Maroc et de la Tunisie. Les chiffres pour le Maroc reposent, faute de données, sur les entrées de non-résidents plutôt que sur les arrivées de touristes.

²DZA = Algérie; BHR = Bahreïn; IRN = Iran; IRQ = Irak; KWT = Koweït; LBY = Libye; OMN = Oman; QAT = Qatar; SAU = Arabie saoudite; UAE = Émirats arabes unis.

³Cours du pétrole en août 2012.

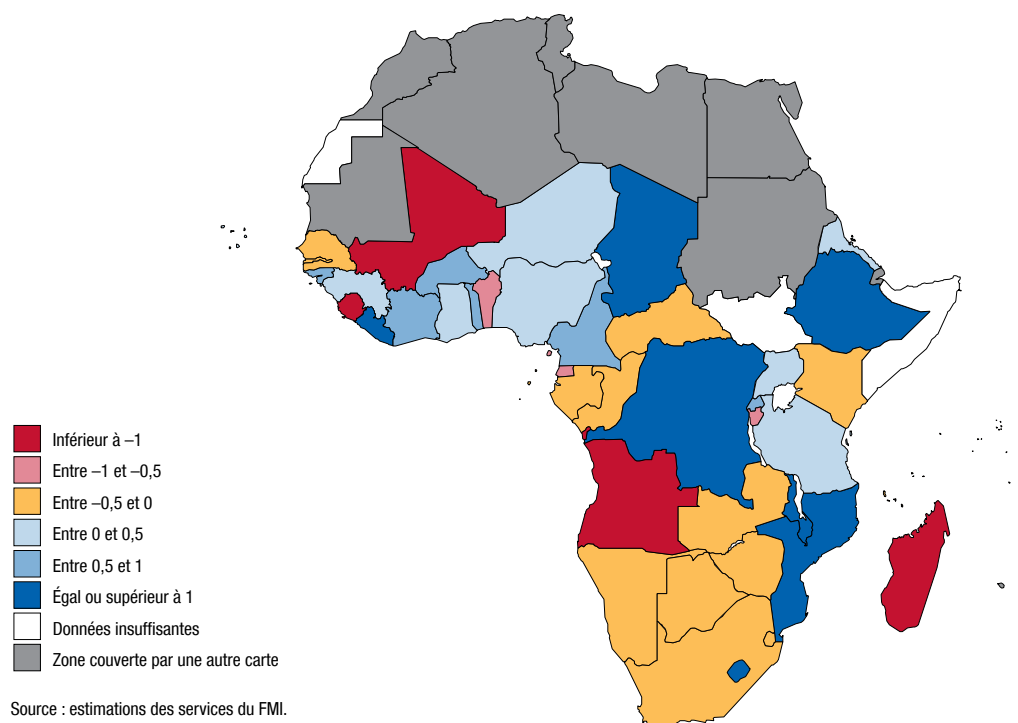
ainsi que les pressions exercées en faveur d'une augmentation du traitement et des retraites des fonctionnaires risquent de mettre les finances publiques à rude épreuve. Dans les pays exportateurs de pétrole, il sera crucial de limiter l'accroissement des dépenses destinées à financer des prestations difficiles à supprimer par la suite. Il faudrait plutôt privilégier les dépenses consacrées au capital humain, qui renforcent la productivité, et les investissements dans les infrastructures, ce qui pourrait aussi favoriser la diversification de leur économie. Dans les pays importateurs de pétrole, les marges de manœuvre ont été réduites, ce qui rend souhaitable un assainissement des finances publiques. Des réformes budgétaires structurelles visant à réorienter les dépenses publiques vers la lutte contre la pauvreté et la réalisation d'investissements productifs seront cruciales pour améliorer les perspectives budgétaires. Un meilleur ciblage des subventions reposant notamment sur une réforme de celles consacrées aux combustibles sera important à cet égard.

Afrique subsaharienne : des perspectives toujours favorables

L'Afrique subsaharienne devrait, à court terme, continuer de bénéficier d'un fort taux de croissance avec des différences régionales dans les perspectives d'évolution qui reflètent en partie les divers degrés d'exposition des pays aux perturbations extérieures (graphique 2.16). Les risques extérieurs restent en effet élevés ici comme ailleurs. Les dirigeants de la région devraient exploiter la possibilité que leur offrent les solides taux de croissance pour reconstituer les marges de manœuvre budgétaire et normaliser les situations monétaires afin de pouvoir faire face aux risques baissiers dans de meilleures conditions.

L'activité économique en Afrique subsaharienne a augmenté de plus de 5 % pendant chacune des trois dernières années — après une décennie de solides performances brièvement interrompue par la récession mondiale de 2009 (graphique 2.17, pages 1 et 2). La plupart des pays de la région participent à cette solide expansion à l'exception notable de l'Afrique du Sud, qui a été desservie par l'étroitesse de ses liens avec l'Europe, et de certains pays d'Afrique de l'Ouest, qui ont été affectés par la sécheresse et des conflits internes. Plus récemment, des importateurs de produits alimentaires de la région ont aussi été touchés par la forte hausse des prix mondiaux de quelques grands produits

Graphique 2.16. Afrique subsaharienne : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2013
(Écart en points par rapport aux projections de l'édition d'avril 2012 des PEM)



agricoles — qui a fait monter l'inflation non globale et accru les déséquilibres commerciaux —, mais jusqu'à présent avec des effets moins graves que lors de la crise alimentaire de 2007–08 (le chapitre 1, encadré 1.5).

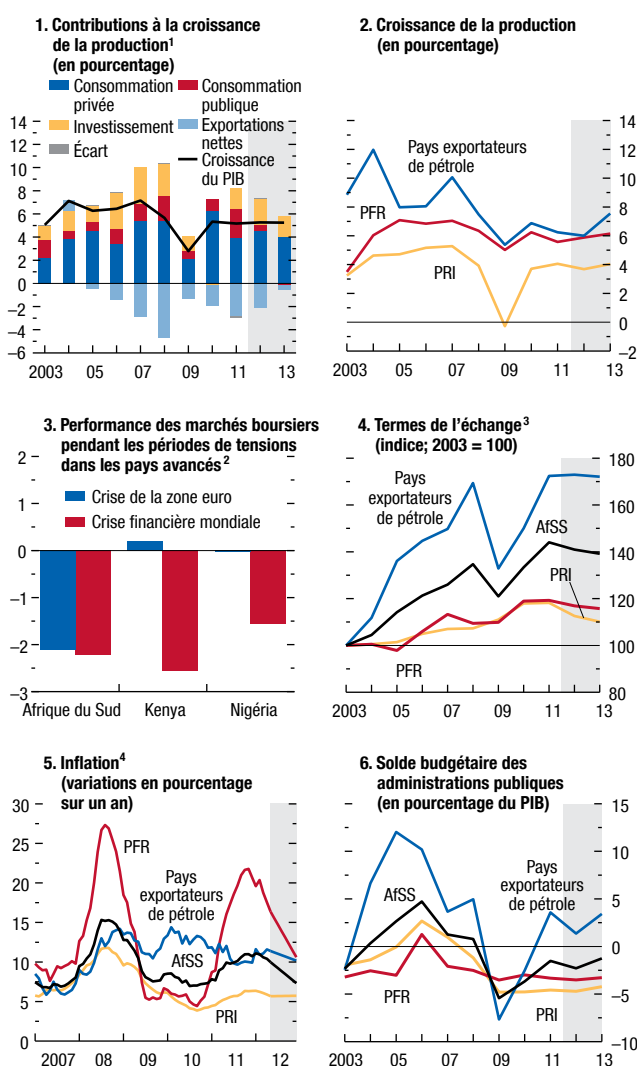
La croissance économique que la région a connue récemment est survenue dans un contexte extérieur difficile marqué notamment par l'aggravation de la crise de la zone euro. Mais, en dehors de l'Afrique du Sud, la région a été peu touchée par les répercussions financières de la crise européenne (graphique 2.17, page 3). La diversification des exportations a réduit l'exposition à la faiblesse de la demande provenant des pays avancés, et le niveau élevé des prix des produits de base a aidé les exportateurs régionaux de ces produits et stimulé l'investissement dans l'extraction de ressources. Cependant, comme il est expliqué au chapitre 4, l'amélioration des cadres de l'action gouvernementale et une utilisation judicieuse de la marge de manœuvre disponible face aux chocs économiques négatifs ont notablement contribué à l'amélioration des résultats obtenus par ces pays au cours des dix dernières années.

Selon le scénario de référence, qui table sur le maintien de tensions limitées dans la zone euro et une expansion économique mondiale de $3\frac{1}{4}$ à $3\frac{1}{2}$ % cette année et l'année prochaine, l'Afrique subsaharienne continuera d'enregistrer un taux de croissance supérieur à 5 % en 2012–13 (tableau 2.7).

- D'après les projections, la croissance dans les pays exportateurs de pétrole restera élevée avec un taux de près de 6 % en 2012; un accroissement de la production pétrolière en Angola gonflera son PIB de près de $6\frac{3}{4}$ % cette année. Au Nigéria, la croissance du PIB hors pétrole ralentira sous l'effet de l'affaiblissement du contexte extérieur et du durcissement des politiques macroéconomiques, mais une légère reprise de la production pétrolière permettra à la croissance globale du PIB de se maintenir à 7 %.
- Parmi les pays à revenu intermédiaire, l'Afrique du Sud doit, d'après les projections, connaître une croissance de $2\frac{1}{2}$ % en 2012 — ce qui est en deçà de la plupart des estimations de la croissance potentielle — en raison principalement de l'étroitesse des liens qui l'unissent à l'Europe. La croissance

Graphique 2.17. Afrique subsaharienne : une forte expansion

L'activité économique en Afrique subsaharienne a crû d'au moins 5 % par an au cours des dix dernières années sauf pendant le ralentissement économique mondial de 2008–09. Le niveau élevé des prix des produits de base a soutenu les pays de la région qui en exportent et stimulé l'investissement dans l'extraction de ressources. Une amélioration des cadres de l'action publique et une utilisation judicieuse de la marge de manœuvre disponible face aux chocs négatifs ont aussi contribué à cette amélioration des résultats. Mais, avec des politiques macroéconomiques toujours accommodantes en vigueur dans la plupart des pays, la reconstitution des marges de manœuvre s'impose.



