

Études économiques et financières

# Perspectives de l'économie mondiale

**Une reprise en cours,  
mais qui reste en danger**

.....



**AVR 12**

Études économiques et financières

# **PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE**

**Avril 2012**

**Une reprise en cours, mais qui reste en danger**



**Fonds monétaire international**

©2012 Fonds monétaire international

Production : FMI, Division des services multimédias  
Couverture et conception artistique : Luisa Menjivar et Jorge Salazar  
Composition : Maryland Composition

*Édition française*

Services linguistiques du FMI, Section française  
Traduction : Marc Servais  
Correction : Monica Nepote-Cit et Van Tran  
PAO : Fernando Sole

**Cataloging-in-Publication Data**

**World economic outlook (International Monetary Fund). French**

Perspectives de l'économie mondiale. — Washington, Fonds monétaire international.  
v. ; 28 cm. — (Études économiques et financières, 1020-1343)

Semiannual. Some issues also have thematic titles.  
Has occasional updates, 1984–

1. Economic development — Periodicals. 2. Economic forecasting — Periodicals.  
3. Economic policy — Periodicals. 4. International economic relations — Periodicals.  
I. International Monetary Fund. II. Series: Occasional paper (International Monetary Fund).  
III. Series: World economic and financial surveys.

HC10.80

ISBN : 978-1-61635-269-1 (version imprimée)  
ISBN : 978-1-47552-934-0 (PDF)  
ISBN : 978-1-47557-788-4 (ePub)  
ISBN : 978-1-47554-967-6 (Mobipocket)

Les commandes doivent être adressées à :  
International Monetary Fund, Publication Services  
P.O. Box 92780, Washington, DC 20090 (U.S.A.)  
Téléphone : (202) 623-7430 Télécopie : (202) 623-7201  
Messagerie électronique : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)  
[www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)

# TABLE DES MATIÈRES

<b>Hypothèses et conventions</b>	<b>ix</b>
<b>Informations et données supplémentaires</b>	<b>x</b>
<b>Préface</b>	<b>xi</b>
<b>Avant-propos</b>	<b>xiii</b>
<b>Résumé analytique</b>	<b>xv</b>
<b>Chapitre 1. Perspectives et enjeux mondiaux</b>	<b>1</b>
Évolution récente	1
D'où viennent les problèmes dans la zone euro?	3
Perspectives	5
Risques	14
Enjeux	20
Dossier spécial : les marchés des produits de base	29
Bibliographie	50
<b>Chapitre 2. Perspectives nationales et régionales</b>	<b>51</b>
Europe : crise, récession et contagion	52
États-Unis et Canada : amorce d'une reprise	58
Asie : ralentissement de la croissance	62
Amérique latine et Caraïbes : sur la trajectoire d'une croissance stable	66
Communauté des États indépendants : les prix des produits de base sont le principal vecteur des effets de contagion	70
Moyen-Orient et Afrique du Nord : croissance en panne et perspectives incertaines	73
Afrique subsaharienne : la capacité de résistance ne doit pas conduire à un excès d'optimisme	76
Effets de contagion : répercussions du désendettement des banques de la zone euro	80
Bibliographie	93
<b>Chapitre 3. Faire face à l'endettement des ménages</b>	<b>95</b>
Comment l'endettement des ménages peut freiner l'activité économique	98
Faire face à l'endettement des ménages : études de cas	107
Résumé et implications pour les perspectives	123
Appendice 3.1. Établissement et sources des données	123
Appendice 3.2. Méthodologie statistique et tests de robustesse	124
Bibliographie	131

<b>Chapitre 4. Fluctuations des cours des produits de base et conséquences pour les exportateurs</b>	<b>135</b>
Fluctuations des cours des produits de base et résultats macroéconomiques	139
Les déterminants des marchés de produits de base et leurs effets macroéconomiques	148
Les ripostes budgétaires optimales aux chocs sur les marchés de produits de base	152
Répercussions mondiales des politiques nationales des pays exportateurs de produits de base	158
Conclusions et leçons	161
Appendice 4.1. Description des données	162
Appendice 4.2. Propriétés statistiques des cycles de cours des produits de base	164
Appendice 4.3. Description du modèle d'autorégression vectorielle	167
Appendice 4.4. Principales caractéristiques du modèle GIMF et application à un exportateur de pétrole de petite taille et ouvert	172
Bibliographie	180
<b>Annexe : examen des perspectives par le conseil d'administration du FMI, mars 2012</b>	<b>183</b>
<b>Appendice statistique</b>	<b>187</b>
Hypothèses	187
Modifications récentes	188
Données et conventions	188
Classification des pays	189
Caractéristiques générales et composition des différents groupes de pays	190
Tableau A. Classification par sous-groupes types et parts des divers sous-groupes dans le PIB global, le total des exportations de biens et de services et la population mondiale en 2011	191
Tableau B. Pays avancés classés par sous-groupes	192
Tableau C. Union européenne	192
Tableau D. Pays émergents et en développement classés par région et par principale source de recettes d'exportation	193
Tableau E. Pays émergents et en développement classés par région, par position extérieure nette et appartenance au groupe des pays pauvres très endettés	194
Encadré A1. Hypothèses de politique économique retenues pour les projections	196
Liste des tableaux	201
Production mondiale (tableaux A1–A4)	202
Inflation (tableaux A5–A7)	210
Politiques financières (tableau A8)	216
Commerce extérieur (tableau A9)	217
Transactions courantes (tableaux A10–A12)	219
Balance des paiements et financement extérieur (tableaux A13–A14)	226
Flux de ressources (tableau A15)	228
Scénario de référence à moyen terme (tableau A16)	232
<b>Perspectives de l'économie mondiale, Questions d'actualité</b>	<b>233</b>
<b>Encadrés</b>	
Encadré 1.1. La part du travail en Europe et aux États-Unis pendant et après la Grande Récession	39
Encadré 1.2. La reprise mondiale : où en sommes-nous?	41
Encadré 1.3. Comment va évoluer l'excédent extérieur de la Chine?	46
Encadré 2.1. Liens Est–Ouest et effets de contagion en Europe	90
Encadré 3.1. La Home Owners' Loan Corporation (HOLC) américaine	126

Encadré 3.2. La restructuration de la dette des ménages en Islande	128
Encadré 4.1. Effets macroéconomiques des chocs sur les cours des produits de base dans les pays à faible revenu	174
Encadré 4.2. La volatilité des cours des produits de base et le défi du développement dans les pays à faible revenu	178
Encadré A1. Hypothèses de politique économique retenues pour les projections	196

## Tableaux

Tableau 1.1. <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> : aperçu des projections	2
Tableau 1.DS.1. Part de la variance des cours des produits de base associée à des facteurs statiques communs	30
Tableau 1.DS.2. Demande et production mondiale de pétrole, par région	36
Tableau 1.DS.3. Moyenne et écart-type de la production de pétrole	37
Tableau 1.3.1. Contributions au recul du solde courant de la Chine (estimations), 2007–11	48
Tableau 2.1. Pays européens (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	55
Tableau 2.2. Pays avancés (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	61
Tableau 2.3. Pays d'Asie (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	65
Tableau 2.4. Pays de l'Hémisphère occidental (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	69
Tableau 2.5. Communauté des États indépendants : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	72
Tableau 2.6. Pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	76
Tableau 2.7. Afrique subsaharienne (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	79
Tableau 3.1. Programmes publics de restructuration de la dette à l'amiable dans les études de cas	114
Tableau 3.2. Consommation réelle après les crises immobilières : tests de robustesse	125
Tableau 4.1. Performance économique moyenne des exportateurs nets de produits de base, 1970–2010	140
Tableau 4.2. Performance macroéconomique des exportateurs nets de produits de base dans les années 2000	141
Tableau 4.3. Rapport entre les fluctuations des cours des produits de base et les crises bancaires chez les exportateurs nets de ces produits	144
Tableau 4.4. Effets dynamiques des chocs mondiaux sur les marchés des produits de base	148
Tableau 4.5. Effets macroéconomiques des chocs mondiaux sur les marchés des produits de base	150
Tableau 4.6. Comparaison des instruments de politique économique pour gérer une hausse permanente des royalties pétrolières	161
Tableau 4.7. Intensité en produits de base des exportations	165
Tableau 4.8. Propriétés statistiques des cours réels des produits de base	169
Tableau A1. Production mondiale : récapitulation	202
Tableau A2. Pays avancés : PIB réel et demande intérieure totale	203
Tableau A3. Pays avancés : composantes du PIB réel	204
Tableau A4. Pays émergents et en développement : PIB réel	206
Tableau A5. Inflation : récapitulation	210

Tableau A6. Pays avancés : prix à la consommation	211
Tableau A7. Pays émergents et en développement : prix à la consommation	212
Tableau A8. Principaux pays avancés : solde budgétaire et dette des administrations publiques	216
Tableau A9. État récapitulatif du commerce mondial : volume et prix	217
Tableau A10. État récapitulatif des soldes des transactions courantes	219
Tableau A11. Pays avancés : soldes des transactions courantes	221
Tableau A12. Pays émergents et en développement : soldes des transactions courantes	222
Tableau A13. Pays émergents et en développement : flux nets de capitaux	226
Tableau A14. Pays émergents et en développement : flux de capitaux privés	227
Tableau A15. Origines et emplois de l'épargne mondiale : récapitulation	228
Tableau A16. Ensemble du monde — Scénario de référence à moyen terme : récapitulation	232

## Graphiques

Graphique 1.1. Indicateurs mondiaux	3
Graphique 1.2. Évolution récente des marchés financiers	4
Graphique 1.3. Indicateurs courants et avancés de la croissance	5
Graphique 1.4. Conditions de financement des pays émergents	6
Graphique 1.5. Évolution du marché du crédit	7
Graphique 1.6. Répercussions de la crise dans la zone euro	8
Graphique 1.7. Politiques monétaires et budgétaires	9
Graphique 1.8. Bilans et taux d'épargne	12
Graphique 1.9. Inflation mondiale	13
Graphique 1.10. Pays émergents	14
Graphique 1.11. Déséquilibres mondiaux	15
Graphique 1.12. Incertitude entourant les perspectives de l'économie mondiale	16
Graphique 1.13. Récession et risques de déflation	17
Graphique 1.14. Scénario défavorable des PEM en cas d'aggravation des problèmes bancaires et souverains dans la zone euro	18
Graphique 1.15. Scénario défavorable des PEM en cas de perturbation de l'offre mondiale de pétrole	19
Graphique 1.16. Scénario défavorable des PEM en cas de réévaluation de la croissance de la production potentielle dans les pays émergents	20
Graphique 1.17. Scénario favorable des PEM	21
Graphique 1.18. Indicateurs de surchauffe pour les pays du G-20	26
Graphique 1.19. Impératifs dans les pays émergents	27
Graphique 1.DS.1. Cours des produits de base et économie mondiale	29
Graphique 1.DS.2. Chine — Évolution récente des marchés des produits de base	32
Graphique 1.DS.3. Évolution de l'offre et des stocks de produits de base I	34
Graphique 1.DS.4. Évolution de l'offre et des stocks de produits de base II	35
Graphique 1.1.1. Évolution de la part du travail pendant la Grande Récession et la reprise	39
Graphique 1.2.1. Dynamique des reprises mondiales : principales variables	42
Graphique 1.2.2. Croissance pendant les récessions et les reprises mondiales : principales variables	44
Graphique 1.3.1. Chine : solde courant et composantes, 1971–2011	46
Graphique 1.3.2. Chine : investissement en actifs fixes, 2004–11	47
Graphique 1.3.3. Chine : rentabilité du secteur manufacturier, 2003–11	47
Graphique 1.3.4. Chine : ratio solde courant/PIB mondial, 2006–17	49
Graphique 1.3.5. Chine : variation des parts de marché, 2001–10	49

Graphique 2.1. Révisions des projections de croissance des <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> (PEM) et liens commerciaux avec l'Europe	51
Graphique 2.2. Effets d'une aggravation de la crise de la zone euro sur diverses régions	52
Graphique 2.3. Europe : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012	53
Graphique 2.4. Europe : retour à la récession	54
Graphique 2.5. Liens commerciaux et financiers avec la zone euro	57
Graphique 2.6. États-Unis et Canada : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012	59
Graphique 2.7. États-Unis : l'économie se redresse d'elle-même	60
Graphique 2.8. Asie : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012	63
Graphique 2.9. Asie : ralentissement de la croissance	64
Graphique 2.10. Amérique latine et Caraïbes : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012	67
Graphique 2.11. Amérique latine : attention aux courants baissiers	68
Graphique 2.12. Communauté des États indépendants : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012	70
Graphique 2.13. La Communauté des États indépendants, soutenue par les prix des produits de base, mais secouée par les turbulences de la zone euro	71
Graphique 2.14. Moyen-Orient et Afrique du Nord : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012	74
Graphique 2.15. Moyen-Orient et Afrique du Nord : une période très troublée	75
Graphique 2.16. Afrique subsaharienne : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012	77
Graphique 2.17. Afrique subsaharienne : une capacité de résistance inentamée	78
Graphique 2.EC.1. Participation des banques de la zone euro au crédit mondial, septembre 2011	82
Graphique 2.EC.2. Exposition des régions aux créances étrangères des banques	83
Graphique 2.EC.3. Vulnérabilités régionales	84
Graphique 2.EC.4. Évolution dans le temps des créances bancaires sur l'étranger, corrigées	85
Graphique 2.EC.5. Impact potentiel sur la croissance du désendettement des banques européennes	87
Graphique 2.1.1. Europe de l'Est : liens financiers avec l'Europe de l'Ouest	90
Graphique 3.1. Endettement des ménages, prix des logements et prêts hypothécaires improductifs, 2002–10	96
Graphique 3.2. Grande Récession : perte de consommation en fonction de la hausse de l'endettement des ménages avant la crise	99
Graphique 3.3. Activité économique pendant les crises immobilières	100
Graphique 3.4. Patrimoine immobilier et consommation des ménages	101
Graphique 3.5. Endettement des ménages pendant les crises immobilières	102
Graphique 3.6. Consommation des ménages	103
Graphique 3.7. Activité économique aux États-Unis pendant la Grande Récession	104
Graphique 3.8. Désalignement des prix des logements aux États-Unis	106
Graphique 3.9. Saisies immobilières et endettement des ménages aux États-Unis pendant la Grande Dépression	111
Graphique 3.10. Bilans des ménages en Islande pendant la Grande Récession	112
Graphique 3.11. Marché du logement américain, 2000–11	119
Graphique 3.12. Dette publique dans les pays scandinaves, 1988–95	122
Graphique 4.1. Cours mondiaux des produits de base, 1970–2011	135
Graphique 4.2. Part des exportations nettes de produits de base dans les exportations totales et le PIB	137
Graphique 4.3. Performance macroéconomique des exportateurs de produits de base lors des fluctuations des prix de ces produits	143
Graphique 4.4. Performance macroéconomique des exportateurs de quatre grands produits de base lors des fluctuations des prix de ces produits	145

Graphique 4.5. Régime de change et performance des exportateurs lors des fluctuations des cours des produits de base	146
Graphique 4.6. Ouverture du compte de capital et performance des exportateurs lors des fluctuations des cours des produits de base	147
Graphique 4.7. Effets sur la production réelle des chocs sur les marchés de produits de base	149
Graphique 4.8. Déterminants des cours du pétrole, cycles et performance des exportateurs nets de pétrole	151
Graphique 4.9. Effets dynamiques d'une réduction temporaire de l'offre de pétrole dans le reste du monde sur un petit exportateur ouvert de pétrole	155
Graphique 4.10. Effets dynamiques de l'augmentation temporaire de la liquidité dans le reste du monde sur un petit exportateur ouvert de pétrole	156
Graphique 4.11. Gestion budgétaire optimale dans différents cadres de politique économique et avec différentes caractéristiques structurelles	157
Graphique 4.12. Durée des phases de hausse et de baisse des cours des produits de base	167
Graphique 4.13. Amplitude des phases de hausse et de baisse des cours des produits de base	168
Graphique 4.14. Corrélation entre la croissance du PIB réel mondial et les erreurs de prévision des cours réels du pétrole	171
Graphique 4.1.1. Inflation globale dans les pays à faible revenu et indice des cours mondiaux des produits de base	174
Graphique 4.1.2. Effet sur l'inflation de la hausse des cours des produits de base dans les pays à faible revenu en 2011 et 2012	175
Graphique 4.1.3. Effet direct d'une hausse des cours des produits de base sur le solde budgétaire des pays à faible revenu en 2012	176
Graphique 4.1.4. Effet direct d'une hausse des cours des produits de base sur le solde commercial des pays à faible revenu en 2012	176

## HYPOTHÈSES ET CONVENTIONS

Les projections de la présente édition des *Perspectives de l'économie mondiale* reposent sur un certain nombre d'hypothèses. On suppose que les taux de change effectifs réels resteront constants aux niveaux moyens observés entre le 13 février et le 12 mars 2012, et que les taux bilatéraux des monnaies faisant partie du mécanisme de change européen II (MCE II) resteront constants en valeur nominale par rapport à l'euro; que les politiques économiques nationales actuelles seront maintenues (en ce qui concerne les hypothèses relatives aux politiques budgétaires et monétaires de certains pays, voir l'encadré A1); que le cours moyen du baril de pétrole sera de 114,71 dollars le baril en 2012 et de 110,00 dollars le baril en 2013, et qu'il restera constant en valeur réelle à moyen terme; que le LIBOR (taux offert à Londres sur les dépôts interbancaires à six mois en dollars) s'établira en moyenne à 0,7 % en 2012 et à 0,8 % en 2013; que le taux des dépôts interbancaires à trois mois en euros sera en moyenne de 0,8 % en 2012 et 2013; que le taux des certificats de dépôt à six mois au Japon se chiffrera en moyenne à 0,6 % en 2012 et à 0,1 % en 2013. Il s'agit évidemment d'hypothèses de travail plutôt que de prévisions, et l'incertitude qui les entoure s'ajoute aux marges d'erreur inhérentes à toute projection. Les estimations et projections sont fondées sur les statistiques disponibles pour la période se terminant début avril 2012.

Les conventions suivantes sont utilisées dans la présente étude :

- ... indique que les données ne sont pas disponibles ou pas pertinentes;
- entre des années ou des mois (par exemple 2011–12 ou janvier–juin) indique la période couverte, de la première à la dernière année ou du premier au dernier mois inclusivement;
- / entre deux années (par exemple 2011/12) indique un exercice budgétaire (financier).

Par «billion», il faut entendre mille milliards. Sauf indication contraire, lorsqu'il est fait référence au dollar, il s'agit du dollar des États-Unis.

Par «points de base», on entend un centième de point (de pourcentage). Ainsi, 25 points de base équivalent à  $\frac{1}{4}$  de point (de pourcentage).

Comme dans l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les données sur le budget et sur la dette extérieure de la Libye sont exclues à partir de 2011 et pour les années de projection en raison de l'incertitude entourant la situation politique.

Sont également exclues les données de la République arabe syrienne en raison de l'incertitude entourant la situation politique.

Comme dans l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les données de 2011 pour le Soudan excluent le Soudan du Sud à partir du 9 juillet. Les projections pour 2012 et au-delà portent sur le Soudan actuel.

Si aucune source n'est indiquée dans les tableaux et graphiques, les données sont tirées de la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM).

Lorsque les pays ne sont pas classés par ordre alphabétique, ils le sont sur la base de la taille de leur économie.

Les chiffres ayant été arrondis, il se peut que les totaux ne correspondent pas exactement à la somme de leurs composantes.

Dans la présente étude, le terme «pays» ne se rapporte pas nécessairement à une entité territoriale constituant un État au sens où l'entendent le droit et les usages internationaux. Il s'applique également à un certain nombre d'entités territoriales qui ne sont pas des États, mais pour lesquelles des statistiques sont établies de manière distincte et indépendante.

Des données composites sont fournies par divers groupes de pays selon leurs caractéristiques économiques ou région. Sauf indication contraire, les données composites pour les groupes de pays représentent des calculs basés sur 90 % ou plus des données de groupe pondérées.

Les frontières, couleurs, dénominations et autres informations figurant sur les cartes n'impliquent, de la part du FMI, aucun avis sur le statut juridique d'un territoire, ni aucun aval de ces frontières.

## INFORMATIONS ET DONNÉES SUPPLÉMENTAIRES

La présente édition des *Perspectives de l'économie mondiale* peut être consultée en version intégrale sur le site de la bibliothèque en ligne du FMI ([www.elibrary.imf.org](http://www.elibrary.imf.org)) et le site du FMI, [www.imf.org](http://www.imf.org). On trouvera à la même adresse un ensemble d'informations (extraites de la base de données) plus étoffé que celui contenu dans le rapport, sous forme de fichiers renfermant les séries le plus souvent demandées par les lecteurs. Ces fichiers peuvent être téléchargés et sont utilisables avec divers logiciels. La série des tableaux B1 à B26 de l'appendice statistique est également disponible en ligne, en anglais, à l'adresse suivante : <http://imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/tblpartb.pdf>.

Les données figurant dans les *Perspectives de l'économie mondiale* sont établies par les services du FMI au moment de la rédaction du rapport. Les données rétrospectives et les projections reposent sur les informations rassemblées par les économistes chargés des pays dans le cadre de leurs missions dans les pays membres et de leur analyse permanente de la situation dans chaque pays. Les données rétrospectives sont mises à jour continuellement à mesure que les informations sont disponibles, et les interruptions structurelles sont souvent ajustées de manière à produire des séries lisses à l'aide de techniques d'agrégation, entre autres. Les estimations des services du FMI demeurent des données supplétives pour les séries rétrospectives lorsque des informations complètes ne sont pas disponibles. En conséquence, les données des PEM peuvent différer d'autres sources avec des données officielles, y compris les *International Financial Statistics* du FMI.

Les données et les métadonnées des PEM sont fournies «telles quelles» et «telles que disponibles», et l'on s'efforce d'assurer, sans pouvoir le garantir, leur ponctualité, leur exactitude et leur exhaustivité. Lorsque des erreurs sont découvertes, on cherche de manière concertée à les corriger si nécessaire et si possible. Les corrections et les révisions effectuées après la publication sont incluses dans les éditions électroniques disponibles dans la bibliothèque en ligne du FMI ([www.elibrary.imf.org](http://www.elibrary.imf.org)) et sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)). Tous les changements importants figurent en détail dans les tables des matières en ligne.

Pour des détails sur les modalités d'utilisation de la base de données des PEM, veuillez vous référer au site Internet du FMI sur les droits d'auteur ([www.imf.org/external/terms.htm](http://www.imf.org/external/terms.htm)).

Les demandes de renseignements sur le contenu des *Perspectives de l'économie mondiale* et de la base de données y afférentes doivent être adressées par courrier classique, par télécopie ou sur le forum en ligne (le service ne peut répondre aux demandes de renseignements par téléphone) à :

World Economic Studies Division  
Research Department  
International Monetary Fund  
700 19th Street, N.W.  
Washington, DC 20431 (U.S.A.)  
Télécopie : (202) 623-6343  
Forum en ligne : [www.imf.org/weoforum](http://www.imf.org/weoforum)

## PRÉFACE

Les projections et l'analyse présentées dans les *Perspectives de l'économie mondiale* font partie intégrante de la surveillance que le FMI exerce sur l'évolution et les politiques économiques des pays membres, les marchés financiers internationaux et le système économique mondial. Le rapport sur les perspectives et politiques économiques mondiales est l'aboutissement d'une étude interdépartementale exhaustive, fondée pour l'essentiel sur les renseignements recueillis par les services du FMI dans le cadre de leurs consultations avec les pays membres. Ces consultations sont menées en particulier par les départements géographiques (le Département Afrique, le Département Asie et Pacifique, le Département Europe, le Département Hémisphère occidental et le Département Moyen-Orient et Asie centrale) et divers départements de soutien : le Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation, le Département des marchés monétaires et de capitaux et le Département des finances publiques.

L'analyse que présente le rapport sur les perspectives de l'économie mondiale est coordonnée par le Département des études sous la direction générale d'Olivier Blanchard, Conseiller économique et Directeur du Département des études. Les travaux sont dirigés par Jörg Decressin, Directeur adjoint du Département des études, et Thomas Helbling, Chef de division du Département des études, avec le concours de Petya Koeva Brooks, qui a précédé M. Helbling en tant que Chef de division.

Les principaux collaborateurs de la présente édition sont Abdul Abiad, John Bluedorn, Rupa Duttagupta, Deniz Igan, Florence Jaumotte, Joong Shik Kang, Daniel Leigh, Andrea Pescatori, Shaun Roache, John Simon, Steven Snudden, Marco E. Terrones et Petia Topalova. Ont également contribué à ce rapport Bas Bakker, Julia Bersch, Phakawa Jeasakul, Edda Rós Karlsdóttir, Yuko Kinoshita, M. Ayhan Kose, Prakash Loungani, Fraňek Rozwadowski et Susan Yang. Gavin Asdorian, Shan Chen, Angela Espiritu, Nadezhda Lepeshko, Murad Omoev, Ezgi O. Ozturk, Katherine Pan, David Reichsfeld, Jair Rodriguez, Marina Rousset, Min Kyu Song et Bennet Voorhees étaient assistants à la recherche. Christopher Carroll, Kevin Clinton, Jose De Gregorio et Lutz Killian ont fait des commentaires et suggestions. Tingyun Chen, Mahnaz Hemmati, Toh Kuan, Rajesh Nilawar, Emory Oakes et Steve Zhang ont assuré le soutien informatique. Skeeter Mathurin et Claire Bea se sont chargés du traitement de texte. Linda Griffin Kean (du Département des relations extérieures) a corrigé le manuscrit anglais et coordonné la production de la publication, avec le concours de Lucy Scott Morales. Amrita Dasgupta, Anastasia Francis, Aleksandr Gerasimov, Wendy Mak, Shamiso Mapondera, Nhu Nguyen et Pavel Pimenov (tous consultants extérieurs) ont fourni une aide technique additionnelle.

Le présent rapport a bénéficié des commentaires et suggestions d'autres départements et des administrateurs, qui l'ont examiné le 30 mars, 2012. Cependant, les projections et les évaluations sont celles des services du FMI et ne doivent être attribuées ni aux administrateurs, ni aux autorités nationales qu'ils représentent.

**P**eu après la publication de l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*, la zone euro a dû faire face à une autre crise grave.

Les craintes des marchés concernant la viabilité des finances publiques en Italie et en Espagne ont entraîné une forte hausse des rendements souverains. La valeur de certains actifs bancaires a été mise en doute, et on s'est demandé si ces banques seraient capables de convaincre les investisseurs de refinancer leurs prêts. Préoccupées par leur financement, les banques ont gelé le crédit. La confiance a baissé et l'activité a chuté.

Une riposte vigoureuse des pouvoirs publics a permis d'inverser la tendance. Des élections en Espagne et la nomination d'un nouveau premier ministre en Italie ont rassuré les investisseurs. L'adoption d'un pacte budgétaire a montré que les pays membres de l'Union européenne étaient déterminés à s'attaquer à leur déficit et à leur dette. Surtout, l'injection de liquidités par la Banque centrale européenne a éliminé le risque de refinancement bancaire à court terme, ce qui a réduit les tensions sur les obligations souveraines.

À mesure que la crise s'écoule, et que les bonnes nouvelles arrivent à propos de l'économie américaine, un certain optimisme revient. Il convient de le tempérer. Même en l'absence d'une nouvelle crise en Europe, la plupart des pays avancés restent confrontés à des problèmes importants qui freinent la croissance. Et le risque d'une autre crise reste bien réel et pourrait toucher à la fois les pays avancés et les pays émergents.

Prenons tout d'abord le scénario de référence. Pourquoi, alors que les taux d'intérêt nominaux devraient rester proches de zéro pendant un certain temps, la demande n'est-elle pas plus vigoureuse dans les pays avancés? La raison en est que deux facteurs freinent la croissance dans ces pays, à des degrés divers : le rééquilibrage des budgets et le désendettement des banques. Ces deux freins représentent des ajustements nécessaires, mais ils ralentissent tous les deux la croissance à court terme.

La plupart des pays avancés sont en train de rééquilibrer leur budget. Avec une baisse moyenne du

déficit primaire corrigé des variations cycliques légèrement inférieure à 1 point de pourcentage du PIB cette année, et un multiplicateur de 1, le rééquilibrage budgétaire amputera la croissance des pays avancés d'environ 1 point de pourcentage cette année.

Le désendettement bancaire touche principalement l'Europe. S'il n'implique pas nécessairement une baisse du crédit au secteur privé, il semble contribuer à un resserrement du crédit. Selon nos meilleures estimations, il pourrait amputer la croissance de la zone euro de 1 point de pourcentage cette année.

Nos prévisions tiennent compte de ces effets. Nous nous attendons à ce que la croissance demeure faible, surtout en Europe, et à ce que le chômage reste élevé pendant un certain temps.

Les pays émergents ne sont pas à l'abri de ces développements. La faible croissance dans les pays avancés signifie que la croissance de leurs exportations ralentit. Par ailleurs, du fait de l'incertitude financière, conjuguée à des variations brutales de l'appétit pour le risque, les flux de capitaux sont volatils. Cependant, la plupart des pays émergents disposent d'une marge de manœuvre suffisante pour maintenir une croissance vigoureuse. Comme c'est généralement le cas, la situation varie d'un pays à l'autre. Certains pays doivent prendre garde à la surchauffe, alors que d'autres affichent encore un écart de production négatif et peuvent utiliser leur politique économique pour soutenir la croissance. Globalement, nous avons révisé quelque peu à la baisse notre prévision de septembre dernier, mais nous prévoyons encore une croissance soutenue dans les pays émergents.

En ce qui concerne les risques, les tensions géopolitiques qui perturbent le marché pétrolier en constituent certainement un. Cependant, le risque principal demeure une autre crise grave en Europe. La mise en place des pare-feu, lorsqu'elle sera assurée, représentera une avancée majeure. En cas de besoin, des fonds pourront être mobilisés pour aider des pays à survivre aux effets de changements d'opinion défavorables des investisseurs et leur donner plus de temps pour rééquilibrer leur budget et opérer des

réformes. Cependant, les pare-feu à eux seuls ne peuvent résoudre les problèmes de finances publiques, de compétitivité et de croissance que certains de ces pays rencontrent. De mauvaises nouvelles sur le front macroéconomique ou politique risquent encore de provoquer le type de dynamique que nous avons observé l'automne dernier.

Pour ce qui est de l'action des pouvoirs publics, beaucoup de débats tournent autour de la question de savoir comment trouver un juste équilibre entre les effets négatifs à court terme du rééquilibrage budgétaire et du désendettement bancaire, d'une part, et leurs effets favorables à long terme, d'autre part.

Sur le plan budgétaire, la question est compliquée par la pression que les marchés exercent en faveur d'un rééquilibrage immédiat, mais aussi par le fait que les marchés semblent un peu schizophréniques : ils réclament un rééquilibrage des budgets, mais réagissent mal lorsque ce rééquilibrage entraîne un ralentissement de la croissance. La bonne stratégie reste la même qu'auparavant. Un ajustement immédiat est nécessaire pour des raisons de crédibilité, mais il faut des engagements crédibles à long terme, en combinant des mesures qui réduisent les dépenses tendanciennes et mettent en place des institutions et des règles budgétaires qui réduisent automatiquement les dépenses et les déficits au fil du temps. Des progrès insuffisants ont été accomplis à cet égard, en particulier aux États-Unis et au Japon. Faute de meilleurs progrès, le niveau actuel de rééquilibrage à court terme semble plus ou moins approprié.

En ce qui concerne le désendettement des banques, l'enjeu est double. Comme pour la politique budgétaire, il s'agit tout d'abord de déterminer le rythme adéquat de désendettement global. Ensuite, il faut veiller à ce que le désendettement n'entraîne pas un resserrement du crédit, au niveau national ou à

l'étranger. Une recapitalisation publique partielle des banques ne semble plus à l'ordre du jour, mais elle devrait peut-être l'être. Dans la mesure où elle relèverait le crédit et l'activité, elle pourrait facilement être rentable, davantage que la plupart des autres mesures budgétaires.

Pour ce qui est d'atténuer les risques, il va de soi que l'Europe est au centre de l'attention. Il faut réduire les liens entre les dettes souveraines et les banques, notamment en créant une garantie des dépôts et des procédures de règlement des problèmes bancaires au niveau de la zone euro et en mettant en place des formes limitées d'euro-obligations, avec, par exemple, la création d'un marché commun de titres en euro. Ces mesures sont à prendre d'urgence et pourraient être efficaces si une autre crise se produisait bientôt.

Avec un peu de recul, la priorité absolue, mais aussi la plus difficile à réaliser, est peut-être de rehausser durablement la croissance dans les pays avancés, et surtout en Europe. Une croissance faible se traduit non seulement par une prévision de référence en demi-teinte, mais aussi par un ajustement budgétaire plus difficile et des risques plus élevés tout au long du chemin. Pour l'instant, l'accent doit être mis sur des mesures qui accroissent la demande. À terme, cependant, il faudra aussi privilégier des mesures qui rehaussent la croissance potentielle. L'idéal serait des mesures qui font l'un et l'autre. Il en existe probablement peu. De manière plus réaliste, il faut opérer des réformes qui sont utiles à long terme, mais qui ne pèsent pas sur la demande à court terme. Il est primordial de définir ces réformes et de se préparer aux effets négatifs qu'elles pourraient avoir à court terme.

Olivier Blanchard  
*Conseiller économique*

Après s'être fortement assombries en 2011, les perspectives de l'économie mondiale s'améliorent de nouveau progressivement, mais les risques de dégradation restent élevés. La hausse de l'activité aux États-Unis au second semestre de 2011 et l'amélioration des politiques économiques dans la zone euro face à une crise économique qui s'aggrave ont réduit la menace d'un ralentissement brutal de l'économie mondiale. En conséquence, une faible reprise est probable dans les principaux pays avancés, et l'activité devrait rester relativement vigoureuse dans la plupart des pays émergents et des pays en développement. Cependant, les progrès récents sont très fragiles. Les dirigeants doivent continuer d'opérer les changements fondamentaux qui sont nécessaires pour réaliser une croissance saine à moyen terme. Les écarts de production étant élevés dans les pays avancés, ils doivent aussi calibrer leur action en vue de soutenir à court terme une croissance qui reste faible.

Selon les projections, la croissance mondiale devrait tomber d'environ 4 % en 2011 à environ 3½ % en 2012 à cause de la faiblesse de l'activité au second semestre de 2011 et au premier semestre de 2012. Dans la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de janvier 2012, les projections des *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2011 avaient déjà été révisées à la baisse, principalement à cause des répercussions des problèmes liés aux dettes souveraines et au secteur bancaire dans la zone euro. Pour la plupart des pays, y compris dans la zone euro, on table maintenant sur une croissance légèrement plus élevée que prévu dans la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de janvier 2012. Comme noté au chapitre 1, le redémarrage de l'activité dans le courant de 2012 devrait ramener la croissance mondiale aux environs de 4 % en 2013. Il reste prévu que la zone euro connaîtra une légère récession en 2012 en raison de la crise de la dette souveraine et d'une perte de confiance générale, des effets du désendettement bancaire sur l'économie réelle et des répercussions du rééquilibrage budgétaire qui fait suite aux pressions du marché. En raison des problèmes en Europe, l'activité demeurera

décevante pour l'ensemble des pays avancés, où la croissance n'avoisinerait qu'environ 1½ % en 2012 et 2 % en 2013. La création d'emplois dans ces pays restera probablement anémique, et les chômeurs auront besoin d'un complément de revenu supplémentaire et d'aide en matière de formation professionnelle, de reconversion et de recherche d'emploi. Dans les pays émergents et les pays en développement, la croissance du PIB réel devrait tomber de 6¼ % en 2011 à 5¾ % en 2012, avant de remonter à 6 % en 2013, portée par l'assouplissement des politiques macroéconomiques et la hausse de la demande étrangère. Les répercussions de la crise dans la zone euro, qui sont examinées au chapitre 2, seront graves dans le reste de l'Europe; les autres pays seront probablement confrontés à un surcroît de volatilité financière, mais il n'y aura pas de retombées majeures sur l'activité à moins que la crise dans la zone euro ne s'intensifie de nouveau.

L'action des pouvoirs publics a largement contribué à réduire le risque systémique, mais elle doit se poursuivre. Les opérations de refinancement à long terme (3 ans) de la Banque centrale européenne, un renforcement du pare-feu européen, des programmes ambitieux d'ajustement budgétaire et l'exécution de réformes d'envergure sur les marchés des produits et du travail ont stabilisé la situation dans la zone euro, et ont atténué les pressions sur les banques et les pays, mais la situation reste préoccupante. Par ailleurs, la prolongation récente des allègements des impôts sur les salaires et des allocations de chômage aux États-Unis a évité un durcissement brutal de la politique budgétaire qui aurait nui à l'économie nationale. De manière plus générale, beaucoup de pays avancés ont bien progressé dans la conception et l'application de programmes vigoureux de rééquilibrage budgétaire à moyen terme. Par ailleurs, les pays émergents et les pays en développement continuent de profiter de l'amélioration de leurs politiques économiques. Cependant, si l'action n'est pas poursuivie, les problèmes pourraient facilement réapparaître dans la zone euro, et la politique budgétaire pourrait se durcir très brutalement aux États-Unis en 2013.

En conséquence, les risques de dégradation continuent de planer : c'est une caractéristique récurrente des récentes éditions des *Perspectives de l'économie mondiale*. Malheureusement, certains risques recensés précédemment se sont matérialisés, et les projections de la présente édition ne sont que légèrement plus favorables que celles d'un scénario défavorable antérieur<sup>1</sup>. La préoccupation la plus immédiate reste la suivante : une nouvelle escalade de la crise dans la zone euro provoquera une fuite devant le risque bien plus généralisée. Selon ce scénario, qui est analysé en détail dans la présente édition, la production mondiale et celle de la zone euro pourraient reculer, respectivement, de 2 % et de 3½ % sur deux ans par rapport aux projections des PEM. Selon une autre hypothèse, l'incertitude géopolitique pourrait entraîner une forte hausse des cours du pétrole : une augmentation des cours du pétrole d'environ 50 % réduirait la production mondiale de 1¼ %. Les effets sur la production pourraient être bien plus marqués si les tensions s'accompagnaient d'une forte volatilité sur les marchés financiers et d'une perte de confiance. Par ailleurs, des politiques macroéconomiques excessivement rigoureuses pourraient plonger un autre des grands pays dans une période de déflation soutenue ou une période prolongée d'activité très faible. En outre, parmi les risques latents figure une déstabilisation des marchés mondiaux d'obligations et de change, du fait du niveau élevé du déficit budgétaire et de la dette au Japon et aux États-Unis, ainsi que d'un net ralentissement de l'activité dans certains pays émergents. Cependant, la croissance pourrait aussi être plus élevée que prévu si les politiques économiques continuent de s'améliorer, si les conditions de financement s'assouplissent davantage et si les tensions géopolitiques s'atténuent.

Il convient de renforcer l'action des pouvoirs publics pour consolider la faible reprise et limiter les nombreux risques de dégradation. À court terme, il faudra redoubler d'efforts pour résoudre la crise dans la zone euro, adopter une approche modérée en matière de rigueur budgétaire face au fléchissement de l'activité, continuer d'appliquer des politiques monétaires très accommodantes et fournir des liquidités abondantes au secteur financier.

<sup>1</sup>Voir le scénario défavorable de la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de janvier 2011.

- Dans la zone euro, la décision récente de combiner le Mécanisme européen de stabilité (MES) et le Fonds européen de stabilité financière (FESF) est opportune et, conjuguée aux autres mesures prises il y a peu, renforcera le mécanisme de crise européen et facilitera les efforts déployés par le FMI pour consolider le pare-feu mondial. Le rééquilibrage budgétaire en cours est suffisant, mais doit être structuré de manière à éviter une baisse excessive de la demande à court terme. Comme il est prévu que l'inflation intérieure sera très faible, il est possible d'assouplir davantage la politique monétaire; les mesures de soutien non conventionnelles (notamment les opérations de refinancement à long terme et les achats d'obligations publiques) doivent continuer d'assurer la stabilité des marchés du crédit et ainsi faciliter la répercussion de la politique monétaire sur l'économie réelle. En outre, il faut recapitaliser les banques, ce qui exigera peut-être une aide directe d'un FESF/MES plus souple.
- Aux États-Unis et au Japon, un ajustement budgétaire suffisant est prévu à court terme, mais il reste urgent d'établir des programmes de rééquilibrage solides et durables à moyen terme. En outre, étant donné que les tensions inflationnistes intérieures sont très faibles, un nouvel assouplissement monétaire sera peut-être nécessaire au Japon pour que l'objectif d'inflation à moyen terme soit atteint. Un assouplissement supplémentaire serait nécessaire aussi aux États-Unis si l'activité menaçait d'être inférieure aux prévisions.
- De manière plus générale, les perspectives de croissance étant médiocres dans les principaux pays, ceux qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire, comme en témoignent la solidité de leurs comptes budgétaires et leur crédibilité sur les marchés, peuvent réexaminer le rythme de leur rééquilibrage. Les autres devraient laisser les stabilisateurs automatiques opérer librement aussi longtemps qu'ils peuvent facilement financer des déficits plus élevés.