Sources : Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; estimations des services du FMI.
Note : AfSS : Afrique subsaharienne; PFR : pays à faible revenu (AfSS); PRI : pays à revenu intermédiaire (AfSS).

¹Le Libéria, le Soudan du Sud et le Zimbabwe sont exclus faute de données suffisantes.

²Variations en pourcentage du niveau moyen de l'indice cinq jours avant et cinq jours après des épisodes de tensions dans les pays avancés. Les périodes correspondant à la crise de la zone euro et à la crise financière mondiale sont respectivement les suivantes : janvier 2010–juin 2012 et janvier 2007–décembre 2009. Voir le dossier spécial sur les effets de contagion pour plus de détails.

³Le Soudan du Sud est exclu faute de données suffisantes.

⁴Les pays suivants sont exclus faute de données suffisantes : le Tchad et la Guinée équatoriale parmi les pays exportateurs de pétrole; le Cameroun et le Swaziland parmi les PRI; le Burkina Faso, les Comores, la République démocratique du Congo, l'Érythrée, la Gambie, la Guinée, la Guinée-Bissau, le Libéria, le Mozambique, la République centrafricaine, São Tomé-et-Principe et le Zimbabwe parmi les PFR.

devrait rebondir à 3 % l'année prochaine sur la base des conditions extérieures relativement favorables prévues par le scénario de référence des PEM.

L'expansion de la production au Cameroun devrait s'affermir cette année et l'année prochaine, le secteur non pétrolier étant soutenu par de grands projets d'investissement public et des mesures visant à stimuler la productivité agricole.

- Les perspectives d'évolution varient entre les pays à faible revenu de la région. En Éthiopie, la croissance devrait ralentir modérément cette année et l'année prochaine sous l'effet de l'affaiblissement de la demande extérieure et d'un environnement de plus en plus rigide pour l'activité du secteur privé. Au Kenya, la consommation a été freinée par des conditions monétaires restrictives, mais l'activité dans le secteur de la construction et l'investissement des entreprises restent soutenus et favoriseront une accélération de la croissance, qui atteindra 5 % cette année et 5½ % en 2013.

Les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution restent importants en raison principalement des incertitudes mondiales. L'avenir se présentera sous de moins bons auspices pour l'Afrique subsaharienne si la crise de la zone euro s'aggrave encore et la croissance mondiale ralentit davantage. Les répercussions se feront principalement sentir par la voie des échanges. L'Afrique du Sud, qui est étroitement liée à l'Europe, serait particulièrement touchée, et d'autres pays de l'Afrique australe pourraient l'être aussi par ricochet, tandis que les pays exportateurs de ressources naturelles de la région seraient atteints par l'affaiblissement des prix des produits de base¹¹. Un autre risque important est lié à l'éventualité d'un nouveau renchérissement des prix alimentaires mondiaux, qui dégraderait les soldes extérieurs et budgétaires des pays de la région qui importent des produits alimentaires. À moyen terme, un fort ralentissement possible de l'activité en Chine aurait aussi un impact négatif sur la région non seulement par le biais de l'intensification des liens commerciaux opérée au cours des dernières années entre la région et la Chine (graphique 2.DS.7) ou de l'effet sur les cours mondiaux des

¹¹Voir le chapitre 2 de l'édition d'octobre 2012 des *Perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne* pour une analyse approfondie des voies par lesquelles les effets de contagion s'exercent entre l'Afrique du Sud et le Nigéria, les deux plus grands pays de la région, et les autres pays qui la composent.

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		
		Projections			Projections			Projections			Projections	
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Afrique subsaharienne	5,1	5,0	5,7	9,7	9,1	7,1	-1,7	-3,2	-3,3	...	...	...
Pays exportateurs de pétrole⁴	6,2	6,0	7,5	11,2	10,8	8,9	5,5	3,8	3,4	...	...	...
Nigéria	7,4	7,1	6,7	10,8	11,4	9,5	3,6	3,5	3,1	23,9	...	...
Angola	3,9	6,8	5,5	13,5	10,8	8,6	9,6	8,5	6,6	...	...	...
Guinée équatoriale	7,8	5,7	6,1	6,3	5,4	7,0	-6,0	-7,7	-7,7	...	...	...
Gabon	6,6	6,1	2,0	1,3	2,3	2,6	10,6	9,1	4,1	...	...	...
République du Congo	3,4	4,9	5,3	1,8	5,1	4,5	0,8	-0,6	-0,4	...	...	...
Pays à revenu intermédiaire⁵	4,1	3,7	4,0	5,4	5,7	5,5	-3,4	-5,3	-5,3	...	...	...
Afrique du Sud	3,1	2,6	3,0	5,0	5,6	5,2	-3,3	-5,5	-5,8	23,9	24,4	24,7
Ghana	14,4	8,2	7,8	8,7	9,8	10,9	-9,2	-9,1	-7,0	...	...	...
Cameroun	4,2	4,7	5,0	2,9	3,0	3,0	-4,1	-4,1	-3,8	...	...	...
Côte d'Ivoire	-4,7	8,1	7,0	4,9	2,0	2,5	6,7	-3,1	-1,6	...	...	...
Botswana	5,1	3,8	4,1	8,5	7,5	6,2	1,6	3,9	3,4	...	...	...
Sénégal	2,6	3,7	4,3	3,4	2,3	2,1	-6,4	-8,5	-6,9	...	...	...
Pays à faible revenu⁶	5,6	5,9	6,1	15,1	12,5	7,6	-10,9	-11,1	-11,2	...	...	...
Éthiopie	7,5	7,0	6,5	33,1	22,9	10,2	0,6	-6,1	-7,7	...	...	...
Kenya	4,4	5,1	5,6	14,0	10,0	5,8	-10,6	-8,5	-8,6	...	...	...
Tanzanie	6,4	6,5	6,8	12,7	15,6	9,8	-13,7	-15,4	-13,4	...	...	...
Ouganda	5,1	4,2	5,7	18,7	14,6	6,1	-11,4	-11,0	-11,7	...	...	...
République démocratique du Congo	6,9	7,1	8,2	15,5	10,4	9,5	-11,5	-12,5	-14,3	...	...	...
Mozambique	7,3	7,5	8,4	10,4	3,0	8,6	-12,8	-11,6	-12,4	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Afrique subsaharienne hors												
Soudan du Sud	5,2	5,3	5,3	9,3	8,9	7,0	-2,0	-3,1	-3,5	...	...	...

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.

produits de base (FMI, 2012b), mais aussi en raison de la contribution de plus en plus importante de ce pays à l'IDE et au financement officiel de la région¹².

La priorité dans la majeure partie de la région reste de renforcer les marges de manœuvre et de préparer des dispositifs d'intervention dans l'éventualité d'une concrétisation des risques de détérioration de la situation. Les politiques macroéconomiques sont restées accommodantes dans l'ensemble même si une poussée d'inflation en 2011 a provoqué un net durcissement de la politique monétaire dans plusieurs pays d'Afrique de l'Est. Un certain nombre de pays ont aussi commencé à assainir leurs finances publiques. Si les risques de dégradation

¹²Voir le chapitre 3 de l'édition d'octobre 2011 des *Perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne*.

qui pèsent sur l'économie mondiale se concrétisent, les pays sans contraintes financières importantes devront être prêts à assouplir leurs politiques pour y faire face. Mais les pays qui sont en train de lutter contre une forte inflation devront maintenir des politiques monétaires rigoureuses. La situation est différente en Afrique du Sud, où quatre années de relance macroéconomique ont notablement réduit la marge de manœuvre pour faire face à un choc négatif. Ce problème se pose avec une acuité particulière dans le domaine budgétaire, où l'espace disponible pour agir se réduira encore en cas de ralentissement mondial de l'activité économique; dans ce type de scénario, les autorités devront sans doute s'appuyer davantage sur une politique monétaire anticyclique pour protéger l'économie contre des répercussions négatives.

Effets de contagion : la transmission financière des tensions dans l'économie mondiale

Quatre ans après la crise financière de portée planétaire, l'économie mondiale a toujours du mal à retrouver le chemin d'une expansion soutenue dans le contexte de risques baissiers majeurs. Ce dossier spécial consacré aux effets de contagion apporte des éléments de réponse à un certain nombre de questions liées à la faiblesse de la reprise : une forte aggravation de la crise de la zone euro ou une réapparition des tensions financières aux États-Unis pourrait-elle induire des effets de contagion? Ces effets se sont-ils accentués au fil du temps? Un fort ralentissement de l'activité économique en Chine peut-il affecter la situation financière ailleurs?

Les marchés financiers réagissent différemment aux tensions selon la vigueur des facteurs qui font contre-poids. Les capitaux peuvent quitter les pays sous tension au profit de régions qui paraissent jouir de perspectives économiques plus favorables et offrir de meilleurs rendements financiers. Mais, si les banques des pays sous tension étaient obligées de réduire leur endettement en dénouant leurs engagements internationaux, cela provoquerait des sorties de capitaux dans le monde entier¹. Les tensions pourraient aussi amoindrir plus généralement l'appétit pour le risque et précipiter une fuite vers la sécurité au détriment de tous les actifs à risque, ce qui ferait baisser le prix des actifs et entraînerait plus généralement une détérioration des conditions financières.

Nous évaluons la nature de la contagion mondiale pendant les épisodes de tensions financières aux États-Unis et dans la zone euro ainsi que la propagation de chocs affectant l'activité réelle propres à la Chine. Nous suivons, pour cela, l'évolution des flux hebdomadaires d'actions et d'obligations en direction de fonds des pays avancés et des pays émergents ainsi que des données journalières sur le cours des actions et les rendements souverains immédiatement après ces épisodes de tensions. Les effets de contagion constatés dans l'analyse doivent toutefois être considérés comme

accompagnant les tensions plutôt que comme les provoquant du fait que ni nous n'isolons les facteurs qui sous-tendent ces tensions, ni nous ne tenons compte de facteurs communs qui peuvent affecter concurremment les marchés financiers mondiaux².

Les observations confirment que la situation financière mondiale est vulnérable aux tensions qui affectent les grands pays. Les flux mondiaux de capitaux et les prix des actifs sont généralement plus faibles après les périodes de tension qu'avant leur apparition. Dans l'ensemble, toutefois, l'ampleur des effets de contagion est moindre aujourd'hui qu'elle ne l'a été pendant la crise financière mondiale. Les tensions liées aux forts ralentissements de l'activité économique en Chine sont aussi devenues une source de contagion financière qui affecte cependant davantage les pays émergents et les pays en développement que les pays avancés. Pour plusieurs régions de pays émergents et en développement, les tensions de la crise de la zone euro ont plus rapidement touché les flux d'actions que les flux d'obligations, alors qu'après la crise financière mondiale ces deux types de flux ont été affectés semblablement par les tensions. La meilleure résistance des flux d'obligations peut être le signe d'une amélioration de la confiance des investisseurs à l'égard de ces pays, mais elle pourrait aussi s'expliquer par la recherche de rendements à un moment où les taux d'intérêt sont faibles au niveau mondial.

Les conséquences des tensions varient selon les régions en fonction probablement de leurs vulnérabilités sous-jacentes et de leur exposition aux divers types de tensions. La Communauté des États indépendants (CEI) et les pays émergents d'Europe — qui sont plus étroitement liés à la zone euro sur les plans économique et financier — ont enregistré des fluctuations financières un peu plus prononcées que d'autres pendant la crise de la zone euro. Les effets de contagion sont relativement moindres pour les autres régions. Les tensions venant de Chine coïncident avec de plus fortes détériorations des conditions financières en Amérique latine et aux Caraïbes (ALC), en Afrique subsaharienne (AfSS)

Ce dossier spécial a été rédigé par Rupa Duttagupta avec le concours de Gavin Asdorian, Sinem Kilic Celik, Nadia Lepeshko et Bennet Voorhees.

¹Les conséquences potentielles au niveau mondial d'un désendettement des banques de la zone euro, comme celui qui a été observé à la fin de 2011, ont été analysées dans le dossier spécial consacré aux effets de contagion au chapitre 2 de l'édition d'avril 2012 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

²Par exemple, le document FMI (2012b) constate que les répercussions d'une plus grande volatilité des marchés des obligations souveraines de la zone euro dépendent du niveau du réajustement de la tarification des risques au niveau mondial.

et au Moyen-Orient et en Afrique du Nord (MOAN) qu'ailleurs — du fait peut-être des liens qui unissent ces régions à la Chine pour les exportations de pétrole et d'autres produits de base. Ces observations vont dans le sens des conclusions d'études qui mettent en lumière le rôle joué par les effets de contagion³.

Définition des tensions

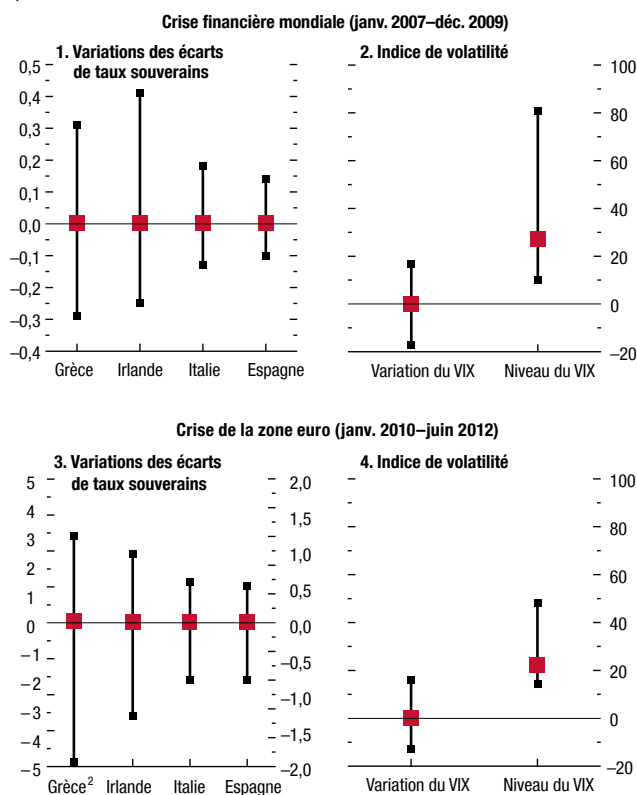
Pour comparer les conséquences des tensions des dernières années avec celles à l'œuvre pendant la crise financière mondiale, nous distinguons deux périodes d'observation : 1) janvier 2007–fin 2009, la période qui a été marquée par l'effondrement du marché des prêts hypothécaires américains à risque et qui s'est terminée par la crise financière mondiale; et 2) janvier 2010–milieu de 2012, la période de la crise de la zone euro.

Les conditions de financement pour les États de la périphérie de la zone euro ne se sont fortement dégradées qu'au cours des dernières années avec l'aggravation de la crise de la dette⁴. L'instabilité de ces conditions, mesurée par l'ampleur des variations journalières des écarts de taux entre les obligations d'État à dix ans et les bunds allemands, a aussi augmenté (graphique 2.EC.1, pages 1 et 3). En revanche, l'incertitude des marchés financiers américains, mesurée par l'indice de volatilité du marché des options de Chicago (VIX), est relativement moindre aujourd'hui (graphique 2.EC.1, pages 2 et 4). L'indice VIX a toutefois fluctué au cours des dernières années : en mai 2010, peut-être en raison de la contagion consécutive à l'éclatement de la crise grecque, et à la fin de 2011, pendant le débat acrimonieux sur le plafond de la dette aux États-Unis et l'aggravation des difficultés de financement rencontrées par l'Italie.

Comment les épisodes de tensions financières dans les pays avancés ont-ils été choisis? En se fondant sur Romer (2012), les épisodes de fortes tensions dans

Graphique 2. EC.1. Conditions financières pour les pays de la périphérie de la zone euro et les États-Unis, 2007–12
(Points de pourcentage pour les variations quotidiennes des écarts de taux et points pour l'indice VIX)¹

Les conditions financières auxquelles les pays de la périphérie de la zone euro ont dû faire face se sont fortement détériorées pendant la crise de la zone euro. En revanche, les tensions affectant les marchés financiers américains sont aujourd'hui légèrement moindres qu'avant la crise financière mondiale.



Sources : Bloomberg Financial Markets et calculs des services du FMI.

¹VIX : indice de volatilité du marché des options de Chicago.

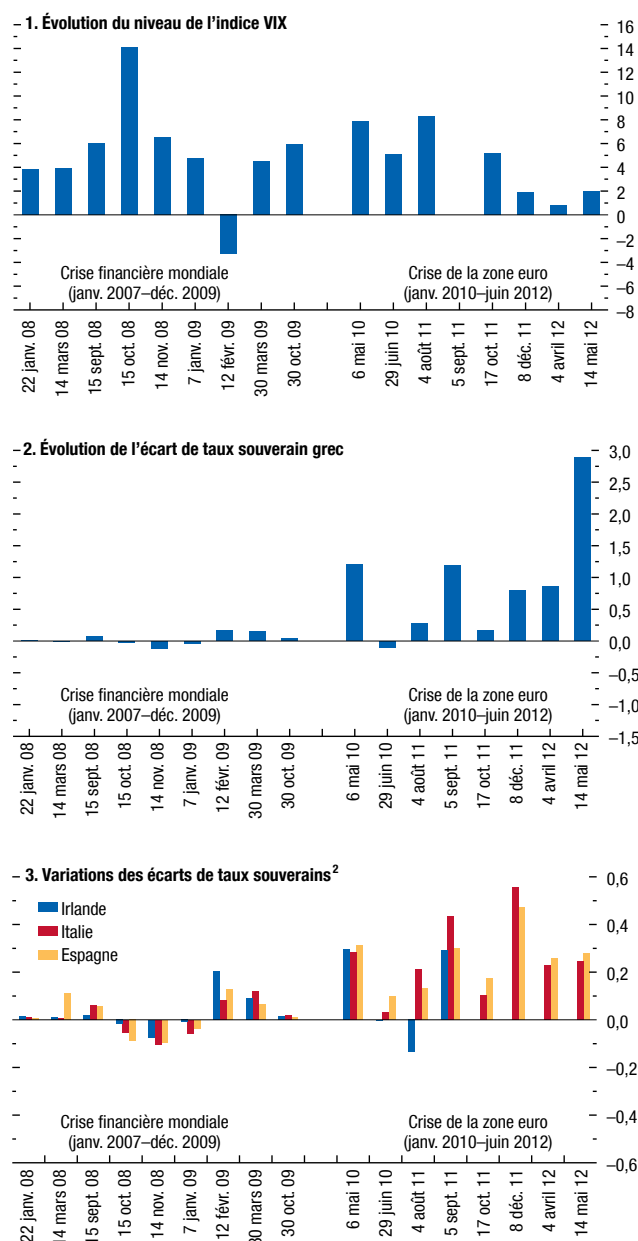
²Les variations des écarts de taux souverains grecs sont indiquées sur l'échelle de gauche.

³Fratzcher, Lo Duca et Straub (2012) analysent les répercussions des annonces de mesures monétaires non conventionnelles par la Réserve fédérale. Bayoumi et Bui (2011) établissent les implications de mesures budgétaires, financières et monétaires américaines pour les prix des actifs dans un certain nombre de pays d'importance systémique. Les documents du FMI (2011a et 2012b) considèrent d'autres scénarios pour analyser les effets mondiaux potentiels d'une nouvelle aggravation de la crise dans la zone euro. Voir aussi le chapitre 4 de l'édition d'octobre 2009 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

⁴Les pays de la périphérie de la zone euro considérés ici sont l'Espagne, la Grèce, l'Irlande et l'Italie.