À plus long terme, il faut améliorer les médiocres perspectives de croissance à moyen terme des principaux pays avancés. Les priorités les plus importantes demeurent une réforme fondamentale du secteur financier, la poursuite du rééquilibrage budgétaire, y compris une réforme ambitieuse des programmes de

droits à prestation, ainsi que des réformes structurelles visant à accroître la production potentielle. En ce qui concerne la réforme du secteur financier, il faut, en plus de mettre en œuvre au niveau national les réglementations qui ont fait l'objet d'un consensus (par exemple Bâle III), s'attaquer aux nombreuses déficiences qui ont été mises en évidence par la crise financière, notamment les problèmes liés aux établissements qui sont jugés trop grands ou trop complexes pour faire faillite, le système des banques parallèles et la collaboration internationale entre les autorités de contrôle bancaire. Il est crucial d'opérer des réformes dans les dépenses liées au vieillissement, car ces réformes peuvent fortement réduire les dépenses futures sans peser notablement sur la demande aujourd'hui. Ces mesures peuvent démontrer la capacité des dirigeants d'agir de manière résolue et ainsi rétablir la confiance des marchés dans la viabilité des finances publiques. Cela peut accroître la marge de manœuvre budgétaire et monétaire à l'appui de la demande et de la réparation du secteur financier sans agiter le spectre d'un financement inflationniste du déficit public. Des réformes structurelles doivent être opérées sur de nombreux fronts, par exemple, dans la zone euro, pour améliorer la capacité d'ajustement aux chocs sur la compétitivité et, au Japon, pour accroître le taux d'activité.

Une action dans le secteur de l'immobilier peut accélérer l'amélioration des bilans des ménages et ainsi soutenir une consommation qui, sinon, serait anémique. Les pays qui ont adopté des mesures dans ce secteur, tels que l'Islande, en ont largement profité, comme noté au chapitre 3. Aux États-Unis, le gouvernement a mis en place divers programmes, mais, étant donné leur succès limité, il propose aujourd'hui une stratégie plus énergique. Ailleurs, les autorités ont laissé les banques et les ménages régler leurs problèmes. En général, les craintes de l'aléa moral — en exonérant de toute responsabilité les individus qui ont effectué des investissements immobiliers excessivement risqués ou spéculatifs — ont entravé les progrès. Ces questions sont similaires à celles qui rendent si difficile de s'attaquer à la crise dans la zone euro, bien que, en Europe, l'argument de l'aléa moral s'applique à des pays plutôt qu'à des individus. Mais, dans les deux cas, l'utilisation de mesures ciblées pour soutenir la demande peut être plus efficace que des programmes macroéconomiques

bien plus coûteux. Quant à la question de l'aléa moral, une amélioration de la réglementation et du contrôle peut la résoudre en partie.

Les pays émergents et les pays en développement continuent de profiter de leurs solides politiques macroéconomiques et structurelles, mais les facteurs de vulnérabilité internes augmentent progressivement. Bon nombre de ces pays ont connu des résultats exceptionnels ces dix dernières années, grâce à une croissance rapide du crédit ou au niveau élevé des cours des produits de base. Dans la mesure où la croissance du crédit traduit une expansion des circuits financiers, cela est positif pour la croissance. Toutefois, dans la plupart des pays, le crédit ne peut continuer d'augmenter à son rythme actuel sans susciter de sérieuses craintes quant à la qualité des prêts bancaires. Par ailleurs, il est peu probable que les cours des produits de base continueront d'augmenter aussi vite que ces dix dernières années, en dépit de hausses à court terme liées à des tensions géopolitiques. Cela signifie que les politiques budgétaires et autres devront peut-être s'adapter à une croissance plus faible de la production potentielle, une question examinée au chapitre 4.

Le principal enjeu à court terme pour les pays émergents et les pays en développement est de bien calibrer leurs politiques macroéconomiques pour faire face aux risques de dégradation considérables liés à la conjoncture dans les pays avancés tout en maîtrisant les risques de surchauffe liés à la vigueur de l'activité, à la croissance élevée du crédit, à la volatilité des flux de capitaux et à la persistance des cours élevés des produits de base, ainsi que les risques que représentent de nouveau les prix de l'énergie pour l'inflation et les positions budgétaires. La riposte optimale variera. Pour les pays qui ont normalisé dans une large mesure leur politique macroéconomique, la priorité à court terme devrait être de réagir au ralentissement de la demande extérieure des pays avancés. Par ailleurs, ces pays doivent être prêts à faire face aux effets de contagion et à la volatilité des flux de capitaux. Les autres pays devraient continuer de se reconstituer une marge de manœuvre macroéconomique et renforcer leurs politiques et dispositifs prudentiels. Les autorités monétaires doivent veiller à ce que les hausses des cours du pétrole ne se traduisent pas par des tensions inflationnistes plus générales, et la politique budgétaire doit limiter la détérioration des bilans publics en

accordant des subventions uniquement aux ménages les plus vulnérables.

Les derniers événements donnent à penser que les déséquilibres des transactions courantes à l'échelle mondiale ne devraient plus se creuser, après leur nette réduction pendant la Grande Récession. Cela s'explique dans une large mesure par le fait que la croissance excessive de la consommation dans les pays qui ont dégagé des déficits extérieurs élevés avant la crise a pris fin et n'a pas été compensée par une hausse de la consommation dans les pays excédentaires. En conséquence, l'économie mondiale a enregistré une perte de demande et de croissance dans toutes les régions par rapport aux années d'expansion qui ont précédé la crise. Un rééquilibrage de l'activité dans les principaux pays excédentaires au profit d'une hausse de la consommation, favorisé par des taux de change qui seraient davantage déter-

minés par le marché, améliorerait leurs perspectives, ainsi que celles du reste du monde.

L'austérité à elle seule ne peut guérir le malaise économique dans les principaux pays avancés. Il faut aussi faciliter les ajustements et mieux cibler les problèmes fondamentaux — ménages en difficulté aux États-Unis et pays en difficulté dans la zone euro — en utilisant les ressources de ceux qui sont en meilleure santé. Les dirigeants doivent prendre garde à ne pas exagérer les risques liés aux mesures monétaires non conventionnelles et à ne pas ainsi limiter la marge de manœuvre des banques centrales. Si ces mesures non conventionnelles ne peuvent remplacer une réforme fondamentale, elles peuvent limiter le risque qu'un autre grand pays tombe dans un piège dette-déflation, ce qui pourrait sérieusement compromettre les perspectives d'une amélioration des politiques économiques et d'une accélération de la croissance mondiale.

## Évolution récente

Après s'être fortement assombries en 2011, les perspectives de l'économie mondiale s'améliorent de nouveau progressivement, mais les risques de dégradation restent élevés. À la fin du troisième trimestre de l'année, la croissance correspondait plus ou moins aux estimations de l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM). Le PIB réel dans de nombreux pays émergents et en développement a été un peu plus faible que prévu, mais la croissance a dépassé les prévisions dans les pays avancés. Cependant, l'activité a reculé vivement au quatrième trimestre, principalement dans la zone euro (graphique 1.1, pages 1 et 2).

- L'avenir de l'Union économique et monétaire (UEM) est devenu incertain, car la crise de la dette souveraine a entraîné de fortes hausses des taux des obligations publiques (graphique 1.2, pages 2 et 3). L'effondrement de la confiance et la montée des tensions financières ont largement contribué à la contraction de 1,3 % (en taux annualisé) de l'économie de la zone euro. Le PIB réel s'est contracté aussi au Japon, en raison des perturbations de l'offre dues aux inondations en Thaïlande et au fléchissement de la demande mondiale. Aux États-Unis, par contre, l'activité s'est accélérée, grâce à la hausse de la consommation et de l'investissement en stocks. Le crédit et le marché du travail ont commencé aussi à se redresser.
- L'activité a fléchi dans les pays émergents et les pays en développement, des facteurs sans rapport avec la crise de la zone euro jouant aussi un rôle important, mais elle est restée relativement vigoureuse (graphique 1.1, page 3). Dans les pays émergents d'Asie et en Amérique latine, le commerce et la production ont ralenti notablement, à cause en partie de facteurs cycliques, y compris un durcissement récent de la politique économique. Dans la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, l'activité est restée modérée dans un contexte marqué par des troubles sociaux et l'incertitude géopolitique. En

Afrique subsaharienne, la croissance n'a guère perdu de sa vigueur, grâce au niveau élevé des cours des produits de base. Dans les pays émergents d'Europe, la faiblesse de la croissance dans la zone euro a eu des effets plus marqués qu'ailleurs. Cependant, les craintes d'un ralentissement brutal en Turquie et un affaiblissement du cadre de politique économique en Hongrie ont pesé aussi sur l'activité.

Bien qu'on se soit toujours attendu à ce que la reprise soit faible et vulnérable en raison des retombées de la crise financière, d'autres facteurs ont joué des rôles importants. Dans la zone euro, il s'agit des failles dans la conception de l'UEM; aux États-Unis, un débat acrimonieux sur le rééquilibrage des finances publiques, ce qui a ébranlé la confiance sur les marchés financiers; et ailleurs, des catastrophes naturelles et des cours élevés du pétrole résultant des perturbations de l'offre. En conséquence, les projections antérieures et actuelles d'une croissance qui ne serait que modeste ont pour origine divers facteurs et régions (graphique 1.1, page 4). Certains de ces facteurs sont en train de disparaître, ce qui favorisera un redémarrage de l'activité.

Les indicateurs à haute fréquence font état d'une croissance un peu plus vigoureuse. Les indices des directeurs d'achats dans l'industrie manufacturière pour les pays avancés et les pays émergents ont augmenté légèrement au dernier trimestre (graphique 1.3, page 1). Les effets perturbateurs des inondations en Thaïlande sur la chaîne d'approvisionnement semblent s'atténuer, d'où un redressement de la production industrielle et du commerce dans plusieurs pays asiatiques. En outre, la reconstruction continue de stimuler la production au Japon. La situation financière mondiale s'est améliorée : les dernières données sont meilleures que prévu par les marchés, et les craintes d'une crise bancaire ou souveraine imminente dans la zone euro ont diminué. L'amélioration récente de la capacité des principaux pays de la périphérie à refinancer leur dette souveraine, le rétrécissement des écarts souverains et interbancaires par rapport aux chiffres records de décembre et une réouverture partielle des marchés de financement bancaire ont contribué à apaiser ces craintes, mais ces

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

	Sur un an									
			Projections		Différence par rapport aux projections de janvier 2012		4 <sup>e</sup> trimestre à 4 <sup>e</sup> trimestre			
	2010	2011	2012	2013	2012	2013	Estimations	Projections		
							2011	2012	2013	
<b>Production mondiale<sup>1</sup></b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	
<b>Pays avancés</b>	<b>3,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	
États-Unis	3,0	1,7	2,1	2,4	0,3	0,2	1,6	2,0	2,6	
Zone euro	1,9	1,4	-0,3	0,9	0,2	0,1	0,7	-0,2	1,4	
Allemagne	3,6	3,1	0,6	1,5	0,3	0,0	2,0	0,9	1,6	
France	1,4	1,7	0,5	1,0	0,3	0,0	1,3	0,5	1,4	
Italie	1,8	0,4	-1,9	-0,3	0,2	0,3	-0,4	-2,0	0,7	
Espagne	-0,1	0,7	-1,8	0,1	-0,2	0,4	0,3	-2,5	1,3	
Japon	4,4	-0,7	2,0	1,7	0,4	0,1	-0,6	2,0	1,8	
Royaume-Uni	2,1	0,7	0,8	2,0	0,2	0,0	0,5	1,5	2,3	
Canada	3,2	2,5	2,1	2,2	0,3	0,2	2,2	2,0	2,3	
Autres pays avancés <sup>2</sup>	5,8	3,2	2,6	3,5	0,0	0,1	2,5	3,6	2,9	
Nouvelles économies industrielles d'Asie	8,5	4,0	3,4	4,2	0,1	0,1	3,1	4,8	3,1	
<b>Pays émergents et en développement<sup>3</sup></b>	<b>7,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>	<b>6,4</b>	
Europe centrale et orientale	4,5	5,3	1,9	2,9	0,8	0,5	3,8	1,6	3,6	
Communauté des États indépendants	4,8	4,9	4,2	4,1	0,5	0,3	3,7	3,8	4,0	
Russie	4,3	4,3	4,0	3,9	0,7	0,4	3,7	3,9	4,1	
Russie non comprise	6,0	6,2	4,6	4,6	0,2	-0,1	...	...	...	
Asie, pays en développement d'	9,7	7,8	7,3	7,9	0,0	0,1	7,2	8,1	7,7	
Chine	10,4	9,2	8,2	8,8	0,0	0,0	8,9	8,4	8,4	
Inde	10,6	7,2	6,9	7,3	-0,1	0,0	6,1	6,9	7,2	
ASEAN-5 <sup>4</sup>	7,0	4,5	5,4	6,2	0,2	0,6	2,5	8,5	5,5	
Amérique latine et Caraïbes	6,2	4,5	3,7	4,1	0,2	0,1	3,6	3,9	4,8	
Brésil	7,5	2,7	3,0	4,1	0,1	0,1	1,4	4,7	3,4	
Mexique	5,5	4,0	3,6	3,7	0,1	0,2	3,7	3,6	3,8	
Moyen-Orient et Afrique du Nord	4,9	3,5	4,2	3,7	0,6	-0,2	...	...	...	
Afrique subsaharienne	5,3	5,1	5,4	5,3	-0,1	0,0	...	...	...	
Afrique du Sud	2,9	3,1	2,7	3,4	0,1	0,0	2,6	3,0	3,7	
<i>Pour mémoire</i>										
Union européenne	2,0	1,6	0,0	1,3	0,1	0,1	0,9	0,2	1,7	
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	4,2	2,8	2,7	3,3	0,3	0,1	2,3	2,7	3,4	
<b>Volume du commerce mondial (biens et services)</b>	<b>12,9</b>	<b>5,8</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	...	...	...	
Importations										
Pays avancés	11,5	4,3	1,8	4,1	-0,2	0,2	...	...	...	
Pays émergents et en développement	15,3	8,8	8,4	8,1	1,3	0,4	...	...	...	
Exportations										
Pays avancés	12,2	5,3	2,3	4,7	-0,1	0,0	...	...	...	
Pays émergents et en développement	14,7	6,7	6,6	7,2	0,5	0,2	...	...	...	
<b>Cours des matières premières (en dollars)</b>										
Pétrole <sup>5</sup>	27,9	31,6	10,3	-4,1	15,2	-0,5	20,8	10,8	-6,2	
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de matières premières)	26,3	17,8	-10,3	-2,1	3,7	-0,4	-6,4	0,1	-2,4	
<b>Prix à la consommation</b>										
Pays avancés	1,5	2,7	1,9	1,7	0,3	0,4	2,8	1,7	1,6	
Pays émergents et en développement <sup>3</sup>	6,1	7,1	6,2	5,6	0,0	0,1	6,5	5,5	4,5	
<b>Taux du LIBOR à six mois (pourcentage)<sup>6</sup></b>										
Dépôts en dollars	0,5	0,5	0,7	0,8	-0,2	-0,1	...	...	...	
Dépôts en euros	0,8	1,4	0,8	0,8	-0,3	-0,4	...	...	...	
Dépôts en yen	0,4	0,3	0,6	0,1	0,0	-0,1	...	...	...	

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent aux niveaux observés entre le 13 février et le 12 mars 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.

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

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

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

<sup>4</sup>Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Vietnam.

<sup>5</sup>Moyenne simple des cours U.K. Brent, Dubai et West Texas Intermediate. Le cours moyen simple du pétrole en 2011 était de 104,01 dollars le baril; hypothèses, sur la base des marchés à terme, pour 2012 : 114,71 dollars le baril, et pour 2013 : 110,00 dollars le baril.

<sup>6</sup>Taux à six mois pour le dollar et le yen. Taux à trois mois pour l'euro.

dernières subsistent (graphique 1.2, pages 2 et 3). De manière plus générale, la volatilité des marchés a diminué et les flux de capitaux vers les pays émergents ont rebondi (graphique 1.4, pages 1 et 2). L'appréciation de certaines monnaies a entraîné de nouvelles interventions sur les marchés des changes (par exemple, au Brésil et en Colombie).

L'action des pouvoirs publics a joué un rôle important dans cette amélioration récente, mais il reste à résoudre divers problèmes fondamentaux. Les opérations de refinancement à long terme (trois ans) de la Banque centrale européenne (BCE) ont empêché une crise de liquidité imminente qui aurait pu aboutir à une crise bancaire. Conjuguées à l'engagement pris récemment de renforcer le pare-feu de la zone euro ainsi qu'à des réformes budgétaires et structurelles (notamment en Italie et en Espagne), ces opérations ont entraîné une baisse des primes de risque souverain, même si elles ont augmenté de nouveau récemment. La prolongation récente des allègements des impôts sur les salaires et des allocations de chômage aux États-Unis a évité un durcissement excessif de la politique budgétaire qui aurait nui à l'économie nationale. Néanmoins, les marchés restent très préoccupés par les perspectives des pays plus fragiles de la zone euro. Par ailleurs, les problèmes posés par le partage des risques et la gouvernance dans la zone euro, ainsi que par le rééquilibrage budgétaire à moyen terme aux États-Unis (et au Japon) exigent des mesures supplémentaires.

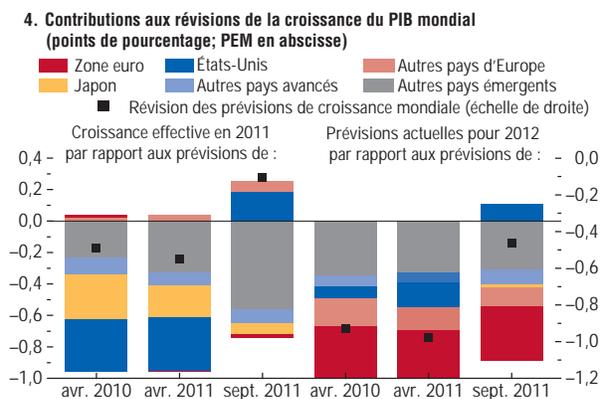
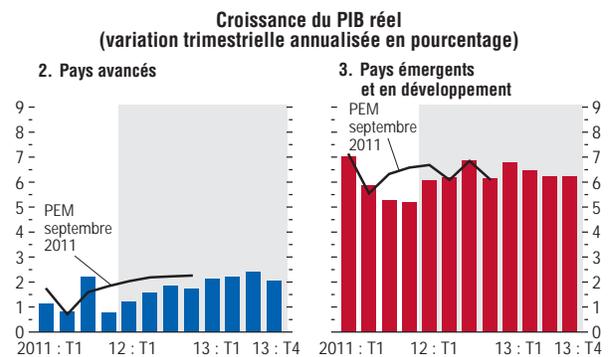
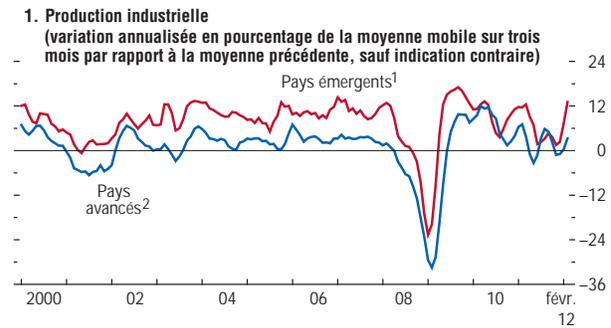
### D'où viennent les problèmes dans la zone euro?

La crise dans la zone euro est le produit de l'interaction entre plusieurs forces structurelles. Comme dans les autres pays avancés, il s'agit de la mauvaise évaluation des risques, de l'application de politiques macroéconomiques inappropriées pendant de nombreuses années et de la faiblesse des politiques et des dispositifs prudentiels. Ces facteurs ont influé sur des failles propres à l'UEM et vice versa, accélérant l'accumulation de déséquilibres excessifs dans les secteurs publics et privés de plusieurs pays de la zone euro, qui sont apparus à la suite de la Grande Récession. La crise qui a suivi a eu des conséquences catastrophiques.

Si la dette publique extérieure globale de la zone euro est plus faible que celle des États-Unis et du Japon, la crise a mis en évidence des failles dans la

### Graphique 1.1. Indicateurs mondiaux

Les indicateurs mondiaux du commerce et de la production ont reculé au second semestre de 2011. Un redémarrage de l'activité est prévu à compter du deuxième trimestre de 2012. L'évolution aux États-Unis et au Japon en 2011 et en Europe, notamment dans la zone euro en 2012, est décevante par rapport aux projections antérieures.



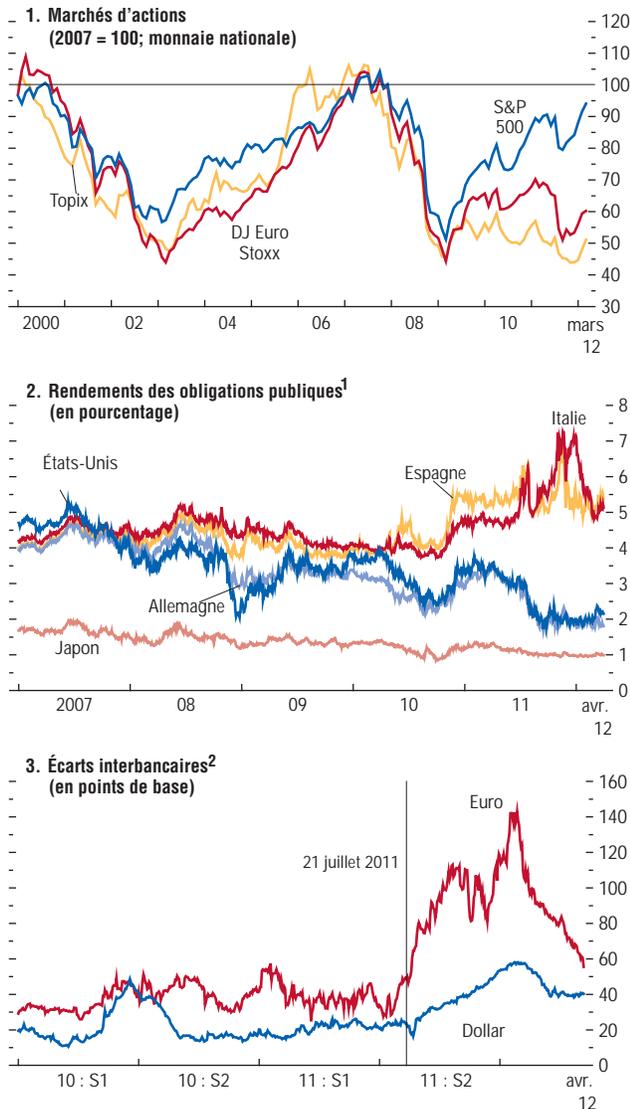
Source : estimations des services du FMI.

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

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

## Graphique 1.2. Évolution récente des marchés financiers

La situation financière s'est dégradée notablement à l'automne 2011, mais s'est améliorée depuis. Les données économiques ont été meilleures que prévu, principalement aux États-Unis, et l'action des pouvoirs publics a permis de faire baisser les primes de risque souverain et bancaire dans la zone euro.



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

<sup>1</sup>Obligations publiques à dix ans.

<sup>2</sup>Taux interbancaire offert à Londres à trois mois, moins taux des titres publics à trois mois.

gouvernance de l'UEM. Le pacte pour la stabilité et la croissance a été conçu pour assurer la discipline budgétaire, mais n'a pas réussi à empêcher l'application de mauvaises politiques budgétaires. Les marchés sont devenus de plus en plus intégrés, les prêts bancaires transfrontières atteignant un niveau considérable, mais le contrôle et la réglementation sont restés nationaux. Il a été interdit explicitement à la BCE de faire office de prêteur en dernier ressort, et pourtant les marchés ont opéré en supposant que les autorités (gouvernements et banques centrales) fourniraient un filet de sécurité si les choses se passaient mal. L'idée selon laquelle des pays ou des systèmes bancaires étaient trop grands ou trop complexes pour faire faillite porte à croire que leurs engagements avaient des garanties implicites. Dans ces conditions, les forces du marché n'ont pas bien fonctionné : les risques souverains et les risques de crédit ont été sous-estimés et mal évalués, avec pour conséquence de fortes divergences internationales au niveau des soldes budgétaires et extérieurs courants.

Depuis le début de la crise, la zone euro a dû mettre en place de nouveaux mécanismes pour venir en aide aux pays membres lourdement endettés, tout en appliquant une rigueur budgétaire draconienne. Les craintes concernant le renflouement des investisseurs et l'alourdissement des budgets publics ont poussé les pays membres de la zone euro à envisager une restructuration de la dette souveraine de la Grèce. La crise grecque s'est ensuite aggravée pendant l'été alors que les négociations concernant la participation du secteur privé se poursuivaient, et les marchés ont alors craint que d'autres pays envisagent de restructurer leur dette plutôt que d'opter pour une austérité budgétaire draconienne et de recevoir une aide des autres membres de la zone euro. Les marchés ont réévalué le degré de risque des obligations italiennes en particulier : les titres des sociétés, des banques et des pouvoirs publics se sont inscrits en baisse. À la suite des tests de résistance effectués par l'Autorité bancaire européenne (ABE), la zone euro n'avait initialement ni de feuille de route claire ni de ressources visiblement disponibles pour recapitaliser les banques qui avaient besoin de fonds propres supplémentaires.

Les pouvoirs publics s'efforcent de résoudre ces problèmes. Depuis septembre, les progrès se sont accélérés. Parmi les mesures prises figurent la récente décision de combiner le Mécanisme européen de stabilité (MES)

et le Fonds européen de stabilité financière (FESF), la mise en place des opérations de refinancement sur 3 ans de la BCE, la publication des plans de recapitalisation des banques par l'ABE, la décision, lors du sommet de décembre, d'avancer l'application du traité sur le MES à la mi-2012 et d'améliorer la gouvernance et la coordination des politiques dans le domaine budgétaire, ainsi que, au niveau des pays, le renforcement des soldes budgétaires et la mise en place de réformes structurelles, notamment en Espagne et en Italie. En outre, les progrès accomplis en Grèce ont réduit le risque d'une crise, même si les problèmes dans ce pays et dans d'autres encore de la périphérie de la zone euro persisteront probablement longtemps.

### Perspectives

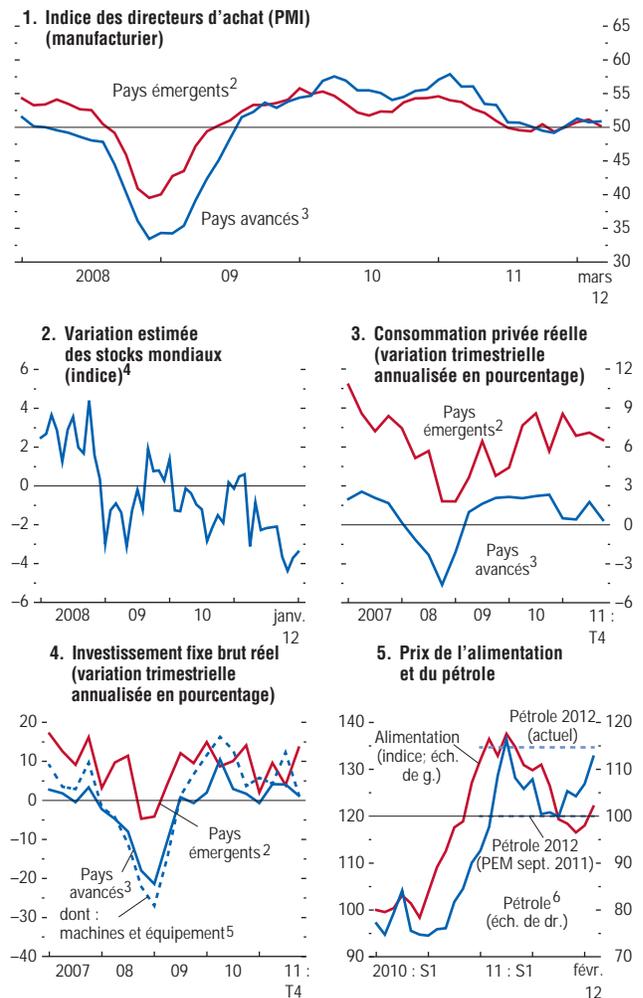
Les perspectives de l'économie mondiale s'améliorent lentement de nouveau, mais restent très fragiles. La croissance du PIB réel devrait se redresser progressivement en 2012-13 après le creux atteint au premier trimestre de 2012 (tableau 1.1; graphique 1.1, pages 2 et 3). L'amélioration des conditions de financement, des politiques monétaires accommodantes, un durcissement budgétaire au même rythme qu'en 2011 et des facteurs exceptionnels (reconstruction au Japon et en Thaïlande) porteront ce redémarrage de la croissance. Cependant, la reprise demeurera exposée à plusieurs risques importants. En ce qui concerne l'Europe, les projections des PEM supposent que les dirigeants éviteront qu'un autre pays de la périphérie de la zone euro soit victime d'un cercle vicieux du même type que la Grèce. Cependant, il est supposé qu'il n'y aura d'aide supplémentaire qu'en cas de nouvelle aggravation des turbulences sur les marchés. Donc, les écarts souverains et les tensions dans le système bancaire de la zone euro devraient rester volatils et ne diminuer que progressivement.

### Des conditions de financement plus restrictives, principalement dans la zone euro

Les conditions de financement devraient se desserrer, tout en restant plus restrictives que prévu dans l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*. L'édition d'avril 2012 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global*

### Graphique 1.3. Indicateurs courants et avancés de la croissance<sup>1</sup>

Selon les indicateurs avancés, l'activité a atteint son niveau le plus bas. La production mondiale pourrait être stimulée par une reconstitution des stocks et des investissements en stock tandis que les perturbations de l'offre dues au tremblement de terre et au tsunami au Japon et aux inondations en Thaïlande continuent de s'atténuer. Les cours du pétrole devraient augmenter bien moins qu'en 2011, ce qui soutiendra la croissance de la consommation.



Sources : Haver Analytics; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Tous les pays ne sont pas inclus dans les totaux régionaux. Pour certains pays, les données mensuelles sont interpolées à partir des séries trimestrielles.

<sup>2</sup>Afrique 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.

<sup>3</sup>Australie, Canada, Corée, Danemark, États-Unis, Hong Kong (RAS), Israël, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, République tchèque, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse, province chinoise de Taiwan et zone euro.

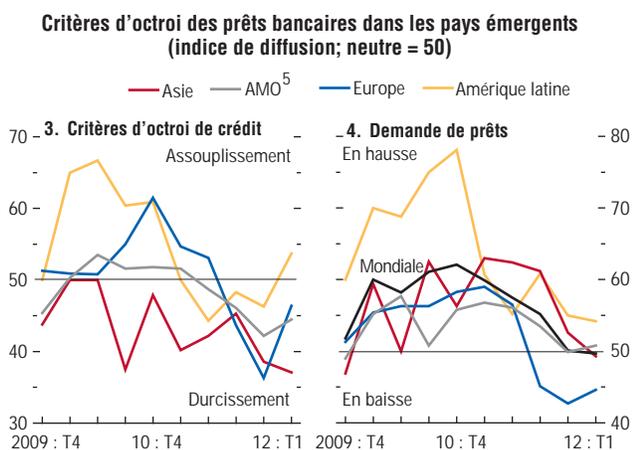
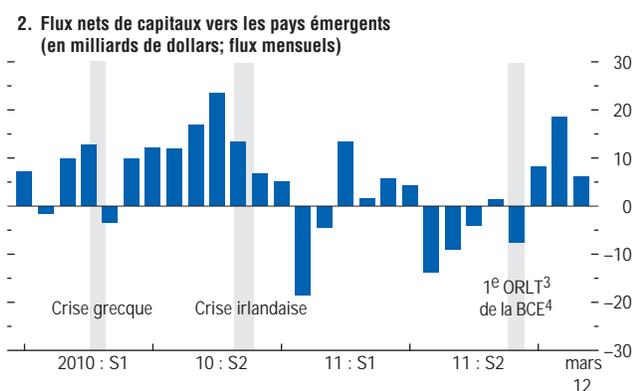
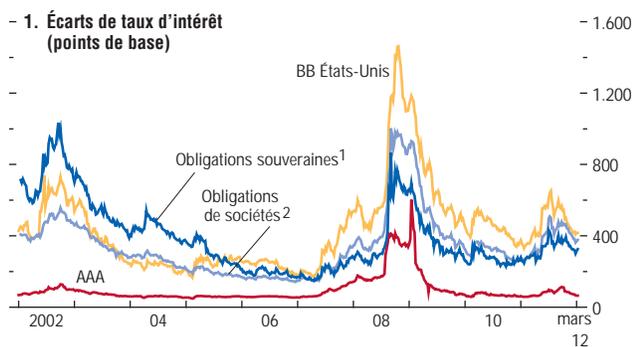
<sup>4</sup>Sur la base des écarts par rapport à une relation estimée (cointégration) entre la production industrielle et les ventes de détail.

<sup>5</sup>Moyennes 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.

<sup>6</sup>Dollars le baril : moyenne simple des cours au comptant du UK Brent, du Dubai Fateh et du West Texas Intermediate.

### Graphique 1.4. Conditions de financement des pays émergents

Les conditions de financement dans les pays émergents ont commencé à se durcir à l'automne 2011. Dans un contexte de fuite générale devant le risque, les écarts de taux d'intérêt ont augmenté. Les conditions de financement se sont détériorées pour les banques, avec pour résultat un durcissement des critères d'octroi de prêts, et les entrées de capitaux ont diminué. Cependant, ces flux reprennent maintenant avec une nouvelle vigueur, et les primes de risque ont baissé de nouveau.



Sources : Bloomberg Financial Markets; Capital Data; EPFR Global; Haver Analytics; IIF Emerging Markets Bank Lending Survey; calculs des services du FMI.  
 1Écart JPMorgan EMBI Global Index.  
 2Écart JPMorgan CEMBI Broad Index.  
 3ORLT : opération de refinancement à long terme.  
 4BCE : Banque centrale européenne.  
 5AMO : Afrique et Moyen-Orient.

*Financial Stability Report, GFSR*) note les risques élevés qui continuent de peser sur la stabilité financière par rapport à il y a six mois, en dépit des mesures prises pour contenir la crise de la dette et du système bancaire dans la zone euro. Dans cette dernière, les pays et les banques font face à des besoins de refinancement considérables pour 2012, qui sont estimés à 23 % du PIB. Par ailleurs, les pressions au désendettement resteront probablement élevées, avec une réduction des bilans bancaires de 2,6 mille milliards de dollars au cours des deux prochaines années. Si ces pressions toucheront principalement les pays de la périphérie de la zone euro et les pays émergents d'Europe, elles amputeront la croissance dans les pays du cœur de la zone et pourraient s'aggraver si les conditions de financement se détérioraient.

Les opérations de refinancement à long terme de la BCE ont évité une crise de liquidité en remplaçant les financements privés par des financements officiels, mais les faiblesses fondamentales subsistent. L'ABE a évalué récemment les plans de fonds propres des banques : selon cette évaluation, ces plans permettront bien, de manière globale, de combler les déficits de fonds propres, ce qui limitera les effets négatifs sur l'octroi de crédit à l'économie réelle. Les opérations de refinancement à long terme ont contribué aussi à stimuler la demande de titres souverains (notamment de la part des banques), avec pour conséquence une baisse des primes de risque, qui a favorisé un redressement des cours des actions et a atténué les pressions au désendettement rapide des banques. En outre, les marchés ont peut-être interprété les opérations de refinancement à long terme comme un signe de la plus grande détermination de la BCE à faire tout le nécessaire pour stabiliser les conditions de financement.

Néanmoins, les tensions sur les marchés de financement souverain subsistent et ne s'atténueront probablement que lentement, à mesure que les pays retrouvent progressivement la confiance des investisseurs en rééquilibrant leur budget et en opérant des réformes structurelles. Conjuguées à un affaiblissement de l'activité, ces tensions continueront de déborder sur les marchés de financement des entreprises. Entre-temps, le risque de nouvelles turbulences continuera de peser sur les conditions de financement.

Dans ces conditions, les prêts bancaires dans les pays de la zone euro touchés par la crise, qui ont déjà

fortement baissé, resteront probablement très faibles (graphique 1.5, page 1), car les banques chercheront à renforcer leurs bilans en vue d'éviter une intervention des pouvoirs publics et à retrouver l'accès aux marchés<sup>1</sup>. Dans les pays du cœur de la zone euro, les conditions de financement resteront probablement bien moins restrictives que dans les pays de la périphérie. Néanmoins, même si l'incertitude est considérable, il ressort des calculs d'un scénario fondé sur les «politiques actuelles» dans l'édition d'avril 2012 du GFSR, que la réduction du levier d'endettement pourrait entraîner une baisse appréciable des prêts dans l'ensemble de la zone euro, et principalement dans les pays de la périphérie.

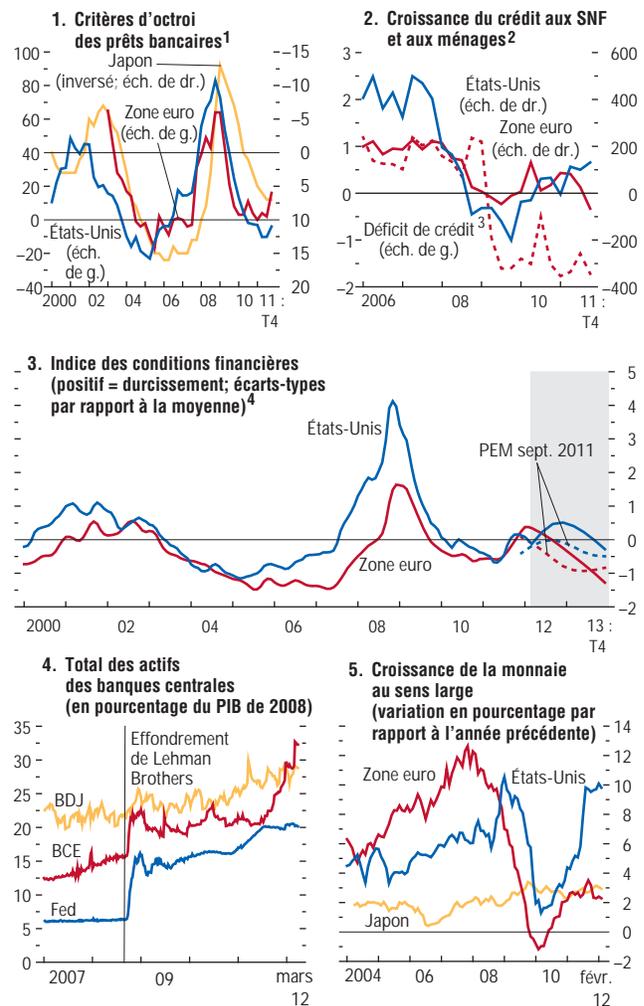
Les répercussions de la crise dans la zone euro auront probablement des effets limités sur l'activité économique en dehors de l'Europe aussi longtemps que la crise est contenue, comme il est supposé dans les projections. Les principales voies de transmission sont une baisse de la confiance, une diminution des échanges commerciaux et une aggravation des tensions financières (graphique 1.6). Ces questions sont examinées plus en détail au chapitre 2 et dans le dossier spécial du chapitre 2 :

- Les marchés obligataires de l'Allemagne, des États-Unis, du Japon, du Royaume-Uni et de la Suisse ont vu affluer des capitaux du fait de leur statut de marché-refuge, ce qui a fait baisser les taux des obligations publiques à long terme (graphique 1.2, page 2). Cela a compensé les effets de l'aversion croissante pour le risque sur le coût du financement des entreprises dans certains de ces marchés. Au Japon et en Suisse, les entrées de capitaux ont provoqué une forte volatilité des taux de change, qui a conduit à des interventions officielles.
- Les effets de contagion des turbulences dans la zone euro ont entraîné une baisse considérable des entrées de capitaux dans de nombreux pays émergents, avec pour conséquence une hausse des écarts d'intérêt et un recul des prix des actifs. Cependant, la réduction récente des tensions a déjà provoqué une nette inversion de ces flux de capitaux (graphique 1.4, page 2). Les sorties de capitaux ont eu

<sup>1</sup>Cependant, la réduction des prêts ne devrait contribuer que modérément à porter les ratios des fonds propres de base au niveau de 9 % recommandé par l'ABE, selon les plans des banques (voir aussi l'édition d'avril 2012 du GFSR).

### Graphique 1.5. Évolution du marché du crédit

Les critères d'octroi de prêts se sont durcis notablement dans la zone euro récemment, et la croissance du crédit a chuté à la fin de 2011. L'évolution a été plus positive aux États-Unis et au Japon. À terme, on peut s'attendre à ce que ces critères s'assouplissent quelque peu. Si le bilan de la banque centrale a gonflé sensiblement aux États-Unis et dans la zone euro, cela n'a pas été le cas au Japon. La croissance de la monnaie au sens large est restée très modérée dans la zone euro et au Japon, et s'est redressée aux États-Unis, en phase avec l'amélioration de l'activité.



Sources : Banque du Japon (BDJ); Bloomberg Financial Markets; Banque centrale européenne (BCE); Haver Analytics; Réserve fédérale (Fed); estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Pourcentage 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.