Graphique 2.EC.2. Évolution des indicateurs de tensions, 2007–12
(Points de pourcentage pour les variations quotidiennes des écarts de taux souverains et points pour l'indice VIX)¹

Les tensions financières sont représentées par les accroissements marqués des écarts de taux souverains pour les pays de la périphérie de la zone euro et de l'indice VIX pour les États-Unis.



Sources : Bloomberg Financial Markets et calculs des services du FMI.

¹VIX : indice de volatilité du marché des options de Chicago.

²Les données sur les rendements des obligations irlandaises à dix ans vont jusqu'au 11 octobre 2011. Après cette date, les tensions dans la zone euro sont illustrées par les données concernant l'Espagne, la Grèce et l'Italie.

un pays de la périphérie de la zone euro sont définis comme les jours pendant lesquels la variation de l'écart journalier des taux souverains à dix ans se situe au 95^e centile de sa distribution pour la période d'observation considérée (graphique 2.EC.1). L'ensemble de la périphérie de la zone euro est considéré comme ayant été sous tension quand tous les pays périphériques étaient sous tension d'après l'indicateur susmentionné. Dans le cas des États-Unis, les épisodes de tension sont définis comme les jours pendant lesquels l'indice VIX est supérieur à 30 et l'augmentation journalière de l'indice se situe au 95^e centile de la distribution⁵. Nous excluons les jours consécutifs de tension dans une région en imposant un délai d'un mois entre deux épisodes de tension. Le nombre final d'épisodes est déterminé par les jours pendant lesquels la périphérie de la zone euro ou les États-Unis, ou les deux, étaient sous tension.

En considérant plus particulièrement la période de la crise de la zone euro, nous définissons les épisodes de tensions liées à l'activité réelle en Chine comme des périodes pendant lesquelles l'activité manufacturière y est plus faible que ne peuvent le laisser penser les liens commerciaux du pays avec l'étranger. Plus précisément, nous isolons tout d'abord les résidus d'une régression glissante sur douze mois de l'indice chinois des directeurs d'achat (IDA) de l'industrie manufacturière par rapport aux IDA des États-Unis et de la zone euro, uniquement quand ils se situent dans le quartile inférieur de la distribution. Parmi ces résidus, les épisodes depuis 2011 qui ne coïncident pas avec des épisodes de tensions dans les pays avancés sont considérés comme des épisodes de tensions d'origine chinoise⁶.

⁵On pourrait aussi utiliser le rendement des obligations souveraines américaines à dix ans pour détecter les tensions aux États-Unis, mais ce rendement a diminué en périodes de tensions en raison, d'une part, du statut de valeur refuge dont jouit le dollar et, d'autre part, des mesures non conventionnelles prises par la Réserve fédérale pour faire baisser les taux (voir FMI, 2012b, pour les effets des mesures non conventionnelles de la Réserve fédérale sur les rendements souverains américains). L'indice VIX est, de ce fait, un meilleur indicateur des tensions financières aux États-Unis.

⁶Les IDA de l'industrie manufacturière étant divulgués le premier jour ouvrable du mois, la date retenue pour les tensions d'origine chinoise est le premier jour ouvrable du mois reconnu comme correspondant à un épisode de tensions. Même dans ces conditions, les informations sur les IDA étant moins fréquentes, il est plus difficile de soutenir que les perturbations venant de Chine sont aussi bien recensées que celles venant des pays avancés pour lesquels les épisodes de tensions sont déterminés à l'aide de données journalières. Les résultats concernant les tensions d'origine purement chinoise doivent donc être considérés avec circonspection.

Tableau 2.EC.1. Évolution des indicateurs de tensions, 2007–12

Dates des tensions	Indice de volatilité du marché des options de Chicago (VIX)		Variations journalières des écarts de taux souverains à dix ans								Tensions subies par
			Grèce		Irlande		Italie		Espagne		
	Niveau du VIX	Variations du niveau du VIX	Niveau des écarts ¹	Variations des écarts ²	Niveau des écarts ¹	Variations des écarts ²	Niveau des écarts ¹	Variations des écarts ²	Niveau des écarts ¹	Variations des écarts ²	
Tensions pendant la crise financière mondiale (janvier 2007–décembre 2009)											
22 janv. 2008	31,01	3,83	0,37	0,01	0,22	0,01	0,38	0,01	0,19	0,01	États-Unis
14 mars 2008	31,16	3,87	0,68	–0,00	0,41	0,01	0,63	0,01	0,41	0,11	États-Unis
15 sept. 2008	31,70	6,04	0,80	0,07	0,42	0,02	0,72	0,06	0,47	0,06	États-Unis
15 oct. 2008	69,25	14,12	0,84	–0,03	0,60	–0,02	0,69	–0,05	0,47	–0,09	États-Unis
14 nov. 2008	66,31	6,48	1,39	–0,13	0,78	–0,07	0,95	–0,10	0,46	–0,10	États-Unis
7 janv. 2009	43,39	4,83	2,11	–0,04	1,38	–0,01	1,25	–0,06	0,80	–0,04	États-Unis
12 févr. 2009	41,25	–3,28	2,64	0,17	2,23	0,20	1,41	0,08	1,17	0,13	Périphérie de la zone euro
30 mars 2009	45,54	4,50	2,72	0,15	2,38	0,09	1,40	0,12	1,03	0,07	Les deux
30 oct. 2009	30,69	5,93	1,42	0,04	1,47	0,02	0,84	0,02	0,56	0,01	États-Unis
Tensions pendant la crise de la zone euro (janvier 2010–juin 2012) ³											
6 mai 2010	32,80	7,89	8,52	1,21	3,00	0,30	1,49	0,28	1,63	0,31	Les deux
29 juin 2010	34,13	5,13	7,89	–0,11	2,95	–0,00	1,57	0,03	2,05	0,10	États-Unis
4 août 2011	31,66	8,28	12,87	0,28	8,10	–0,13	3,90	0,21	3,98	0,13	États-Unis
5 sept. 2011	33,92	0,00	17,47	1,19	6,91	0,29	3,71	0,43	3,41	0,30	Les deux
17 oct. 2011	33,39	5,15	21,90	0,17	...	...	3,70	0,10	3,22	0,17	États-Unis
8 déc. 2011	30,59	1,92	32,70	0,80	...	...	4,44	0,55	3,80	0,47	Périphérie de la zone euro
4 avril 2012	16,44	0,78	20,34	0,86	...	...	3,58	0,23	3,90	0,26	Périphérie de la zone euro
14 mai 2012	21,87	1,98	26,13	2,89	...	...	4,24	0,25	4,77	0,28	Périphérie de la zone euro
Tensions sur l'activité réelle en Chine											
	IDA ⁴		Variations par rapport au mois précédent		IDA inexpliqué ⁵						
1 ^{er} févr. 2011	51,7			–2,8		–2,0					
1 ^{er} juin 2011	52,5			–1,5		–2,4					

Source : calculs des services du FMI. Voir le tableau 2.EC.2 pour les sources des données.

¹Écarts journaliers par rapport aux bunds à dix ans.²Variation des écarts journaliers.³Les données sur les rendements des obligations irlandaises à dix ans vont jusqu'au 11 octobre 2011. (Les tensions dans la zone euro sont illustrées par les données concernant l'Espagne, la Grèce et l'Italie.)⁴Indice des directeurs d'achats.⁵Résidus du quartile inférieur d'une régression glissante sur douze mois de l'indice chinois des directeurs d'achat (IDA) de l'industrie manufacturière par rapport aux IDA des États-Unis et de la zone euro. (Les résidus pour les mois ayant coïncidé avec des mois de tensions dans les pays avancés sont éliminés.)

Sur la base des critères qui viennent d'être décrits, 15 épisodes de tensions ont été dénombrés pour les pays avancés et deux pour la Chine (graphique 2.EC.2; tableau 2.EC.1). Comme on pouvait s'y attendre, les tensions ont principalement été ressenties aux États-Unis, pendant la crise financière mondiale, et aux États-Unis et dans les pays de la périphérie de la zone euro, en 2010 et jusqu'au milieu de 2012, et de plus en plus dans ces derniers pays seulement, depuis la fin de 2011.

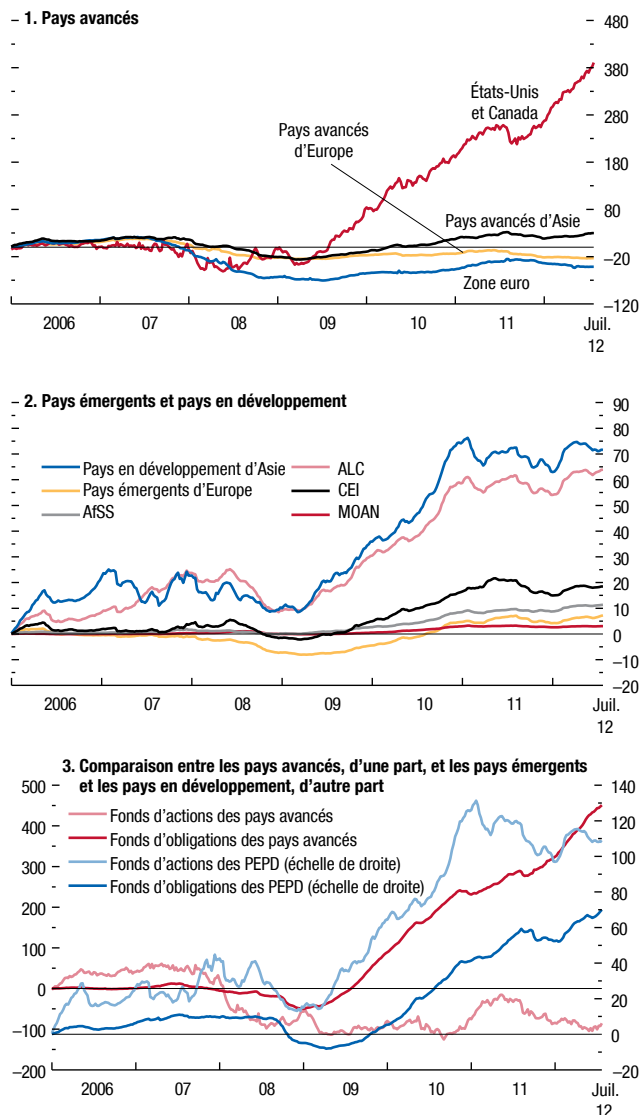
Transmission des tensions

Contagion par les mouvements de capitaux transfrontaliers

Nous avons utilisé les données sur les flux de capitaux mobiliers recueillies par Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) pour suivre les mouvements de capitaux sur une base hebdomadaire. Celles-ci suggèrent que les flux de capitaux en provenance de la plupart des régions se sont taris lorsque la crise mondiale a éclaté

Graphique 2.EC.3. Flux hebdomadaires mondiaux de capitaux (Milliards de dollars)¹

Après avoir fortement fléchi pendant la crise financière mondiale, les flux de capitaux ont régulièrement augmenté dans la plupart des régions. Les pays émergents et les pays en développement ont connu un gonflement des flux d'obligations et des flux d'actions alors que ces derniers ont été dans l'ensemble négatifs dans les pays avancés.