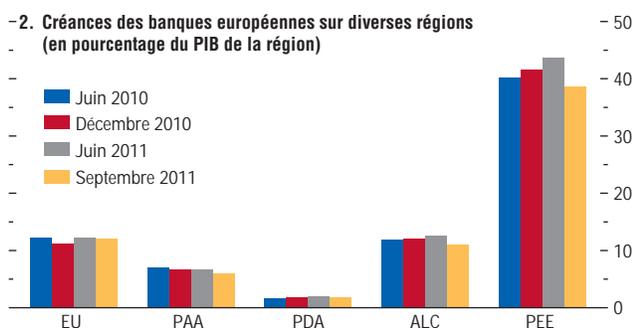
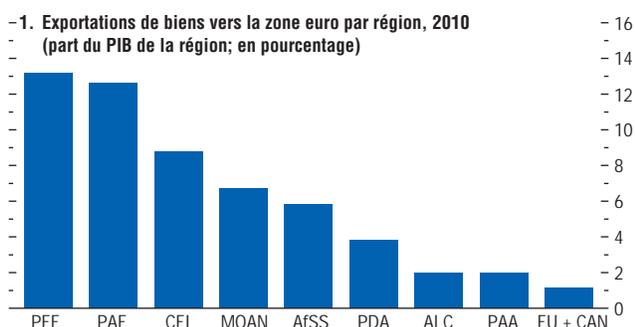
<sup>2</sup>SNF : sociétés non financières. Variation des encours en milliards d'unités de monnaie locale.

<sup>3</sup>Le déficit de crédit est le résidu d'une régression de la croissance réelle du crédit au secteur privé sur la croissance du PIB réel pour la zone euro.

<sup>4</sup>Les données rétrospectives sont mensuelles et les prévisions sont trimestrielles.

### Graphique 1.6. Répercussions de la crise dans la zone euro<sup>1</sup>

Les répercussions de la crise dans la zone euro sur l'activité ailleurs seront probablement limitées, sauf dans les autres pays européens qui entretiennent d'étroites relations commerciales et bancaires avec la zone.



Source : Banque des règlements internationaux; FMI, *Direction of Trade Statistics*; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>AfSS : Afrique subsaharienne; ALC : Amérique latine et Caraïbes; CAN : Canada; 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.

de faibles effets réels dans la plupart des régions, en particulier parce qu'elles ont contribué à déprécier des monnaies surévaluées et à atténuer les pressions sur les secteurs en surchauffe. Il est probable que ces flux de capitaux demeureront volatils, ce qui complique l'élaboration de la politique économique. Dans l'édition d'avril 2012 du GFSR, il est noté que beaucoup de pays émergents se trouvent à un stade plus avancé du cycle du crédit et qu'ils ont maintenant moins de marge pour desserrer leur politique du crédit si les flux de capitaux se détériorent.

Les répercussions du désendettement bancaire se font davantage sentir, principalement en Europe (graphique 1.6, page 2). Les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) et divers pays de la Communauté des États indépendants (CEI) sont particulièrement vulnérables et ont déjà enregistré un désendettement appréciable au troisième trimestre de 2011; cela s'est probablement poursuivi à un rythme plus rapide au quatrième trimestre. Cependant, certains des plus grands pays continuent d'enregistrer des entrées massives d'investissement de portefeuille. Dans les autres pays émergents, soit l'exposition au désendettement des banques européennes est plus limitée, soit les établissements locaux ont les moyens d'intervenir, quoique à un coût plus élevé. Cependant, si les perturbations dans la zone euro s'intensifient, il est fort probable que l'accès au financement se contractera partout.

Un léger durcissement des conditions de financement se fait généralement entrevoir ailleurs dans le monde, sauf aux États-Unis, où il ressort de l'évolution des prêts bancaires et de récentes enquêtes que les conditions de financement s'assouplissent progressivement, mais à partir de niveaux très restrictifs. Les prêts octroyés par les banques de petite taille ou de taille moyenne pourraient souffrir pendant un certain temps des problèmes que ces établissements rencontrent pour se financer sur les marchés et de la fragilité de leurs portefeuilles immobiliers. Dans de nombreux pays émergents, les enquêtes sur le crédit font apparaître un durcissement des conditions de financement en raison d'un accès plus difficile au financement local et international (graphique 1.4, pages 3 et 4). La croissance des prêts bancaires a ralenti en Chine et en Inde sur fond de craintes concernant la détérioration de la qualité des prêts. La persistance d'une croissance élevée du crédit ou d'une accélération de cette croissance est un sujet

de préoccupation, à des degrés divers, en Argentine, au Brésil, en Colombie, en Indonésie et en Turquie.

**Un assouplissement modeste des conditions monétaires à l'échelle mondiale**

De manière générale, la politique monétaire devrait rester souple (graphique 1.7, page 1). Beaucoup de banques centrales ont déjà réagi au ralentissement de l'activité en abaissant leur taux directeur (Australie, Brésil, Indonésie, Israël, Philippines, Roumanie, Thaïlande, Turquie et zone euro). Récemment, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre ont accru leurs interventions non conventionnelles, et la Réserve fédérale a fait part de son intention conditionnelle de maintenir des taux d'intérêt exceptionnellement bas au moins jusqu'à la fin de 2014; cela a peut-être contribué à faire baisser davantage les taux d'intérêt et affaibli le dollar américain.

- Les taux devraient rester proches de la borne de zéro aux États-Unis et au Japon pendant les deux prochaines années au moins. Pour la zone euro, les marchés intègrent un léger assouplissement; dans les autres pays avancés, les taux directeurs devraient demeurer inchangés ou baisser modérément.
- Dans les pays émergents, les taux devraient généralement rester stables ou reculer quelque peu. Dans les pays où les mesures macroprudentielles qui ont été prises ont calmé un marché immobilier en surchauffé, les autorités pourraient assouplir certaines de ces mesures.

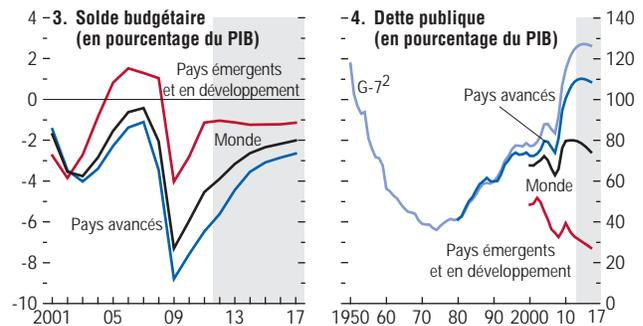
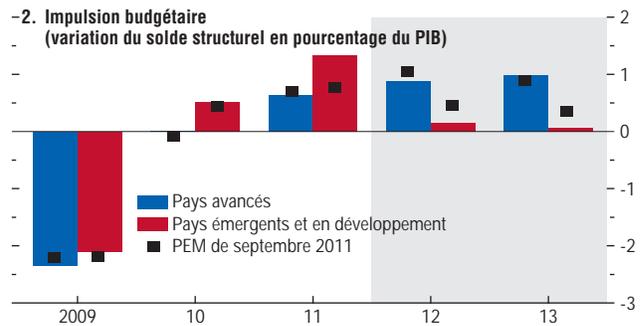
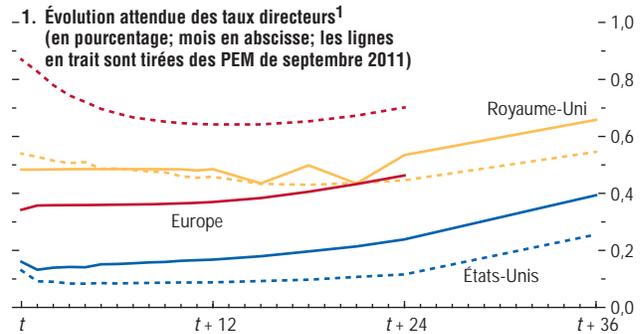
**Poursuite du durcissement de la politique budgétaire**

À l'échelle mondiale, la politique budgétaire se durcira un peu moins en 2012 qu'en 2011, principalement à cause de la reconstruction au Japon et d'un resserrement bien moindre dans les pays émergents. Le durcissement sera concentré dans les pays avancés (graphique 1.7, pages 2 et 3).

- Dans la zone euro, le durcissement devrait avoisiner 1½ % du PIB en 2012, contre environ 1 % du PIB en 2011. Aux États-Unis, le resserrement prévu pour 2012 est d'environ 1¼ % du PIB, contre moins de ¾ % du PIB en 2011. Au Japon, les dépenses de reconstruction après le tremblement de terre (équivalent à ¾ % du PIB) contribueront à

**Graphique 1.7. Politiques monétaires et budgétaires**

Les taux directeurs devraient rester inchangés pendant une période prolongée dans les pays avancés. La politique budgétaire devrait continuer de se durcir en 2012, mais plus ou moins au même rythme qu'en 2011 : davantage dans les pays avancés, mais beaucoup moins dans les pays émergents et en développement. La dette publique devrait atteindre un niveau très élevé dans les pays avancés en 2017, mais rester faible dans les pays émergents et en développement.



Sources : Bloomberg Financial Markets; estimations des services du FMI.  
 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 3 avril 2012.  
 2 G-7 : Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni.

accroître le déficit structurel d'environ ½ % du PIB. En 2013, le rythme du durcissement devrait baisser dans la zone euro, mais augmenter aux États-Unis et au Japon.

- Dans les pays émergents et les pays en développement, le rythme du durcissement budgétaire devrait tomber d'environ 1¼ % du PIB en 2011 à moins de ¼ % du PIB en 2012, principalement en raison d'une rigueur moins ambitieuse dans certains des principaux pays émergents (par exemple, la Chine, l'Inde et la Russie).

Les ratios dette brute/PIB continueront d'augmenter dans de nombreux pays avancés, avec une hausse particulièrement forte dans les pays du G-7, pour avoisiner 130 % d'ici 2017. Si l'action des pouvoirs publics se limite aux mesures prévues aujourd'hui, les ratios d'endettement devraient atteindre 256 % au Japon, 124 % en Italie, presque 113 % aux États-Unis et 91 % dans la zone euro sur l'horizon de prévision. Dans les pays du G-7 de la zone euro, ces ratios seraient atteints en 2013, puis diminueraient, alors qu'au Japon et aux États-Unis, ils devraient augmenter jusqu'en 2017. Par contre, de nombreux pays émergents et en développement enregistreront une baisse de leur ratio dette/PIB, le ratio pour l'ensemble du groupe tombant au-dessous de 30 % d'ici 2017. L'édition d'avril 2012 du *Moniteur des finances publiques (Fiscal Monitor)* donne plus de détails au niveau des pays et examine le rôle des hypothèses de croissance et de taux d'intérêt dans la dynamique de la dette.

### Volatilité ou baisse des cours des produits de base

Les cours du pétrole ont augmenté fortement en 2010 et au début de 2011 pour avoisiner 115 dollars le baril, puis sont tombés aux alentours de 100 dollars le baril, avant de remonter aux environs de 115 dollars le baril (graphique 1.3, page 5). La production s'est redressée en Libye, mais a diminué dans plusieurs autres pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), et la production hors OPEP est restée relativement faible. En outre, les risques géopolitiques, notamment ceux liés à la République islamique d'Iran, ont fait monter les cours du pétrole. Les projections pour 2012–13 supposent que les cours du pétrole tombent aux environs de 110 dollars le baril en 2013, conformément aux prix des marchés à terme, mais,

dans la conjoncture actuelle, les bas niveaux des stocks et des capacités inemployées constituent des risques de hausse importants.

Récemment, les cours d'autres produits de base sont montés temporairement sous l'effet de résultats macroéconomiques meilleurs que prévu, mais ils restent bien plus bas qu'en 2011. Les projections des PEM supposent une baisse de l'indice des cours des produits de base hors combustibles de 10,3 % en 2012 et de 2,7 % en 2013 (tableau 1.1). L'amélioration des perspectives en matière de disponibilités alimentaires en 2012 est un facteur important à cet égard. Les stocks demeurent faibles, ce qui représente un risque, mais un retour à des niveaux plus normaux semble en cours. C'est une bonne nouvelle pour beaucoup de ménages vulnérables.

### Prévisions pour 2012–13

Il est prévu que la croissance du PIB réel tombera aux environs de 3½ % en 2012, contre environ 4 % en 2011, avant de remonter à 4 % en 2013 (tableau 1.1). Dans les pays avancés, la croissance devrait avoisiner 1½ % en 2012 et 2 % en 2013. À cause de la fragilité de la confiance, du rééquilibrage des budgets et de la persistance de conditions de financement restrictives dans plusieurs pays, le PIB de la zone euro devrait se contracter d'environ ¼ % en 2012, après avoir progressé d'environ 1½ % en 2011. Grâce à l'amélioration des conditions de financement et à un durcissement moindre des politiques budgétaires, la croissance devrait rebondir à environ 1 % en 2013; néanmoins, l'écart de production resterait supérieur à 2 % du PIB potentiel, contre environ 1½ % en 2011. Aux États-Unis, la croissance du PIB réel devrait s'accélérer quelque peu par rapport à 2011, pour atteindre environ 2 % à 2½ % en 2012–13; l'écart de production ne devrait guère varier, à 5 % du PIB. Au Japon, la croissance du PIB réel devrait avoisiner 2 % en 2012, se remettant ainsi des pertes de production enregistrées en 2011 à cause du tremblement de terre et des inondations en Thaïlande. La situation sur le marché du travail restera probablement très difficile dans bon nombre de pays avancés. Par ailleurs, une bonne partie de la progression du PIB depuis le creux est partie dans les bénéfices (encadré 1.1) et il faudra probablement attendre un certain temps avant que

les conditions soient propices à des augmentations soutenues des salaires réels. En conséquence, les pouvoirs publics doivent accorder une aide adéquate aux chômeurs (garantie de ressources, développement des compétences et formation professionnelle et aide à la recherche d'un emploi).

Dans les pays émergents et les pays en développement, l'expansion devrait rester voisine de 5½ % à 6 % jusqu'en 2013. Les modestes répercussions négatives de la crise dans la zone euro devraient être largement compensées par l'assouplissement des politiques monétaires et le durcissement moindre des politiques budgétaires, sauf dans quelques pays d'Europe centrale et orientale et de la Communauté des États indépendants. Dans les pays émergents d'Asie, le redressement qui a suivi les inondations en Thaïlande et la hausse de la demande japonaise stimuleront la production. En Amérique latine, les conditions de financement et les cours des produits de base restent favorables; le durcissement récent de la politique économique pèsera sur l'activité pendant quelque temps, mais les perspectives devraient s'améliorer plus tard en 2012. Dans la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, les perspectives à court terme sont difficiles. Dans les pays importateurs de pétrole, la croissance ne devrait pas se redresser en raison de la montée de l'incertitude sur le plan intérieur et de la conjoncture défavorable à l'extérieur; les perspectives des pays exportateurs de pétrole sont mitigées aussi, du fait de la stagnation de la production de pétrole et de gaz. (L'accélération de la croissance prévue pour 2012 s'explique par le rebond de l'activité en Libye). Dans les pays d'Afrique subsaharienne, l'activité devrait rester relativement vigoureuse, grâce à l'augmentation de la production de pétrole brut et de minéraux. Sur le front de l'emploi, les problèmes des pays émergents et des pays en développement varient dans une large mesure. Le taux de chômage est très élevé dans plusieurs pays d'Europe centrale et orientale et de la Communauté des États indépendants qui ont été touchés par la crise, ainsi que dans la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, où la création d'emplois est modérée, alors que beaucoup de jeunes arrivent sur le marché du travail. Par contre, le chômage est relativement faible dans beaucoup de pays émergents d'Asie et d'Amérique latine, grâce à leur croissance vigoureuse ces dernières années.

La dynamique de la consommation devrait s'améliorer modérément en 2012 par rapport à 2011. Étant donné le désendettement soutenu des ménages et des pouvoirs publics, la consommation des ménages ne s'accélénera guère dans les principaux pays avancés (graphique 1.3, page 3). Le contraste est frappant avec la dynamique de la consommation dans les pays émergents et les pays en développement, qui est une caractéristique de la reprise jusqu'à présent (encadré 1.2). Aux États-Unis, la consommation devrait résister au durcissement de la politique budgétaire, grâce à l'amélioration de l'emploi et à une hausse moindre des prix de l'énergie et de l'alimentation. Le taux d'épargne devrait être plus ou moins stable, aux alentours de 4 % à 4½ %. Le bas niveau des prix de l'immobilier pèse sur la richesse nette, ce qui encourage l'épargne, alors même que les ratios dette/revenus sont retombés à leurs niveaux de 2004 (graphique 1.8, page 1). Dans la zone euro, les perspectives de consommation sont généralement médiocres en raison de la baisse de la confiance, de l'emploi et des revenus, ainsi que de l'endettement élevé dans plusieurs pays de la périphérie. L'Allemagne et quelques autres pays pourraient être des exceptions. Dans bon nombre de pays émergents et de pays en développement, la consommation devrait rester robuste, en phase avec la vigueur de l'emploi.

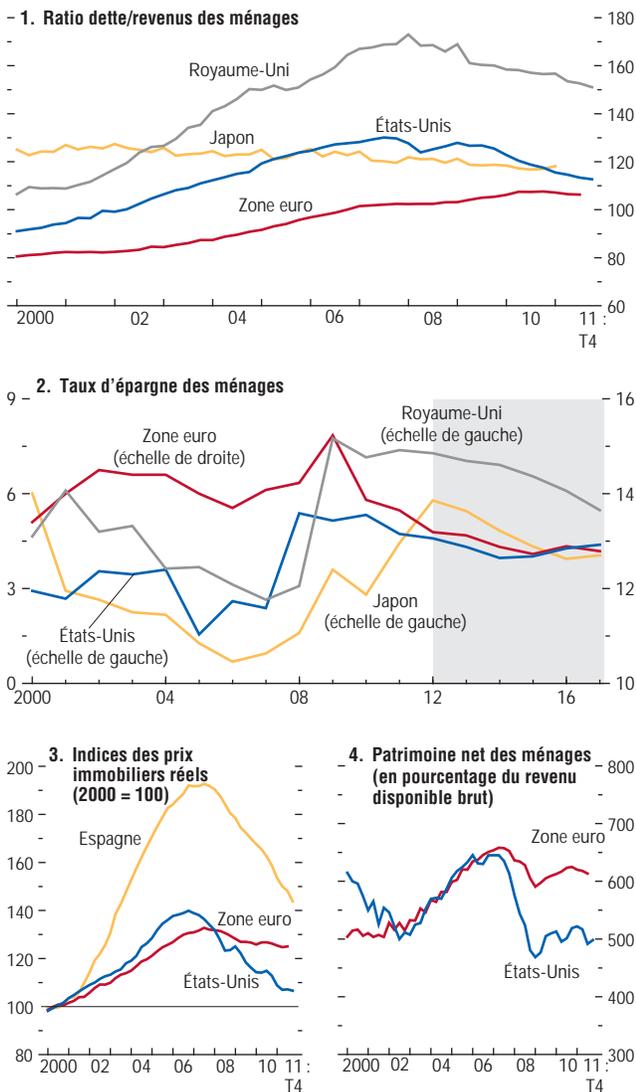
La montée de l'incertitude, l'accélération du désendettement des banques dans la zone euro et le resserrement du crédit dans certains pays émergents semblent indiquer que la croissance de l'investissement fixe va probablement ralentir (graphique 1.3, page 4). L'investissement (y compris les stocks) pourrait être stimulé temporairement par un besoin d'accroître les capacités tandis que la production compense les pertes liées à des catastrophes naturelles (graphique 1.3, page 2). Mais l'incertitude élevée et le durcissement des conditions de financement pousseront dans la direction opposée dans la zone euro, ainsi que dans les pays d'Europe centrale et orientale et de la Communauté des États indépendants. Dans divers pays émergents, notamment en Chine, les marchés immobiliers se calment, ce qui implique un ralentissement de l'investissement dans la construction.

Bien que les capacités inemployées soient appréciables dans les principaux pays avancés, les autres pays opéreront presque à pleine capacité ou au-dessus, et

### Graphique 1.8. Bilans et taux d'épargne

(Pourcentage, sauf indication contraire)

Les bilans se sont améliorés aux États-Unis, mais le patrimoine net des ménages reste faible, ce qui pèse sur la consommation. Les taux d'épargne devraient plus ou moins stagner. Dans la zone euro, les bilans se sont consolidés dans une moindre mesure, et les prix du logement devront peut-être encore subir une correction.



Sources : Haver Analytics; Organisation de coopération et de développement économiques; estimations des services du FMI.

la dynamique de l'inflation variera en conséquence (graphique 1.9).

- Les hausses des cours des produits de base ont ralenti l'inflation globale dans les principaux pays avancés. Par ailleurs, l'inflation hors alimentation et énergie et les augmentations de salaires sont restées faibles. Aux États-Unis et dans la zone euro, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont diminué ou stagné, respectivement, ces dernières années. Alors que les marchés du travail ne s'améliorent que très progressivement, l'inflation globale aux États-Unis devrait tomber aux environs de 2 % en 2013 (graphique 1.9, page 1). La projection pour la zone euro est d'environ 1½ % pour 2013. Au Japon, les prix devraient plus ou moins stagner.
- Les perspectives d'inflation sont plus diverses dans les pays émergents (graphique 1.9, pages 3 et 4). Comme noté au chapitre 2, le recul récent de l'inflation résulte en partie de la baisse des cours des produits de base. Dans les pays émergents d'Europe, les chiffres sont mitigés, mais les tensions devraient s'atténuer en 2012. Dans les pays émergents d'Asie, l'inflation globale ralentit et cette tendance devrait persister. Cependant, l'inflation devrait rester élevée dans certaines parties de la région, notamment en Inde, et s'accroître en Indonésie. En Amérique latine, bon nombre des principaux pays opèrent presque à pleine capacité et l'inflation ne devrait fléchir que modérément. Dans la Communauté des États indépendants, dans la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord et dans certaines parties de l'Afrique subsaharienne, les tensions inflationnistes devraient rester assez élevées, en raison des politiques macroéconomiques accommodantes et des perturbations de l'offre.

### Perspectives à moyen terme et déséquilibres mondiaux

Les perspectives à moyen terme restent très difficiles pour les pays avancés, mais sont bien meilleures pour les pays émergents et les pays en développement. Une question fondamentale est de savoir si les prévisions pour les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine sont trop optimistes, étant donné les révisions à la baisse de la production potentielle des pays avancés (graphique 1.10, page 1), ainsi que les déceptions

modestes mais persistantes des deux dernières années (graphique 1.1, page 4). Dans des éditions précédentes des *Perspectives de l'économie mondiale*, la croissance élevée du crédit (graphique 1.10, pages 2 et 3), la forte expansion de l'activité dans l'immobilier et la vigueur des cours des produits de base sont avancées comme moteurs de la croissance. Il semble que les périodes de forte croissance du crédit et du PIB soient généralement suivies de périodes où la croissance est bien plus faible. Il en va de même après des périodes où les cours des produits de base montent en flèche, un sujet examiné plus en détail au chapitre 4. Les dirigeants ne doivent donc pas supposer que les bons résultats récents qui s'expliquent dans une large mesure par ces mêmes facteurs constituent un bon indicateur des résultats futurs.

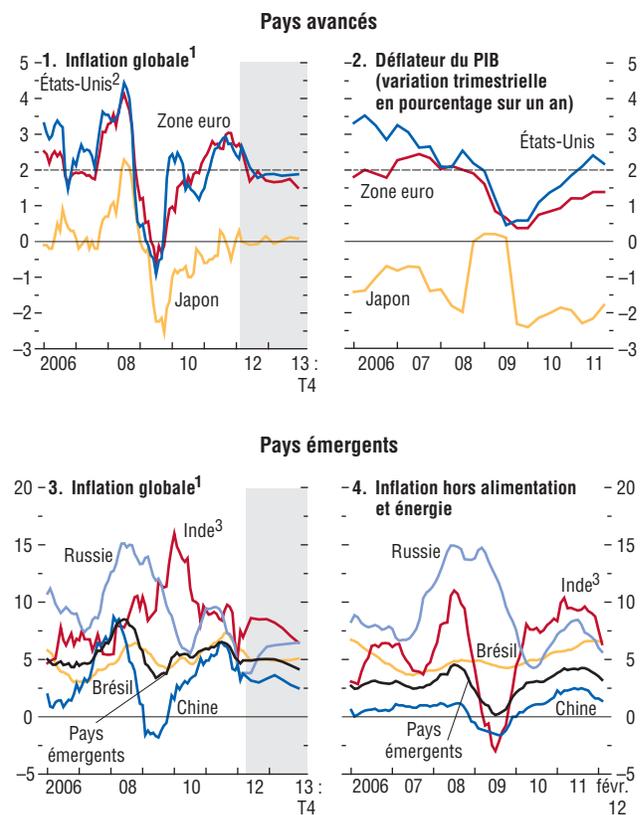
Selon les dernières projections des PEM, les déséquilibres mondiaux ne devraient plus se creuser, du fait principalement de la baisse de l'excédent du Japon et des pays exportateurs de pétrole, ainsi que de la baisse du déficit des États-Unis et d'autres pays (graphique 1.11, page 3). Comme la forte baisse de la consommation par rapport aux projections d'avant la crise aux États-Unis et dans d'autres pays en situation de déficit n'a pas été compensée par une accélération de la croissance de la demande intérieure dans les pays en excédent, y compris la Chine, la demande globale a fortement chuté par rapport aux projections d'avant la crise. Cela s'explique par les excès qui devaient prendre fin dans les pays en déficit et les défaillances de la politique économique dans les pays en excédent.

Les implications des nouvelles projections des soldes des transactions courantes sont encore en cours d'analyse, tandis qu'une nouvelle méthode d'évaluation de la cohérence multilatérale des taux de change effectifs réels est mise au point. Le principal changement parmi les principales monnaies depuis la publication de l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale* est une hausse de 6 % à 7 % des taux de change effectifs réels du dollar américain et du renminbi, et une forte révision à la baisse des prévisions à moyen terme de l'excédent courant de la Chine. Cependant, l'excédent chinois devrait quand même augmenter par rapport à son niveau actuel tandis que des facteurs cycliques prennent fin (encadré 1.3) et représenter une part relativement élevée du PIB mondial. Donc, la contribution des pays émergents d'Asie aux soldes courants ne devrait pas diminuer

### Graphique 1.9. Inflation mondiale

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

Les tensions inflationnistes s'atténuent. Dans les principaux pays avancés, les tensions inflationnistes intérieures, mesurées par le déflateur du PIB, sont faibles. Dans les pays émergents, les tensions inflationnistes varient dans une large mesure, mais de manière générale elles devraient se réduire modérément.



Sources : Haver Analytics; calculs des services du FMI.

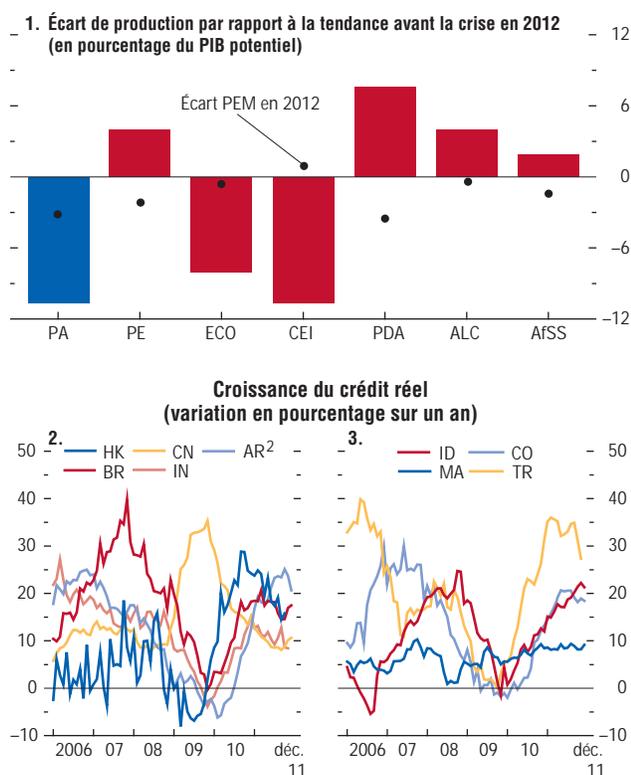
<sup>1</sup>Les données rétrospectives sont mensuelles et les prévisions sont trimestrielles.

<sup>2</sup>Déflateur des dépenses de consommation des ménages.

<sup>3</sup>Indice des prix à la consommation pour les travailleurs industriels pour l'inflation globale; indice des prix de gros hors alimentation et énergie pour l'inflation hors alimentation et énergie.

## Graphique 1.10. Pays émergents<sup>1</sup>

De nombreux pays émergents d'Asie et d'Amérique latine connaissent une croissance supérieure à la tendance avant la crise et devraient continuer de la sorte, contrairement à beaucoup de pays avancés. Cependant, selon les projections des PEM, il subsiste des capacités inemployées. La croissance du crédit dans ces pays reste élevée aussi. Généralement, des périodes de forte croissance du PIB réel et du crédit sont suivies de périodes où la croissance du PIB réel est plus faible.



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

<sup>1</sup>AFSS : 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. Les chiffres indiquent le crédit bancaire au secteur privé.

<sup>2</sup>Le crédit nominal est déflaté à l'aide des estimations de l'inflation provinciale moyenne des services du FMI.

(graphique 1.11, page 3). En outre, la diminution du déséquilibre extérieur de la Chine s'accompagne de tensions croissantes qui résultent de déséquilibres internes (investissement élevé et consommation faible) auxquels il faut encore s'attaquer. Cela exige de poursuivre les réformes structurelles et l'ajustement du taux de change pour encourager une hausse du revenu des ménages et de la consommation au détriment de l'investissement, en particulier dans le secteur des biens échangeables.

De nombreux pays émergents continuent d'accumuler des réserves de change ou d'autres avoirs extérieurs (graphique 1.11, page 2). Dans certains cas, ce comportement est compréhensible; dans d'autres, les réserves ont atteint des niveaux très élevés et cette accumulation prolongée s'explique par une volonté de maintenir un taux de change compétitif.

## Risques

Les mesures prises récemment par les pouvoirs publics ont contribué à réduire les risques, comme le confirment divers indices du risque de marché, mais l'économie mondiale reste exceptionnellement vulnérable. Les deux risques les plus immédiats sont une nouvelle escalade de la crise dans la zone euro et la montée des incertitudes géopolitiques, qui pourrait provoquer une forte hausse du cours du pétrole. Parmi les autres risques figurent la montée des tensions désinflationnistes, en particulier dans certaines parties de la zone euro, et — à moyen terme — des perturbations des marchés obligataires mondiaux par des pays prédisposés aux accidents, le niveau élevé du déficit budgétaire et de la dette aux États-Unis et au Japon, ainsi que la fin de la forte expansion du crédit dans certains pays émergents. Par contre, la croissance pourrait être plus forte que prévu si la reprise aux États-Unis et dans la zone euro était plus rapide, grâce à une réaction plus vigoureuse face à la crise dans la zone euro et à une amélioration de la confiance, et si les tensions géopolitiques s'atténaient et que la prime de risque dans les cours du pétrole se dissipait. Une amélioration de la confiance et une diminution des perturbations de l'offre pourraient aussi favoriser un rebond plus énergétique de la consommation de biens durables et de l'investissement à l'échelle mondiale, les bilans des sociétés étant généralement sains et le capital moins coûteux.

Selon le graphique en éventail standard, les risques ont diminué par rapport à l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale* (graphique 1.12, page 1). L'intervalle de confiance de 90 % de la prévision est maintenant un peu plus étroit qu'en septembre. Ce rétrécissement s'explique par une plus faible dispersion des prévisions des analystes en ce qui concerne l'écart entre les taux d'intérêt à long terme et à court terme, les cours du pétrole et l'indice de volatilité du marché des options de Chicago (VIX) (graphique 1.12, page 3). Dans l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les indicateurs quantitatifs impliquaient que le risque d'un ralentissement sérieux de l'économie mondiale, c'est-à-dire une croissance mondiale inférieure à 2 % en 2012, était d'environ 10 %. Selon la méthode des services du FMI, cette probabilité est tombée à 1 % environ pour 2012. Quatre facteurs entrent en ligne de compte pour l'établissement du graphique en éventail (graphique 1.12, page 2) :

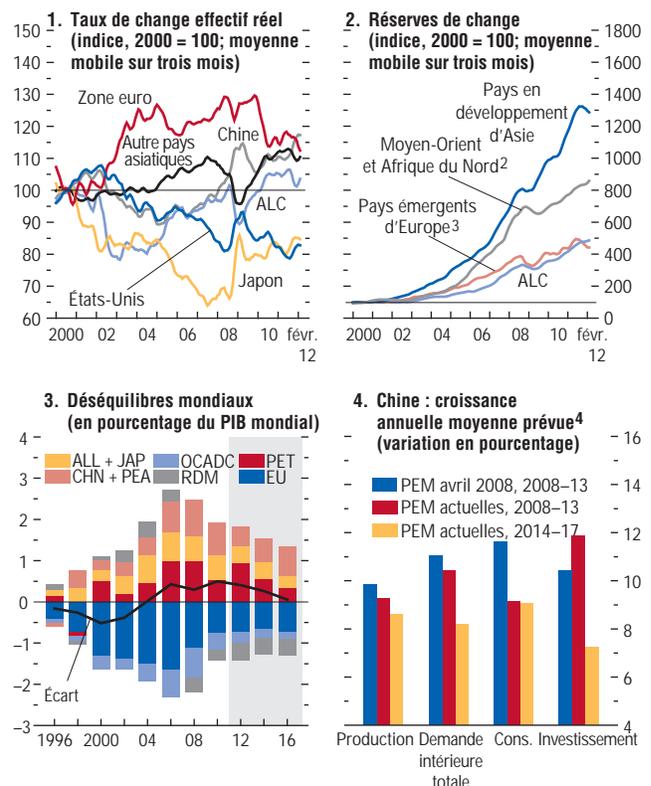
- **Écart entre les taux longs et courts** : selon les *Consensus Forecasts* pour les taux d'intérêt, la croissance a des chances d'être révisée à la hausse en 2012.
- **S&P 500** : les prix des options indiquent que la croissance a des chances d'être révisée à la hausse en 2012.
- **Inflation** : pour 2012, il existe un risque de hausse de l'inflation mondiale, ce qui, sur la base du graphique en éventail, signifie un risque de révision à la baisse de la croissance mondiale<sup>2</sup>.
- **Marché pétrolier** : jusqu'en 2013, il existe un risque de hausse des cours du pétrole et donc de révision à la baisse pour la croissance mondiale.

Le graphique en éventail présente le point de vue des marchés sur les risques, alors que le modèle de projection mondial (Global Projection Model, GPM) utilise l'analyse modélisée des services du FMI et leurs projections du PIB et de l'inflation. Les estimations du GPM indiquent qu'il subsiste un risque considérable de nouvelle récession (ou de récession prolongée) dans plu-

<sup>2</sup>D'après les données du passé, la méthode du graphique en éventail suppose que la relation de cause à effet va de l'inflation à la croissance plutôt que l'inverse. Une inflation plus faible signifierait que la politique monétaire pourrait être assouplie plus que prévu, ce qui entraînerait une accélération de la croissance. Pour plus de détails, voir Elekdag et Kannan (2009). À l'heure actuelle, cependant, il est beaucoup moins possible qu'à l'habitude d'abaisser les taux d'intérêt dans les principaux pays avancés.

### Graphique 1.11. Déséquilibres mondiaux<sup>1</sup>

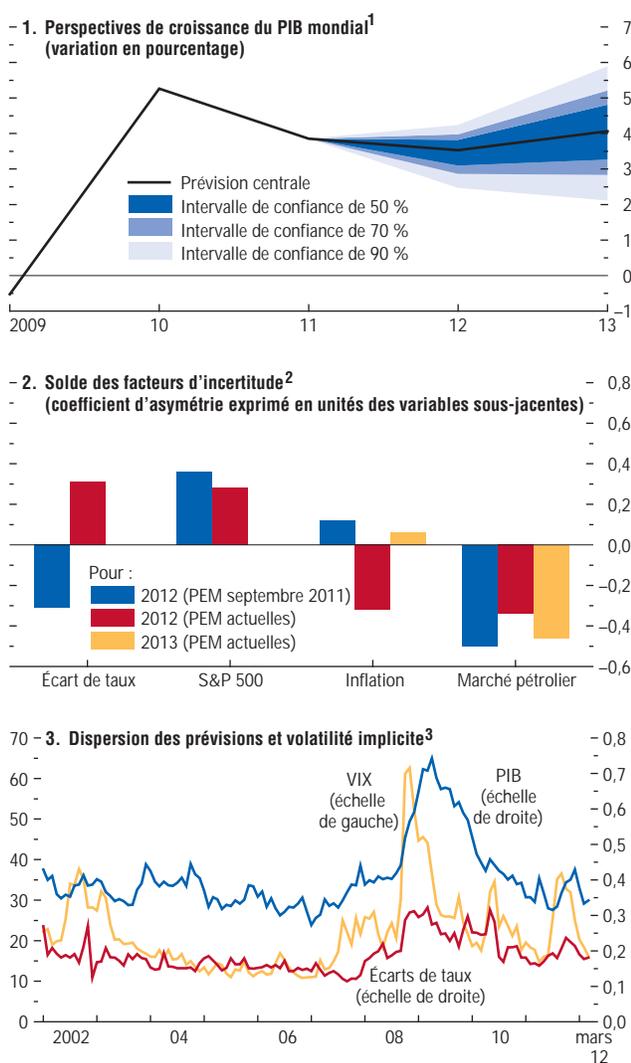
Récemment, le dollar américain, le yen et le renminbi se sont appréciés en valeur effective réelle, alors que la plupart des autres monnaies se sont dépréciées. Les principaux pays émergents, à l'exception de la Chine, ont continué d'accumuler des réserves de change. Les déséquilibres mondiaux ne devraient plus s'aggraver. La dernière révision des projections à moyen terme des soldes des transactions courantes fait apparaître principalement une baisse de l'excédent chinois.



Sources : FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.  
<sup>1</sup>ALL + JAP : Allemagne et Japon; CHN + PEA : Chine, Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines, province chinoise de Taiwan, RAS de Hong Kong, Singapour, et Thaïlande; EU : États-Unis; OCADC : Bulgarie, Croatie, Espagne, Estonie, Grèce, Hongrie, Irlande, Lettonie, Lituanie, Pologne, Portugal, République slovaque, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Slovaquie et Turquie; PET : pays exportateurs de pétrole; RDM : reste du monde.  
<sup>2</sup>Arabie saoudite, Bahreïn, Djibouti, Égypte, Émirats arabes unis, Jordanie, Koweït, Liban, Libye, Oman, Qatar, République arabe syrienne, République islamique d'Iran, République du Yémen et Soudan.  
<sup>3</sup>Bulgarie, Croatie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie et Turquie.  
<sup>4</sup>Variables en termes réels.

## Graphique 1.12. Incertitude entourant les perspectives de l'économie mondiale

Les facteurs d'incertitude planant sur les projections des PEM ont diminué, selon les indicateurs de marché, mais ils restent importants et orientés à la baisse. Les divers indicateurs ne vont pas tous dans le même sens. Selon les indicateurs de l'inflation et des cours du pétrole, la croissance risque d'être révisée à la baisse, alors qu'elle pourrait être révisée à la hausse d'après les indicateurs des écarts entre taux d'intérêt à long et à court terme, ainsi que des prix des options du S&P 500.



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

<sup>1</sup>Ce 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*.

<sup>2</sup>Pour l'inflation et le marché pétrolier, les valeurs ont le signe opposé, puisqu'il s'agit de risques de révision à la baisse de la croissance.

<sup>3</sup>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. L'écart de taux mesure la 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.

seurs pays avancés. La probabilité d'une contraction de la production en 2012 est d'environ 55 % pour la zone euro, 15 % pour les États-Unis, 14 % pour le Japon et 3 % pour l'Amérique latine (graphique 1.13, page 1). De nouveaux chocs ou de nouvelles erreurs de politique économique pourraient plonger l'un des principaux pays avancés dans une période de déflation prolongée.

À moyen terme, la menace d'une spirale dette-déflation continue de planer sur plusieurs pays, en particulier dans la zone euro, où la croissance du défacteur du PIB avoisine 1 % seulement depuis trois ans déjà. Selon les prévisions du GPM, la probabilité d'une baisse des prix à la consommation au dernier trimestre de 2013 est supérieure à 25 % dans la zone euro et à 35 % au Japon (graphique 1.13, page 2). Par contre, la probabilité correspondante pour les États-Unis est inférieure à 10 %. Selon un indicateur composite, les risques de déflation soutenue à l'échelle mondiale ont reculé depuis 2008 (graphique 1.13, page 3)<sup>3</sup>. Néanmoins, des tensions déflationnistes sont notables dans plusieurs pays de la périphérie de la zone euro (Espagne, Grèce, Irlande).

## Augmentation des tensions bancaires et souveraines dans la zone euro

À court terme, une nouvelle intensification des chaînes de réactions négatives entre la qualité des actifs bancaires et le risque souverain dans la zone euro constitue un risque important. Le graphique 1.14 présente ce scénario, qui suppose que les banques durcissent leurs normes d'octroi de prêts et freinent la croissance du crédit pour reconstituer des volants de fonds propres, conformément au scénario des «faibles politiques» de l'édition d'avril 2012 du GFSR. Étant donné la dégradation des perspectives de croissance qui en résulte, les craintes concernant la viabilité des finances publiques s'intensifient et les écarts souverains augmentent. En outre, l'inquiétude croissante des marchés fait en sorte que plusieurs pays de la zone euro sont contraints de concentrer plus de mesures de rééquilibrage budgétaire en début de période, ce qui pèse davantage sur la demande et la croissance à court terme. Cela entraîne une nouvelle détérioration de la

<sup>3</sup>Pour des détails sur l'établissement de cet indicateur, voir Decressin et Laxton (2009).

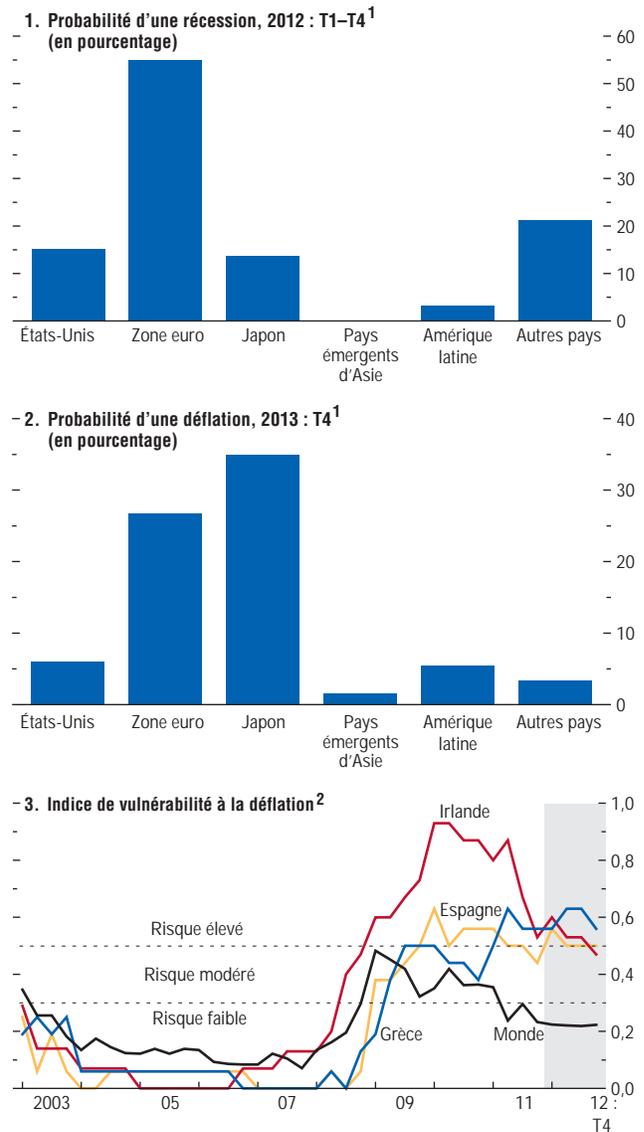
qualité des actifs bancaires, en raison de l'augmentation des pertes sur les titres de dette souveraine, et une hausse des prêts improductifs au secteur privé, d'où un nouveau durcissement des normes d'octroi de prêts, etc. Dans la simulation, l'investissement privé recule de près de 15 % (par rapport aux projections des PEM). La production de la zone euro diminue d'environ 3½ % par rapport aux prévisions des PEM, et l'inflation intérieure serait proche de zéro. En supposant que la contraction du crédit dans les autres régions suive celle du scénario des «faibles politiques» du GFSR, et compte tenu des effets d'entraînement via le commerce international, la production mondiale serait inférieure d'environ 2 % aux projections des PEM. Les répercussions de ce scénario pour les diverses régions sont examinées au chapitre 2.

### Choc pétrolier

Les retombées sur le cours du pétrole d'une perturbation potentielle ou effective des approvisionnements pétroliers de l'Iran, qui est le troisième exportateur mondial de pétrole brut, seraient considérables si elles n'étaient pas compensées par une augmentation de l'offre ailleurs. Une interruption des exportations de la République islamique d'Iran vers les pays de l'OPEP (sans compensation) provoquerait probablement une hausse initiale du cours du pétrole d'environ 20 % à 30 %; au fil du temps, les autres producteurs ou le déblocage des stocks d'urgence fourniraient sans doute une certaine compensation, dont une partie est déjà probablement intégrée dans les prix. Une montée de l'incertitude entourant les perturbations des approvisionnements pétroliers pourrait entraîner une hausse du cours bien plus forte. Le graphique 1.15 présente un scénario défavorable où un choc sur l'offre fait monter le cours réel du pétrole d'un peu plus de 50 % en moyenne pendant les deux premières années. Cela réduit la croissance déjà anémique des revenus réels des ménages et accroît les coûts de production, ce qui affaiblit la rentabilité. Ces facteurs compromettent le redressement de la croissance de la consommation et de l'investissement privés dans toutes les régions, sauf pour les pays exportateurs nets de pétrole. À l'échelle mondiale, la production est réduite d'environ 1¼ %. Les effets à court terme pourraient être bien plus marqués si le choc pétrolier altérait la confiance ou débor-

### Graphique 1.13. Récession et risques de déflation

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



Source : estimations des services du FMI.

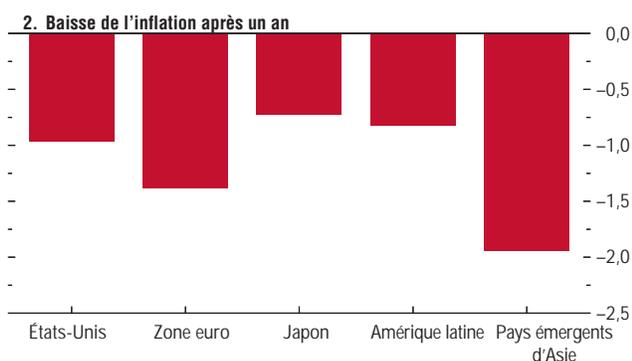
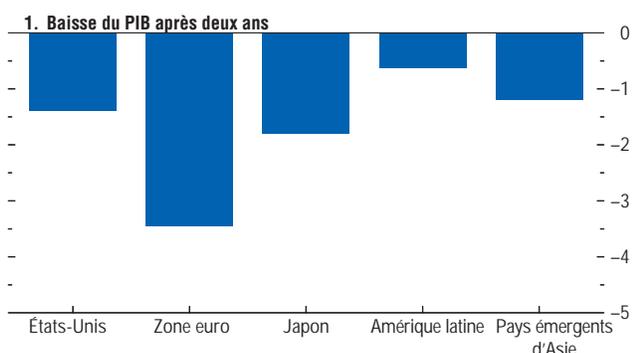
<sup>1</sup>Amérique latine : Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou; Autres pays : Afrique du Sud, Argentine, Australie, Bulgarie, Canada, Danemark, Estonie, Israël, Nouvelle-Zélande, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Russie, Suède, Suisse, Turquie et Venezuela; Pays émergents d'Asie : Chine,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

<sup>2</sup>Pour 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.

### Graphique 1.14. Scénario défavorable des PEM en cas d'aggravation des problèmes bancaires et souverains dans la zone euro

(Écart par rapport au scénario de référence des PEM, en pourcentage ou points de pourcentage)

Ce scénario utilise une version à six régions du modèle économique mondial (Global Economy Model, GEM) pour estimer les répercussions mondiales d'une aggravation des chaînes de réactions négatives entre les problèmes bancaires et souverains dans la zone euro. Il est supposé que les banques durcissent leurs critères d'octroi de prêts et freinent la croissance du crédit pour reconstituer leurs fonds propres, conformément au scénario des «faibles politiques» du GFSR d'avril 2012. La dégradation des perspectives de croissance qui en résulte amplifie les craintes concernant la viabilité des finances publiques, et les écarts souverains augmentent temporairement d'environ 100 points de base. Étant donné la montée de l'inquiétude sur les marchés, plusieurs pays de la zone euro sont forcés de concentrer davantage leur effort budgétaire en début de période, en moyenne 1 point de pourcentage du PIB supplémentaire en 2012 et 2013, ce qui déprime d'autant la demande et la croissance à court terme. En outre, il est supposé que le crédit dans les autres régions du monde se contracte comme dans le scénario des faibles politiques du GFSR. Dans beaucoup de pays avancés, la politique monétaire est entravée par la borne limitant à zéro les taux d'intérêts nominaux, ce qui amplifie les effets négatifs de ces conditions défavorables sur l'activité. Les implications macroéconomiques à l'échelle mondiale sont présentées ci-dessous.



Source : simulations du GEM.

duit sur les marchés financiers, ces effets n'étant pas inclus dans ce scénario.

### Réévaluation de la croissance de la production potentielle dans les pays émergents

Une réévaluation fondamentale de la croissance durable dans les pays émergents constitue un autre risque. Cela pourrait être précipité par un durcissement des normes d'octroi de prêts par les banques et les autorités, qui s'inquiéteraient de la qualité des portefeuilles de prêts en réévaluant la viabilité de certains projets d'investissement financés pendant le récent emballement du crédit. Le graphique 1.16 présente un scénario défavorable où la croissance du crédit dans les pays émergents d'Asie diminue de 3 % chaque année sur cinq ans par rapport aux projections des PEM. Ce scénario suppose aussi que le niveau à long terme du PIB potentiel dans les pays émergents d'Asie est inférieur d'environ 10 %, parce que l'investissement antérieur reposait sur une estimation trop optimiste de la croissance de la demande extérieure. Dans ce scénario, une baisse de la demande en provenance d'Asie entraîne un repli des cours des produits de base, avec des effets négatifs sur les pays exportateurs de ces produits. Les prévisions de croissance potentielle sont révisées à la baisse pour ces pays, le niveau de production est réduit d'environ 5 % et la croissance du crédit ralentit proportionnellement. Dans les pays avancés, la croissance du crédit ralentit légèrement, et il est supposé que la réaction de la politique monétaire aux chocs externes est restreinte par la borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux. Néanmoins, les effets négatifs sur l'économie réelle sont plus modérés que dans les pays émergents, mais notables : la production diminue de 3 % au Japon, de 2¼ % dans la zone euro et de 1¼ % aux États-Unis.

### Amélioration des perspectives dans la zone euro et atténuation des tensions sur les marchés mondiaux du crédit et du pétrole

Ce scénario suppose diverses améliorations. Les politiques économiques dans la zone euro sont plus vigoureuses que prévu, ce qui correspond au scénario des «politiques complètes» de l'édition d'avril 2012 du GFSR, et en conséquence les tensions bancaires et sou-

veraines diminuent plus que prévu (graphique 1.17). La prime moyenne de risque souverain dans la zone euro recule de 50 points de base et, par rapport au scénario de référence des PEM, le crédit au secteur privé augmente. En dehors de la zone euro, le marché du crédit se détend aussi, plus particulièrement aux États-Unis, où les prêts aux petites et moyennes entreprises se redressent bien plus rapidement que dans le scénario de référence. Les tensions géopolitiques s'atténuent, et le cours du pétrole se situe environ 10 % au-dessous de celui du scénario de référence. Dans ce scénario, le PIB mondial est supérieur d'environ 1½ % en 2013, grâce à une progression d'environ 2¼ % dans la zone euro, d'environ 1½ % aux États-Unis, de près de 1½ % pour les pays émergents d'Asie et de ¾ % au Japon. L'amélioration en Amérique latine est plus modeste, du fait des effets négatifs de la baisse des cours du pétrole sur les pays exportateurs de la région.

**Risques extrêmes**

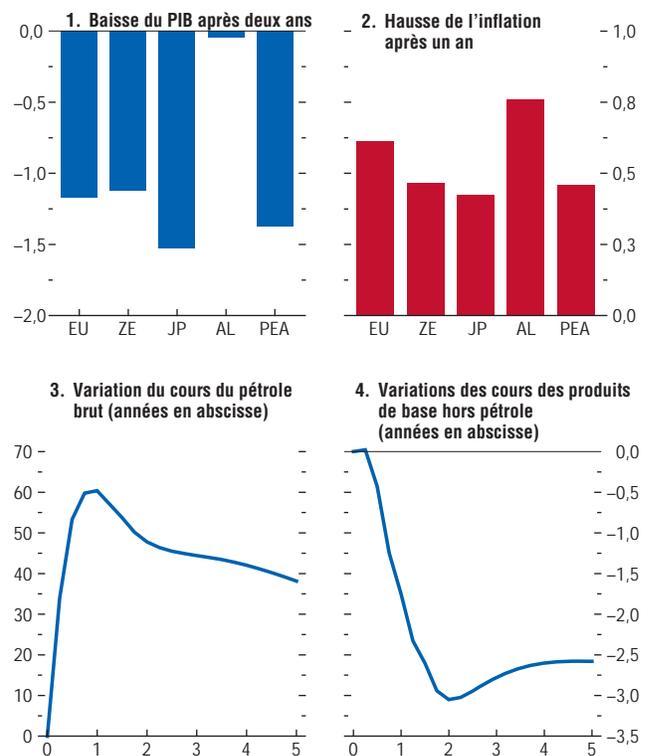
Plusieurs risques extrêmes sont difficiles à quantifier, mais ils méritent qu'on y prête attention :

- Les conséquences potentielles d'une défaillance désordonnée d'un pays membre de la zone euro et d'une sortie de la zone sont imprévisibles et donc impossibles à intégrer dans un scénario. Si cela se produit, il est possible que d'autres pays de la zone euro qui semblent présenter des caractéristiques similaires en matière de risque soient fortement mis sous pression aussi, avec une panique générale sur les marchés financiers et des déposants qui fuient plusieurs systèmes bancaires. Dans ces conditions, un éclatement de la zone euro ne peut être exclu. Les répercussions sur le secteur financier et l'économie réelle d'autres régions, en particulier les pays émergents d'Europe, seraient probablement considérables. Cela pourrait provoquer des chocs politiques de grande envergure qui pourraient conduire à des tensions économiques bien plus graves que celles observées après l'effondrement de Lehman Brothers.
- Dès lors que les pouvoirs publics disposent aujourd'hui d'une marge de manœuvre limitée, il est possible aussi que plusieurs chocs agissent les uns sur les autres pour produire une grave récession qui rappellerait celle des années 30. Par exemple,

**Graphique 1.15. Scénario défavorable des PEM en cas de perturbation de l'offre mondiale de pétrole<sup>1</sup>**

(Écart par rapport au scénario de référence des PEM, en pourcentage ou points de pourcentage)

Ce scénario utilise une version à six régions du modèle économique mondial (Global Economy Model, GEM) pour estimer les répercussions mondiales d'une perturbation de l'offre mondiale de pétrole. Les effets des craintes accrues d'un choc pétrolier lié à l'Iran (ou une perturbation effective) sur les cours du pétrole seraient considérables s'ils n'étaient pas compensés par une augmentation de l'offre ailleurs, car les stocks et les capacités inemployées sont limités, et le marché physique devrait rester tendu jusqu'à la fin de 2012. Sous l'effet d'un choc sur l'offre, le cours réel du pétrole augmente pour s'établir, en moyenne, un peu plus de 50 % au-dessus du niveau de référence des PEM pendant les deux premières années, avant de se stabiliser à environ 40 % au-dessus de ce niveau. Cela ralentit la croissance déjà anémique des revenus réels des ménages et accroît les coûts de production, réduisant ainsi la rentabilité. Ces facteurs hypothèquent le redressement de la consommation et de l'investissement privés dans toutes les régions, sauf celles qui sont exportatrices nettes de pétrole. Les répercussions macroéconomiques sont présentées ci-dessous. Les effets à court terme pourraient être sensiblement plus prononcés si le choc pétrolier nuisait à la confiance ou débordait sur les marchés financiers, ces effets n'étant pas inclus dans ce scénario.

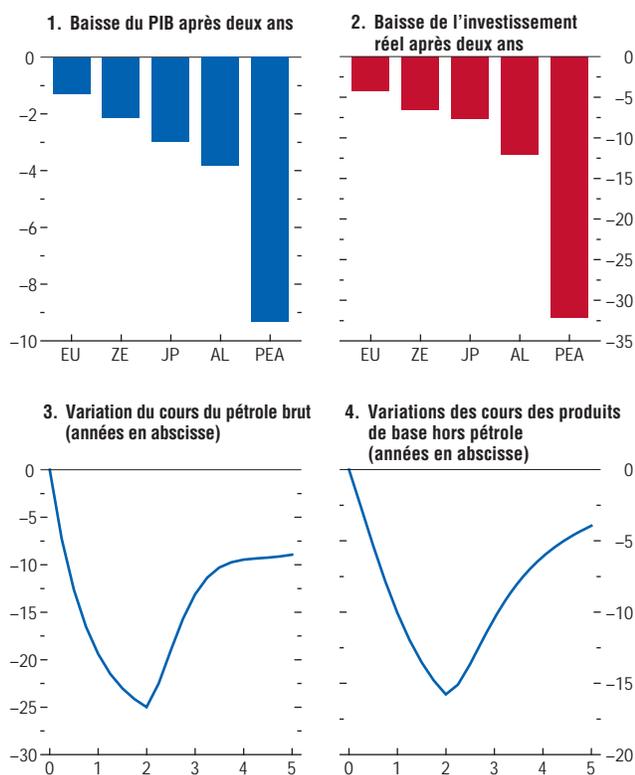


Source : simulations du GEM.  
<sup>1</sup>EU : États-Unis; ZE : zone euro; JP : Japon; AL : Amérique latine; PEA : pays émergents d'Asie.

### Graphique 1.16. Scénario défavorable des PEM en cas de réévaluation de la croissance de la production potentielle dans les pays émergents

(Écart par rapport au scénario de référence des PEM, en pourcentage ou points de pourcentage)

Ce scénario utilise une version à six régions du modèle économique mondial (Global Economy Model, GEM) pour estimer les répercussions mondiales d'une réévaluation de la croissance de la production potentielle dans les pays émergents qui entraîne aussi un ralentissement de la croissance du crédit. La croissance du crédit dans les pays émergents d'Asie diminue de 3 % chaque année pendant cinq ans par rapport à la trajectoire des projections des PEM. Ce scénario suppose aussi que le PIB potentiel des pays émergents d'Asie est inférieur d'environ 10 % à long terme, car l'investissement reposait précédemment sur des prévisions trop optimistes de la croissance de la demande externe. Dans ce scénario, la baisse de la demande des pays émergents d'Asie provoque un recul des cours des produits de base, qui a des effets négatifs sur les pays émergents, en particulier d'Amérique latine. Les prévisions de la croissance potentielle sont révisées à la baisse pour ces pays, et le niveau de la production potentielle est réduit d'environ 5 % à long terme, avec un ralentissement proportionnel de la croissance du crédit. Les pays avancés enregistrent aussi un léger ralentissement de la croissance du crédit, et il est supposé que la riposte monétaire au choc extérieur est limitée, car les taux directeurs se situent à la borne limitant à zéro les taux d'intérêts nominaux. Les répercussions macroéconomiques sont présentées ci-dessous.



Source : simulations du GEM.

<sup>1</sup>EU : États-Unis; ZE : zone euro; JP : Japon; AL : Amérique latine; PEA : pays émergents d'Asie.

les craintes accrues d'un choc pétrolier lié à la République islamique d'Iran pourraient causer une montée des cours du pétrole qui pèsera sur la production dans la zone euro, amplifiant les chaînes de réactions négatives entre les ménages, les États et les banques. Entre-temps, le choc pétrolier pourrait aussi conduire à réévaluer la viabilité des expansions du crédit et de la croissance potentielle dans les pays émergents d'Asie, avec pour conséquence un atterrissement brutal dans ces pays. Cela pourrait provoquer un effondrement des cours des produits de base non pétroliers qui nuirait à beaucoup de pays émergents et de pays en développement, en particulier en Amérique latine et en Afrique. De manière plus générale, une hausse simultanée de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale pourrait entraîner un retournement soudain des flux de capitaux vers les pays émergents et les pays en développement.

- Les marchés de la dette souveraine au Japon et aux États-Unis sont restés calmes et ont même profité de leur statut de marché-refuge. Cependant, l'incapacité persistante d'adopter et d'appliquer des plans solides de rééquilibrage budgétaire à moyen terme pourrait compromettre ce statut, un risque qui concerne particulièrement le Japon. Cela pourrait gravement déstabiliser les marchés obligataires mondiaux, et avoir des effets considérables sur la production mondiale.

### Enjeux

La crainte principale est que l'économie mondiale restera exposée à des risques importants qui pèsent sur la confiance des consommateurs et des investisseurs, et que la reprise restera anémique dans les principaux pays avancés, de gros écarts de production persistant pendant un certain temps. Les pouvoirs publics doivent poursuivre leur action, en particulier dans les pays avancés, en appliquant les programmes de rééquilibrage budgétaire à moyen terme qui ont été arrêtés sans exagérer l'ajustement, en maintenant une politique monétaire très accommodante et en fournissant des liquidités abondantes pour assainir les bilans des ménages et du secteur financier, ainsi qu'en résolvant la crise de la zone euro sans retard. Des progrès plus rapides pourraient fortement réduire le risque d'un pessimisme qui se perpétue naturellement et d'un mauvais

équilibre. En ce qui concerne les pays émergents et les pays en développement, les pouvoirs publics doivent avoir pour objectif d'assurer un atterrissage en douceur dans les pays qui ont enregistré une croissance très vigoureuse du crédit pendant une période prolongée.

### Action dans les pays avancés

Les principaux pays avancés ne se sont pas encore remis des chocs qui ont provoqué la Grande Récession. Pour les surmonter, ils devront continuer d'appliquer des taux directeurs exceptionnellement bas et des mesures de soutien non conventionnelles sur le plan monétaire, procéder si possible à un rééquilibrage limité de leur budget à court terme et opérer un ajustement de grande envergure à moyen et à long terme. Ils devront aussi renforcer et réformer leur secteur financier. Dans la zone euro, les réformes de la gouvernance et les mesures structurelles qui rehaussent la compétitivité peuvent au fil du temps compenser les effets négatifs de l'assainissement des bilans sur la production. Cependant, la tâche la plus urgente consiste à limiter les répercussions de la crise dans la périphérie de la zone euro.

Il est essentiel d'exécuter des réformes structurelles et institutionnelles pour réparer les dégâts de la crise et réduire le risque de crise à l'avenir. Ces réformes doivent porter sur un large éventail de domaines : retraites et soins de santé, marchés du travail et des produits, logement et, peut-être le plus important, secteur financier. Les exigences particulières varient d'un pays à l'autre et sont examinées en détail dans les sections qui suivent.

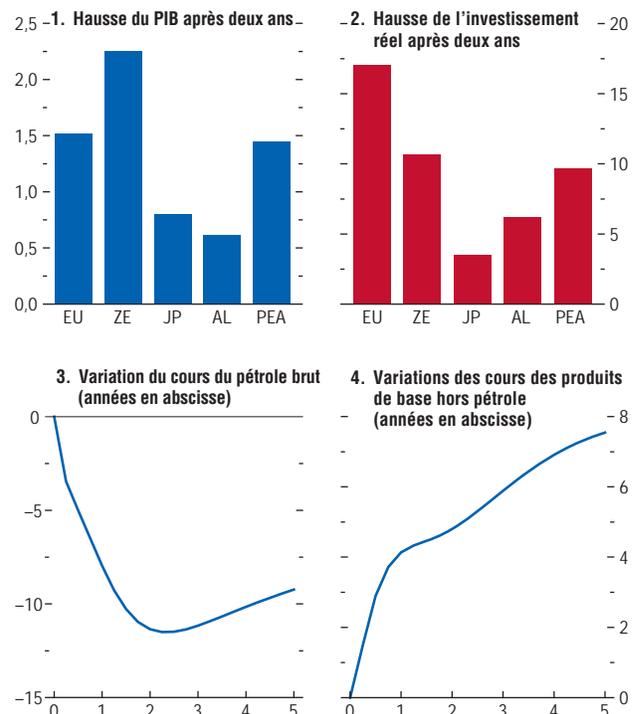
### Assurer la viabilité des finances publiques

Étant donné les écarts de production élevés qui persistent dans de nombreux pays avancés, le bon choix en matière de politique budgétaire consiste à adopter des mesures qui nuisent le moins à la demande à court terme et empêchent de se retrouver sur une trajectoire insoutenable à long terme. Les pays qui ne sont pas mis sous pression par les marchés et où les taux d'imposition ne sont pas élevés pourraient trouver utile de mener une politique expansionniste avec un budget équilibré (y compris sur la base des trajectoires actuelles de rééquilibrage) et de prendre des mesures

### Graphique 1.17. Scénario favorable des PEM<sup>1</sup>

(Écart par rapport au scénario de référence des PEM, en pourcentage ou points de pourcentage)

Ce scénario utilise une version à six régions du modèle économique mondial (Global Economy Model, GEM) pour estimer les répercussions mondiales d'une diminution plus forte que prévu des tensions bancaires et souveraines dans la zone euro, d'une amélioration de la situation du marché du crédit privé dans les autres régions et d'un repli des cours mondiaux du pétrole. Il est supposé que la prime moyenne de risque souverain dans la zone euro diminue de 50 points de base et, par rapport au scénario de référence, l'expansion du crédit au secteur privé correspond au scénario des «politiques complètes» du GFSR d'avril 2012. En dehors de la zone euro, la situation du marché du crédit se détend aussi, principalement aux États-Unis. Il est supposé que le cours du pétrole s'inscrit environ 10 % au-dessous du niveau de référence des PEM. Les répercussions macroéconomiques de ce scénario sont présentées ci-dessous.



Source : simulations du GEM.  
<sup>1</sup>EU : États-Unis; ZE : zone euro; JP : Japon; AL : Amérique latine; PEA : pays émergents d'Asie.

importantes pour gagner en crédibilité et réduire les programmes des droits à prestation à l'avenir.

- Étant donné les craintes concernant la marge de manœuvre budgétaire, une expansion budgétaire avec un budget équilibré pourrait soutenir l'activité et l'emploi tout en maintenant les programmes de rééquilibrage sur la bonne voie. Par exemple, des hausses d'impôts temporaires contrebalancées par des augmentations des achats publics, pour des infrastructures essentielles, pourraient entraîner une augmentation presque égale de la production<sup>4</sup>. Des dépenses publiques en faveur des ménages en difficulté qui dépendent tout leur revenu disponible aboutiront à une hausse similaire de la production. On pourrait aussi réduire les dépenses à faible effet multiplicateur et augmenter celles à effet multiplicateur élevé. En soutenant l'activité, une expansion budgétaire avec un budget équilibré pourrait aussi favoriser la réduction ciblée des ratios dette publique/PIB.
- L'édition d'avril 2012 du *Moniteur des finances publiques* souligne les avantages d'un renforcement des institutions budgétaires, de l'adoption et du respect de règles budgétaires saines, ainsi que de la réforme des programmes de droits à prestation (par exemple, lier l'âge de la retraite à l'espérance de vie et améliorer les incitations dans le secteur des soins de santé). Les réformes des programmes des droits à prestation semblent être l'option la plus prometteuse, parce qu'elles démontrent la capacité d'action des dirigeants. En fonction de leur conception, ces réformes peuvent réduire les engagements publics hors bilan en ayant seulement des effets négatifs limités à court terme sur la production. À cet égard, plusieurs pays avancés s'attaquent énergiquement à la réforme de leurs systèmes de retraite et de santé, qui offre de loin les plus gros avantages potentiels<sup>5</sup>. L'amélioration des règles budgétaires et de la gouvernance a mieux progressé, mais les marchés

<sup>4</sup>Les simulations de modèles mis au point dans six institutions (Réserve fédérale, BCE, Commission européenne, OCDE, Banque du Canada et FMI) confirment ce résultat. Voir Coenen *et al.* (2012). Il est à noter que les changements de politique budgétaire avec un budget équilibré sont une épée à double tranchant. Du côté négatif, des baisses temporaires des impôts et des dépenses qui se contrebalancent entraîneront une baisse de la production.

<sup>5</sup>Voir tableau statistique 9 dans l'édition de septembre 2011 du *Moniteur des finances publiques*.

continuent de douter de la possibilité d'appliquer ces règles et restent préoccupés par des questions de gouvernance plus générales.

Il est nécessaire de mettre en place des programmes réalistes d'ajustement budgétaire à moyen terme pour maintenir ou regagner la crédibilité et ancrer les anticipations. C'est déjà le cas dans bon nombre de pays avancés. Étant donné les médiocres perspectives de croissance dans les principaux pays, ceux qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire, comme en témoignent la solidité de leurs comptes budgétaires et leur crédibilité sur les marchés, peuvent réexaminer le rythme de leur rééquilibrage. Les autres devraient laisser les stabilisateurs automatiques opérer librement aussi longtemps qu'ils peuvent facilement financer des déficits plus élevés et devraient envisager des mesures qui permettent de mener une politique expansionniste avec un budget équilibré. Entre-temps, les États-Unis et le Japon devraient d'urgence adopter des programmes crédibles d'ajustement à moyen terme. À court terme, selon la législation américaine actuelle, beaucoup de dispositions fiscales commencent à expirer en 2013, juste au moment où de fortes baisses des dépenses automatiques sont prévues. Si cela se matérialisait, la reprise économique serait fortement compromise. Pour réduire au minimum cette incertitude, les dirigeants devraient s'accorder dès que possible sur leur programme budgétaire pour le prochain exercice et le moyen terme. Étant donné que le ratio des recettes est relativement faible, les dirigeants devraient adopter des mesures de compression des dépenses et de hausse des impôts à moyen terme. Le Japon a l'intention de réduire de moitié son déficit primaire d'ici 2015 et de dégager un excédent primaire d'ici 2020, et les autorités ont proposé une série de mesures qui permettraient d'atteindre ce premier objectif, notamment un doublement de la taxe sur la consommation, qui passerait à 10 %, d'ici 2015. Néanmoins, il faut aller plus loin pour faire baisser la dette. Les possibilités d'action ainsi que leurs avantages et inconvénients sont examinés dans le *Moniteur des finances publiques* d'avril 2012 et dans plusieurs éditions précédentes.

### *Renforcer le secteur financier*

Les autorités prudentielles sont confrontées à des problèmes de taille, comme noté dans le *GFSR* d'avril 2012. Dans beaucoup de grands pays, le sec-

teur financier s'est surgonflé et surendetté pendant les dix années qui ont précédé la crise financière. Au fil du temps, une contraction et un désendettement du secteur financier sont des éléments nécessaires du processus de stabilisation : les excès financiers ont été à la fois une source importante de chocs et un facteur majeur d'affaiblissement de la capacité du système à absorber des chocs de toute origine.

Les dirigeants ont aujourd'hui pour tâche, urgente en Europe, d'éviter un désendettement désordonné et destructif du système bancaire et de favoriser un flux adéquat de crédit vers le secteur privé. Il s'agit de trouver le juste équilibre entre une atténuation des tensions à court terme et un ajustement soutenu à moyen terme. Un désendettement drastique peut être tout aussi contre-productif qu'un ajustement budgétaire trop rapide. En Europe, le dilemme est le suivant : bien que la recapitalisation, la restructuration ou les règlements de faillite des banques aient été insuffisants, un durcissement rapide du crédit bancaire est à l'opposé des besoins de l'économie. Les autorités de contrôle doivent veiller à ce que le désendettement nuise le moins possible à l'économie. Par exemple, si des banques se débarrassaient d'actifs hérités de la crise ou vendaient des activités qui ne font pas partie de leurs activités de base à des institutions solides, cela ne réduirait pas le crédit à l'économie autant que si elles réduisaient le nombre de nouveaux prêts ou les lignes de crédit et les portefeuilles de prêts. Les implications spécifiques pour les autorités de la zone euro sont examinées ci-dessous.

Ailleurs, les dirigeants devraient être prêts à injecter des liquidités dans leur système bancaire. Les effets du désendettement dans la zone euro ne devraient pas avoir de répercussions majeures en dehors de l'Europe. Cependant, si le scénario défavorable se matérialisait dans la zone euro, les retombées financières pourraient être bien plus importantes. Les dirigeants devraient envisager d'offrir des filets de liquidités, par exemple sous la forme de lignes de swap avec la Réserve fédérale pour atténuer les pénuries de dollars, d'accords régionaux de mise en commun des réserves ou d'un appui du FMI, de prélèvements dans l'encours élevé des réserves de change (dans certains pays) et de garanties renforcées des dépôts. Il faut enjoindre aux banques peu capitalisées d'accroître leur volant de fonds propres. Les dirigeants doivent aussi rester attentifs à la

nécessité de continuer d'octroyer du crédit aux agents rationnés (PME et ménages) et de financer le commerce, peut-être en mettant en place des programmes publics temporaires.

Il reste essentiel d'améliorer les politiques et les dispositifs prudentiels pour réparer le système financier mondial. Beaucoup de progrès ont été accomplis dans le renforcement des dispositifs prudentiels pour les banques, même en dépit des problèmes que continuent de poser les établissements trop grands ou trop complexes pour faire faillite. Néanmoins, il subsiste de nombreuses difficultés, notamment pour ce qui est de mettre en œuvre au niveau national les réglementations qui ont fait l'objet d'un consensus (par exemple Bâle III), d'améliorer la réglementation et le contrôle des banques parallèles, de veiller à ce que les banques ne soient pas trop tributaires d'un financement de gros instable et d'assurer la transparence des grands marchés de dérivés. Par ailleurs, il convient de renforcer la collaboration internationale au jour le jour entre les autorités de contrôle. Les progrès inégaux ou limités dans ces domaines sont de plus en plus préoccupants.

### *Maintenir une politique monétaire accommodante*

Lors des crises financières antérieures, des baisses des taux d'intérêt et des dévaluations monétaires ont contribué à sortir de la récession. Ni l'une ni l'autre de ces options n'est guère possible dans les plus grands pays avancés, sauf dans la zone euro.

- La BCE dispose d'une certaine marge de manœuvre pour encore abaisser son taux directeur, car l'inflation devrait tomber sensiblement au-dessous de son objectif d'une inflation «proche mais inférieure» à 2 % à moyen terme et les risques d'une deuxième vague d'effets des cours élevés du pétrole ou des hausses des impôts et des prix administratifs semblent faibles; selon les projections des PEM, l'inflation globale mesurée par l'indice des prix à la consommation tomberait à environ 1½ % d'ici 2013, soit en deçà de l'objectif de la BCE<sup>6</sup>. Le faible niveau de l'inflation intérieure peut entraver l'amélioration indispensable des bilans des débiteurs et faire obstacle à des ajustements indispensables de la compétitivité. La BCE doit continuer d'appliquer

<sup>6</sup>Un taux d'inflation moyen de 1½ % se manifesterait de manière très différente dans les pays du cœur et de la périphérie de la zone euro.

ses mesures non conventionnelles pour maintenir l'ordre sur les marchés du crédit et ainsi faciliter la répercussion de la politique monétaire sur l'économie réelle.

- Aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, les taux directeurs sont déjà au plus bas ou en sont proches. Si les risques de dégradation des perspectives de croissance menaçaient de se matérialiser, les banques centrales de ces pays pourraient intensifier leurs mesures non conventionnelles, de préférence de manière à alléger le coût du crédit pour les PME et les ménages. Les tensions inflationnistes étant très faibles au Japon, un nouvel assouplissement de la politique monétaire pourrait de toute manière être nécessaire pour que l'objectif d'inflation à moyen terme soit atteint.

Les dirigeants pourraient aussi envisager de prendre d'autres mesures en faveur des agents ayant difficilement accès au crédit. Comme noté au chapitre 3, les programmes de restructuration des prêts hypothécaires peuvent être un moyen efficace de soulager des ménages endettés. Aux États-Unis, par exemple, ces programmes ont bénéficié à beaucoup moins de ménages que prévu initialement, mais des mesures supplémentaires ont maintenant été adoptées. Le coût de l'emprunt pourrait être abaissé directement pour les PME grâce à des subventions temporaires et à des programmes de banques publiques de développement.

Les bilans des banques centrales, et les pertes possibles dans leurs comptes financiers, ont fortement gonflé, car elles ont accru leurs achats de valeurs mobilières et assoupli leurs critères en matière de garantie (graphique 1.5, page 4). Cependant, l'ampleur de ces expansions des bilans donne très peu d'informations sur le risque d'inflation. En raison de la montée de l'incertitude, les banques et les autres agents économiques détiennent bien plus de liquidités qu'avant la crise. À mesure que la situation économique s'améliore et que l'offre de crédit s'accélère, les banques centrales peuvent absorber ces liquidités, par exemple en laissant expirer les opérations de refinancement, en vendant les valeurs mobilières qu'elles ont achetées ou en émettant leurs propres titres. Des problèmes surviennent lorsque la capacité du secteur public à réduire son déficit à plus long terme est limitée pour des raisons politiques ou pratiques. Il en résulterait une inflation chroniquement élevée uniquement si une telle impasse était fort pro-

bable. Pour éviter d'en arriver là, les banques centrales doivent conserver l'indépendance leur permettant de chercher à atteindre un objectif de faible inflation, et les budgets publics doivent être viables à terme, pour ce qui est de leur faisabilité politique et de la taille prévue du déficit<sup>7</sup>. Plus la politique budgétaire fait face avec succès à ce problème intertemporel, plus la politique monétaire est en mesure de jouer un rôle de soutien.

### *Affronter la crise dans la zone euro*

À court terme, l'accent doit être mis sur la gestion de la crise : il faut éviter que les risques de dégradation susmentionnés ne se matérialisent. L'injection de liquidités en quantités suffisantes contribuera à empêcher des coûts de financement anormaux pour les pays et les banques, ainsi qu'à éviter la contagion. À cette fin, la zone euro a besoin d'un pare-feu crédible qui soit suffisamment volumineux, robuste et flexible pour freiner la contagion et faciliter l'ajustement dans les pays très endettés. La décision récente de combiner le MES et le FESF est donc opportune et, conjuguée à d'autres efforts européens récents, renforcera le mécanisme de crise européen et facilitera les efforts déployés par le FMI pour renforcer le pare-feu mondial. Les mécanismes de crise (FESF/MES) doivent aussi être suffisamment souples pour prendre des participations directes dans les banques et faciliter la restructuration des établissements financiers si nécessaire. Cela devrait freiner la chaîne de réactions négatives entre les risques bancaires et souverains dans la zone euro.

Il est essentiel aussi de briser les chaînes de réactions négatives entre croissance inférieure à la normale, détérioration des positions budgétaires, hausse des besoins de recapitalisation des banques et désendettement, qui font entrevoir le risque d'une période prolongée de déflation. La BCE devrait assouplir davantage sa politique monétaire pour veiller à ce que l'inflation évolue conformément à son objectif à moyen terme et se prémunir contre les risques de déflation, ce qui faciliterait aussi des ajustements indispensables de la compéti-

<sup>7</sup>Les fonds propres et les réserves de réévaluation des banques centrales ne sont pas une considération majeure. Les pertes comptables n'ont pas d'importance aussi longtemps que les banques centrales sont indépendantes et que les politiques budgétaires sont jugées viables.

tivité<sup>8</sup>. Par ailleurs, les autorités bancaires nationales devraient collaborer avec les autorités de contrôle des pays d'accueil pour surveiller et limiter le désendettement de leurs banques à l'intérieur du pays et à l'étranger. Les autorités de contrôle bancaire doivent faire tout leur possible pour éviter un désendettement excessivement rapide qui réduit le crédit à l'économie réelle. À cette fin, des fonds propres supplémentaires doivent être injectés dans les banques de la zone euro. Il faudra peut-être utiliser des fonds publics, y compris par exemple du FESF/MES.

L'enjeu principal est de retrouver une croissance soutenue. Les déficits de réformes structurelles varient d'un pays à l'autre, mais il est nécessaire de manière générale de réduire les obstacles à l'entrée sur les marchés de produits et de services et de laisser les marchés du travail créer davantage d'emplois. Les pays ayant une position extérieure fragile font face à la perspective de devoir enregistrer une inflation très faible ou une déflation («dévaluation interne») pour rétablir leur compétitivité, car ils ne disposent pas de l'option d'une dépréciation en tant que membres d'une union monétaire. Cependant, une dévaluation interne aggraverait le problème du surendettement à court et à moyen terme.

À moyen terme, il faudra prendre beaucoup de décisions difficiles pour remédier aux failles de la conception de l'UEM qui ont contribué à la crise.

- Il est urgent de mettre en place un mécanisme solide qui conduit à l'exécution de politiques budgétaires responsables. À cet égard, le «pacte budgétaire» qui a été arrêté récemment marque des progrès importants dans l'amélioration de la crédibilité budgétaire sans guère peser sur la flexibilité, ce qui est important étant donné la période de croissance faible qui s'annonce. Cependant, il sera essentiel de faire respecter ce pacte, et cela pourrait signifier que les institutions de l'Union européenne (UE) devront participer activement aux plans budgétaires nationaux, comme prévu dans les propositions actuelles («two pack»). Le pacte budgétaire devra aussi être complété par un plus grand partage des risques budgétaires afin de veiller à ce que des problèmes économiques dans un pays ne dégénèrent pas en

<sup>8</sup>Les indicateurs généraux de l'inflation intérieure (déflateur du PIB) sont proches de 1 % depuis 2009. Dans ces conditions, il est très difficile de procéder à un rééquilibrage interne.

crise budgétaire et financière coûteuse pour toute la région.