Sources : Emerging Portfolio Fund Research et calculs des services du FMI.

Note : AfSS = Afrique subsaharienne; ALC = Amérique latine et Caraïbes; CEI = Communauté des États indépendants; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord; PEPD = pays émergents et pays en développement. Voir le tableau 2.EC.2 pour la composition par pays de chaque groupe.

¹Total cumulé des flux vers les fonds d'actions et les fonds d'obligations à partir de janvier 2006.

(graphique 2.EC.3, pages 1 et 2)⁷. La volatilité des mouvements de capitaux a toutefois augmenté avant même que la crise n'éclate — dès janvier 2007 dans le cas des pays en développement d'Asie et fin 2007 dans celui des pays d'Amérique latine et des Caraïbes. Les flux ont repris dans la plupart des régions à partir du second semestre de 2009 avec toutefois un regain de volatilité depuis le début de 2011. La composition des flux d'investissements de portefeuille s'est aussi modifiée depuis la fin de 2009 au profit des investissements en obligations à la fois dans les pays avancés et dans les pays émergents et en développement (graphique 2.EC.3, page 3). L'accroissement des flux d'investissements obligataires dans ce dernier cas marque une rupture avec la diminution régulière de la part des entrées de capitaux générateurs de dette avant la crise financière mondiale⁸.

Les études d'événements reposant sur les épisodes de tensions discernés confirment que les tensions dans les grands pays s'accompagnent généralement d'une diminution des flux mondiaux de capitaux. Cet exercice consiste à comparer le niveau des mouvements de capitaux vers d'autres régions pendant la semaine au cours de laquelle les tensions se sont manifestées et pendant les semaines qui l'ont précédée et suivie, puis à calculer les moyennes sur l'ensemble des épisodes de tensions des diverses périodes d'observation. Une diminution des flux pendant et après les semaines des tensions par rapport à la semaine qui les ont précédées suggère que l'appétit des investisseurs étrangers pour les investissements internationaux est moindre pendant les périodes de tensions (graphique 2.EC.4). La baisse des flux observée après ces périodes durant la crise de la zone euro n'est pas aussi prononcée que celle constatée pendant la crise financière mondiale bien que la situation varie considérablement entre les régions :

- Les pays avancés ont tendance à enregistrer de plus fortes baisses des flux de capitaux quand ils sont eux-mêmes sous tension qu'en périodes de tensions purement chinoises (graphique 2.EC.4, pages 1 à 4). Sauf dans le cas des pays avancés d'Asie, les mouvements

⁷Ces données ne sont pas disponibles sur une base journalière pour la plupart des régions. Bien que les données d'EPFR ne couvrent pas tous les flux de capitaux mobiliers, des études récentes constatent une étroite correspondance entre les flux bruts de capitaux mobiliers d'EPFR et des balances de paiements (Fratzscher, 2011; Miao et Pant, 2012).

⁸Voir le chapitre 4 de l'édition d'avril 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

de capitaux vers les pays avancés ne diminuent pas immédiatement après des tensions liées à la Chine, et ils augmentent, en fait, dans certains cas.

- Les flux de capitaux vers les pays émergents et les pays en développement se tarissent aussi après les périodes de tensions, mais dans des proportions variables selon les régions (graphique 2.EC.4, pages 5 à 10). Dans le cas de la CEI, les sorties de capitaux après les périodes de tensions lors de la crise de la zone euro sont plus importantes que celles observées dans d'autres pays émergents et pays en développement et presque aussi fortes que les sorties de fonds enregistrées pendant la crise financière mondiale, alors que dans le cas des pays émergents d'Europe les flux restent plus faibles même pendant la semaine suivant les tensions. Cela s'explique peut-être par les liens qui unissent ces pays à la zone euro ainsi que par les effets de l'intensification de l'effort de désendettement des banques de la zone euro, dont beaucoup ont une forte présence dans la CEI et les pays émergents d'Europe.
- Les signes de contagion à partir de la Chine sont plus forts pour les pays émergents et les pays en développement, surtout ceux d'Amérique latine et des Caraïbes, du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord et d'Afrique subsaharienne du fait probablement des liens commerciaux axés sur les produits de base, mais il en va de même aussi pour les pays émergents d'Europe⁹.

Les tensions ont affecté différemment au fil du temps les flux d'obligations et les flux d'actions, ce qui semble indiquer que les investisseurs font de plus en plus une distinction entre les catégories d'actifs plutôt qu'entre les pays (graphique 2.EC.5)¹⁰. Pendant la crise de la zone euro, les flux obligataires — y compris ceux vers les pays émergents et les pays en développement — ont mieux résisté que les flux d'actions après les tensions en enregistrant une baisse de niveau, mais non une inversion immédiate. La baisse des flux d'actions est généralement

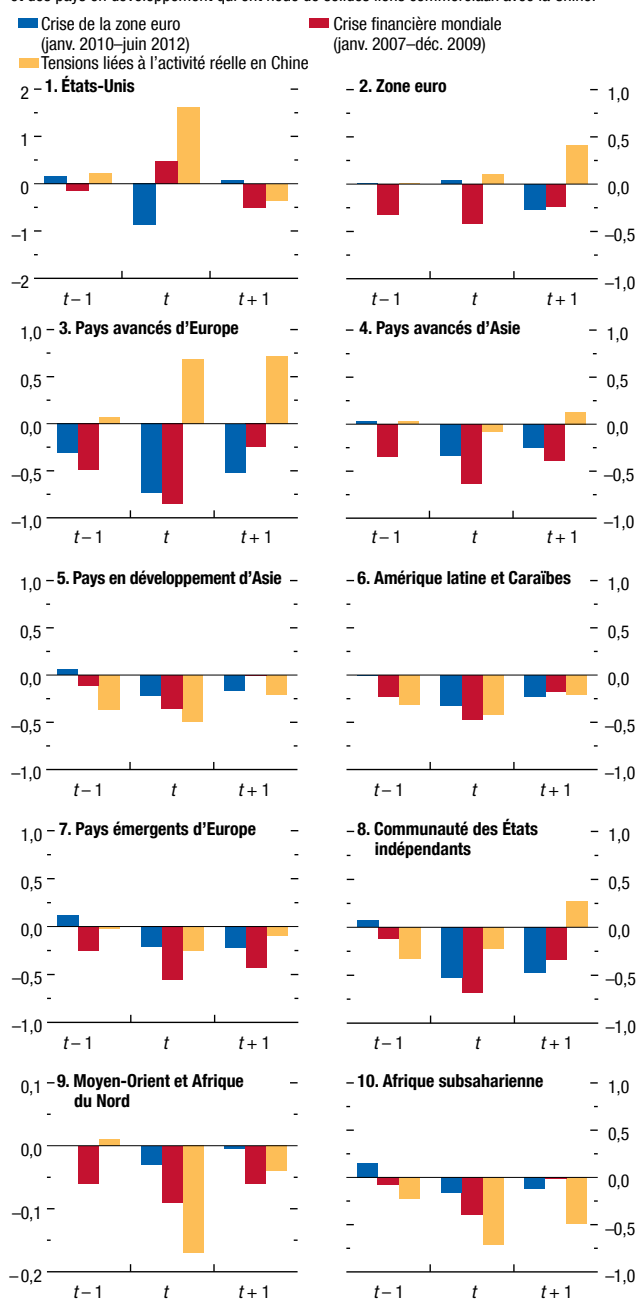
⁹Le document FMI (2012b) analyse les conséquences d'un ralentissement potentiel de la croissance des investissements chinois sur les prix mondiaux des produits de base ainsi que sur la croissance dans les pays exportateurs de ces produits par l'intermédiaire des liens commerciaux directs.

¹⁰La base de données d'EPFR ne ventile pas, pour chaque pays, les flux de capitaux entre les actions et les obligations. De ce fait, les flux totaux concernant un pays ne sont inclus dans les agrégats régionaux que si des données sur ces deux types de flux sont disponibles. Voir le tableau 2.EC.2 pour plus de détails sur les pays couverts par les données.

Graphique 2.EC.4. Flux mondiaux de fonds pendant les périodes de tensions

(En pourcentage du PIB hebdomadaire de 2011)

Les flux mondiaux de capitaux sont généralement plus faibles pendant la semaine au cours de laquelle des tensions sont ressenties dans les pays avancés et pendant la semaine suivante que pendant la semaine précédente. Pour la plupart des régions, les fluctuations des flux autour des épisodes de tensions sont encore légèrement moindres que celles observées lors de la crise financière mondiale. Les tensions venant de Chine ont aussi tendance à coïncider avec une baisse des flux, mais surtout dans le cas des pays émergents et des pays en développement qui ont noué de solides liens commerciaux avec la Chine.