- Il est nécessaire aussi d'établir un mécanisme de partage des risques du secteur privé qui repose sur un système financier plus intégré dans la zone euro<sup>9</sup>. On pourrait à cet effet progresser vers un modèle commun de contrôle et de règlement des défaillances, y compris une ligne de liquidité et une assurance des dépôts partagées; une responsabilité conjointe en matière de contrôle va de pair avec une responsabilité conjointe en matière d'aide financière. L'absence d'un système commun de ce type à l'heure actuelle fausse la politique monétaire et la concurrence dans le système financier : les banques saines dans les pays de la périphérie peuvent se financer sur les marchés uniquement à un coût bien plus élevé que leurs homologues dans les pays du cœur de la zone (voire pas du tout) en raison de la fragilité de leur pays. Les opérations de refinancement à long terme de la BCE contribuent à corriger ce problème, mais seulement à titre temporaire.
- Il faut mieux s'ajuster aux déséquilibres réels, ainsi que budgétaires et financiers. Une accélération de l'achèvement du marché unique des biens et services et des réformes des marchés du travail pourraient stimuler la croissance et l'ajustement. Plusieurs pays de la périphérie de la zone euro sont en train d'exécuter des réformes d'envergure, en particulier de leur marché du travail. On ne peut exagérer l'importance des progrès dans ces domaines pour le bon fonctionnement de l'union monétaire.

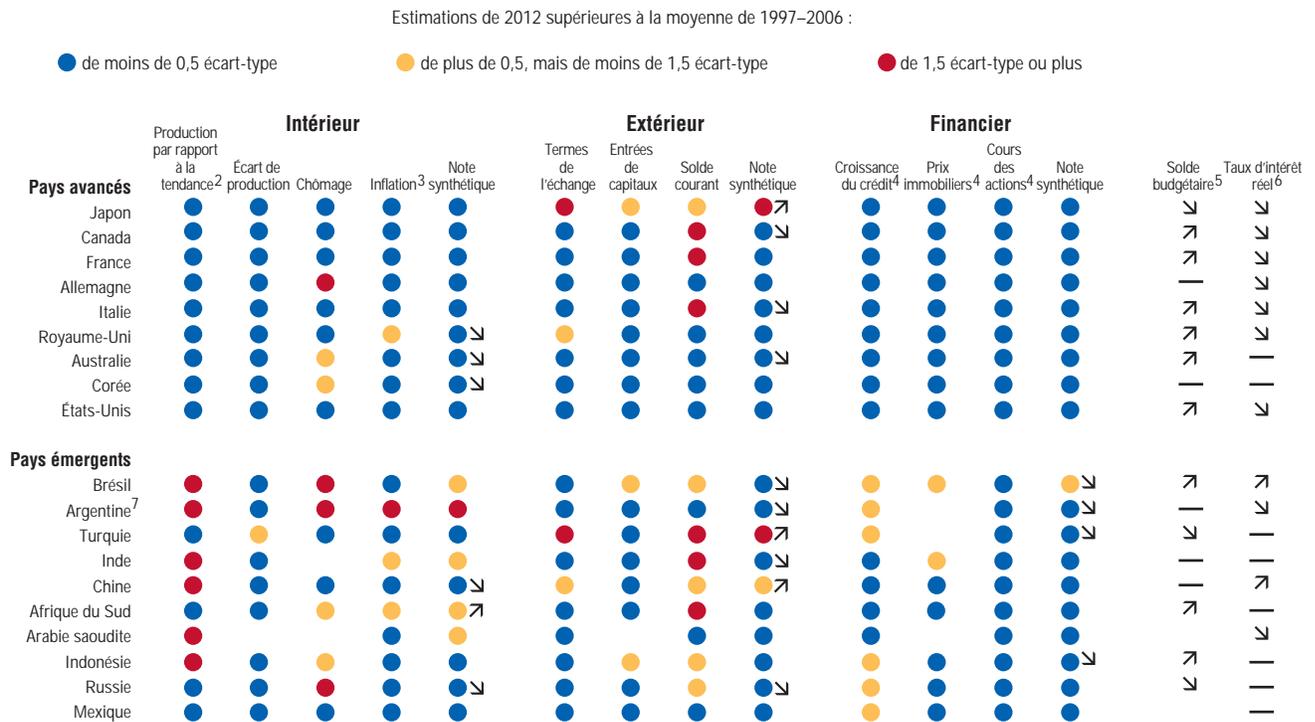
### Action dans les pays émergents et les pays en développement

Les pays émergents et les pays en développement doivent éviter de stimuler excessivement l'activité pour compenser le déficit de demande des pays avancés. Dans toute une série de pays, il subsiste des risques de surchauffe dus à la vigueur de l'activité, à la croissance élevée du crédit et à la persistance des cours élevés des produits de base (graphique 1.18). Parmi les indicateurs de surchauffe, ce sont principalement ceux liés à l'évolution extérieure qui laissent entrevoir un répit,

<sup>9</sup>Le secteur financier, y compris la détention d'actifs financiers diversifiés, représente une grande partie du partage des risques aux États-Unis (voir Asdrubali, Sorensen et Yosha, 1996).

### Graphique 1.18. Indicateurs de surchauffe pour les pays du G-20<sup>1</sup>

Selon divers indicateurs, les risques de surchauffe ont diminué dans les pays émergents. Cependant, cela s'explique principalement par une réduction des flux de capitaux et par l'évolution des marchés financiers, qui sont en train de s'inverser et pourraient entraîner une nouvelle surchauffe.



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

<sup>1</sup>Pour chaque indicateur, sauf indication contraire ci-dessous, les pays reçoivent une couleur sur la base de la valeur prévue actuellement pour 2012 par rapport à leur moyenne d'avant la crise (1997–2006). Pour chaque indicateur, des points sont attribués : rouge = 2, jaune = 1 et bleu = 0. La note synthétique est égale à la somme des scores des composantes divisée par la somme maximale possible de ces scores. La couleur de la note synthétique est rouge si la note synthétique est égale ou supérieure à 0,66, jaune si elle est égale ou supérieure 0,33, mais inférieure à 0,66, et bleue si elle est inférieure à 0,33. Les flèches vers le haut (bas) indiquent une amélioration (détérioration) de la situation par rapport aux valeurs prévues pour 2011 dans les PEM de septembre 2011.

<sup>2</sup>Une production supérieure de plus de 2,5 % à la tendance d'avant la crise est en rouge, et une production inférieure de moins de 2,5 % à la tendance est en bleu.

<sup>3</sup>Pour 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 %.

<sup>4</sup>Les 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.

<sup>5</sup>Les 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.

<sup>6</sup>Des 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.

<sup>7</sup>Les 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 variables nominales sont déflatées à l'aide des estimations de l'inflation provinciale moyenne des services du FMI.

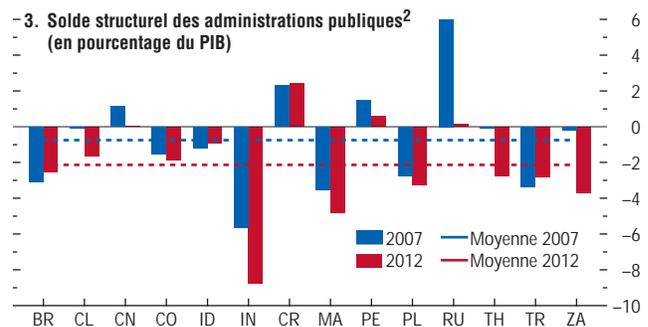
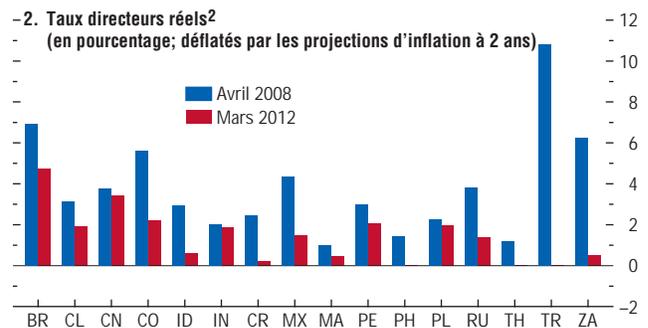
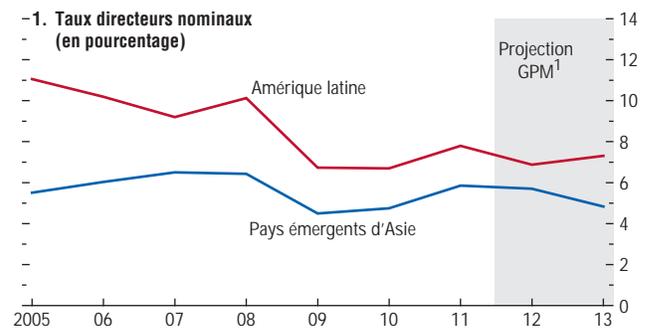
mais cela pourrait changer rapidement parce que les flux de capitaux reprennent. Les pouvoirs publics ne devront pas réagir partout de la même manière. Pour les pays qui ont normalisé dans une large mesure leur politique macroéconomique, la priorité à court terme devrait être de réagir à la modération de la demande intérieure et au ralentissement de la demande extérieure des pays avancés. Par ailleurs, ces pays doivent être prêts à faire face aux retombées négatives de la conjoncture dans les pays avancés et à la volatilité des flux de capitaux. Les autres pays devraient éviter de prendre de nouvelles mesures de relance et plutôt continuer de se reconstituer une marge de manœuvre budgétaire, de supprimer l'accompagnement monétaire et de renforcer leurs politiques et dispositifs prudentiels.

Selon les modèles des services du FMI, seul un durcissement monétaire limité est nécessaire, si tant est qu'il s'impose. Cependant, les exigences varient d'un pays du G-20 à l'autre. À des degrés divers, un durcissement supplémentaire pourrait être nécessaire en Argentine, en Inde, en Indonésie, en Russie et en Turquie (graphique 1.19, pages 1 et 2). Les pays où les tensions inflationnistes s'atténuent peuvent se permettre de maintenir leur politique inchangée (Chine, Mexique), bien que la Chine doive gérer les prêts aux secteurs en surchauffe (par exemple l'immobilier). Dans les pays où les tensions inflationnistes dépassent l'objectif fixé, la marge de manœuvre est maintenant plus limitée (Brésil). Les tensions inflationnistes restent fortes dans plusieurs pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord et de l'Afrique subsaharienne, et ces pays devront peut-être durcir davantage leurs politiques monétaire et de crédit. Si les risques de baisse de la demande extérieure se matérialisaient, la politique monétaire devrait de manière générale être le premier moyen de riposte. En ce qui concerne les risques liés à la hausse des cours du pétrole, les banques centrales doivent veiller à ce qu'ils ne se traduisent pas par des tensions inflationnistes plus générales; heureusement, la baisse des prix de l'alimentation, qui représente généralement une partie bien plus grande des dépenses des ménages, contribue à limiter ces risques.

Sur le plan budgétaire, les pays émergents et les pays en développement doivent réagir aux différents risques et conditions auxquels ils sont confrontés, mais, de manière générale, ils doivent continuer de reconstituer

### Graphique 1.19. Impératifs dans les pays émergents

La plupart des pays émergents devraient, en principe, ne pas abaisser leurs taux d'intérêt, en dépit d'un relâchement des tensions inflationnistes. Dans ces pays, les capacités inemployées sont limitées (voir inexistantes), la croissance du crédit reste élevée et les taux d'intérêt réels sont plus faibles qu'avant la crise. Cependant, étant donné les risques de dégradation, les pays ayant des taux d'intérêt relativement élevés peuvent marquer une pause ou même abaisser un peu leurs taux directeurs. Entre-temps, bon nombre des pays émergents doivent continuer de se reconstituer une marge de manœuvre budgétaire.



Source : estimations des services du FMI.  
<sup>1</sup> GPM = Global Projection Model (modèle de projection mondial).  
<sup>2</sup> BR : Brésil; CL : Chili; CN : Chine; CO : Colombie; CR : Corée; ID : Indonésie; IN : Inde; MA : Malaisie; MX : Mexique; PE : Pérou; PH : Philippines; PL : Pologne; RU : Russie; TH : Thaïlande; TR : Turquie; ZA : Afrique du Sud.

leur marge de manœuvre (graphique 1.19, page 3). Dans ce contexte, le durcissement budgétaire modeste qui est en cours semble approprié (graphique 1.7, page 2). Un certain nombre de pays émergents d'Asie ont les moyens de soutenir davantage l'activité économique (l'Inde étant une exception notable), étant donné la dynamique favorable de la dette. Parmi les pays du G-20, un durcissement plus marqué que celui prévu actuellement semble nécessaire en Argentine, en Inde, en Russie et en Turquie. Dans les autres pays, la hausse des déficits par rapport aux niveaux observés avant la crise signifie qu'il faut éviter de prendre de nouvelles mesures de relance, tandis qu'il faut laisser libre jeu aux stabilisateurs automatiques. Les pays émergents et les pays en développement qui sont fort tributaires des recettes des produits de base et des entrées de capitaux doivent aussi évaluer avec soin les risques d'un ralentissement notable et prolongé de ces concours. En général, si les risques extérieurs de révision à la baisse de la croissance se matérialisaient, il faudrait laisser opérer les stabilisateurs automatiques, aussi longtemps que des financements sont disponibles et que la viabilité des finances publiques le permet. Dans les pays dont le déficit et la dette sont faibles, il pourrait être possible aussi de prendre des mesures de relance discrétionnaires. En Chine, la politique budgétaire doit être la première ligne de défense face à l'affaiblissement de la demande extérieure et devrait favoriser une hausse de la consommation; la surabondance de crédit qui a résulté de la relance de 2008–09 fait encore sentir ses effets dans le système, et une nouvelle expansion du crédit pourrait compromettre les portefeuilles de prêts bancaires. Il convient de maîtriser les risques budgétaires liés aux subventions énergétiques en utilisant ces subventions de manière restrictive pour venir en aide aux ménages les plus vulnérables. Les exi-

gences particulières sont examinées plus en détail dans le *Moniteur des finances publiques* d'avril 2012.

Il est important de continuer d'améliorer les politiques et dispositifs prudentiels face à la fragilité du secteur financier. Ces dernières années, de nombreux pays émergents et en développement ont connu une expansion rapide, portée par une forte croissance du crédit et la vigueur des prix des actifs. Dans une certaine mesure, les expansions du crédit s'expliquaient par le développement des circuits financiers, ce qui est positif pour la croissance. Cependant, dans la plupart des cas, elles suscitent de vives préoccupations en ce qui concerne la qualité des portefeuilles de prêts bancaires à long terme. Dans ce contexte, il est essentiel de renforcer les politiques et dispositifs prudentiels pour faire face aux risques croissants qui pèsent sur la stabilité financière.

Dans une conjoncture mondiale très incertaine, la gestion de flux de capitaux volatils pourrait être un autre enjeu pour de nombreux pays émergents. Certains ont déjà commencé à utiliser des mesures macroprudentielles à cet effet, par exemple des taxes sur certaines entrées de capitaux, des périodes de détention minimales et des exigences propres à chaque monnaie. Par exemple, le Brésil et l'Inde ont réduit le niveau de ces taxes et restrictions alors que les flux de capitaux fléchissaient. Récemment, le Brésil a de nouveau changé de tactique du fait de la reprise des entrées de capitaux. D'autres instruments macroéconomiques restent disponibles pour contrer la volatilité des flux de capitaux : un pays peut laisser son taux de change réagir, ajuster le niveau de ses réserves de change ou calibrer ses politiques monétaire et budgétaire. Une amélioration des politiques et dispositifs prudentiels pourrait aussi contribuer largement à atténuer l'impact des flux de capitaux volatils sur la stabilité financière.

## Dossier spécial : les marchés des produits de base

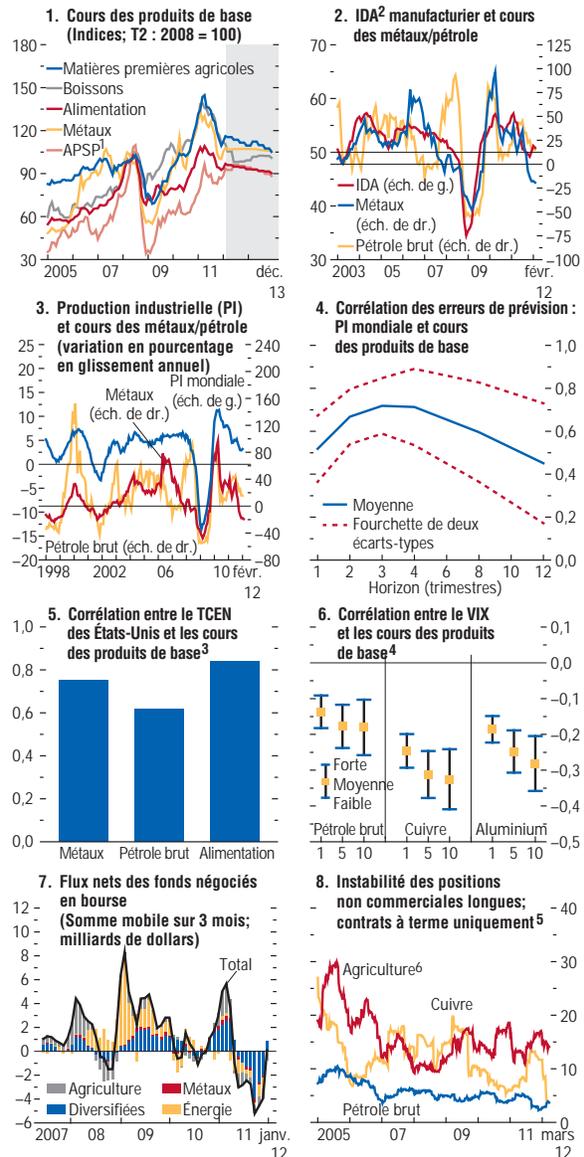
Les marchés mondiaux des produits de base ont quelque peu perdu de leur éclat en 2011. S'ils sont restés élevés en termes réels, les cours de ces produits ont reculé pendant la majeure partie de l'année (graphique 1.DS.1, page 1), à l'exception de ceux du pétrole brut qui ont réagi de plus en plus aux risques géopolitiques d'approvisionnement vers la fin de l'année. Ils ont rebondi au premier semestre de 2012, tout en demeurant en général en deçà des niveaux observés à la fin de 2010. Un certain nombre d'éléments nouveaux ont amené à se demander s'ils pouvaient encore augmenter beaucoup, comme l'indique, par exemple, les récentes sous-pondérations des actifs liés aux produits de base, alors qu'il était de règle de les surpondérer ces dernières années.

La baisse des cours des produits de base en 2011 s'explique premièrement par les incertitudes plus grandes que d'habitude qui pesaient sur les perspectives à court terme de l'économie mondiale. Deuxièmement, la croissance des pays émergents ou en développement a été moins forte que prévu et le fléchissement du marché de l'immobilier en Chine a de nouveau fait craindre un atterrissage brutal dans ce pays. Troisièmement, l'essor généralisé des marchés des produits de base a commencé il y a une dizaine d'années environ (avec quelques différences selon les produits), mais il existe des doutes quant à sa durabilité étant donné que les cours élevés ont commencé à susciter des réactions au niveau de l'offre, surtout d'un certain nombre de céréales et de métaux de base importants.

Ces derniers mois, les cours du pétrole brut se sont écartés de la tendance générale suivie par ceux des produits de base, qui ont reculé lorsque les anticipations concernant la croissance mondiale pour 2012 ont été revues à la baisse pendant le second semestre de 2011. À la mi-mars 2012, ils avaient dépassé le pic atteint en avril 2011 aussitôt après les perturbations causées aux approvisionnements par la crise libyenne. L'aggravation des risques géopolitiques explique pour l'essentiel la récente divergence des cours du pétrole, mais d'autres réductions des approvisionnements survenues l'année dernière montrent aussi combien la croissance

Préparé par Thomas Helbling, Joong Shik Kang et Shaun Roache, avec le concours de Marina Rousset.

### Graphique 1.DS.1. Cours des produits de base et économie mondiale



Sources : système des cours des matières premières du FMI; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Le cours moyen au comptant du pétrole est une moyenne simple des cours au comptant du Brent, du Dubai Fateh et du West Texas Intermediate.

<sup>2</sup>Lorsqu'elles sont supérieures à 50, les valeurs de l'indice mondial de directeurs d'achat (IDA) dans le secteur manufacturier indiquent une expansion. Les cours des produits de base sont exprimés sous forme de variations en pourcentage en glissement annuel.

<sup>3</sup>Corrélation entre les écarts-types glissant sur deux ans des variations mensuelles du taux de change effectif nominal (TCEN) des États-Unis et les cours des produits de base.

<sup>4</sup>Le graphique montre la corrélation des erreurs de prévision établie à l'aide d'un processus vectoriel régressif à deux variables et de données quotidiennes; les corrélations supérieures et inférieures indiquent une fourchette à deux écarts-types; les jours sont sur l'axe des abscisses.

<sup>5</sup>Écarts-types glissants sur 26 semaines des variations hebdomadaires des positions.

<sup>6</sup>Somme des données sur le maïs, le blé et le soja.

**Tableau 1.DS.1. Part de la variance des cours des produits de base associée à des facteurs statiques communs<sup>1</sup>***(Calculée à partir d'un nombre optimal de facteurs communs)*

	Grande Récession (T3 : 2008–T1 : 2009) incluse			Grande Récession (T3 : 2008–T1 : 2009) exclue		
	Échantillon long	Échantillon intermédiaire	Échantillon court	Échantillon long	Échantillon intermédiaire	Échantillon court
	1979 : T1– 2011 : T2	1995 : T1– 2011 : T2	2003 : T1– 2011 : T2	1979 : T1– 2011 : T2	1995 : T1– 2011 : T2	2003 : T1– 2011 : T2
Matières premières agricoles						
Moyenne	0,42	0,48	0,60	0,37	0,40	0,51
Aliments et boissons						
Moyenne	0,43	0,43	0,52	0,41	0,38	0,58
Métaux de base						
Moyenne	0,54	0,51	0,64	0,60	0,40	0,51
Énergie						
Pétrole brut, Dated Brent	0,95	0,87	0,86	0,95	0,85	0,56
Pétrole brut, West Texas Intermediate	0,91	0,86	0,85	0,89	0,80	0,53
Gaz naturel, États-Unis	0,25	0,31	0,37	0,18	0,17	0,19
Moyenne	0,67	0,68	0,72	0,62	0,58	0,47
Ensemble des produits, moyenne	0,49	0,50	0,59	0,44	0,43	0,54

Sources : FMI, système des cours des produits primaires; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Calculée à partir des premières différences logarithmiques des cours des produits de base en dollars constants.

continue de la production mondiale de pétrole reste difficile et fragile.

La présente étude analyse les causes de la récente évolution des marchés des produits de base et examine les effets qu'elle aura sur les perspectives à court terme de ces marchés.

### Cours des produits de base et économie mondiale

Les facteurs économiques mondiaux, comme l'activité industrielle, influent tous sur les cours des produits de base en empruntant les mêmes circuits, dont la demande de ces produits et le coût des stocks. De solides données empiriques montrent que quelques facteurs communs, en général un ou deux, expliquent une bonne partie des variations des cours (mesurées par la variance de leurs fluctuations) pour tous les grands groupes de produits de base (tableau 1.DS.1)<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Le tableau 1.DS.1 a été établi en suivant une approche fondée sur un modèle factoriel approximatif pour une liste des prix de 36 produits de base. Le facteur commun a été estimé en utilisant les principales composantes et une estimation cohérente même en présence d'une certaine corrélation en série et en coupe transversale, et en présence également d'hétéroscédasticité dans les erreurs idiosyncratiques des différents cours (voir, par exemple, Bai et Ng, 2002). Le nombre de facteurs statiques a été fixé à l'aide de critères d'information (Bai et Ng, 2002). Les facteurs statiques intègrent une structure sous-jacente déterminée par un nombre encore moins élevé de facteurs dynamiques (Bai et Ng, 2007). Pour la liste des prix des 36 produits de base, le nombre optimal de facteurs statiques est de l'ordre de trois ou quatre selon la période de l'échantillon; le nombre optimal de facteurs dynamiques est de un ou deux.

Le facteur commun agrégé des cours des produits de base est étroitement lié aux fluctuations de la production industrielle mondiale (variable de substitution de l'activité économique mondiale). Cette relation étroite se reflète dans la synchronisation des cycles des cours des produits de base et de l'activité mondiale (graphique 1.DS.1, page 2). En fait, les cours des produits de base et l'activité économique mondiale s'inversent en général en même temps<sup>11</sup>. La production industrielle mondiale a aussi une valeur prévisionnelle pour les cours des produits de base de l'échantillon et, parfois, même en dehors de l'échantillon (voir, par exemple, Alquist, Kilian et Vigfusson, (2011), pour le pétrole brut; graphique 1.DS.1, page 3). À l'inverse, il existe une relation forte et positive entre les erreurs de prévision de la production industrielle mondiale et le facteur commun des cours des produits de base (graphique 1.DS.1, page 4).

Dans ce contexte, le récent recul des cours des produits de base après la révision à la baisse de plus en plus générale des projections relatives à la croissance mondiale en 2011 et en 2012 correspond à un schéma normal. À l'inverse, quand les indicateurs précurseurs du premier trimestre, notamment les indices des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier, semblaient indiquer un raffermissement de l'activité à court terme, les cours cycliques des

<sup>11</sup> Voir l'encadré 5.2 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2008.

produits de base (les métaux de base et le pétrole brut surtout) se sont redressés.

D'autres événements économiques et financiers mondiaux ont également influé sur les cours mondiaux des produits de base en 2011. En particulier, lorsque la crise de la zone euro a commencé à s'aggraver à la fin de l'été, le dollar s'est apprécié par rapport à la plupart des autres monnaies sous l'effet des flux en quête de sécurité, alors que l'instabilité générale des marchés financiers s'intensifiait. On a constaté une relation en général négative entre les cours des produits de base exprimés en dollars, l'unité de compte de la plupart des opérations sur les marchés internationaux des produits de base, et les chocs sur la valeur extérieure du dollar, étant donné les variations du pouvoir d'achat et des coûts en dehors de la zone dollar entraînées par les mouvements de la monnaie des États-Unis (graphique 1.DS.1, page 5).

Il existe aussi une corrélation en général négative entre toute évolution non anticipée de l'instabilité des marchés financiers et les cours mondiaux des produits de base, ainsi qu'entre les chocs sur le VIX, variable indicative largement utilisée pour l'instabilité des marchés financiers, et ces cours (graphique 1.DS.1, page 6). Cette seconde corrélation peut s'expliquer en partie par le fait que, lorsque le VIX augmente, les incertitudes quant aux perspectives économiques à moyen terme s'aggravent<sup>12</sup>. Ces incertitudes se répercutent aussi sur les conditions financières qui sont alors resserrées. Par la suite, la hausse parallèle des primes de risque a des effets sur les marchés des produits de base. Sur les marchés des dérivés de produits de base, les investisseurs non commerciaux demandent des primes de risque plus élevées, ce qui augmente les frais de couverture<sup>13</sup>. Sous l'effet conjugué de cette augmentation et des hausses des primes de risque sur le crédit lié aux produits de base, les coûts de stockage augmentent également. Les incertitudes relatives à l'activité future étant plus fortes et les incitations à la détention de stocks plus faibles, les cours au comptant ont tendance à diminuer.

Les dérivés sur produits de base étant en fait des actifs à coefficient bêta élevé basés sur des perspectives mondiales à court terme, l'aggravation des incer-

<sup>12</sup> Voir, entre autres, Bloom (2009).

<sup>13</sup> Voir, par exemple, Etula (2009); Acharya, Lochstoer et Ramadorai (2010).

titudes influe en outre sur le sentiment des investisseurs. Par ailleurs, la forte corrélation constante (due aux incertitudes) entre les cours des produits de base et les cours mondiaux des actions réduit l'attrait, à des fins de diversification, des actifs liés aux produits de base. Les investisseurs se sont retirés des fonds de contrats sur marchandises pendant la majeure partie de 2011 (graphique 1.DS.1, page 7). Dans l'ensemble, les retraits cumulés en 2011 ont dépassé ceux opérés pendant la crise financière mondiale de 2008–09. L'instabilité plus forte des positions sur contrats à terme non commerciaux à la fin de 2011 est un autre signe de ce qui semble être une plus grande réticence à prendre des risques sur les marchés des dérivés sur produits de base (graphique 1.DS.1, page 8).

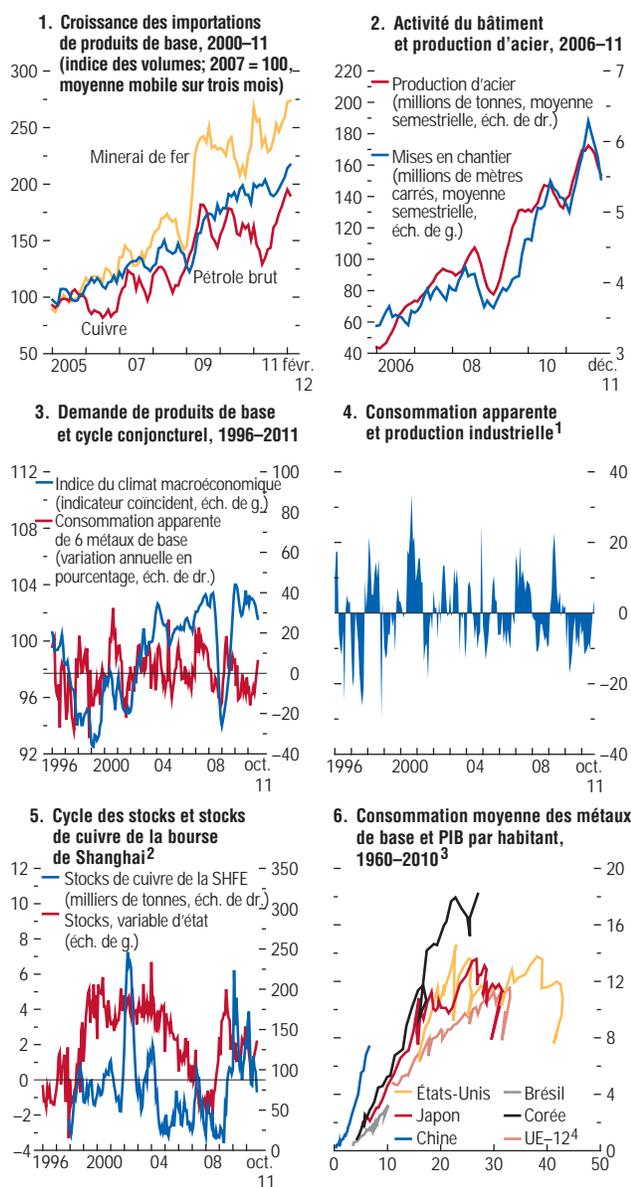
Dans le climat tendu de la croissance mondiale anticipé pour 2012–13, les cours des produits de base ne varieront guère selon les projections. Les cours cycliques peuvent se redresser si la croissance mondiale est plus forte que prévu. Toutefois, ce redressement resterait sans doute modéré, car la croissance en 2012 ne dépassera probablement pas les taux anticipés avant la recrudescence des incertitudes en 2011. De même, la réduction attendue de la croissance potentielle en Chine et dans d'autres pays émergents, même si elle est modérée, atténuerait les pressions cycliques à la hausse.

### Ralentissement de la croissance et cycle des stocks en Chine

En Chine, la croissance fléchit depuis le milieu de 2011 et, pour l'instant, on ne voit guère de signes annonçant une forte correction du secteur immobilier, potentiellement en surchauffe, et de la plupart des activités connexes, malgré la crainte généralisée d'un atterrissage brutal (graphique 1.DS.2, page 1). En même temps, les importations de produits de base et la consommation apparente d'un plus grand nombre de produits cycliques (surtout des métaux de base, mais aussi du pétrole brut) a augmenté à un rythme robuste du fait en partie de la croissance soutenue de l'investissement intérieur (graphique 1.DS.2, pages 2 et 3).

En Chine, les niveaux des stocks de produits de base sont un autre sujet de préoccupation. Rétrospectivement, il semble que la demande de stocks a

## Graphique 1.DS.2. Chine — Évolution récente des marchés des produits de base



Source : Bureau mondial des statistiques sur les métaux; CEIC; Haver Analytics; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup> Différence en points de pourcentage entre le taux de croissance annuelle de la consommation apparente et la production industrielle.

<sup>2</sup> Variable d'état calculée en utilisant le filtre de Kalman et un modèle à facteurs latents (quatre variables). SHFE = Shanghai Futures Exchange.

<sup>3</sup> Total des données sur l'aluminium, le cuivre, l'étain, le nickel, le plomb et le zinc. PIB réel par habitant en milliers de dollars ajustés en fonction de la PPA en abscisse; consommation de métaux par habitant en kilogrammes en ordonnée.

<sup>4</sup> Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Italie, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse.

compté pour beaucoup dans la forte hausse de la demande de produits de base en 2009 au début de 2010. La position de ce pays sur le cycle des stocks est plus difficile à identifier que dans le cas des autres grandes économies en raison du rôle clé joué par les organes publics de gestion des réserves, notamment le bureau d'État des réserves. Le niveau des avoirs officiels est tout à fait normal pour un certain nombre de produits de base, surtout stratégiques (le pétrole brut, par exemple) et dans le secteur agricole (pour des raisons de sécurité alimentaire et par suite des interventions de l'État sur les marchés). Le secteur public joue aussi un rôle important pour d'autres produits. Par exemple, les stocks de cuivre (hors magasins généraux de la bourse) ont récemment été estimés à environ 1,78 million de tonnes, soit 9 % de la production annuelle de 2011 (1 million de tonnes selon des estimations plus prudentes). En même temps, les agences chinoises ne divulguent guère d'informations sur leurs stocks. Pour le pétrole brut et les produits pétroliers par exemple, les autorités ne communiquent aucune donnée, ce qui complique l'évaluation de l'évolution du marché mondial du pétrole. Il faut donc évaluer le cycle des stocks de la Chine à partir de présomptions. Les produits cycliques, comme les métaux de base, étant utilisés comme facteurs de production, l'écart entre les indicateurs de l'activité (comme les importations) et ceux de la demande de ces produits (la «consommation apparente» par exemple, définie comme la somme de la production et des importations, mais déduction faite des exportations) pourrait servir d'indicateur. Tout redressement de l'activité alors que baisse la consommation apparente peut indiquer que les stocks diminuent (et réciproquement). Si les détenteurs des stocks ciblent un volume «normal» sur le cycle, cela donne aussi quelques indices sur les perspectives de la demande de stocks, une forte accumulation laissant supposer une baisse de la demande dans l'avenir (graphique 1.DS.2, page 4).

Une autre solution consiste à essayer de retracer l'évolution du cycle des stocks de métaux de base non observable de la Chine à l'aide d'un modèle factoriel dynamique. On examine la covariation d'un certain nombre d'indicateurs utiles pour identifier les mouvements de la demande de métaux de base. Les résultats indiqués dans la présente étude ont été

obtenus à l'aide d'un modèle à quatre variables qui intègre l'indicateur macroéconomique coïncident de la Chine (production industrielle, emploi et autres variables sur l'activité), les importations et la consommation apparente de six métaux de base et les stocks de cuivre entreposés dans les magasins généraux de la bourse des marchés à terme de Shanghai<sup>14</sup>. Cet indicateur final est plus étroit que les autres, du fait en partie de la disponibilité des données. Par hypothèse, ces variables sont fonction de deux variables non observées (latentes) qui sont interprétées comme étant le cycle conjoncturel et celui des stocks. En particulier, le cycle conjoncturel est censé avoir un effet sur les quatre variables, tandis que le cycle des stocks n'influe que sur les indicateurs de la demande et des stocks propres aux métaux de base. En Chine, les fluctuations enregistrées dans les secteurs-clés sont aussi de nature à contribuer sensiblement, et indépendamment du cycle conjoncturel au sens large, aux variations de la demande de métaux de base, notamment ceux qui sont liés aux secteurs du bâtiment et de l'immobilier. Ces effets ne sont pas explicitement identifiés dans le modèle à cause du manque de données<sup>15</sup>.

Le cycle des stocks des métaux de base généré par le présent modèle suit une trajectoire analogue à l'écart entre la consommation apparente et la production industrielle, mais il existe des différences notables en ce qui concerne les stocks des bourses

<sup>14</sup> Ce modèle est spécifié dans un cadre-espace d'états. Les quatre équations Signal comprennent la variation logarithmique mensuelle corrigée des variations saisonnières de l'indicateur macroéconomique de la Chine, des importations et de la consommation apparente d'un certain nombre de métaux de base et des stocks de cuivre de la bourse de Shanghai. Chaque variable observable est estimée en tant que fonction de l'une ou des deux variables latentes (un cycle conjoncturel et un cycle des stocks de produits de base) suivant des processus stationnaires AR(1). Les chocs sur les variables latentes sont par hypothèse orthogonaux et les variables latentes estimées sont récupérées à l'aide du filtre de Kalman. Le modèle est estimé en utilisant une vraisemblance maximale et des données mensuelles sur une période d'échantillon allant de janvier 1995 à octobre 2011.

<sup>15</sup> Le manque de données mensuelles (pendant une période relativement longue) sur l'activité de certains secteurs empêche ce type d'analyse. En termes pratiques, les effets sectoriels seraient identifiés dans ce modèle en incluant une série de variables observables sur l'activité (par exemple, le bâtiment ou les mises en chantier) dans les équations de mesure qui, ainsi que la demande de produits de base, sont déterminées en partie selon des cycles sectoriels non observables.

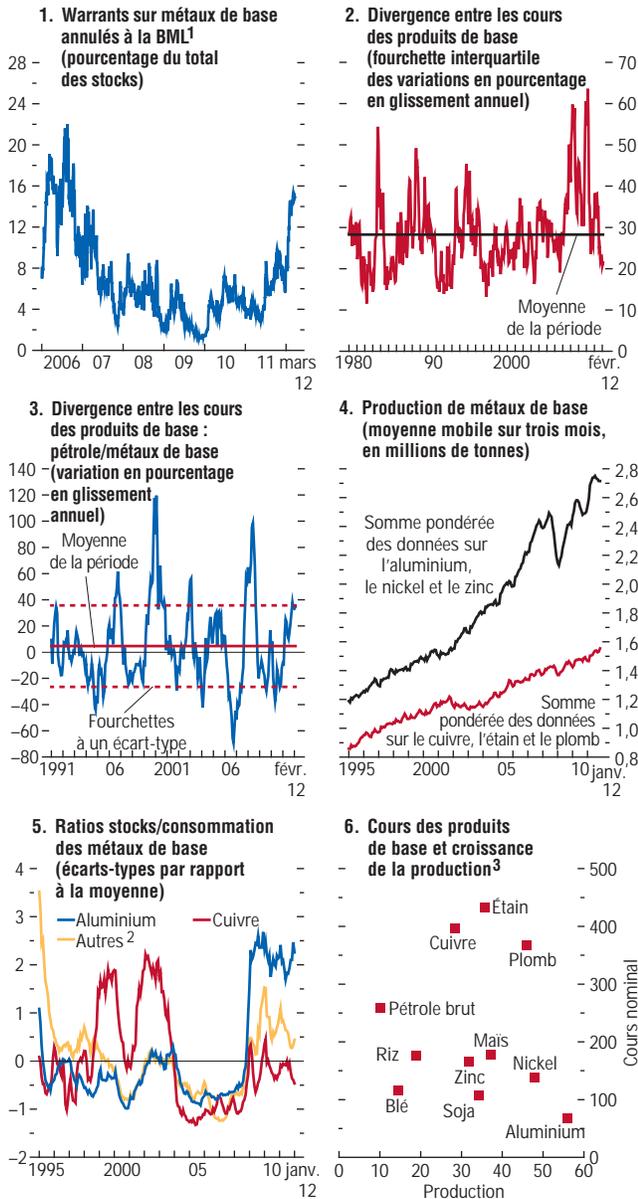
accessibles au public (graphique 1.DS.2, page 5). En particulier, la variable sur l'état des stocks a un cycle de durée plus long et s'est, par le passé, inversée avant celles sur les stocks des bourses. Dans la période qui a précédé la crise financière mondiale, la Chine a, semble-t-il, réduit sensiblement ses stocks à mesure que les cours des produits de base s'envolaient. Après la constitution rapide des stocks qui a précédé la relance budgétaire de 2009, on a observé un déstockage régulier jusqu'au milieu de 2011, puis les stocks ont recommencé à augmenter. Cette analyse donne à penser que les stocks de métaux de base sont désormais plus ou moins proches de la «normale». La demande chinoise peut donc à court terme s'appuyer beaucoup plus sur l'activité économique réelle que sur de fortes variations du niveau souhaité des stocks.

L'influence de la Chine sur les marchés mondiaux des produits de base dépendra à court terme de sa capacité à préparer un atterrissage en douceur de la croissance en 2012 et de l'évolution du cycle de ses stocks. Les projections actuelles des *Perspectives de l'économie mondiale* anticipent une croissance annuelle de 8,2 % en 2012, dans la logique d'une demande intérieure qui continuera d'être robuste, quoique moins forte, pour une grande quantité de produits de base. Elles supposent que la Chine n'entrera pas de façon inattendue dans une autre période de déstockage. En fait, la récente augmentation des warrants annulés par rapport à l'ensemble des stocks entreposés dans les magasins généraux de la bourse des métaux de Londres (indicateur précurseur du recul à court terme des volants de sécurité) reflète des anticipations de croissance robuste de la demande de métaux de base, ce qui confirme que la crainte d'un atterrissage brutal de la Chine s'estompe et correspond aux données reçues récemment qui semblent indiquer une activité plus forte que prévu aux États-Unis (graphique 1.DS.3, page 1)<sup>16</sup>.