Sources : Emerging Portfolio Fund Research et calculs des services du FMI.
Note : t indique la semaine des tensions et $t-1$ et $t+1$ désignent les semaines précédant et suivant les tensions, respectivement. Voir le tableau 2.EC.2 pour la composition par pays de chaque groupe.

Tableau 2.EC.2. Données pour le dossier spécial sur les effets de contagion

Variable	Définition/Description/Source
Écarts souverains Espagne Grèce Irlande Italie	Indice des obligations d'État à dix ans. L'écart est calculé comme le rendement indexé d'un pays par rapport aux obligations allemandes à dix ans. Source : Bloomberg Financial Markets.
Indice VIX	Indice de volatilité du marché des options de Chicago (CBOE). Source : Bloomberg Financial Markets.
Flux totaux, flux d'obligations et flux d'actions	Flux totaux, flux d'obligations et flux d'actions hebdomadaires vers dix régions. Source : Emerging Portfolio Fund Research.
Compositions par pays pour chaque région :	
Flux totaux	
Zone euro	Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, République slovaque, Slovénie
Pays avancés d'Europe	Danemark, Islande, Israël, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse
Pays avancés d'Asie	Australie, Corée, Hong Kong (RAS), Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour, province chinoise de Taïwan
Pays en développement d'Asie	Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande, Viet Nam
Amérique latine et Caraïbes	Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, El Salvador, Équateur, Guatemala, Mexique, Panama, Pérou, République dominicaine, Venezuela
Pays émergents d'Europe	Bulgarie, Croatie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Serbie, Turquie
Communauté des États indépendants	Géorgie, Kazakhstan, Mongolie, Russie, Ukraine
Afrique subsaharienne	Afrique du Sud, Botswana, Côte d'Ivoire, Ghana, Kenya, Maurice, Namibie, Nigéria, Zambie
Moyen-Orient et Afrique du Nord	Arabie saoudite, Bahreïn, Égypte, Émirats arabes unis, Jordanie, Koweït, Liban, Maroc, Oman, Qatar, Tunisie
États-Unis et Canada	États-Unis, Canada
États-Unis	États-Unis
Flux d'obligations : Chaque région a la même composition que celle indiquée pour les flux totaux, à laquelle s'ajoutent les pays énumérés ci-dessous :	
Pays en développement d'Asie	Cambodge
Amérique latine et Caraïbes	Costa Rica, Jamaïque, Nicaragua, Trinité-et-Tobago, Uruguay
Pays émergents d'Europe	Albanie, Bosnie-Herzégovine, ex-République yougoslave de Macédoine
Communauté des États indépendants	Azerbaïdjan, Bélarus, Moldova
Afrique subsaharienne	Angola, République démocratique du Congo, Gabon, Libéria, Ouganda
Moyen-Orient et Afrique du Nord	Algérie, Iran, Iraq, Libye
Pays avancés	Tous les pays énumérés sous «Zone euro», «Pays avancés d'Europe», «Pays avancés d'Asie» et «États-Unis et Canada»
Pays émergents et pays en développement	Tous les pays énumérés sous «Pays en développement d'Asie», «Amérique latine et Caraïbes», «Pays émergents d'Europe», «Communauté des États indépendants», «Afrique subsaharienne» et «Moyen-Orient et Afrique du Nord»
Flux d'actions : Chaque région a la même composition que celle indiquée pour les flux totaux, à laquelle s'ajoutent les pays énumérés ci-dessous :	
Pays en développement d'Asie	Bangladesh, Cambodge, Papouasie-Nouvelle-Guinée
Communauté des États indépendants	Turkménistan
Afrique subsaharienne	Malawi, Ouganda, Rwanda, Swaziland, Tanzanie, Zimbabwe

Tableau 2.EC.2 (suite)

Variable	Définition/Description/Source																		
Moyen-Orient et Afrique du Nord	Iran, Yémen																		
Pays avancés	Tous les pays énumérés sous «Zone euro», «Pays avancés d'Europe», «Pays avancés d'Asie» et «États-Unis et Canada»																		
Pays émergents et pays en développement	Tous les pays énumérés sous «Pays en développement d'Asie», «Amérique latine et Caraïbes», «Pays émergents d'Europe», «Communauté des États indépendants», «Afrique subsaharienne» et «Moyen-Orient et Afrique du Nord»																		
PIB hebdomadaire de 2011	PIB de l'année 2011 en dollars divisé par 52. Source : base de données des <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> (série NGDPD).																		
Rendements souverains¹	Rendements des obligations d'État à dix ans pour la plupart des pays avancés; rendements souverains de l'indice EMBI JPMorgan pour les pays émergents. Source : Bloomberg Financial Markets. Compositions par pays pour chaque région <table> <tr> <td>Zone euro (cœur)</td><td>Allemagne, Belgique, Finlande, France, Pays-Bas, République slovaque</td></tr> <tr> <td>Pays avancés d'Europe</td><td>Danemark, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse</td></tr> <tr> <td>Pays avancés d'Asie</td><td>Australie, Corée, Hong Kong (RAS), Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour, province chinoise de Taiwan</td></tr> <tr> <td>Pays en développement d'Asie</td><td>Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande, Viet Nam</td></tr> <tr> <td>Amérique latine et Caraïbes</td><td>Argentine, Belize, Brésil, Chili, Colombie, El Salvador, Équateur, Jamaïque, Mexique, Panama, Pérou, République dominicaine, Trinité-et-Tobago, Uruguay, Venezuela</td></tr> <tr> <td>Pays émergents d'Europe</td><td>Bulgarie, Croatie, Hongrie, Lituanie, Pologne, Serbie, Turquie</td></tr> <tr> <td>Communauté des États indépendants</td><td>Bélarus, Géorgie, Kazakhstan, Russie, Ukraine</td></tr> <tr> <td>Afrique subsaharienne</td><td>Afrique du Sud, Côte d'Ivoire, Gabon, Ghana, Nigéria, Sénégal</td></tr> <tr> <td>Moyen-Orient et Afrique du Nord</td><td>Égypte, Iraq, Jordanie, Liban, Maroc, Tunisie</td></tr> </table>	Zone euro (cœur)	Allemagne, Belgique, Finlande, France, Pays-Bas, République slovaque	Pays avancés d'Europe	Danemark, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse	Pays avancés d'Asie	Australie, Corée, Hong Kong (RAS), Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour, province chinoise de Taiwan	Pays en développement d'Asie	Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande, Viet Nam	Amérique latine et Caraïbes	Argentine, Belize, Brésil, Chili, Colombie, El Salvador, Équateur, Jamaïque, Mexique, Panama, Pérou, République dominicaine, Trinité-et-Tobago, Uruguay, Venezuela	Pays émergents d'Europe	Bulgarie, Croatie, Hongrie, Lituanie, Pologne, Serbie, Turquie	Communauté des États indépendants	Bélarus, Géorgie, Kazakhstan, Russie, Ukraine	Afrique subsaharienne	Afrique du Sud, Côte d'Ivoire, Gabon, Ghana, Nigéria, Sénégal	Moyen-Orient et Afrique du Nord	Égypte, Iraq, Jordanie, Liban, Maroc, Tunisie
Zone euro (cœur)	Allemagne, Belgique, Finlande, France, Pays-Bas, République slovaque																		
Pays avancés d'Europe	Danemark, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse																		
Pays avancés d'Asie	Australie, Corée, Hong Kong (RAS), Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour, province chinoise de Taiwan																		
Pays en développement d'Asie	Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande, Viet Nam																		
Amérique latine et Caraïbes	Argentine, Belize, Brésil, Chili, Colombie, El Salvador, Équateur, Jamaïque, Mexique, Panama, Pérou, République dominicaine, Trinité-et-Tobago, Uruguay, Venezuela																		
Pays émergents d'Europe	Bulgarie, Croatie, Hongrie, Lituanie, Pologne, Serbie, Turquie																		
Communauté des États indépendants	Bélarus, Géorgie, Kazakhstan, Russie, Ukraine																		
Afrique subsaharienne	Afrique du Sud, Côte d'Ivoire, Gabon, Ghana, Nigéria, Sénégal																		
Moyen-Orient et Afrique du Nord	Égypte, Iraq, Jordanie, Liban, Maroc, Tunisie																		
Prix des actions¹	Indices boursiers MSCI. Source : Bloomberg Financial Markets. Composition par pays pour chaque région <table> <tr> <td>Zone euro</td><td>Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal</td></tr> <tr> <td>Pays avancés d'Europe</td><td>Danemark, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse</td></tr> <tr> <td>Pays avancés d'Asie</td><td>Australie, Corée, Hong Kong (RAS), Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour, province chinoise de Taiwan</td></tr> <tr> <td>Pays en développement d'Asie</td><td>Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande</td></tr> <tr> <td>Amérique latine et Caraïbes</td><td>Argentine, Brésil, Chili, Mexique, Pérou, Venezuela</td></tr> <tr> <td>Pays émergents d'Europe</td><td>Hongrie, Pologne, Turquie</td></tr> <tr> <td>Communauté des États indépendants</td><td>Kazakhstan, Russie, Ukraine</td></tr> <tr> <td>Afrique subsaharienne</td><td>Afrique du Sud, Kenya, Nigéria</td></tr> <tr> <td>Moyen-Orient et Afrique du Nord</td><td>Égypte, Israël, Jordanie, Maroc</td></tr> </table>	Zone euro	Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal	Pays avancés d'Europe	Danemark, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse	Pays avancés d'Asie	Australie, Corée, Hong Kong (RAS), Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour, province chinoise de Taiwan	Pays en développement d'Asie	Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande	Amérique latine et Caraïbes	Argentine, Brésil, Chili, Mexique, Pérou, Venezuela	Pays émergents d'Europe	Hongrie, Pologne, Turquie	Communauté des États indépendants	Kazakhstan, Russie, Ukraine	Afrique subsaharienne	Afrique du Sud, Kenya, Nigéria	Moyen-Orient et Afrique du Nord	Égypte, Israël, Jordanie, Maroc
Zone euro	Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal																		
Pays avancés d'Europe	Danemark, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse																		
Pays avancés d'Asie	Australie, Corée, Hong Kong (RAS), Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour, province chinoise de Taiwan																		
Pays en développement d'Asie	Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande																		
Amérique latine et Caraïbes	Argentine, Brésil, Chili, Mexique, Pérou, Venezuela																		
Pays émergents d'Europe	Hongrie, Pologne, Turquie																		
Communauté des États indépendants	Kazakhstan, Russie, Ukraine																		
Afrique subsaharienne	Afrique du Sud, Kenya, Nigéria																		
Moyen-Orient et Afrique du Nord	Égypte, Israël, Jordanie, Maroc																		
Prix des actions financières¹	Indices MSCI des actions financières. Source : Bloomberg Financial Markets. Composition par pays pour chaque région <table> <tr> <td>Zone euro</td><td>Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal</td></tr> <tr> <td>Pays avancés d'Europe</td><td>Danemark, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse</td></tr> <tr> <td>Pays avancés d'Asie</td><td>Australie, Corée, Hong Kong (RAS), Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour, province chinoise de Taiwan</td></tr> <tr> <td>Pays en développement d'Asie</td><td>Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande</td></tr> </table>	Zone euro	Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal	Pays avancés d'Europe	Danemark, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse	Pays avancés d'Asie	Australie, Corée, Hong Kong (RAS), Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour, province chinoise de Taiwan	Pays en développement d'Asie	Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande										
Zone euro	Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal																		
Pays avancés d'Europe	Danemark, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse																		
Pays avancés d'Asie	Australie, Corée, Hong Kong (RAS), Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour, province chinoise de Taiwan																		
Pays en développement d'Asie	Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande																		

Tableau 2.EC.2 (fin)

Variable	Définition/Description/Source
Amérique latine et Caraïbes	Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou
Pays émergents d'Europe	Hongrie, Pologne, Turquie
Communauté des États indépendants	Russie
Afrique subsaharienne	Afrique du Sud
Moyen-Orient et Afrique du Nord	Égypte, Israël, Jordanie, Maroc
Indice des directeurs d'achats (PMI) de l'industrie manufacturière	Enquête de Markit Economics sur les directeurs d'achats du secteur manufacturier (données mensuelles). Source : Haver Analytics.
Chine	
États-Unis	
Zone euro	

¹Les agrégats monétaires sont calculés comme la moyenne pondérée des pays de la région avec des coefficients de pondération reposant sur ceux du PIB en dollars de 2012 de l'édition d'avril 2012 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

plus prononcée. En revanche, pendant la crise financière mondiale, les flux obligataires ont dans l'ensemble été négatifs et continué de diminuer après les tensions (les flux d'actions ont connu une évolution similaire). Il se peut que les investisseurs considèrent que ces pays émettent des actifs de meilleure qualité étant donné la robustesse de leur expansion. L'évolution récente pourrait aussi toutefois tenir à une plus grande soif de rendement dans le contexte de taux d'intérêt très bas.

Contagion par l'intermédiaire des prix des actifs

Les résultats qui précèdent et qui reposent sur les flux hebdomadaires de capitaux sont complétés par une étude de la façon dont les rendements souverains et les cours des actions pour lesquels on dispose de données journalières se comportent, au niveau mondial, après les périodes de tensions. Les prix des actifs sur les marchés mondiaux ont tendance à se tendre pendant ces périodes — les rendements souverains augmentant et les cours des actions diminuant (graphique 2.EC.6) —, mais avec des variations entre les régions dans l'ampleur des répercussions :

- Pendant la crise de la zone euro, les rendements souverains moyens au cours des deux jours suivant les tensions ont été supérieurs de 8 à 10 points de base aux rendements moyens des deux jours les ayant précédées, pour les pays émergents d'Europe, la CEI et l'Amérique latine et les Caraïbes. Pendant la crise financière mondiale, la hausse des rendements a généralement été plus marquée après les tensions, surtout dans le cas de la CEI. Dans celui des pays en

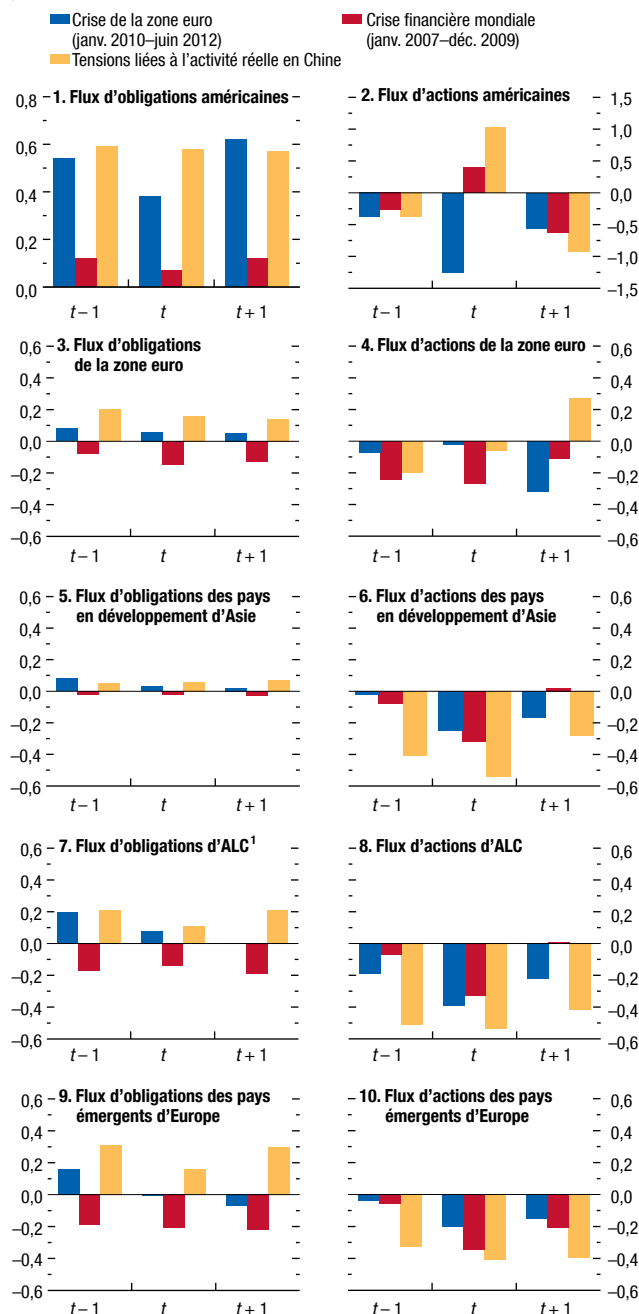
développement d'Asie, les tensions se sont accompagnées d'une baisse des rendements souverains pendant les deux périodes de crise, mais cette baisse a été plus prononcée lors de la crise de la zone euro. Cette observation est cohérente avec la plus grande persistance des flux obligataires constatée au fil du temps pour les pays émergents et les pays en développement. Les rendements dans la plupart des pays avancés ont aussi tendance à être plus faibles après les périodes de tension et cette tendance a été plus marquée lors de la crise de la zone euro en raison notamment d'une fuite vers la qualité.

- Les cours des actions ordinaires comme ceux des actions financières diminuent après les périodes de tensions, mais la baisse est plus prononcée pour les secondes que pour les premières dans la plupart des régions. Durant la crise de la zone euro, les cours des actions ont baissé de 1 à 3 points pendant les deux jours qui ont suivi les tensions (par rapport aux moyennes enregistrées pour les deux jours qui les ont précédées), dans la plupart des régions, alors qu'ils ont diminué d'environ 4 points pour la CEI et les pays de la zone euro. Ces baisses ont été plus fortes pendant les tensions de la crise financière mondiale.
- Aucune évolution particulière n'est observée pour les rendements souverains pendant les épisodes de tensions propres à la Chine. Les cours des actions ordinaires et des actions financières sont généralement plus faibles après ces tensions, surtout dans le cas des régions exportatrices de produits de base (ALC, MOAN).

Graphique 2.EC.5. Composition des flux de capitaux pendant les périodes de tensions

(En pourcentage du PIB hebdomadaire de 2011)

Les flux obligataires ont eu tendance à mieux résister aux tensions que les flux d'actions pendant la crise de la zone euro.



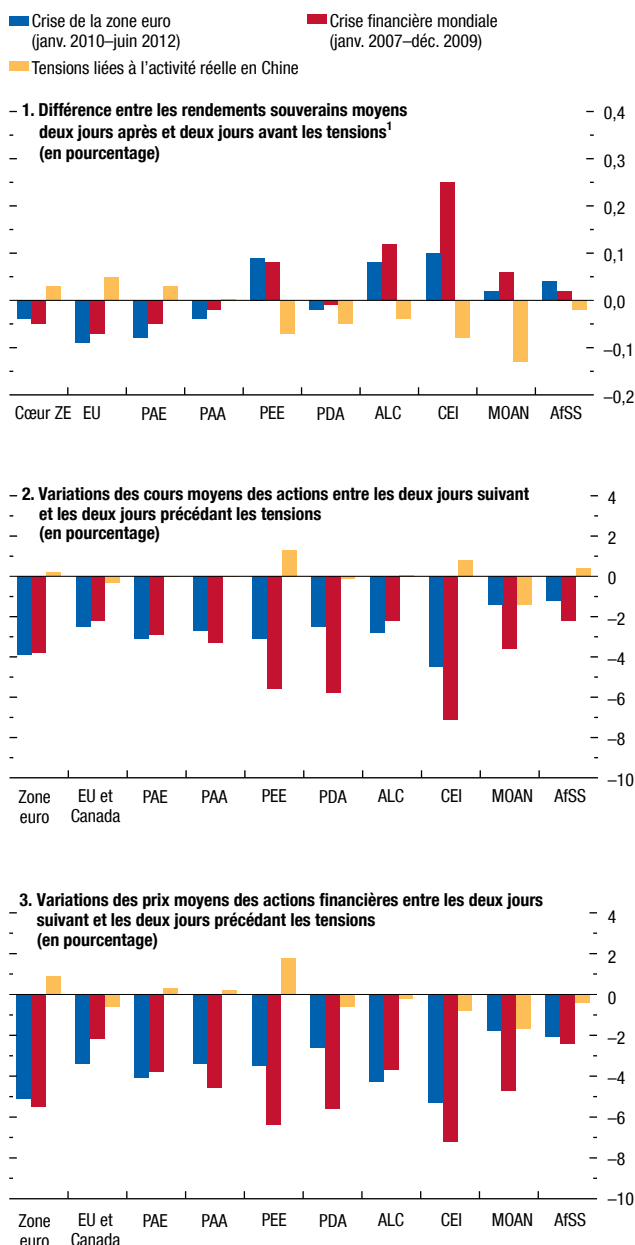
Sources : Emerging Portfolio Fund Research et calculs des services du FMI.