En Chine, les perspectives à moyen terme de la demande de produits de base dépendent du rythme et de la structure de la croissance. L'investissement a continué de progresser rapidement après la relance macroéconomique de 2009–10, grâce en partie à

<sup>16</sup> Les warrants sur métaux représentent des stocks entreposés dans les magasins généraux et les warrants annulés des métaux destinés à être livrés. Les investisseurs annulent leurs warrants, car ils veulent que les métaux quittent les magasins.

**Graphique 1.DS.3. Évolution de l'offre et des stocks de produits de base I**



Sources : Agence internationale de l'énergie; Bloomberg; Bureau mondial des statistiques sur les métaux; Ministère de l'agriculture des États-Unis; système des cours des matières premières du FMI; estimations des services du FMI.

<sup>1</sup> Moyenne des données sur l'aluminium, le cuivre, l'étain, le nickel, le plomb et le zinc.

BML = Bourse des métaux de Londres.

<sup>2</sup> Moyenne pondérée des données sur le plomb, le nickel, l'étain et le zinc.

<sup>3</sup> Variation cumulée en pourcentage de 2003 à 2011.

des facteurs cycliques. Des facteurs structurels aident aussi à expliquer la part constamment élevée de l'investissement dans l'économie chinoise (y compris un coût du capital artificiellement bas), qui sous-tend la croissance à forte intensité de produits de base de ce pays. Les autorités sont déterminées à réorienter la demande de l'investissement et des exportations vers la consommation, ce qui peut freiner progressivement la hausse de la demande de nombreux produits de base. Toutefois, la demande de produits de base par habitant en Chine, comparée aux autres économies, continuera d'augmenter à mesure que les revenus s'élèveront, étant donné les niveaux actuels de ceux-ci (graphique 1.DS.2, page 6). Dans ce contexte, le principal risque pour la demande mondiale de produits de base demeure étroitement lié aux perspectives de croissance de la Chine. En revanche, les risques de passage à une croissance à moins forte intensité de produits de base ne semblent pas imminents. De façon plus générale, l'industrialisation, l'urbanisation et la convergence des revenus dans les pays émergents ou en développement resteront des éléments moteurs de la croissance de la demande de produits de base.

### Divergence des cours des produits de base et évolution de l'offre

Les fluctuations des cours des produits de base sont fortement influencées par des facteurs communs (voir ci-dessus). Néanmoins, des facteurs spécifiques peuvent aussi provoquer de fortes divergences dans les variations des cours des produits de base. Un indicateur de la divergence des cours, l'intervalle interquartile 25–75 des variations des cours (défini comme l'écart entre le 25<sup>e</sup> et le 75<sup>e</sup> percentile de la section transversale des variations des cours de l'ensemble des 51 produits figurant dans l'indice des cours des produits de base du FMI) montre que cette divergence est tombée en deçà de la moyenne sur 30 ans pendant le second semestre de 2011 (graphique 1.DS.3, page 2). Cette réduction a suivi une augmentation inhabituellement forte qui a commencé pendant la crise des produits alimentaires et énergétiques de 2007–08. La divergence entre les variations des cours du pétrole brut et des autres produits de base s'est toutefois creusée notablement durant le second semestre de 2011. La

divergence entre les cours des métaux de base et ceux du pétrole brut (des produits cycliques) est particulièrement remarquable (graphique 1.DS.3, page 3).

La réduction généralisée de la divergence entre les cours des produits de base s'inscrit dans la logique d'une situation où les facteurs propres aux produits de base sont devenus relativement moins importants que les facteurs communs. À court et à moyen terme, les facteurs spécifiques sont en général des faits ou des évolutions liés à l'offre<sup>17</sup>. En ce qui concerne les marchés mondiaux des denrées alimentaires, les résultats de la dernière campagne et l'anticipation de meilleures récoltes encore pendant la campagne en cours ont bel et bien permis de neutraliser en un an (comme c'est en général le cas) le choc sur l'offre subi par les marchés mondiaux des céréales en 2010. Par contre, les cours du pétrole sont restés élevés, reflétant les conditions matérielles tendues du marché, imputables essentiellement aux chocs sur les approvisionnements observés pendant la majeure partie de 2011 et aux risques géopolitiques.

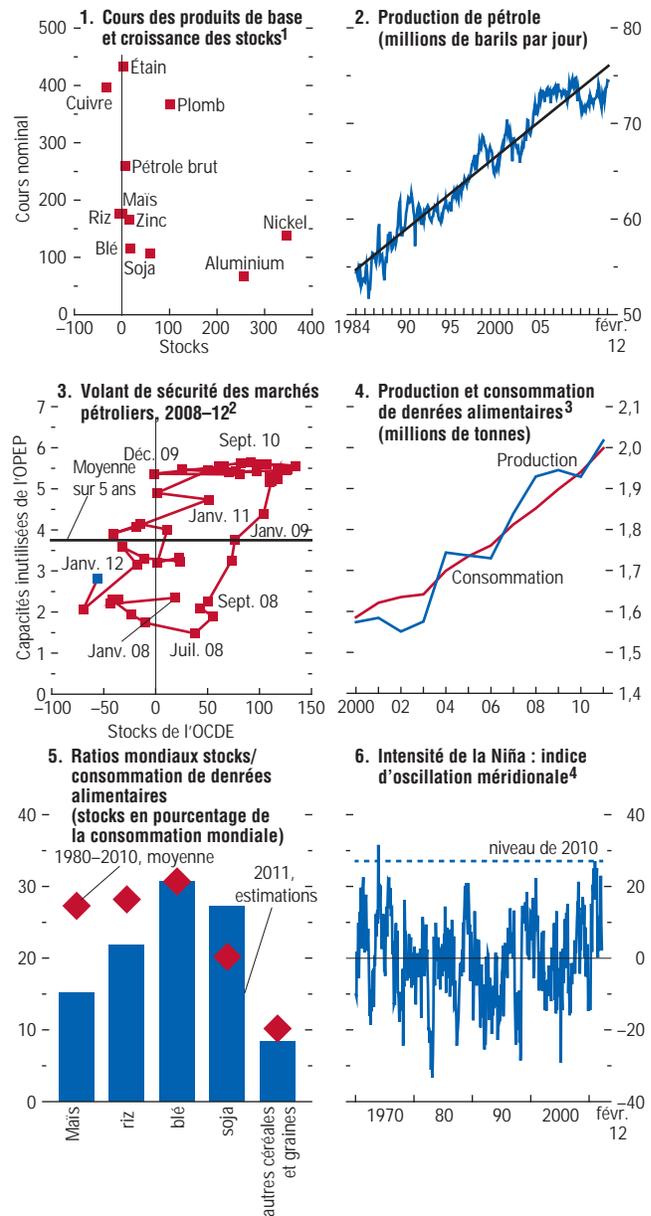
Les différences dans les réactions de l'offre et des stocks correspondent aussi aux divergences entre les cours à moyen terme. Entre 2003 et 2011, les hausses cumulées des cours de l'aluminium et du nickel ont été inférieures à celles des autres métaux de base, sous l'effet d'une augmentation des volants de sécurité favorisée par une réaction plus forte de la production au niveau élevé des cours (graphique 1.DS.3, pages 4 et 5). Par contre, les cours du cuivre et de l'étain ont décollé, dans la logique d'une réduction des volants de sécurité et d'une croissance plus limitée de la production (graphique 1.DS.3, page 6; graphique 1.DS.4, page 1).

### Offre mondiale de pétrole et risques géopolitiques

En 2011, la demande mondiale de pétrole a été inférieure aux projections établies à la fin de 2010,

<sup>17</sup> Les facteurs propres aux produits de base sont notamment liés à l'offre et à la demande. Du côté de l'offre, les principaux facteurs sont les résultats obtenus, notamment les récoltes et le niveau des volants de sécurité. Ces derniers sont importants, car l'offre effective pour une période donnée correspond à la somme de la production et des variations des stocks. Les innovations technologiques peuvent également être importantes tant pour la demande — variations des possibilités de remplacement par d'autres produits de base ou efficacité de l'emploi (des combustibles notamment — que pour l'offre (nouvelles techniques d'extraction par exemple).

**Graphique 1.DS.4. Évolution de l'offre et des stocks de produits de base II**



Sources : système des cours des produits primaires du FMI; Agence internationale de l'énergie; National Oceanic and Atmospheric Administration; Ministère de l'agriculture des États-Unis; Bureau mondial des statistiques sur les métaux; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Variation cumulée en pourcentage de 2003 à 2011.  
<sup>2</sup>Stocks de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), les écarts par rapport à la moyenne sur 5 ans (millions de barils) sur l'axe des abscisses, capacités inutilisées effectives (millions de barils par jour) de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) sur l'axe des ordonnées (exception faite de l'Irak, du Nigeria et du Venezuela pour toute la période et de la Libye depuis novembre 2011).

<sup>3</sup>Somme des données sur le maïs, le blé et le riz usiné. Campagne sur l'axe des abscisses; 2001 correspond à la campagne 2000-01.

<sup>4</sup>Des valeurs positives élevées correspondent souvent aux périodes de la Niña.

**Tableau 1.DS.2. Demande et production mondiale de pétrole, par région**

(Millions de barils par jour)

	2009	2010	2011 Proj.	Variation en pourcentage en glissement annuel												
				2010 : Sem. 2	2011 : Sem. 1	2004-06 Moyenne			2007	2008	2009	2010	2011 Proj.	2010 : Sem. 2	2011 : Sem. 1	
<b>Demande</b>																
Pays avancés	45,7	45,1	44,7	44,9	45,2	-0,1	-3,5	-3,9	1,5	-1,3	-0,8	-0,6	-2,0			
<i>Dont :</i>																
États-Unis	19,5	19,2	19,1	19,3	19,1	-0,1	-5,9	-3,7	2,2	-1,5	-0,5	-0,1	-2,9			
Zone euro	10,6	10,3	10,0	10,2	10,3	-0,4	-0,4	-5,6	-0,2	-2,9	-2,4	-2,0	-3,7			
Japon	4,5	4,5	4,5	4,4	4,6	-1,8	-4,9	-8,2	1,3	0,8	0,9	-1,3	2,7			
Nouvelles économies industrielles d'Asie	4,8	4,7	4,8	4,7	4,8	2,7	-2,7	3,3	3,9	-1,2	0,7	-1,9	-0,6			
Pays émergents et en développement	42,6	44,0	45,2	43,5	44,5	3,9	2,9	2,1	5,1	3,2	2,7	3,7	2,6			
<i>Dont :</i>																
Communauté des États indépendants	4,5	4,7	4,8	4,5	4,8	2,3	2,3	-1,2	6,8	5,1	1,9	4,1	6,0			
Asie, en développement	24,8	25,8	26,7	26,0	25,7	3,5	1,5	4,6	5,9	4,1	3,3	5,1	3,1			
Chine	9,1	9,5	9,9	9,5	9,5	5,4	2,2	4,1	12,5	4,9	3,9	7,8	2,2			
Inde	3,3	3,5	3,6	3,5	3,4	4,9	4,0	4,7	2,4	4,2	3,3	3,5	5,0			
Moyen-Orient et Afrique du Nord	9,3	9,4	9,7	9,2	9,6	5,2	5,0	3,6	3,2	1,1	2,8	1,3	1,0			
Hémisphère occidental	5,9	6,1	6,3	6,0	6,2	4,4	4,9	0,0	5,3	3,0	2,6	3,4	2,7			
Monde	88,3	89,1	89,9	88,4	89,7	1,6	-0,7	-1,2	3,2	0,8	0,9	1,5	0,2			
<b>Production</b>																
OPEP (composition actuelle) <sup>1,2</sup>	34,8	35,8	36,2	35,5	36,1	1,7	3,3	-5,7	2,2	2,7	1,3	2,9	2,6			
<i>Dont :</i>																
Arabie saoudite	9,8	10,7	...	10,4	11,1	-0,2	4,9	-9,5	3,1	9,9	...	8,3	11,5			
Nigéria	2,5	2,6	...	2,6	2,6	-1,9	-7,6	-0,4	15,7	3,9	...	8,7	-0,3			
Venezuela	2,7	2,7	...	2,8	2,7	1,8	0,8	-3,6	-4,6	-0,3	...	1,8	-2,4			
Irak	2,4	2,7	...	2,7	2,8	2,0	14,3	2,5	-2,2	13,3	...	13,7	12,9			
Hors OPEP <sup>2</sup>	52,6	52,7	53,6	52,5	52,9	0,4	-0,2	1,8	2,1	0,2	...	0,3	0,1			
<i>Dont :</i>																
Amérique du Nord	14,1	14,5	15,0	14,3	14,8	-1,2	-3,6	2,1	3,5	3,1	...	2,3	3,8			
Mer du Nord	3,8	3,4	3,4	3,5	3,3	-7,0	-4,7	-5,3	-8,6	-9,8	...	-10,7	-8,8			
Russie	10,5	10,6	10,7	10,5	10,6	2,5	-0,7	2,0	2,4	1,2	...	1,2	1,3			
Autres pays de l'ex URSS	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	9,9	3,1	8,7	1,3	-1,7	...	-0,3	-2,9			
Autres pays hors OPEP	21,2	21,1	21,5	21,1	21,2	1,4	3,0	2,0	3,4	-0,2	...	0,8	-1,1			
Monde	87,4	88,5	89,9	88,0	89,0	0,9	1,2	-1,4	2,2	1,2	...	1,3	1,1			
<b>Demande nette<sup>4</sup></b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>...</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>...</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>			

Sources : Agence internationale de l'énergie, *Oil Market Report* (août 2011); calculs des services du FMI.<sup>1</sup>OPEP : Organisation des pays exportateurs de pétrole, y compris l'Angola (sous réserve des contingents imposés en janvier 2007) et Équateur, qui a réintégré l'OPEP après avoir suspendu son adhésion de décembre 1992 à octobre 2007.<sup>2</sup>Pétrole brut + condensats + liquides de gaz naturel + pétrole de sources non conventionnelles.<sup>3</sup>Azerbaïdjan, Belarus, Géorgie, Kazakhstan, Ouzbékistan, République kirghize, Tadjikistan, Turkménistan et Ukraine.<sup>4</sup>Différence entre la demande et la production. Dans les colonnes de variation en pourcentage, les chiffres représentent la part de la demande mondiale.

l'activité mondiale ayant été plus faible que prévu. Néanmoins, le déficit de l'offre qui a caractérisé le marché au début de 2011, l'une des conséquences du gonflement de la demande pendant le second semestre de 2010, a persisté pendant la majeure partie de l'année à cause principalement des perturbations imputables à de grands pays producteurs (la Libye plus particulièrement), d'opérations de maintenance plus longues que prévu et d'autres ruptures

dans les approvisionnements en provenance de pays producteurs non membres de l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) (tableau 1.DS.2; graphique 1.DS.4, page 2). L'augmentation de la production d'autres pays membres de l'OPEP, l'Arabie saoudite surtout, et le fléchissement de la demande ont finalement permis de revenir à l'équilibre à la fin de l'automne. Toutefois, les stocks de pétrole industriel des pays de l'OCDE (Organisation

**Tableau 1.DS.3. Moyenne et écart-type de la production de pétrole***(À partir des variations mensuelles de la production)*

Producteur	1984–2011			2001–11			2006–11		
	Moyenne	Écart-type		Moyenne	Écart-type		Moyenne	Écart-type	
		%	mbj <sup>1</sup>		%	mbj <sup>1</sup>		%	mbj <sup>1</sup>
Monde	0,1	1,2	0,9	0,1	0,9	0,6	0,0	0,8	0,6
Hors OPEP <sup>2</sup>	0,0	0,9	0,4	0,0	0,8	0,3	0,0	0,9	0,4
OPEP	0,2	3,0	0,9	0,1	1,7	0,5	-0,1	1,5	0,5
Iran	0,2	6,5	0,2	0,0	3,5	0,1	-0,2	2,4	0,1
<i>Pour mémoire</i>									
Exportations iraniennes vers l'OCDE <sup>3</sup>									
Ratio à l'écart-type de la production mondiale <sup>4</sup>						2,36			2,47
Ratio à l'écart-type de la production hors OPEP <sup>4</sup>						4,30			3,96
Ratio à l'écart-type de la production iranienne <sup>4</sup>						11,46			17,24

Source : Agence de l'information sur l'énergie; Agence internationale de l'énergie; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Écart-type en termes de variation en pourcentage appliquée aux données les plus récentes sur la production (novembre 2011); mbj : millions de barils par jour.<sup>2</sup>OPEP = Organisation des pays exportateurs de pétrole.<sup>3</sup>Exportations de pétrole brut en septembre 2011; OCDE = Organisation de coopération et de développement économiques.<sup>4</sup>Ratio exportations de brut/écart-type des niveaux mensuels de production.

de coopération et de développement économiques) et les capacités inutilisées de l'OPEP sont parallèlement tombés en deçà des moyennes sur cinq ans — les repères fréquemment utilisés dans le secteur (graphique 1.DS.4, page 3). En même temps, les risques géopolitiques ont recommencé à s'aggraver, ce qui a accru la demande de stocks à des fins de précaution, dans un contexte mondial marqué par une pénurie de pétrole, la production restant en deçà de son niveau tendanciel<sup>18</sup>.

Les risques géopolitiques ont été une caractéristique dominante de l'année 2011. Ils se sont d'abord intensifiés au début de l'année en raison de la situation instable au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Alors qu'ils diminuaient vers la fin de l'année dans le cas de la Libye (en février 2012, la production de ce pays se chiffrait aux quatre cinquièmes environ de son niveau d'avant les troubles), les risques se sont aggravés dans d'autres pays (République islamique d'Iran, République arabe syrienne, République du Yémen, Soudan, Soudan du Sud et Irak, notamment). Depuis que l'Agence internationale de l'énergie atomique a publié son rapport sur le programme nucléaire de l'Iran (novembre 2011), les risques liés à ce pays sont le premier sujet de pré-

<sup>18</sup> Voir le chapitre 3 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2011.

occupation. Par suite du récent embargo de l'Union européenne sur les importations de pétrole et de l'embargo partiel sur les exportations, ainsi que d'un durcissement des sanctions par d'autres pays, le choc potentiel sur l'offre de pétrole iranien se concrétise, car une baisse de la production et des exportations semble inévitable à partir de 2012. L'ampleur et la rapidité du recul sont toutefois difficiles à prévoir : elles dépendront des considérations économiques et stratégiques d'un petit nombre d'acteurs, dont les grands pays émergents importateurs nets.

Le risque d'un resserrement du marché mondial du pétrole est d'autant plus élevé que la réduction de l'offre de pétrole iranien sera importante. Par exemple, une diminution des exportations de pétrole égale aux importations des pays de l'OCDE serait de l'ordre de 1½ million de barils par jour, soit l'équivalent d'un choc d'environ 2,4 fois l'écart-type des fluctuations régulières de la production mondiale (tableau 1.DS.3)<sup>19</sup>. L'offre mondiale de pétrole sera sans doute moins perturbée, car d'autres producteurs combleront la différence, comme l'on fait l'Arabie saoudite et les autres producteurs de l'OPEP lors de la crise libyenne. L'Arabie saoudite a en fait indiqué

<sup>19</sup> Dans une perspective historique, une rupture de cette ampleur se situerait au-dessus de la moyenne, tant en termes du nombre total de barils qu'en pourcentage de la production mondiale.

son intention d'accroître encore sa production en cas d'autre rupture majeure de l'offre. Cependant, des analyses empiriques et des séries chronologiques donnent à penser que la compensation est rarement totale et que les ruptures locales importantes des approvisionnements vont de pair avec une baisse de l'offre mondiale, du moins temporairement.

Les risques géopolitiques d'origine iranienne qui pèsent sur l'offre de pétrole ne se limitent pas à la réduction de la production et des exportations de pétrole qui semble déjà se préparer et que les marchés ont intégrée. Comme l'Iran borde le détroit d'Ormuz, point de passage obligé d'environ 40 % des exportations mondiales de pétrole (25 % de la production mondiale) et se trouve à proximité d'autres grands pays producteurs, il existe un risque majeur, probablement sans précédent, de rupture des approvisionnements en cas de conflit militaire ou de tentative de fermeture du détroit<sup>20</sup>. Étant donné la faible réactivité à court terme de la demande mondiale de pétrole aux variations des cours, une telle rupture exigerait une réaction très forte des cours pour maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande mondiales.

Il est peu probable que les risques géopolitiques diminuent rapidement; ils ont fait augmenter la demande de stocks de pétrole à des fins de précaution. La croissance de la demande de pétrole liée à l'activité devrait aussi s'accélérer à mesure que la reprise mondiale s'installera. L'offre hors OPEP ne devant augmenter que légèrement à court terme, tout laisse prévoir que la situation des marchés pétroliers ne se détendra que progressivement. Les cours à terme du pétrole semblent annoncer une diminution graduelle des cours au comptant qui, en 2012 et en 2013, continueraient néanmoins de dépasser leur niveau moyen de 2011. Le niveau des capacités inutilisées et des volants de sécurité étant en deçà de la moyenne, les risques de hausse des cours du pétrole demeurent un grave sujet de préoccupation dans le contexte actuel, nonobstant les risques de recul de la croissance et de la demande de pétrole mondiales.

<sup>20</sup> Le détroit d'Ormuz est aussi un important point de passage pour les expéditions de gaz naturel liquéfié (GNL) — quelque 20 % de l'offre mondiale selon certaines estimations.

## Rebond de l'offre sur les marchés mondiaux des denrées alimentaires

Les résultats de la dernière campagne agricole ayant été plus favorables, les stocks mondiaux de denrées alimentaires ont commencé à se reconstituer en 2011 (graphique 1.DS.4, page 4)<sup>21</sup>. En conséquence, dans un contexte marqué par l'anticipation de résultats encore meilleurs pour la présente campagne, les cours des denrées alimentaires ont diminué pendant le second semestre de 2011, plus ou moins de pair avec les cours cycliques des produits de base. Néanmoins, la demande mondiale continue d'augmenter à un rythme robuste et la vulnérabilité aux phénomènes atmosphériques et à d'autres chocs sur l'offre demeure un sujet de préoccupation (graphique 1.DS.4, page 5). Les stocks mondiaux de denrées alimentaires restent nettement en deçà du niveau moyen des quatre dernières décennies en termes de ratios stocks/consommation, surtout pour le maïs et le riz. Les conséquences de la baisse des stocks mondiaux de denrées alimentaires au cours des années ayant précédé la crise mondiale de 2007–08 sont donc toujours présentes.

Le phénomène atmosphérique «la Niña» représente le risque le plus grave pour les approvisionnements en denrées alimentaires. Si, en 2010, on a assisté à la plus forte Niña en trois décennies, les conditions atmosphériques sont nettement redevenues normales cette année (graphique 1.DS.4, page 6). Les conséquences de la Niña sur les récoltes ont toujours été ambiguës, mais la vigueur du cycle en cours renforce les perspectives de sécheresse en Amérique du Sud et d'une pluviosité excessive en Asie. La récolte de soja est la plus menacée, essentiellement à cause de la concentration de la production en Argentine et au Brésil, mais aussi parce que, dans le domaine des approvisionnements, cette denrée prend la place du maïs dont les cours sont jusqu'à présent plus élevés. La Niña a en outre le potentiel de réduire les rendements du riz en Asie, mais une très forte augmentation des surfaces cultivées sur ce continent devrait permettre de répondre à la croissance de l'offre et d'éviter ainsi une baisse des volants de sécurité.

<sup>21</sup> Dans les *World Agricultural Supply and Demand Estimates* du Ministère de l'agriculture des États-Unis, les dates des campagnes varient selon les récoltes, mais vont dans l'ensemble du second semestre d'une année au premier de la suivante.

**Encadré 1.1. La part du travail en Europe et aux États-Unis pendant et après la Grande Récession<sup>1</sup>**

Ces derniers temps, l'inégalité suscite quelque préoccupation en raison de ses liens avec la durabilité de la croissance (Berg et Ostry, 2011) et de ses effets sur la cohésion sociale. L'évolution de la part du travail (c'est-à-dire la part de la rémunération du travail dans le PIB) est couramment utilisée comme indicateur de l'inégalité<sup>1</sup>. Dans de nombreux pays avancés, la part du travail est en diminution depuis le début des années 80, phénomène que l'on a imputé à divers facteurs. On a notamment invoqué la prime aux études supérieures (autrement dit, l'avantage salarial dont bénéficient les titulaires d'une licence), l'effet superstar (qui aboutit à des rémunérations disproportionnées pour les personnes composant le 1 % supérieur de l'échelle des revenus) et l'effritement de la classe moyenne consécutif à la redéfinition des qualifications induite par le changement technologique ou à la délocalisation des emplois semi-qualifiés (Rajan, 2010; Atkinson, Piketty et Saez, 2011; Acemoglu et Autor, 2011). Nous nous bornerons ici à examiner l'évolution cyclique de la part du travail, en particulier pendant la Grande Récession et la reprise qui a suivi. L'ajustement a-t-il pesé plus lourdement sur les travailleurs pendant la Grande Récession? Les travailleurs ont-ils été laissés pour compte de la reprise? La part du travail a-t-elle évolué différemment par rapport aux épisodes de reprise antérieurs?

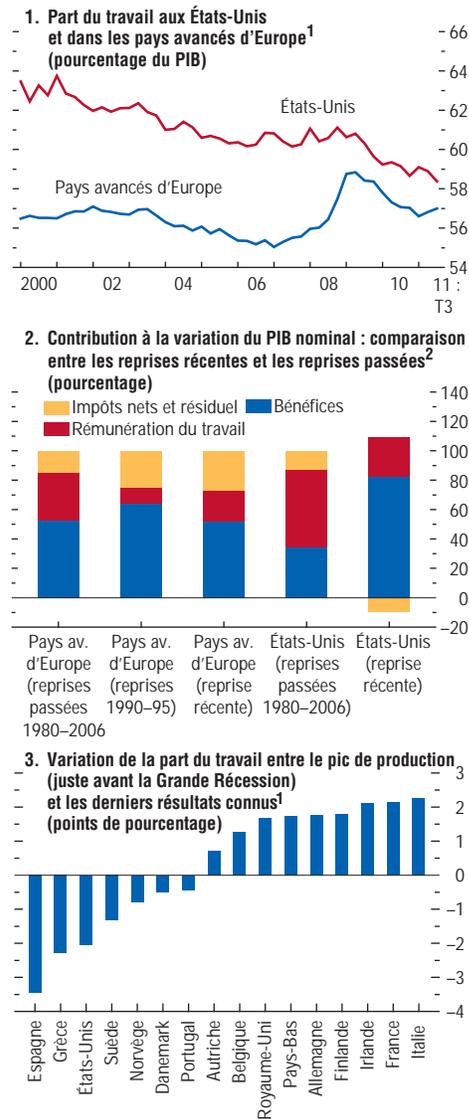
*La théorie*

La théorie économique n'établit aucun lien clair entre les fluctuations du revenu global et la part du travail dans le PIB. Dans de nombreux modèles, cette dernière est constante pendant tout le cycle économique. Dans d'autres, la part du travail est corrélée de façon positive avec l'écart entre la production effective et potentielle, mais pas nécessairement avec le niveau de production lui-même. Enfin, en cas de thésaurisation du travail pendant une récession, la

L'auteur principal de cet encadré est Florence Jaumotte, qui a bénéficié du concours de Jair Rodriguez.

<sup>1</sup>On établit couramment un lien entre la part du travail et l'inégalité, mais ce lien n'est pas univoque. Dans certaines circonstances, une diminution de la part du travail pourrait n'avoir aucune incidence sur l'inégalité des revenus. C'est le cas notamment si les travailleurs sont rémunérés en stock-options.

**Graphique 1.1.1. Évolution de la part du travail pendant la Grande Récession et la reprise**



Sources : Eurostat; Organisation de coopération et de développement économiques; Bureau de statistique du travail des États-Unis; calculs des services du FMI.  
<sup>1</sup>La «part du travail» est la rémunération du travail en proportion du PIB.  
<sup>2</sup>Les pics et les creux de production sont déterminés à l'aide de la version Harding et Pagan (2002) de l'algorithme de Bry et Boschan. Par «reprise», on entend quatre trimestres d'amélioration après le creux.

### Encadré 1.1 (fin)

part du travail est censée évoluer de façon anticyclique. Cependant, il ressort de plusieurs études empiriques que, en règle générale, la part du travail a un comportement anticyclique; autrement dit, elle augmente pendant les récessions et elle diminue en période de reprise.

#### *Que s'est-il passé cette fois-ci?*

D'après les données dont on dispose, la part du travail a suivi une évolution anticyclique : elle a augmenté en proportion du revenu national pendant la Grande Récession et elle a diminué (ou s'est stabilisée) pendant la reprise (graphique 1.1.1)<sup>2</sup>. Au cours de la récession, c'est la composante «bénéfices» qui a contribué le plus souvent à la baisse du revenu. Dans la plupart des économies, la rémunération du travail a même progressé, sauf en Espagne, aux États-Unis, en Grèce et en Irlande. La part du travail ne s'est accrue que très modérément pendant la récession aux États-Unis et en Espagne<sup>3</sup>. Pendant la reprise, toutes les composantes du PIB ont augmenté, mais ce sont les bénéfices qui ont rebondi le plus fortement dans la plupart des économies, ce qui a entraîné une diminution de la part du travail. La rémunération du travail a recommencé à augmenter dans tous les pays, à l'exception du Portugal et de l'Espagne.

Dans les pays avancés d'Europe, l'évolution de la part du travail au cours de la reprise la plus récente

semble correspondre à peu près à ce qui s'est passé pendant les autres périodes de reprise entre 1980 et 2006 : les bénéfices ont enregistré une forte augmentation par rapport aux revenus du travail<sup>4</sup>.

En revanche, la reprise qui s'est engagée récemment aux États-Unis paraît inhabituelle d'un point de vue historique. En effet, le rebond des bénéfices par rapport au revenu du travail est beaucoup plus prononcé (même si, pendant toutes les phases de reprise, la part du travail tend à diminuer). En fait, la reprise récente des États-Unis ressemble fortement à une reprise européenne typique. Cela est peut-être dû au fait que, pendant la reprise récente, la crainte du chômage de longue durée a contribué à la modération salariale par rapport à la croissance de la productivité du travail. Mais des travaux plus approfondis seront nécessaires pour déterminer les causes véritables de ce phénomène.

Dans de nombreuses économies européennes, la situation des travailleurs ne s'est pas dégradée après la Grande Récession, pour ce qui est de leur part du revenu national. La part du travail reste plus élevée aujourd'hui que juste avant la Grande Récession dans un grand nombre de pays. Cependant, aux États-Unis et dans quelques pays européens (notamment la Grèce et l'Espagne), elle demeure nettement inférieure au pic enregistré avant la crise. Il faudra attendre pour savoir dans quelle mesure les diminutions récentes de la part du travail ont accentué la tendance générale à la baisse.

<sup>2</sup> Les données relatives aux comptes nationaux renseignent sur la rémunération des salariés, mais ne ventilent pas le revenu du travail entre les autres catégories de travailleurs (travailleurs indépendants, employeurs, aides familiales), qui sont regroupés dans la catégorie «excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut». Pour calculer la part du travail dans le PIB, nous posons l'hypothèse que les travailleurs de ces autres catégories reçoivent la même rémunération que les salariés.

<sup>3</sup> Le montant net des impôts a diminué dans la plupart des économies, ce qui a largement contribué à la baisse du PIB dans quelques-uns d'entre eux (Italie, Norvège, Portugal).

<sup>4</sup> Nous avons utilisé deux définitions du terme «reprise» : i) quatre trimestres d'amélioration après le creux (illustré au graphique 1.1.1; ii) la période comprise entre le creux et le trimestre au cours duquel la production retrouve son niveau maximal d'avant la crise (disponible sur demande). Les résultats sont à peu près les mêmes pour les deux définitions. Il existe une autre définition du terme «reprise», qui n'est pas utilisée ici, à savoir la période entre le creux et le trimestre au cours duquel la production retrouve son niveau tendanciel.

### Encadré 1.2. La reprise mondiale : où en sommes-nous?

Au lendemain de la Grande Récession, la reprise a lieu à des rythmes inhabituellement disparates : elle est très faible dans beaucoup de pays avancés, mais étonnamment vigoureuse dans un grand nombre de pays émergents et en développement. Dans les pays avancés, la reprise en cours suit une trajectoire qui, jusqu'à présent, présente des similitudes troublantes avec la reprise molle qui a suivi la récession mondiale beaucoup moins prononcée de 1991. Dernièrement, la reprise a faibli dans les pays avancés, ce qui a suscité des préoccupations quant au rythme et à la durabilité de la reprise mondiale. Nous examinons ici trois grandes questions pour placer la reprise en cours dans une perspective historique. Dans quelle mesure la reprise mondiale actuelle est-elle différente des reprises passées? Dans les pays avancés et les pays émergents, l'activité a-t-elle évolué différemment par rapport à ces épisodes antérieurs? Enfin, où en est le processus de redressement? Pour répondre à ces questions, nous passons brièvement en revue les principales caractéristiques des reprises mondiales au cours des 50 dernières années ainsi que l'expérience respective des pays avancés et des pays émergents pendant ces épisodes de reprise.

Par reprise mondiale, on entend la période (généralement les trois premières années) d'accélération de l'activité économique qui suit une récession mondiale. Nous considérons ici les reprises qui ont suivi les récessions mondiales de 1975, 1982, 1991 et 2009, lesquelles se sont toutes accompagnées d'une baisse du PIB réel mondial par habitant<sup>1</sup>. L'épisode

Cet encadré a été rédigé par M. Ayhan Kose, Prakash Loungani et Marco E. Terrones, avec le concours de Ezgi O. Ozturk et M. Angela Espiritu en matière de recherche.

<sup>1</sup> Les dates de ces récessions mondiales sont définies en appliquant au niveau mondial les deux méthodes utilisées habituellement pour déterminer la date des pics et des creux des cycles économiques des différents pays, à savoir des procédures statistiques et des méthodes discrétionnaires telles que celles qu'utilise le Bureau national d'études économiques des États-Unis. Les deux méthodes produisent les mêmes dates de retournement de l'activité mondiale (Kose, Loungani et Terrones, 2009). L'utilisation du PIB mondial par habitant permet de tenir compte de l'hétérogénéité des taux de croissance démographique des pays; en particulier, les pays émergents et en développement enregistrent en général une croissance plus forte de leur PIB que les pays avancés, mais la croissance démographique y est aussi plus rapide.

de 2009 apparaît clairement comme la récession mondiale la plus profonde et la plus synchronisée de l'après-guerre. Cela amène à se demander si la reprise en cours après la Grande Récession est très différente des reprises passées. Pour analyser la dynamique de la reprise mondiale, nous comparons le comportement d'un ensemble de variables macroéconomiques et financières pendant la reprise actuelle et pendant trois épisodes de reprise antérieurs.

#### *Quelles similitudes? Quelles différences?*

La reprise mondiale en cours présente plusieurs similitudes avec les reprises passées, mais elle en diffère aussi par certains aspects importants. Au niveau mondial, le PIB réel, les échanges commerciaux, le crédit ainsi que les prix de l'immobilier et les cours boursiers n'ont pas évolué de façon atypique pendant la reprise actuelle (graphique 1.2.1). Le PIB, la consommation et l'investissement ont même rebondi avec plus de vigueur qu'après la plupart des récessions mondiales antérieures. Cela dit, les baisses ont été beaucoup plus marquées en 2009 et la reprise actuelle a été soutenue par le caractère expansionniste sans précédent de la politique macroéconomique (graphique 1.2.2)<sup>2</sup>. Malgré le vigoureux rebond de l'activité économique mondiale, le niveau du chômage est resté beaucoup plus élevé qu'au cours des épisodes précédents. Ces observations globales masquent toutefois des différences importantes entre les reprises qu'ont connues les pays avancés, d'une part, et les pays émergents, d'autre part.

La reprise actuelle a ceci de particulier qu'elle est inégale. Comme l'explique l'encadré 1.1 de l'édition d'octobre 2010 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les pays émergents sont plus performants qu'au cours des épisodes de reprise antérieurs. Ce sont même eux qui, grâce essentiellement à la demande intérieure, au dynamisme des marchés d'actifs, à l'afflux massif de capitaux et à des politiques expansionnistes, contribuent pour la plus grande part à la croissance mondiale depuis 2009<sup>3</sup>. Les résultats

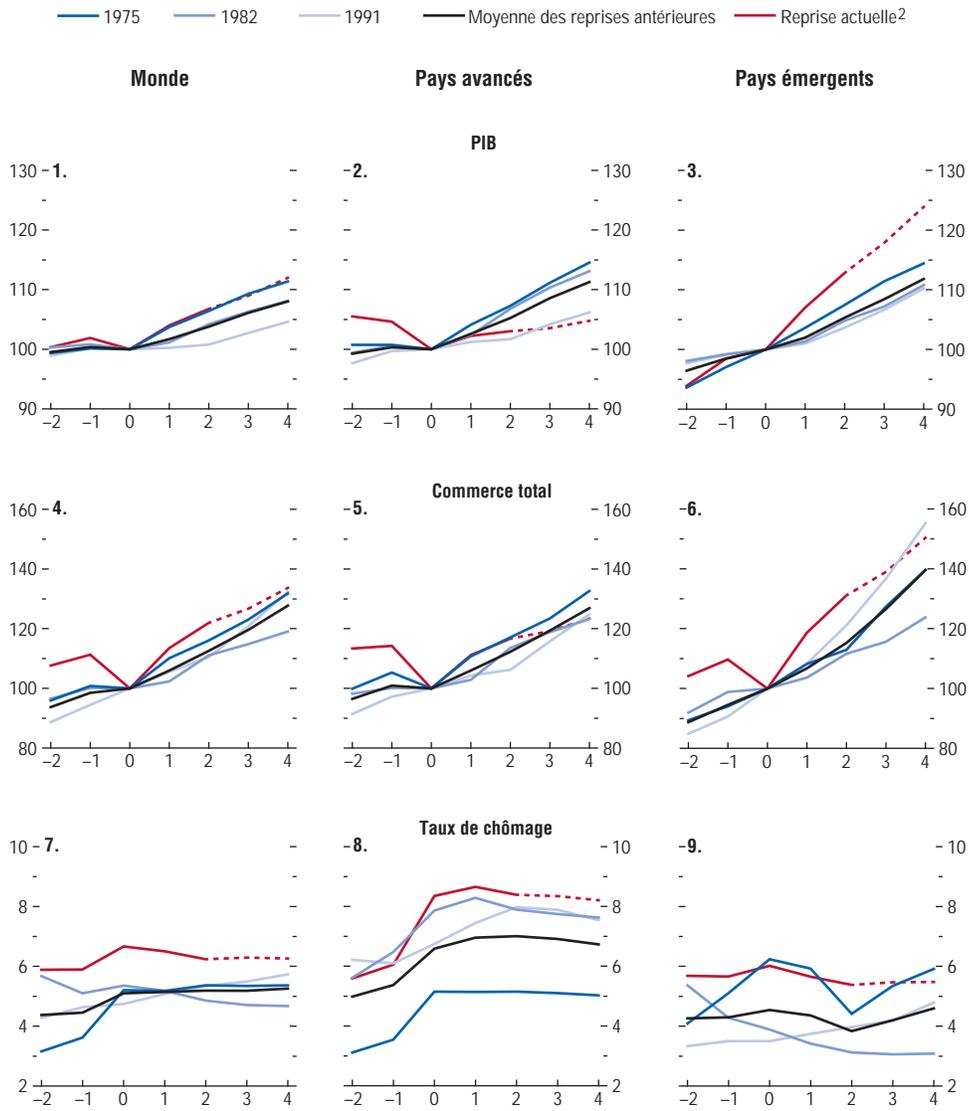
<sup>2</sup> Pour une étude du caractère expansionniste des politiques macroéconomiques au lendemain de la récente récession mondiale, voir Dao et Loungani (2010).

<sup>3</sup> Kose, Otrok et Prasad (à paraître) expliquent en détail de nombreuses différences entre les performances cycliques des pays avancés et celles des pays émergents ces dernières années.