Note : t indique la semaine des tensions et $t-1$ et $t+1$ désignent les semaines précédant et suivant les tensions, respectivement. Voir le tableau 2.EC.2 pour la composition par pays de chaque groupe.

¹ALC : Amérique latine et Caraïbes.

Graphique 2.EC.6. Évolution des prix des actifs au niveau mondial autour des épisodes de tensions

Au niveau mondial, les rendements souverains ont tendance à augmenter et les cours des actions à baisser pendant les périodes de tensions dans les grands pays.

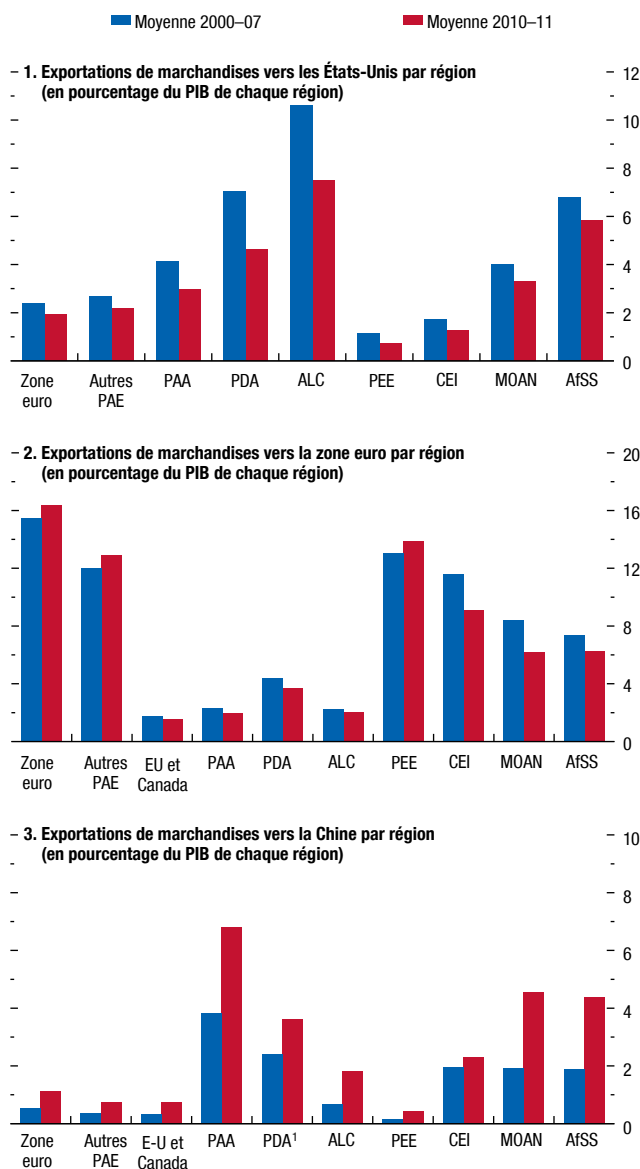


Source : voir le tableau 2.EC. 2.

Note : AfSS = Afrique subsaharienne; ALC = Amérique latine et Caraïbes; CEI = Communauté des États indépendants; EU = États-Unis; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord; PAA = pays avancés d'Asie; PAE = pays avancés d'Europe; PDA = pays en développement d'Asie; PEE = pays émergents d'Europe; ZE = zone euro. Voir le tableau 2.EC.2 pour la composition par pays de chaque groupe.

Graphique 2.EC.7. Liens commerciaux internationaux avec les pays avancés et la Chine

Les liens commerciaux internationaux avec les pays avancés restent importants, mais ceux avec la Chine ont augmenté au cours des dernières années.



Sources : FMI, base de données de *Direction of Trade Statistics*; calculs des services du FMI.
 Note : AfSS = Afrique subsaharienne; ALC = Amérique latine et Caraïbes; CEI = Communauté des États indépendants; EU = États-Unis; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord; PAA = pays avancés d'Asie; PAE = pays avancés d'Europe; PDA = pays en développement d'Asie; PEE = pays émergents d'Europe.

Voir l'appendice statistique pour les compositions des régions par pays sauf pour les autres pays avancés d'Europe (Autres PAE) : Danemark, Islande, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse.

¹À l'exclusion de la Chine.

Conclusions

L'analyse confirme que les tensions touchant le secteur financier ou l'économie réelle dans les grands pays peuvent affecter la situation financière mondiale soit parce qu'elles sont ressenties en même temps partout, soit parce qu'elles se propagent. Les flux mondiaux de capitaux diminuent, les cours des actions baissent et les rendements souverains augmentent généralement après ces périodes de tensions. Bien que les effets de contagion aient été moins marqués au cours des dernières années que pendant la crise financière mondiale, les pays plus étroitement liés aux pays avancés — pays émergents d'Europe et pays de la CEI — restent vulnérables. Des variations des conditions financières sont aussi observées autour des tensions résultant du fléchissement de l'activité économique réelle en Chine, surtout dans le cas des pays exportateurs de produits de base. La tendance récente des marchés financiers à privilégier les obligations au détriment des actions dans les pays émergents et les pays en développement pourrait suggérer que les obligations émises par ces pays sont aujourd'hui considérées comme présentant moins de risques qu'avant pour les investisseurs. Cette évolution pourrait aussi toutefois s'expliquer par la recherche de rendement dans le contexte de faiblesse généralisée des taux d'intérêt, ce qui fait craindre un accroissement de l'exposition de ces pays à ce type de flux créateurs de dette.

Les conséquences réelles des tensions peuvent être sérieuses étant donné l'intensité des liens macrofinanciers existant dans les pays d'importance systémique¹¹. Les répercussions sur la croissance des tensions affectant ces pays peuvent être importantes du fait de l'ampleur des liens commerciaux qui unissent ces derniers à la plupart des régions (graphique 2.EC.7). Plus généralement, une forte montée de l'aversion pour le risque au niveau mondial — l'indicateur utilisé ici pour les tensions financières aux États-Unis — va aussi de pair avec une plus forte probabilité d'arrêt de l'expansion économique dans les pays émergents et les pays en développement (voir le chapitre 4).

Les gouvernants devraient avant tout s'efforcer de limiter les risques de survenue de ces tensions, ce qui implique toute une série de mesures examinées au chapitre 1. Les pays qui subissent les effets de ces tensions doivent, quant à eux, appliquer de solides politiques macroéconomiques et prudentielles qui permettent de garder la confiance des marchés et d'accroître la résistance aux risques de contagion.

¹¹Voir Claessens, Kose et Terrones (2011), Igan *et al.* (2009), Reinhart et Rogoff (2009) et FMI (2012b).

Bibliographie

- Anderson, Derek, Benjamin Hunt, Mika Kortelainen, Dirk Muir, and Stephen Snudden, à paraître, “Getting to Know the GIMF: The Simulation Properties of the Global Integrated Monetary and Fiscal Model,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Bayoumi, Tamim, and Trung Bui, 2011, “Unforeseen Events Wait Lurking: Estimating Policy Spillovers from U.S. To Foreign Asset Prices,” IMF Working Paper No. 11/183 (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, Ayhan M. Kose, and Marco Terrones, 2011, “How Do Business and Financial Cycles Interact?” IMF Working Paper No. 11/88 (Washington: International Monetary Fund).
- Fonds monétaire international (FMI), 2011a, *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/185 (Washington). www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11185.pdf.
- _____, 2011b, “Recent Experiences in Managing Capital Flows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework” (Washington). www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf.
- _____, 2012a, *Pilot External Sector Report* (Washington). www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070212.pdf.
- _____, 2012b, *2012 Spillover Report* (Washington). www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070912.pdf.
- _____, 2012b, *The United Kingdom: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 12/190 (Washington).
- Fratzscher, Marcel, 2011, “Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis,” ECB Working Paper 1364 (Frankfurt: European Central Bank).
- _____, Marco Lo Duca, and Roland Straub, 2012, “Quantitative Easing, Portfolio Choice and International Capital Flows” (non publié; Frankfurt: European Central Bank).
- Hyndman, Rob, Anne B. Koehler, J. Keith Ord, and Ralph D. Snyder, 2008, *Forecasting with Exponential Smoothing: The State Space Approach* (Berlin: Springer-Verlag).
- Igan, Deniz, Alain N. Kabundi, Francisco Nadal-De Simone, Marcelo Pinheiro, and Natalia T. Tamirisa, 2009, “Three Cycles: Housing, Credit, and Real Activity,” IMF Working Paper No. 09/231 (Washington: International Monetary Fund).
- Kamenik, Ondrej, 2011, OG research paper (non publié; Prague: OGREsearch. <http://www.ogresearch.com/products>).
- Kumhof, Michael, Douglas Laxton, Dirk Muir, and Susanna Mursula, 2010, “The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF)—Theoretical Structure,” IMF Working Paper No. 10/34 (Washington: International Monetary Fund).
- Miao, Yanliang, and Malika Pant, 2012, “Coincident Indicators of Capital Flows,” IMF Working Paper No. 12/55 (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2009, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Romer, Christina, D., 2012 “Fiscal Policy in the Crisis: Lessons and Policy Implications” (non publié; University of California Berkeley).