**Encadré 1.2 (suite)**

**Graphique 1.2.1. Dynamique des reprises mondiales : principales variables<sup>1</sup>**

(Années en abscisse; t = 0 l'année du creux; indexé à 100 au creux; en termes réels sauf indication contraire)



*(suite du graphique ci-dessous)*

remarquables des pays émergents s'expliquent en partie par les progrès qui ont été réalisés sur le plan structurel, tels qu'une meilleure réglementation des systèmes financiers et une amélioration des cadres macroéconomiques, qui ont permis à ces pays de suivre des politiques anticycliques plus crédibles et

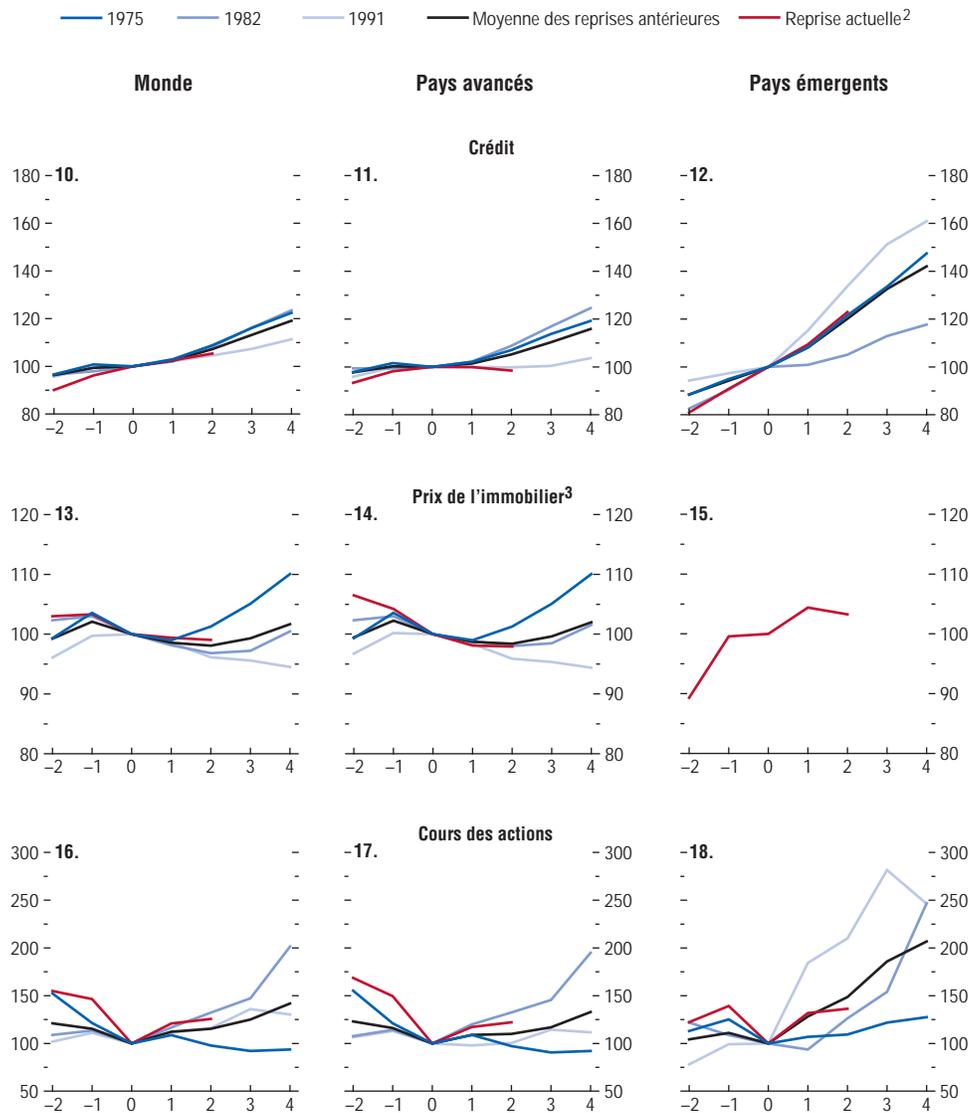
plus efficaces. Les exceptions notables sont les pays émergents d'Europe, qui ont subi un choc financier comparable qualitativement à celui qui a frappé de nombreux pays avancés.

En revanche, la reprise actuelle est extrêmement faible dans les pays avancés, ce qui est dû en partie

Encadré 1.2 (suite)

**Graphique 1.2.1. Dynamique des reprises mondiales : principales variables<sup>1</sup> (fin)**

(Années en abscisse; t = 0 l'année du creux; indexé à 100 au creux; en termes réels sauf indication contraire)



Source : estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Les chiffres globaux pour le PIB sont des indices du PIB réel par habitant pondérés sur base de la parité de pouvoir d'achat. Les chiffres globaux pour le commerce total sont des indices du commerce réel pondérés en fonction des échanges. Les chiffres globaux du chômage sont les taux de chômage pondérés par la main-d'œuvre en pourcentage. Les chiffres globaux pour le crédit réel, les prix réels de l'immobilier et les cours réels des actions sont pondérés en fonction du marché par le PIB en dollars.

<sup>2</sup>Les lignes en pointillés indiquent les prévisions des PEM, lorsqu'elles existent.

<sup>3</sup>Les séries relatives aux prix de l'immobilier pour les reprises mondiales antérieures ne sont pas disponibles pour les pays émergents.

### Encadré 1.2 (suite)

aux retombées de la crise financière mondiale, en particulier à l'assainissement nécessaire des bilans des ménages et du secteur financier<sup>4</sup>. Plus précisément, si les prévisions pour l'activité économique en 2012 se réalisaient, cela signifierait que la reprise actuelle est la plus faible de l'après-guerre pour les pays avancés. Dans plusieurs d'entre eux, la production n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant la récession, le chômage reste bien supérieur aux niveaux historiques et la croissance cumulée de la consommation de l'investissement est beaucoup plus modeste.

La reprise actuelle se caractérise aussi dans les pays avancés par une contraction prononcée et durable de l'investissement dans le bâtiment. L'ampleur de cette contraction est attribuable à la dégradation des marchés du crédit et des marchés immobiliers. Pourtant, jusqu'à présent, ces marchés n'ont pas évolué de façon moins favorable qu'après la récession de 1991.

Il est intéressant de remarquer que les marchés boursiers s'en sont mieux sortis en moyenne qu'après les récessions précédentes. Cela s'explique notamment par le fait qu'un grand nombre de sociétés non financières opèrent aujourd'hui à l'échelle mondiale et qu'elles ont bénéficié de l'amélioration globale de l'activité, en particulier dans les pays émergents, lesquels, on l'a vu, se sont redressés plus vite qu'au lendemain des récessions mondiales passées.

#### *Pays avancés : une répétition du début des années 90?*

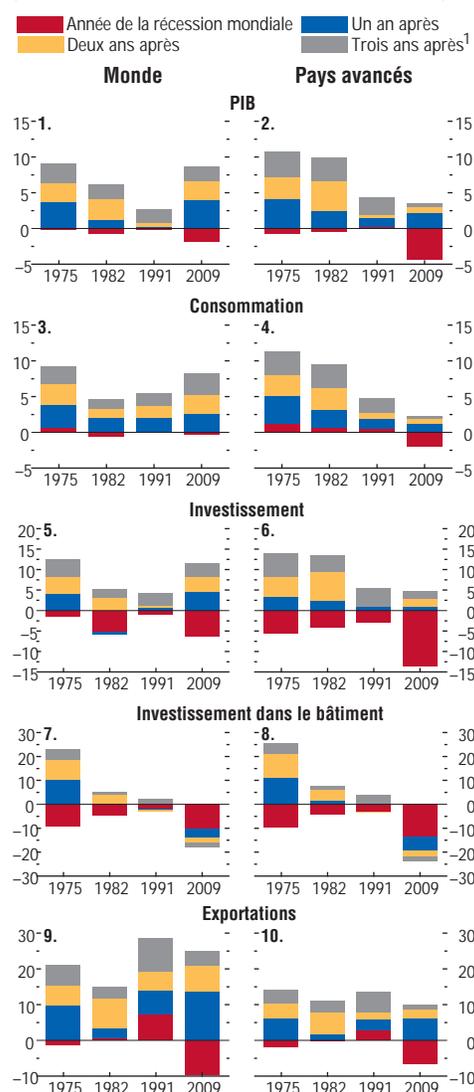
Bien que la Grande Récession ait été nettement plus profonde que la récession mondiale de 1991, les causes fondamentales de ces deux épisodes ainsi que l'évolution de l'activité au cours des reprises qui ont suivi sont éminemment similaires dans le cas des pays avancés.

- Ces deux reprises ont été précédées de récessions engendrées par un effondrement du marché du crédit et du marché immobilier dans les princi-

<sup>4</sup>À de nombreux égards, ce résultat n'a rien de surprenant. Par exemple, Claessens, Kose et Terrones (à paraître) présentent des éléments tendant à démontrer que les reprises consécutives à des turbulences sur les marchés financiers sont en général plus modestes. Ces auteurs constatent aussi que les reprises faisant suite à une croissance rapide du crédit et des prix immobiliers sont souvent plus vigoureuses.

### Graphique 1.2.2. Croissance pendant les récessions et les reprises mondiales : principales variables

(Variation annuelle en pourcentage; en termes réels)



### Encadré 1.2 (*fin*)

pays avancés<sup>5</sup>. En particulier, la récession de 1991 a fait suite à des perturbations sur les marchés du crédit et des actifs aux États-Unis et au Japon. De même, la Grande Récession est survenue à la suite de graves problèmes sur les marchés du crédit et de l'immobilier aux États-Unis et dans plusieurs autres pays avancés, dont l'Irlande, l'Espagne et le Royaume-Uni.

- Les deux reprises ont été ralenties en partie à cause de difficultés en Europe. Le premier épisode de reprise a été influencé par le ralentissement de l'activité dans un grand nombre de pays européens au cours de la crise du mécanisme de change européen (MCE) de 1992–93. Pendant cette période, les taux d'intérêt ont dû être relevés pour défendre le mécanisme de change et plusieurs pays avancés d'Europe ont été obligés de réduire leurs importants déficits budgétaires. Cela a eu pour effet de freiner l'activité économique et d'accentuer le manque de dynamisme des marchés du crédit et de l'immobilier dans la région. Actuellement, le niveau élevé des primes de risque des obligations souveraines a un effet comparable, voire pire, sur les soldes budgétaires et la croissance. Dans les deux cas, l'absence de stratégie pour coordonner en temps opportun et de façon crédible les politiques des différents pays n'a fait qu'aggraver les turbulences financières.
- Les deux reprises ont suivi des trajectoires assez similaires parce que les pays avancés ont, dans les deux cas, connu une croissance très faible. Cela s'explique en partie par la croissance décevante de la consommation et de l'investissement intérieurs sous l'effet de la crise financière — assainissement des bilans, faible expansion du crédit et persistance de problèmes sur les marchés immobiliers — et

<sup>5</sup> Avant la crise financière mondiale de 2008–09 et la crise du MCE, les pays avancés ont connu des expansions du crédit hautement synchronisées (Mendoza et Terrones, à paraître).

par la perte de compétitivité de certaines économies. Les deux épisodes sont aussi marqués par un chômage obstinément élevé<sup>6</sup>. Cela dit, compte tenu de l'effondrement de la production en 2009, la progression du chômage a été plus limitée. Cela est particulièrement vrai en Europe et pourrait bien être dû à des politiques salariales plus favorables à l'emploi et à une accentuation de la thésaurisation du travail dans certains de ces pays.

### Conclusions

Par le rebond prononcé de la production mondiale, la reprise actuelle est comparable à ce qui s'est passé lors des épisodes de reprise antérieurs, mais elle en diffère par la dichotomie entre les performances économiques des pays avancés et celles des pays émergents. L'activité a en effet repris avec vigueur dans les pays émergents, qui sont actuellement le moteur de la croissance mondiale. Le dynamisme de ces pays est attribuable en partie à la solidité de leurs cadres macroéconomiques et aux réformes structurelles qu'ils ont entreprises.

En revanche, tout porte à croire que, dans les pays avancés, la reprise en cours sera la plus faible de l'après-guerre. Jusqu'à présent, elle a suivi de façon surprenante une trajectoire comparable à celle de la reprise survenue après la récession de 1991. Dans les deux cas, en effet, les difficultés rencontrées par ces économies sur les marchés immobiliers et les marchés financiers ont freiné la reprise. Il est probable que ces difficultés continueront de saper la vigueur de la reprise tant que les pouvoirs publics n'auront pas adopté de politiques plus énergiques pour y remédier.

<sup>6</sup> Loungani (2012) présente des éléments soutenant la théorie selon laquelle la baisse de la production sous l'effet de l'évolution de la demande globale explique en grande partie la montée du chômage dans les pays avancés. Dans le cas des États-Unis, le manque de dynamisme du marché du travail tient peut-être davantage à la baisse persistante du rapport emploi/population.

### Encadré 1.3. Comment va évoluer l'excédent extérieur de la Chine?

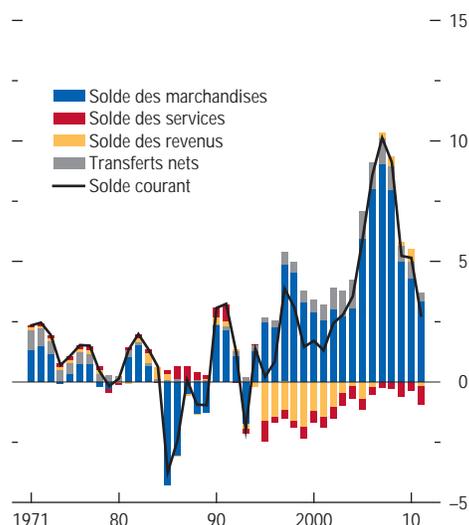
L'excédent courant de la Chine est tombé du pic de 10,1 % du PIB en 2007, avant la crise, à 2,8 % du PIB en 2011, soit un ralentissement plus profond et plus persistant que prévu. Pendant longtemps, il a été difficile de prévoir le solde courant chinois, étant donné les mutations structurelles rapides de l'économie, les incertitudes sur l'évolution future des termes de l'échange, la prévision par hypothèse dans les *Perspectives de l'économie mondiale* d'un taux de change réel constant et l'instabilité de l'économie mondiale ces dernières années. Le présent encadré examine les liens entre le récent recul de l'excédent courant de la Chine, la nouvelle orientation de la dépense intérieure, les variations des cours mondiaux et les profils des échanges, ainsi qu'entre les coûts intérieurs et la compétitivité extérieure. Il examine aussi les conséquences et les perspectives à moyen terme de l'excédent extérieur de ce pays.

Le recul de l'excédent courant s'explique essentiellement par une compression de l'excédent commercial, encore que le solde des revenus ait joué un rôle (graphique 1.3.1). Cette évolution s'est inscrite dans le contexte d'une demande cycliquement faible des principaux partenaires commerciaux de la Chine (en 2008–11, elle a été inférieure de 6½ points de pourcentage aux prévisions effectuées au début de 2008). La demande a été particulièrement peu élevée aux États-Unis et dans la zone euro, qui représentent environ 40 % des exportations chinoises.

En même temps, l'investissement a contribué de plus en plus à la croissance (graphique 1.3.2). Il a été initialement stimulé par les mesures de relance prises pour augmenter les dépenses publiques en infrastructures en réaction à la dégradation rapide de la situation économique mondiale pendant la Grande Récession. Cependant, à mesure que faiblissaient les retombées de la relance publique après le milieu de 2009, la formation de capital privé se redressait nettement, d'abord dans la construction de logements puis, plus récemment, dans une nouvelle expansion des capacités manufacturières, souvent dans des entreprises fabriquant des produits assez haut de gamme. L'incidence de l'investissement sur

Ashvin Ahuja, Nigel Chalk, Malhar Nabar et Papa N'Diaye sont les principaux auteurs du présent encadré pour lequel ils se sont inspirés d'Ahuja *et al.* (à paraître).

**Graphique 1.3.1. Chine : solde courant et composantes, 1971–2011**  
(En pourcentage du PIB)



Source : calculs des services du FMI.

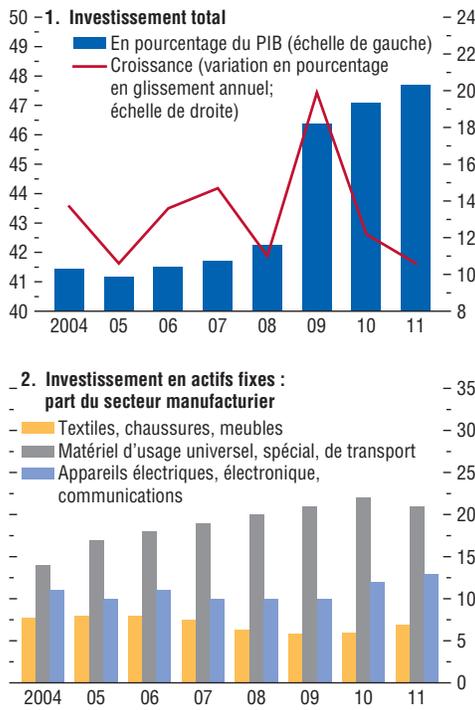
les importations s'est révélée beaucoup plus forte que celle de la consommation intérieure, ce qui a exercé des pressions à la baisse sur la balance commerciale.

La dégradation amorcée il y a longtemps des termes de l'échange de la Chine est une autre cause du ralentissement de l'excédent courant<sup>1</sup>. La forte hausse des dépenses d'investissement s'est traduite par une progression des importations, en particulier de produits de base et de minéraux dont l'offre mondiale est relativement peu élastique et dont les cours augmentent. En même temps, le matériel et l'outillage, dont l'offre mondiale est aussi relativement peu élastique, qui font l'objet d'une vive concurrence et dont les prix relatifs sont en baisse, occupent une place de plus en plus importante dans

<sup>1</sup>D'un point de vue historique, cette dégradation n'est pas surprenante. D'autres économies de la région, le Japon et les nouvelles économies industrielles d'Asie notamment, accusent depuis longtemps un recul analogue de leurs termes de l'échange, à mesure qu'elles gagnent d'importantes parts de marché pour leurs exportations et avancent dans leur trajectoire de développement.

Encadré 1.3 (suite)

**Graphique 1.3.2. Chine : investissement en actifs fixes, 2004–11**  
(En pourcentage, sauf indication contraire)

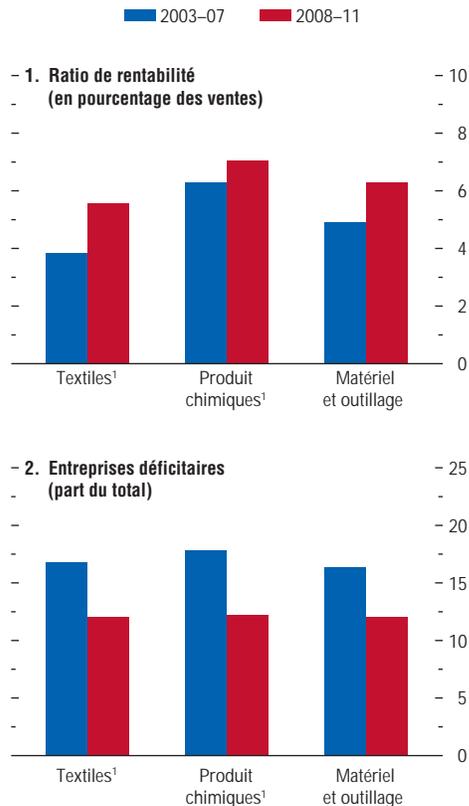


Source : calculs des services du FMI.

les exportations. À cause de sa taille économique, la Chine n'est plus en fait preneur de prix sur les marchés mondiaux, de sorte que ses investissements vigoureux intensifient les pressions à la baisse sur les prix de ses biens d'exportation. Hormis un rebond temporaire en 2009, les termes de l'échange de la Chine ont en conséquence diminué de 10½ points de pourcentage de plus que prévu au début de 2008.

La hausse des coûts intérieurs est également citée parmi les raisons du recul de l'excédent commercial chinois. Il existe des informations empiriques sur cette hausse et les données officielles semblent indiquer que les salaires nominaux augmentent d'environ 15 % par an. En même temps, le renminbi s'apprécie en termes réels pondérés par les échanges (14¾ % entre avril 2008 et la fin de 2011). Cependant, il n'est pas encore établi que cette hausse

**Graphique 1.3.3. Chine : rentabilité du secteur manufacturier, 2003–11**



Source : calculs des services du FMI.  
<sup>1</sup>Et produits connexes.

des coûts influe considérablement sur la compétitivité. En fait, les marges bénéficiaires augmentent et la part des entreprises déficitaires dans tout un ensemble de secteurs diminue (graphique 1.3.3.). Plusieurs facteurs ont contenu les répercussions de la hausse des coûts intérieurs et facilité une amélioration de la productivité, y compris la relocalisation d'entreprises des provinces côtières dans les régions intérieures où les coûts sont moins élevés, les économies d'échelle qui vont de pair avec un marché intérieur en pleine croissance et la persistance des coûts faibles des principaux intrants (terres, eau, énergie, capital).

**Encadré 1.3 (suite)****Tableau 1.3.1. Contributions au recul du solde courant de la Chine (estimations), 2007–11<sup>1</sup>***(En pourcentage du PIB)*

	Élasticités des échanges (estimations) <sup>2</sup>	Équation du solde courant (forme réduite)
Chiffres effectifs 2007	10,1	10,1
Chiffres effectifs 2011 <sup>3</sup>	2,8	2,8
Variation, 2007–11	-7,3	-7,3
Facteurs contributifs :		
Termes de l'échange	-1,6	-3,6
Demande extérieure	-1,1	-1,4
Investissement	-1,8	-2,6
Taux de change effectif réel	-2,1	-1,3
Autres	-0,8	1,5

Source : calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Voir Ahuja *et al.*, (à paraître).<sup>2</sup>Calculées à partir d'estimations des importations et des exportations de biens et de services.<sup>3</sup>Provisoires.

Dans quelle mesure ces facteurs ont-ils contribué au recul observé de l'excédent courant chinois? La réponse à cette question n'est pas simple, car tous les facteurs sont étroitement liés et influencés par d'autres éléments. La contribution de chacun d'entre eux est donc difficile à cerner avec précision. Néanmoins, les calculs effectués à titre indicatif par les services du FMI, à l'aide d'hypothèses simplificatrices, peuvent apporter quelques éclaircissements. Ils comparent l'évolution effective des quatre variables clés par rapport à un scénario hypothétique et deux approches différentes sont utilisées pour obtenir les élasticité pertinentes<sup>2</sup>. Dans ce scénario, la croissance des partenaires commerciaux de la Chine reste à son niveau potentiel en 2007–11, le taux de change réel est constant et les termes de l'échange et le ratio investissement/PIB demeurent à leur niveau de 2007. Les calculs semblent indiquer que le recul des termes de l'échange contribue à hauteur de un à deux cinquièmes à la baisse de l'excédent courant ces quatre dernières années (tableau 1.3.1). L'accélération de l'investissement a

<sup>2</sup>Voir de nouveau Ahuja *et al.*, (à paraître).

représenté entre un quart et un tiers de la baisse, et l'appréciation de la monnaie entre un cinquième et un tiers. Le fait que la croissance des pays partenaires ait été inférieure à son potentiel a eu un effet légèrement plus faible. Dans l'ensemble, la conclusion est que la croissance de l'investissement intérieur, la dégradation des termes de l'échange et la hausse du taux de change effectif réel (TCER) expliquent dans une large mesure le recul du solde courant après la crise. Cela dit, ces calculs reposent sur une approche d'équilibre partiel et doivent donc être interprétés avec prudence, notamment parce qu'ils ne tiennent pas compte des effets de rétroaction entre les divers facteurs (comme les liens entre l'investissement élevé en Chine et la hausse des cours mondiaux des produits de base).

Les prévisions publiées dans la présente version des *Perspectives de l'économie mondiale* font état d'une nouvelle hausse de l'excédent courant de la Chine, qui sera tout au plus de l'ordre de 4 % à 4½ % du PIB d'ici à 2017, soit un déséquilibre extérieur beaucoup plus faible que celui indiqué dans les précédentes prévisions. Cependant, la part de la Chine dans l'excédent courant mondial global continuera de progresser à mesure que son économie croîtra (graphique 1.3.4). Ces projections tiennent pour acquis que persisteront nombre des récentes évolutions à la base du ralentissement du solde courant. En particulier, les termes de l'échange sont censés se dégrader régulièrement (de ½ % par an) et le ratio d'investissement rester proche des niveaux actuels, alors que le rééquilibrage vers la consommation s'accélérera progressivement. On suppose aussi que la Chine gagnera des parts de marché au même rythme moyen que pendant la précédente décennie. Les projections ont en outre été établies à partir de l'hypothèse classique retenue dans les PEM que le TCER demeurera au niveau en vigueur lorsque les prévisions actuelles des PEM ont été préparées. Dans ces conditions, les exportations nettes s'amélioreront sans doute en termes réels à mesure que la demande mondiale se redressera, mais l'excédent courant ne devrait pas normalement retrouver les niveaux enregistrés avant la Grande Récession.

Les risques qui pèsent sur les projections du solde courant sont considérables. Ils tiennent en partie aux perspectives mondiales, mais aussi aux incerti-

Encadré 1.3 (fin)

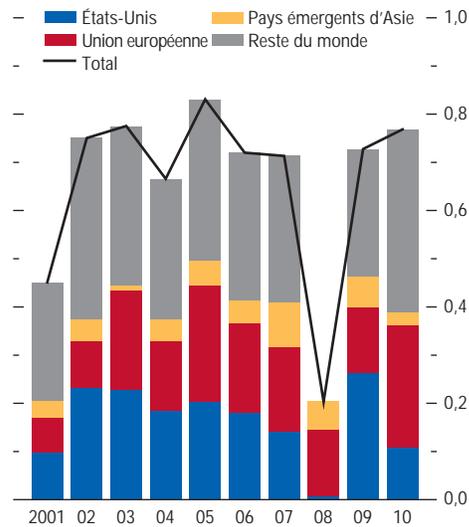
**Graphique 1.3.4. Chine : ratio solde courant/PIB mondial, 2006–17**  
(En pourcentage du PIB nominal mondial)



Source : estimations des services du FMI.

**Graphique 1.3.5. Chine : variation des parts de marché, 2001–10**

(Variation par rapport à l'année précédente; points de pourcentage)



Source : calculs des services du FMI.

Note : Les 27 pays de l'UE sont énumérés au tableau C de l'appendice statistique.

tudes sur le rythme des mutations structurelles de l'économie chinoise. La croissance rapide des parts de marché à l'exportation de la Chine pendant la dernière décennie résulte de divers facteurs qui ont pris fin, dont les bienfaits de l'adhésion à l'Organisation mondiale du commerce, la forte croissance de la productivité manufacturière, la relocalisation massive en Chine d'installations de production étrangères et le bas niveau des coûts de production (graphique 1.3.5). Pour que la croissance des exportations se poursuive, il faudra réorienter le mix produits manufacturiers vers le haut de gamme, processus qui se heurtera à la lenteur de la reprise de la demande mondiale. En outre, les marchés existants deviendront saturés, les possibilités de gains de productivité tirés des transferts de technologie se réduiront et le nombre d'installations de production qui se relocalisent en Chine diminuera.

En conclusion, le recul de l'excédent extérieur chinois est considérable et a contribué à une série

de déséquilibres mondiaux en constante évolution. Toutefois, le niveau très élevé de l'investissement explique dans une large mesure cet ajustement. Les données officielles disponibles sur la consommation et l'épargne pour la période allant jusqu'à la fin de 2010 ne font pas encore ressortir une augmentation du ratio consommation intérieure/PIB, ni une diminution de l'épargne nationale. Cependant, les principaux objectifs du 12<sup>e</sup> plan quinquennal sont d'augmenter le revenu des ménages, de stimuler la consommation et de faciliter le développement du secteur des services. Si les réformes structurelles en cours sont menées à bien, la Chine sera à même de réduire encore son excédent courant par la consommation intérieure, et non l'investissement. Ce serait en fin de compte une mutation plus durable qui améliorerait les conditions de vie de la population chinoise et contribuerait sensiblement à une croissance robuste, soutenue et équilibrée.

## Bibliographie

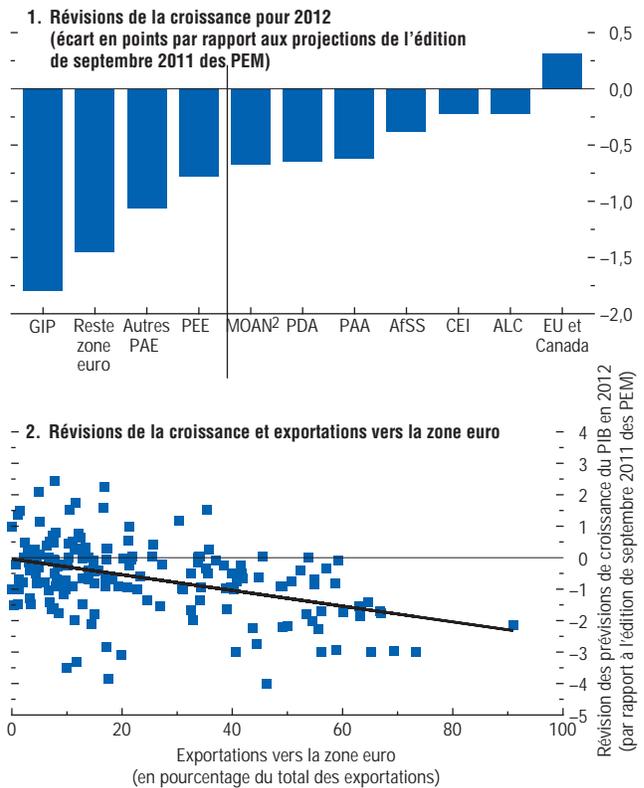
- Acemoglu, Daron, and David Autor, 2011, "Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings," in *Handbook of Labor Economics*, Vol. 4, ed. by Orley Ashenfelter and David E. Card (Amsterdam: Elsevier).
- Acharya, Viral, Lars Lochstoer, and Tarun Ramadorai, 2010, "Limits to Arbitrage and Hedging: Evidence from Commodity Markets" (non publié; New York: New York University).
- Ahuja, Ashvin, Rudolf Bems, Nigel Andrew Chalk, Malhar Nabar, Papa M'B. P. N'Diaye, and Nathaniel John Porter, à paraître, "An End to Global Imbalances? A View from China," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Alquist, Ron, Lutz Kilian, and Robert Vigfusson, 2011, "Forecasting the Price of Oil," Working Paper No. 2011-15 (Ottawa: Bank of Canada).
- Asdrubali, Pierfederico, Bent Sorensen, and Oved Yosha, 1996, "Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–90," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, p. 1081–110.
- Atkinson, Tony, Thomas Piketty, and Emmanuel Saez, 2011, "Top Incomes in the Long Run of History," *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, No. 1, p. 3–71.
- Bai, Jushan, and Serena Ng, 2002, "Determining the Number of Factors in Approximate Factor Models," *Econometrica*, Vol. 70, No. 1, p. 191–221.
- , 2007, "Determining the Number of Primitive Shocks in Factor Models," *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 25, p. 52–60.
- Berg, Andrew, and Jonathan Ostry, 2011, "Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin?" IMF Staff Discussion Note No. 11/08 (Washington: International Monetary Fund).
- Bloom, Nicholas, 2009, "The Impact of Uncertainty Shocks," *Econometrica*, Vol. 77, No. 3, p. 623–85.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, à paraître, "How do Business and Financial Cycles Interact?" *Journal of International Economics*.
- Coenen, Günter, Christopher J. Erceg, Charles Freedman, Davide Ferceri, Michael Kumhof, René Lalonde, Douglas Laxton, Jesper Lindé, Annabelle Mourougane, Dirk Muir, Susanna Mursula, Carlos de Resende, John Roberts, Werner Roeger, Stephen Snudden, Mathias Trabandt, and Jan in 't Veld, 2012, "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models," *American Economic Journal*, Vol. 4, No. 1, p. 22–68.
- Dao, Mai, and Prakash Loungani, 2010, "The Human Cost of Recessions: Assessing It, Reducing It," IMF Staff Position Note No. 10/17 (Washington: International Monetary Fund).
- Decressin, Jörg, and Douglas Laxton, 2009, "Gauging Risks for Deflation," IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Elekdag, 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).
- Etula, Erkki, 2009, "Broker-Dealer Risk Appetite and Commodity Returns," Staff Report No. 406 (New York: Federal Reserve Bank).
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, No. 2, p. 365–81.
- Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani et Marco E. Terrones, 2009, «Une récession extraordinaire», *Finances & Développement*, Vol. 46, No. 2, p. 25–28.
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok, and Eswar Prasad, à paraître, "Global Business Cycles: Convergence or Decoupling?" *International Economic Review*.
- Kumar, Manmohan S., 2003, *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: International Monetary Fund).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: International Monetary Fund).
- Loungani, Prakash, 2012, "Unemployment through the Prism of the Great Recession," *IMF Research Bulletin* (March).
- Mendoza, Enrique, and Marco E. Terrones, à paraître, "An Anatomy of Credit Booms and Their Demise," ed. by Carmen Reinhart and Miguel Fuentes, *Capital Mobility and Monetary Policy*.
- Rajan, Raghuram G., 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

La situation économique mondiale s'est profondément modifiée depuis septembre 2011. La croissance s'est fortement ralentie en Europe, où beaucoup de pays sont d'ores et déjà en récession ou en passe de l'être. Les troubles se sont propagés au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, ce qui a assombri encore davantage les perspectives de cette région alors même que certains de ses pays se remettent de conflits antérieurs. L'évolution a toutefois été plus positive dans d'autres régions. Des nouvelles économiques encourageantes sont en effet venues des États-Unis, qui ont vu leur croissance augmenter et leur taux de chômage diminuer. L'Asie a, pour sa part, bien supporté le ralentissement de l'activité économique mondiale et semble se diriger vers un atterrissage en douceur. L'Amérique latine a résisté aux oscillations de l'aversion pour le risque découlant de l'évolution de la situation en Europe au cours des derniers mois. Enfin, l'Afrique subsaharienne a étonnamment bien résisté au ralentissement économique observé en Europe grâce à la réorientation engagée de ses liens économiques vers l'Asie.

Si les perspectives de croissance ont été revues à la baisse presque partout dans le monde depuis la publication de l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*, elles devraient s'améliorer au deuxième semestre de 2012 sous l'effet combiné des mesures prises dans l'ensemble des pays développés et des pays émergents. Cette évolution est illustrée par le graphique 2.1, qui montre les révisions apportées aux prévisions de croissance établies, pour 2012, dans l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*. Ces révisions ont, dans l'ensemble, été négatives, mais à des degrés variables. Elles tiennent en partie aux répercussions de la détérioration des perspectives en Europe — le diagramme de dispersion montre que ce sont généralement les pays qui entretiennent les liens commerciaux les plus étroits avec l'Europe qui ont fait l'objet des révisions à la baisse les plus fortes. Cette question des répercussions extérieures est récurrente tout au long du présent chapitre. Pour situer le contexte dans lequel se place leur examen, le graphique 2.2 montre les effets moyens du scénario de

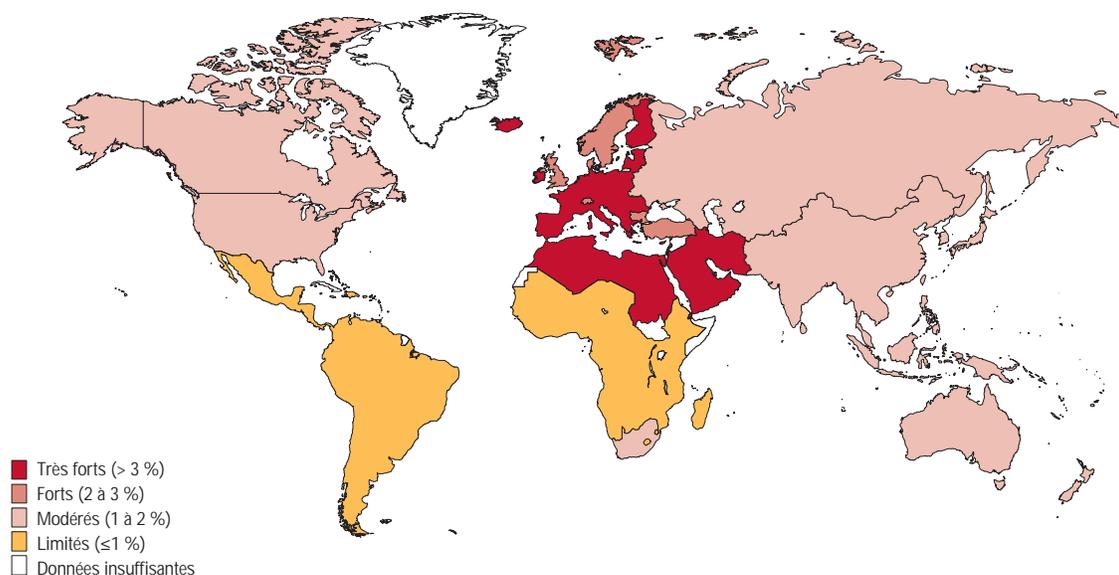
**Graphique 2.1. Révisions des projections de croissance des Perspectives de l'économie mondiale (PEM) et liens commerciaux avec l'Europe<sup>1</sup>**

Les perspectives d'évolution ont dans l'ensemble été révisées à la baisse, mais à des degrés divers. Les révisions reflètent en partie les répercussions de la dégradation des perspectives en Europe — les pays qui entretiennent les relations commerciales les plus étroites avec l'Europe ont généralement fait l'objet des plus fortes révisions à la baisse.



Sources : FMI, *Direction of Trade Statistics*; estimations des services du FMI.  
<sup>1</sup>AfSS : 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; GIP : Grèce, Irlande et Portugal; MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord; PAA : pays avancés d'Asie; PDA : pays en développement d'Asie; PEE : pays émergents d'Europe; reste zone euro : Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Italie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, République slovaque et Slovaquie.  
<sup>2</sup>Exclut la Libye et la République arabe syrienne, ainsi que le Soudan du Sud à partir du 9 juillet 2011.

**Graphique 2.2. Effets d'une aggravation de la crise de la zone euro sur diverses régions**  
(Écart maximal de la production par rapport au scénario de référence des PEM)



Source : estimations des services du FMI.

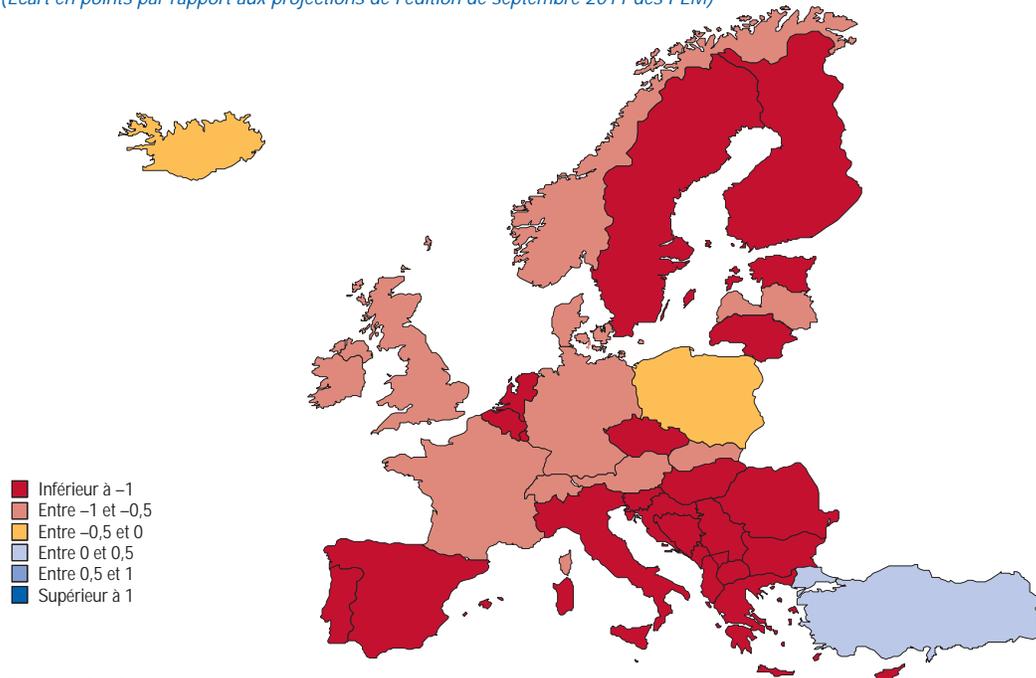
Note : écart maximal de la production par rapport au scénario de référence des PEM, selon le premier scénario baissier décrit au chapitre 1 (hausse des tensions bancaires et souveraines dans la zone euro). Il a été procédé à des simulations à l'aide du modèle économique mondial du FMI, qui est un modèle couvrant six régions (complété par des modèles satellites) qui ne modélise pas explicitement les différents pays (à l'exception des États-Unis et du Japon).

crise dans la zone euro considéré au chapitre 1 sur chacune des régions examinées dans le présent chapitre. Ce scénario modélise les effets probables d'une intensification de la crise dans la zone euro, à savoir une chute brutale de l'appétit pour le risque, des prix des actifs et des produits de base ainsi que de la demande mondiale. Si l'Europe est, à l'évidence, la région la plus fortement touchée, la forme que revêtent les répercussions extérieures varie en fonction à la fois de la vigueur des liens commerciaux, des interactions entre les marchés financiers et des engagements des banques de la zone euro. Ces divers canaux de transmission et leur expression régionale sont examinés de manière plus approfondie dans la suite du texte.

Le chapitre s'ouvre par une analyse poussée des perspectives d'évolution en Europe ainsi que des effets secondaires s'exerçant, au sein de la région, de la périphérie vers le cœur de la zone euro et de celle-ci vers le reste de l'Europe. Il examine ensuite les perspectives pour les États-Unis et le Canada, l'Asie, l'Amérique latine et les Caraïbes, la Communauté des États indépendants (CEI), le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord, et l'Afrique subsaharienne.

## Europe : crise, récession et contagion

*Au dernier trimestre de 2011, les craintes renouvelées d'une intensification et propagation de la crise de la zone euro ont été à l'origine d'un regain d'incertitude et d'une augmentation des primes de risque qui ont contribué à un ralentissement étonnamment marqué de l'activité économique dans la zone euro dont les effets se sont fait sentir dans le reste de l'Europe et au-delà. La Banque centrale européenne (BCE) a allégé les difficultés de financement rencontrées dans le secteur bancaire en menant des opérations de refinancement à plus long terme. Ces mesures, jointes aux dispositions prises pour renforcer le pacte budgétaire, les réformes structurelles et l'assainissement des finances publiques, ont permis de stabiliser l'humeur des marchés et de réduire les incertitudes. La décision prise récemment de renforcer le pare-feu européen consolide ces efforts. Les perspectives de référence tablent sur un retour progressif de la reprise en 2012–13. La possibilité d'une recrudescence de la crise reste un risque important de détérioration des perspectives de croissance et de la stabilité du secteur financier tant que les problèmes fondamentaux n'auront pas été résolus.*

**Graphique 2.3. Europe : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012***(Écart en points par rapport aux projections de l'édition de septembre 2011 des PEM)*

Source : estimations des services du FMI.

L'activité réelle en Europe s'est ralentie davantage que prévu au dernier trimestre de 2011 avec une contraction de la production dans plusieurs pays. Les révisions à la baisse des prévisions de croissance pour 2012 par rapport à l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale* sont, de ce fait, dans l'ensemble plus marquées pour l'Europe que pour les autres régions (graphiques 2.1 et 2.3).

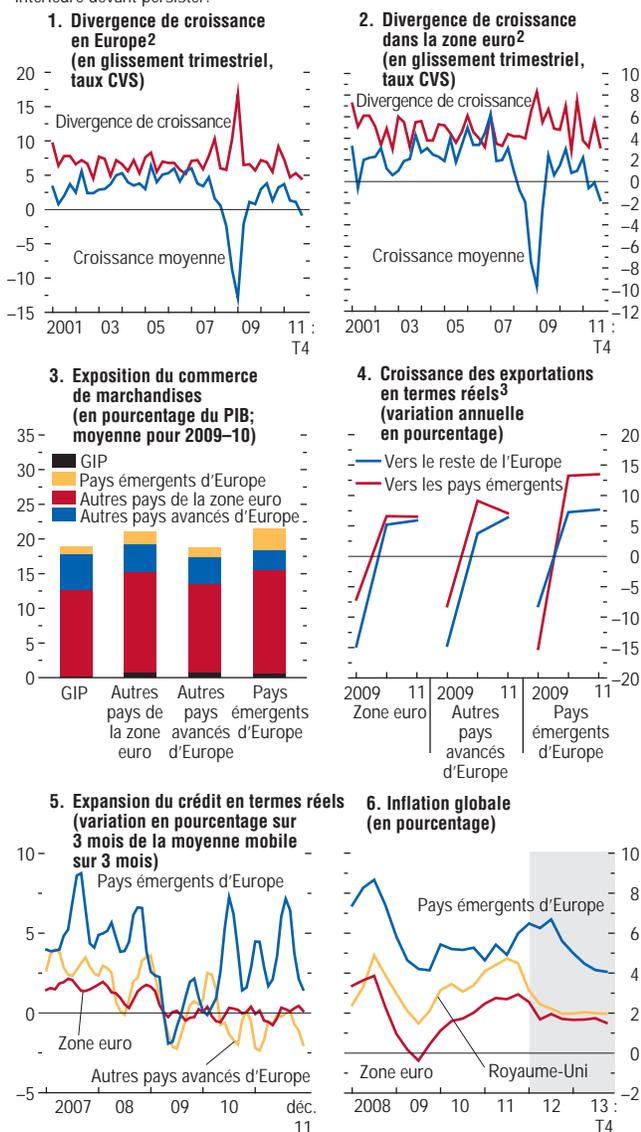
Le ralentissement étonnamment prononcé de l'activité a été notamment provoqué par une forte montée des risques perçus quant aux perspectives de croissance, à la compétitivité et à la solvabilité des États dans les pays périphériques de la région touchés par la crise et en Italie. Le secteur bancaire a joué un rôle déterminant en diffusant cette grave perturbation dans l'ensemble de la région. Les banques détenant des obligations publiques, la montée des risques souverains perçus a ranimé les pressions financières et provoqué une hausse des rendements et des primes de risque. Le processus de désendettement des bilans s'est en conséquence accéléré au second semestre de 2011, comme on le verra plus en détail dans la section du présent chapitre consacrée aux répercussions extérieures. Ce processus a, en fait, eu le même effet qu'un choc sur

l'offre de crédits bancaires en contribuant à ralentir la croissance des crédits accordés au secteur privé, ou même à faire diminuer ces crédits. Le lien entre le désendettement des banques de la zone euro et la croissance du crédit a présenté une forte composante transnationale, surtout en Europe de l'Est (encadré 2.1).

Le degré auquel ces grandes tendances ont ralenti la croissance dans les divers pays européens est fonction non seulement de l'exposition de chacun d'eux aux éléments constitutifs de la crise et aux graves perturbations sous-jacentes, mais aussi de leur situation initiale, surtout dans le domaine budgétaire et en ce qui concerne la fragilité du secteur financier. Les écarts de croissance sont plus prononcés entre les membres de la zone euro que pendant la phase d'expansion des années 2003 à 2008 (graphique 2.4). La Grèce, l'Irlande et le Portugal restent les pays les plus touchés par la crise, dont l'intensification observée à l'automne a fortement affecté l'Italie et, dans une moindre mesure, l'Espagne, qui a subi une nette contraction de l'activité économique au dernier trimestre. Les autres pays européens, membres ou non de la zone euro, ont enregistré un ralentissement de l'activité qui les a fait entrer, ou presque, dans une phase de légère récession.

## Graphique 2.4. Europe : retour à la récession<sup>1</sup>

L'Europe a resombré dans la récession sous l'effet de la remontée des risques perçus de crise dans la zone euro à la fin de 2011. L'agrégat occulte les divergences de croissance dans la région, une forte récession étant prévue dans les pays en crise de la zone euro. Du fait de l'étroitesse des liens commerciaux et financiers existant entre les pays de la région, les perspectives d'évolution sont aussi plus faibles pour le reste de l'Europe. L'expansion du crédit est faible et risque de s'affaiblir encore. L'inflation devrait reculer dans l'ensemble de la région, la faiblesse de la demande intérieure devant persister.



Sources : FMI, *Direction of Trade Statistics* et *International Financial Statistics*; estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>GIP : Grèce, Irlande, Portugal. Autres pays avancés d'Europe : Danemark, Islande, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède et Suisse. Pays émergents d'Europe : Albanie, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Hongrie, Kosovo, Lettonie, Lituanie, ex-République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Pologne, Roumanie, Serbie et Turquie.

<sup>2</sup>La divergence de croissance correspond à la différence entre la croissance au 85<sup>e</sup> centile et au 15<sup>e</sup> centile. Taux CVS : taux corrigé des variations saisonnières.

<sup>3</sup>Les valeurs nominales des échanges sont déflatées à l'aide de l'indice implicite des prix mondiaux à l'exportation de la base de données *IFS*. Les pays inclus dans le «reste de l'Europe» varient pour chaque groupe d'exportations et sont les pays européens qui ne font pas partie du groupe d'exportations considéré. La croissance des exportations pour 2011 correspond à la croissance en glissement annuel entre novembre 2010 et novembre 2011.

La situation s'est stabilisée depuis le début du mois de janvier avec une amélioration de l'humeur des marchés financiers et des signaux encourageants pour l'activité. Sur les marchés obligataires, les écarts de rendements souverains par rapport aux bunds allemands ont été moins élevés qu'ils ne l'avaient été récemment, sauf dans le cas des pays en crise. Cette amélioration tient non seulement au succès des opérations de refinancement à trois ans effectués par la BCE à la mi-décembre pour réduire les risques d'insolvabilité liés aux liquidités des banques de la zone euro, mais aussi aux réformes entreprises et aux nouvelles mesures d'assainissement adoptées ainsi qu'au redressement inattendu de l'activité observé dans d'autres régions, notamment aux États-Unis.

Les perspectives et les risques à très court terme pour l'Europe dépendent notamment de la suite des événements dans la zone euro. Les projections du scénario de référence des *Perspectives de l'économie mondiale* supposent que les gouvernants vont réussir à endiguer la crise souveraine en la gérant attentivement et en faisant avancer les mesures visant à la résoudre. La volatilité et les rendements souverains devraient continuer à se normaliser après les améliorations observées récemment en dépit des pressions qu'exercera parfois sur la croissance le renforcement de l'assainissement budgétaire.

Dans le cadre de ce scénario de référence, la croissance économique devrait se consolider en Europe au cours de l'année 2012. Le taux de croissance annuel attendu de ¼ % en 2012 marquera une forte baisse par rapport aux 2 % enregistrés en 2011 en raison principalement des retombées négatives du second semestre de 2011. Les écarts de croissance observés entre les pays européens devraient se resserrer malgré la persistance de variations considérables entre les perspectives d'évolution pour 2012–13 (tableau 2.1).

- Dans la zone euro, le PIB réel devrait, d'après les projections, fléchir à un rythme annuel de ½ % au premier semestre de 2012 avant d'amorcer un redressement. La récession devrait être peu profonde et de courte durée dans beaucoup de pays, le niveau de confiance et les conditions financières s'étant déjà améliorés et la demande émanant d'autres régions ayant des chances d'augmenter. La récession sera, en revanche, plus profonde et la reprise ne devrait s'amorcer qu'en 2013 en Grèce et au Portugal, où l'ajustement se poursuit dans le cadre de programmes conjoints UE/FMI, ainsi qu'en Italie et en

**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 <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Europe</b>	<b>2,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	...	...	...
<b>Pays avancés</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>9,4</b>	<b>10,0</b>	<b>9,9</b>
Zone euro <sup>4,5</sup>	1,4	-0,3	0,9	2,7	2,0	1,6	-0,3	0,7	1,0	10,1	10,9	10,8
Allemagne	3,1	0,6	1,5	2,5	1,9	1,8	5,7	5,2	4,9	6,0	5,6	5,5
France	1,7	0,5	1,0	2,3	2,0	1,6	-2,2	-1,9	-1,5	9,7	9,9	10,1
Italie	0,4	-1,9	-0,3	2,9	2,5	1,8	-3,2	-2,2	-1,5	8,4	9,5	9,7
Espagne	0,7	-1,8	0,1	3,1	1,9	1,6	-3,7	-2,1	-1,7	21,6	24,2	23,9
Pays-Bas	1,3	-0,5	0,8	2,5	1,8	1,8	7,5	8,2	7,8	4,5	5,5	5,5
Belgique	1,9	0,0	0,8	3,5	2,4	1,9	-0,1	-0,3	0,4	7,2	8,0	8,3
Autriche	3,1	0,9	1,8	3,6	2,2	1,9	1,2	1,4	1,4	4,2	4,4	4,3
Grèce	-6,9	-4,7	0,0	3,1	-0,5	-0,3	-9,7	-7,4	-6,6	17,3	19,4	19,4
Portugal	-1,5	-3,3	0,3	3,6	3,2	1,4	-6,4	-4,2	-3,5	12,7	14,4	14,0
Finlande	2,9	0,6	1,8	3,3	2,9	2,1	-0,7	-1,0	-0,3	7,8	7,7	7,8
Irlande	0,7	0,5	2,0	1,1	1,7	1,2	0,1	1,0	1,7	14,4	14,5	13,8
République slovaque	3,3	2,4	3,1	4,1	3,8	2,3	0,1	-0,4	-0,4	13,4	13,8	13,6
Slovénie	-0,2	-1,0	1,4	1,8	2,2	1,8	-1,1	0,0	-0,3	8,1	8,7	8,9
Luxembourg	1,0	-0,2	1,9	3,4	2,3	1,6	6,9	5,7	5,6	6,0	6,0	6,0
Estonie	7,6	2,0	3,6	5,1	3,9	2,6	3,2	0,9	-0,3	12,5	11,3	10,0
Chypre	0,5	-1,2	0,8	3,5	2,8	2,2	-8,5	-6,2	-6,3	7,8	9,5	9,6
Malte	2,1	1,2	2,0	2,4	2,0	1,9	-3,2	-3,0	-2,9	6,4	6,6	6,5
Royaume-Uni <sup>5</sup>	0,7	0,8	2,0	4,5	2,4	2,0	-1,9	-1,7	-1,1	8,0	8,3	8,2
Suède	4,0	0,9	2,3	1,4	2,5	2,0	6,7	3,0	2,9	7,5	7,5	7,7
Suisse	1,9	0,8	1,7	0,2	-0,5	0,5	14,0	12,1	11,6	3,1	3,4	3,6
République tchèque	1,7	0,1	2,1	1,9	3,5	1,9	-2,9	-2,1	-1,9	6,7	7,0	7,4
Norvège	1,7	1,8	2,0	1,3	1,5	2,0	14,6	14,8	13,7	3,3	3,6	3,5
Danemark	1,0	0,5	1,2	2,8	2,6	2,2	6,2	4,8	4,5	6,1	5,8	5,5
Islande	3,1	2,4	2,6	4,0	4,8	3,5	-6,5	-2,8	-1,5	7,4	6,3	6,0
<b>Pays émergents<sup>6</sup></b>	<b>5,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>	<b>-6,0</b>	<b>-5,6</b>	<b>-5,5</b>	...	...	...
Turquie	8,5	2,3	3,2	6,5	10,6	7,1	-9,9	-8,8	-8,2	9,9	10,3	10,5
Pologne	4,3	2,6	3,2	4,3	3,8	2,7	-4,3	-4,5	-4,3	9,6	9,4	9,1
Roumanie	2,5	1,5	3,0	5,8	2,9	3,1	-4,2	-4,2	-4,7	7,2	7,2	7,1
Hongrie	1,7	0,0	1,8	3,9	5,2	3,5	1,6	3,3	1,2	11,0	11,5	11,0
Bulgarie	1,7	0,8	1,5	3,4	2,1	2,3	1,9	2,1	1,6	12,5	12,5	12,0
Serbie	1,8	0,5	3,0	11,2	4,1	4,3	-9,1	-8,6	-7,9	23,7	23,9	23,6
Croatie	0,0	-0,5	1,0	2,3	2,2	2,4	0,9	0,4	-0,2	13,2	13,5	12,7
Lituanie	5,9	2,0	2,7	4,1	3,1	2,5	-1,7	-2,0	-2,3	15,5	14,5	13,0
Lettonie	5,5	2,0	2,5	4,2	2,6	2,2	-1,2	-1,9	-2,5	15,6	15,5	14,6

<sup>1</sup>Les 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.

<sup>2</sup>En pourcentage du PIB.

<sup>3</sup>En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

<sup>4</sup>Après correction pour tenir compte des discordances dans les données sur les transactions intérieures à la zone.

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

<sup>6</sup>Inclut aussi l'Albanie, la Bosnie-Herzégovine, le Kosovo, l'ancienne République yougoslave de Macédoine et le Monténégro.

Espagne, où les écarts de rendement restent élevés malgré le renforcement des efforts budgétaires.

- La croissance devrait rebondir en 2012 dans les autres pays avancés d'Europe sous l'effet principalement d'un redressement de la demande mondiale et d'une amélioration des perspectives pour le cœur de la zone euro. Beaucoup de ces pays n'ont pas connu de gros déséquilibres avant la crise, et les pressions s'exerçant sur les bilans ont été plus faibles pour

les ménages et les administrations publiques. Cela a permis d'amortir les répercussions de la crise de la zone euro. La croissance sera faible, par contre, début 2012 au Royaume-Uni, où le secteur financier a été durement touché par la crise mondiale, avant de se redresser comme ailleurs.

- Les perspectives de croissance à très court terme pour les pays émergents d'Europe seront étroitement liées à l'évolution de la situation dans les

pays du cœur de la zone euro. Selon le scénario de référence, les effets externes du ralentissement de l'activité observé dans la zone euro dans les derniers mois de 2011 auront déjà été résorbés, et l'expansion des échanges ainsi que l'activité manufacturière devraient se redresser dans la zone euro et l'ensemble du monde, tout au long de l'année 2012. Un durcissement des conditions de financement résultant du désendettement des banques mères de la zone euro risque toutefois de peser sur l'expansion du crédit.

L'inflation a ralenti dans beaucoup de pays au second semestre de 2011, et elle devrait rester bien contenue du fait du ralentissement de l'activité et de la baisse des prix des produits de base. Là où elle a progressé ou s'est maintenue au-dessus de l'objectif fixé, c'est essentiellement en raison de facteurs ponctuels comme une hausse des prix de l'énergie et de la fiscalité indirecte.

Les perspectives de croissance à très court terme de l'Europe continuent d'avoir plus de risques d'être révisées à la baisse. Malgré les progrès réalisés ces derniers mois dans le renforcement de la gestion de crise, le risque d'une nouvelle recrudescence de la crise dans la zone euro persistera tant que les problèmes sous-jacents n'auront pas été résolus. La plupart des pays de la région gravitant sur la même orbite, l'aggravation possible de la crise de la zone euro reste le principal risque baissier étant donné l'étroitesse des liens commerciaux et financiers qui les unissent.

### Répercussions sur les autres régions de la crise de la zone euro

Une aggravation de la crise de la zone euro pourrait à nouveau enclencher 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. Les simulations du modèle sur lequel repose le scénario de dégradation des perspectives de la zone euro, qui sont décrites au chapitre 1 et présentées dans le graphique 2.2, montrent les effets que pourrait avoir une aggravation de la crise. Premièrement, les covariations des marchés financiers pourraient atteindre des niveaux beaucoup plus élevés, comparables à ceux observés en 2008–09, et s'accompagner d'une hausse des rendements et des primes de risque. Deuxièmement, la

montée des incertitudes et de l'aversion mondiale pour le risque pourrait se traduire par une détérioration de la confiance qui ralentirait immédiatement la demande intérieure. De surcroît, les échanges internationaux (de biens de consommation durables, en particulier) diminueraient plus fortement que la production globale, ce qui pourrait affecter négativement les pays à vocation exportatrice. Troisièmement, les cours du pétrole et des autres produits de base baisseraient probablement au détriment des régions qui exportent ces produits.

L'impact des répercussions extérieures dépend aussi du degré d'exposition des pays. Beaucoup de pays sont surtout liés à l'Europe par le biais des échanges commerciaux. La première plage du graphique 2.5 montre l'importance relative des exportations vers la zone euro pour chaque région. Les liens commerciaux les plus forts sont intra-européens (échanges à la fois au sein de la zone euro et avec les pays avancés et émergents européens extérieurs à la zone euro). En dehors de l'Europe, c'est avec la CEI que les liens commerciaux sont les plus intenses, puis avec le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord (MOAN) ainsi qu'avec l'Afrique subsaharienne; ils sont relativement faibles avec l'Asie, l'Amérique latine et les États-Unis.

L'exposition par le biais des liens financiers a été plus limitée en dehors du rôle joué par les banques de la zone euro et leurs filiales d'Europe centrale et orientale (deuxième plage du graphique 2.5, section consacrée aux répercussions extérieures, et chapitre 1 de l'édition d'avril 2012 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde). La troisième plage du graphique 2.5 montre que les répercussions sur les marchés financiers de la situation en Europe ont été relativement faibles puisqu'elles ont contribué pour moins d'un cinquième à la variation des mouvements des marchés financiers dans les autres régions et qu'elles sont, dans l'ensemble, moindres que celles émanant des marchés financiers des États-Unis. Les effets de contagion financière pourraient néanmoins s'intensifier en cas d'épisode de tension financière intense comme celui qui a suivi la faillite de Lehman Brothers en 2008.

### Enjeux pour les pouvoirs publics

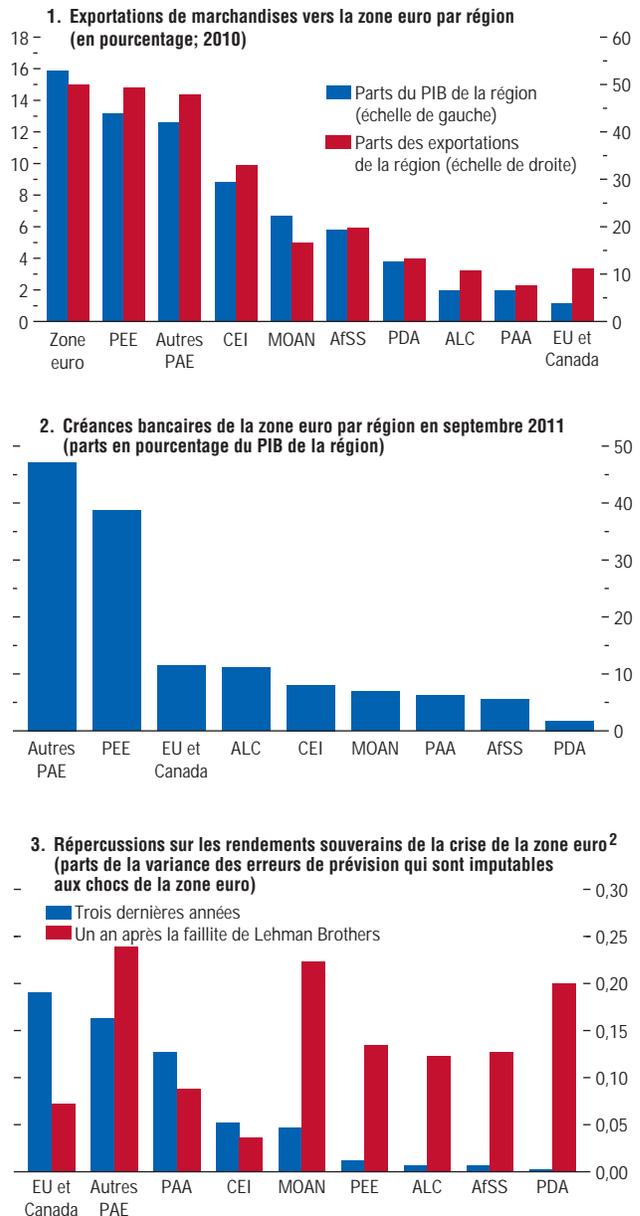
La première priorité pour les pouvoirs publics en Europe est d'empêcher une nouvelle aggravation de la crise de la croissance et de la dette souveraine dans la

zone euro tout en s'efforçant de remédier à ses causes profondes. Cela ne pourra se faire sans un ajustement de l'action menée dans plusieurs domaines tant au niveau national qu'à celui de la zone euro. La plupart des pays de la région ont besoin d'un ensemble de mesures qui soutiennent la reprise tout en s'attaquant aux problèmes de viabilité budgétaire et aux vulnérabilités du secteur financier.

L'assainissement des finances publiques constitue une priorité évidente. Les pays en crise de la zone euro et les pays dont la situation budgétaire est plus précaire (Italie, Slovaquie) doivent mettre en œuvre les programmes adoptés récemment pour resserrer la politique budgétaire. Le nouvel objectif fixé pour le déficit de l'Espagne vise un large assainissement des finances publiques qui est dans l'ensemble approprié même s'il aurait pu tenir compte davantage de l'impact des faibles perspectives de croissance. De nombreux autres pays de la zone euro, toutefois, devraient laisser les stabilisateurs automatiques fonctionner librement pour empêcher que la faiblesse persistante de l'activité et les risques de détérioration de la situation n'entament la confiance des marchés à l'égard des perspectives de croissance. Ceux qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire grâce à la solidité de leur solde budgétaire et à la crédibilité dont ils jouissent auprès des marchés devraient envisager de ralentir le rythme de l'assainissement de leurs finances publiques et privilégier des mesures visant à renforcer la viabilité de la dette à moyen terme (Allemagne). Les marchés ayant continué d'exercer peu de pressions dans l'ensemble et les coûts de financement souverain étant faibles dans les pays avancés extérieurs à la zone euro, le jeu des stabilisateurs automatiques ne devrait pas y être entravé. En outre, certains pays avancés d'Europe ont, à juste titre, permis un ralentissement de l'ajustement budgétaire structurel. Un nouveau ralentissement pourrait être envisagé en cas de détérioration de la situation économique. Les besoins d'assainissement budgétaire varient considérablement dans les pays émergents d'Europe; ceux qui ont dû faire face ces derniers mois à une montée des tensions sur les marchés et à une hausse des rendements doivent poursuivre sans relâche leurs efforts d'assainissement (Hongrie).

La nécessité de l'ajustement budgétaire s'imposant presque partout, c'est essentiellement à la politique monétaire qu'il revient de soutenir la croissance. Son

**Graphique 2.5. Liens commerciaux et financiers avec la zone euro<sup>1</sup>**



Sources : Banque des règlements internationaux; FMI, *Direction of Trade Statistics*; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>AFSS : 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; MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord; PAA : pays avancés d'Asie; PDA : pays en développement d'Asie; PEE : pays émergents d'Europe.

<sup>2</sup>Indices des répercussions calculés à l'aide de la méthode de Diebold et Yilmaz (2012) et appliqués aux variations quotidiennes des rendements souverains à long terme pour diverses régions.

orientation doit, dans l'ensemble, rester accommodante compte tenu des risques de révision à la baisse des perspectives de croissance et de la faiblesse de la menace de pressions inflationnistes à brève échéance. La BCE devrait abaisser son taux directeur tout en continuant de recourir à des mesures non conventionnelles pour remédier aux problèmes de financement et de liquidité des banques. Les banques centrales de beaucoup d'autres pays avancés d'Europe n'ont, au mieux, qu'une faible possibilité d'assouplir la politique monétaire par des moyens conventionnels, et elles doivent donc soutenir la reprise à l'aide de mesures non conventionnelles. La Banque d'Angleterre peut encore assouplir sa politique monétaire, le taux d'inflation devant tomber, au Royaume-Uni, au-dessous de l'objectif de 2 % dans le contexte d'une croissance plus faible et d'une baisse des cours des produits de base. Les pressions inflationnistes devraient rapidement diminuer dans beaucoup de pays émergents d'Europe et donc permettre aux banques centrales de ces pays d'assouplir les conditions monétaires.

Des réformes structurelles destinées à stimuler la croissance doivent aussi être rapidement engagées du fait que les risques souverains qui sont au cœur de la crise actuelle sont en partie liés aux perspectives de croissance — ou à leur absence. Des réformes des marchés des produits et du travail peuvent stimuler la productivité et sont indispensables dans les pays qui sont en proie à des problèmes de compétitivité et à des déséquilibres intérieurs ou extérieurs. Une fois mises en œuvre, elles pourront améliorer la confiance des marchés et la viabilité des situations budgétaires.

Pour prévenir une recrudescence de la crise, il est également nécessaire d'intervenir dans deux domaines au niveau de la zone euro. Premièrement, les dispositifs de gestion de crise doivent être forts. À cet égard, la décision prise récemment de regrouper le Mécanisme européen de stabilité (MES) et la Facilité européenne de stabilité financière (FESF) est opportune et, avec les autres efforts européens, elle permettra de renforcer le mécanisme européen de crise et soutiendra les efforts déployés par le FMI pour consolider le pare-feu mondial. Pour limiter les risques de désendettement excessif, les banques doivent augmenter leurs niveaux de fonds propres, parfois avec l'aide directe des pouvoirs publics. La zone euro doit se doter d'un dispositif permettant de prendre des participations directes dans le capital des banques, dans le cas notamment des pays

qui ne disposent pas de la marge de manœuvre budgétaire nécessaire pour le faire eux-mêmes.

Deuxièmement, comme il a été souligné au chapitre 1, les gouvernants doivent très rapidement remédier aux défauts de conception de l'Union économique et monétaire (UEM) qui ont contribué à la crise. C'est indispensable pour restaurer durablement la confiance des marchés. De solides mécanismes sont nécessaires à la mise en œuvre de politiques budgétaires responsables. Pour rendre acceptable la perte inévitable de liberté d'action pour les autorités nationales, les risques budgétaires doivent être davantage partagés entre les pays, y compris en procédant à un élargissement du MES, par exemple. Une autre priorité doit être de faire progresser l'intégration des secteurs financiers dans la zone euro grâce notamment à l'instauration d'une surveillance transnationale, de mécanismes de résolution des différends et d'une assurance des dépôts s'appuyant sur un dispositif de garantie commun.

## États-Unis et Canada : amorce d'une reprise

*L'économie américaine a amorcé une reprise (graphique 2.6), la croissance s'étant renforcée tout au long de l'année 2011 et le marché de l'emploi ayant donné des signes d'expansion. Les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution sont plus équilibrés, mais restent plutôt de nature baissière en raison des incertitudes budgétaires, de la faiblesse du marché immobilier et des effets de contagion possibles de la crise européenne. L'adoption de mesures audacieuses sur le marché immobilier pourrait favoriser une accélération de la reprise. Les changements apportés récemment à la stratégie de communication de la Réserve fédérale sont en outre susceptibles de renforcer l'effet expansionniste des paramètres actuels de la politique monétaire. Toutefois, les difficultés rencontrées dans l'obtention d'un accord sur la prorogation des mesures provisoires, comme les réductions d'impôts de l'administration Bush, et l'incapacité actuelle à adopter une stratégie d'assainissement budgétaire à moyen terme pourraient ébranler la confiance des marchés et compromettre les résultats. Au Canada, la reprise est bien engagée et l'économie bien positionnée, les autorités bénéficiant d'une marge de manœuvre pour réagir avec souplesse à l'évolution des perspectives économiques, y compris en laissant pleinement jouer les stabilisateurs budgétaires*

*automatiques et en recourant à des mesures de relance en cas de signes d'essoufflement de la reprise.*

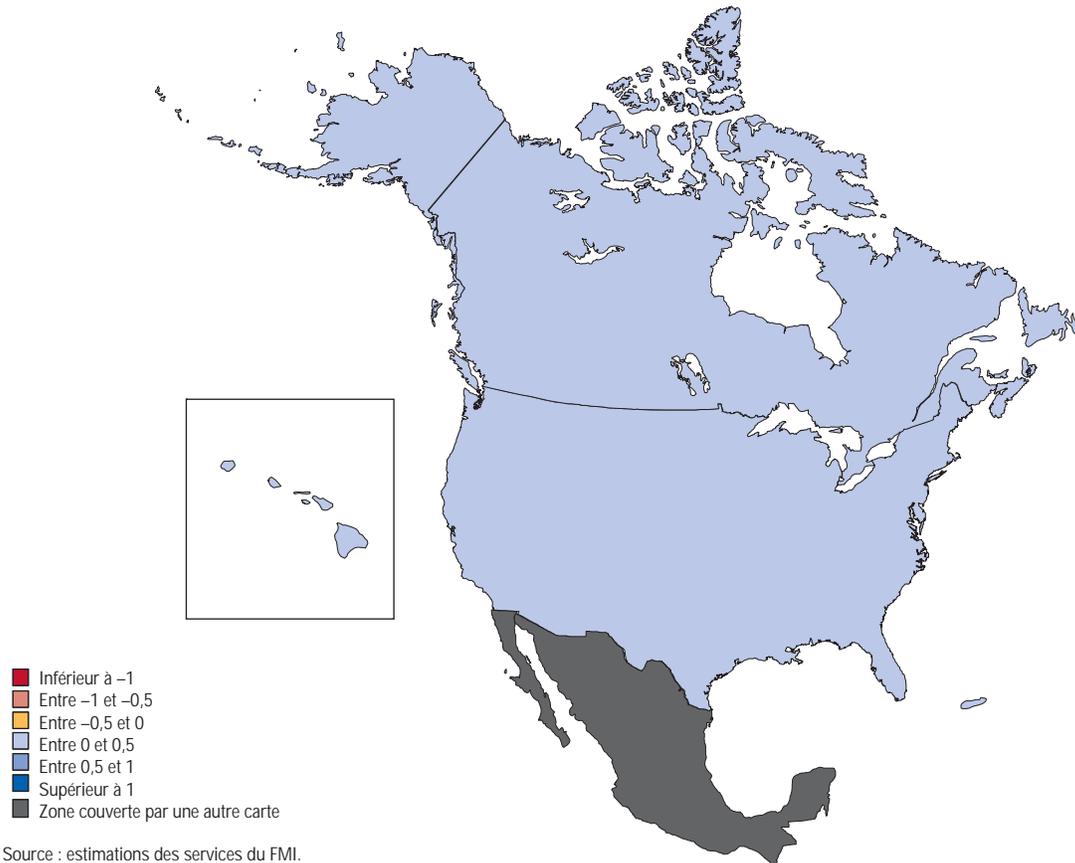
La croissance aux États-Unis a été déterminée au premier chef par des facteurs internes en 2011, l'économie américaine s'étant redressée d'elle-même, cette fois encore. Après un départ difficile, l'activité économique s'est renforcée tout au long de l'année, le taux de croissance trimestriel progressant chaque trimestre (première plage du graphique 2.7). L'inflation a été modérée récemment, mais elle risque d'être relancée à brève échéance par la hausse des cours du pétrole. En outre, si la croissance de l'emploi est évidente, l'évolution des salaires a été négative en termes réels au cours des deux dernières années, et elle reste faible (troisième plage du graphique 2.7).

Le taux de croissance de l'économie américaine devrait être de 2 % en 2012 et de 2½ % en 2013 (tableau 2.2) sous l'effet de la faiblesse persistante des prix des logements, des pressions s'exerçant en faveur

du désendettement et de la faiblesse du marché du travail. Malgré les résultats prometteurs observés récemment sur ce marché, le taux de chômage étant tombé à 8¼ % en mars, l'emploi ne devrait que légèrement progresser en 2012 et 2013. L'écart de production persistant va contenir l'inflation globale, dont le taux devrait passer de 3 % en 2011 à environ 2 % en 2012 et 2013. Les facteurs externes ont un effet relativement limité sur les perspectives de référence.

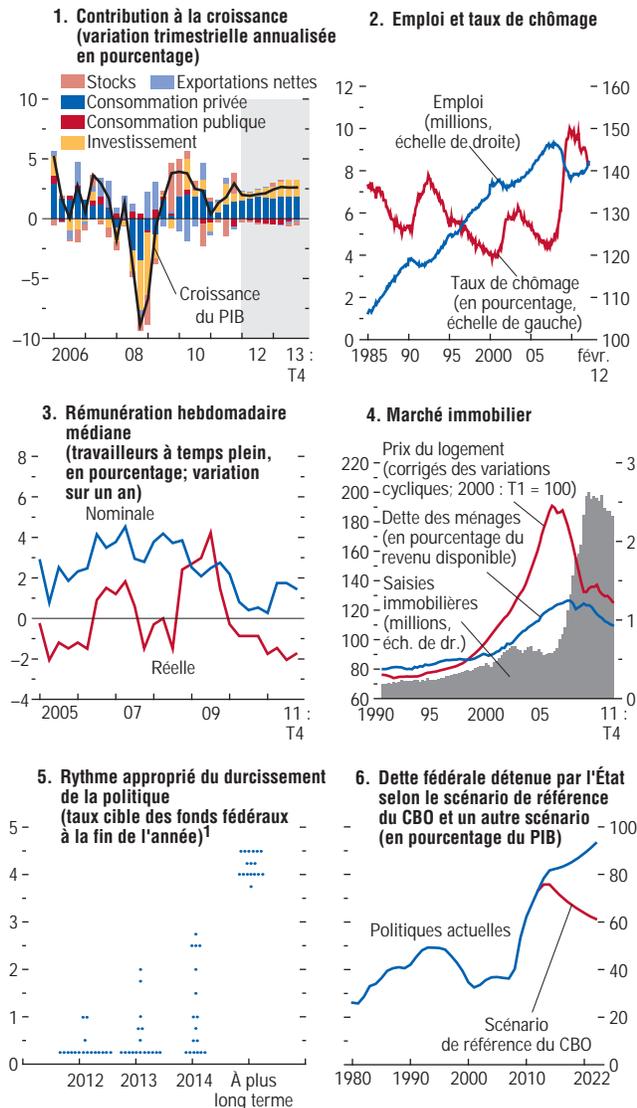
Au Canada, par contre, les facteurs déterminants de la croissance sont aussi bien externes qu'internes : dans le premier cas, il s'agit des cours mondiaux des prix des produits de base et de la demande émanant des États-Unis et, dans le second, du resserrement envisagé de la politique budgétaire et du fort endettement des ménages. Le taux de croissance devrait fléchir et passer de 2½ % en 2011 à 2 % en 2012 sous l'effet de la baisse des cours des produits de base, de la contraction budgétaire en cours et de la faiblesse de la reprise aux

**Graphique 2.6. États-Unis et Canada : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012**  
(Écart en points par rapport aux projections de l'édition de septembre 2011 des PEM)



## Graphique 2.7. États-Unis : l'économie se redresse d'elle-même

La croissance aux États-Unis a été surprenante : son rythme trimestriel s'est accéléré tout au long de l'année. Cela s'est traduit par une amélioration sur le marché du travail, bien que la croissance des salaires reste faible. Les États-Unis se trouvent aux prises avec de grosses difficultés : la faiblesse du marché immobilier, la borne qui limite à zéro les taux d'intérêt nominaux et la hausse de la dette publique. Les innovations apportées récemment par la Réserve fédérale à sa stratégie de communication seront peut-être utiles en ce qui concerne la borne des taux, mais bien plus de mesures sont nécessaires sur de multiples fronts.



Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale; Congressional Budget Office (CBO); Haver Analytics; estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Chaque point indique la valeur du jugement d'un participant au Comité de politique monétaire concernant le niveau approprié du taux cible des fonds fédéraux à la fin de la période précisée, lors de la réunion des 24 et 25 janvier 2012 du Comité.

États-Unis. De ce fait, d'après les projections, le taux d'inflation devrait tomber au point médian de la fourchette visée d'ici à 2013.

Les risques de révision à la baisse des perspectives sont non négligeables. Les effets de contagion de la zone euro sur les marchés financiers des États-Unis et du Canada sont relativement marqués en raison de l'importance du centre financier et du refuge que constituent les États-Unis (voir la troisième plage du graphique 2.5). Si les inquiétudes suscitées récemment par les États européens ont provoqué une fuite vers la sécurité, les effets qui en ont résulté pour le rendement des obligations d'État ont été neutralisés par une plus grande volatilité et d'autres effets négatifs sur les coûts de financement des banques, les obligations de sociétés et les actions. Une résurgence de la crise dans la zone euro provoquée par un regain de tension au niveau des États et du secteur bancaire pourrait facilement entamer la confiance dans le secteur des entreprises aux États-Unis et, partant, freiner l'investissement et la demande, ce qui nuirait à la croissance. La modélisation (voir le graphique 2.2) suggère que, dans le cadre d'un scénario de ce type, la production américaine pourrait fléchir de 1½ % par rapport au scénario de référence, soit une baisse représentant environ 40 % de celle observée en Europe. Un facteur qui explique plus particulièrement l'ampleur de cette retombée est le plancher de zéro fixé pour les taux d'intérêt par la politique monétaire.

Si l'Europe constitue une source extérieure importante de risque pour les perspectives d'évolution de la situation aux États-Unis, il en existe d'autres plus immédiates à l'intérieur du pays. De nombreuses dispositions fiscales actuellement en vigueur, y compris les réductions d'impôts introduites par le Président George W. Bush, commenceront à arriver à expiration en 2013, juste au moment où d'importantes réductions automatiques des dépenses entreront en application. Cet ajustement considérable pourrait notablement compromettre la reprise économique. Les dispositions fiscales susmentionnées risquent de toute façon de prendre fin étant donné les difficultés rencontrées à plusieurs reprises pour proroger des mesures provisoires. Il y a, en outre, peu de chances que la dette à moyen terme fasse l'objet d'une réduction significative avant 2013 compte tenu de la longueur de la période électorale et du blocage actuellement observé au Congrès. Si la croissance est décevante, l'absence de stratégie d'assainissement

**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 <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Pays avancés</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>
États-Unis	1,7	2,1	2,4	3,1	2,1	1,9	-3,1	-3,3	-3,1	9,0	8,2	7,9
Zone euro <sup>4,5</sup>	1,4	-0,3	0,9	2,7	2,0	1,6	-0,3	0,7	1,0	10,1	10,9	10,8
Japon	-0,7	2,0	1,7	-0,3	0,0	0,0	2,0	2,2	2,7	4,5	4,5	4,4
Royaume-Uni <sup>4</sup>	0,7	0,8	2,0	4,5	2,4	2,0	-1,9	-1,7	-1,1	8,0	8,3	8,2
Canada	2,5	2,1	2,2	2,9	2,2	2,0	-2,8	-2,7	-2,7	7,5	7,4	7,3
Autres pays avancés <sup>6</sup>	3,2	2,6	3,5	3,0	2,5	2,5	4,9	3,4	3,1	4,5	4,5	4,5
<i>Pour mémoire</i>												
Nouvelles économies industrielles d'Asie	4,0	3,4	4,2	3,6	2,9	2,7	6,5	5,9	5,7	3,6	3,5	3,5

<sup>1</sup>Les 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.

<sup>2</sup>En pourcentage du PIB.

<sup>3</sup>En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

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

<sup>5</sup>Après correction pour tenir compte des discordances dans les données sur les opérations intérieures à la zone.

<sup>6</sup>Hors pays du G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni) et de la zone euro.

budgétaire est susceptible d'entraîner une hausse de la prime de risque aux États-Unis, ce qui pourrait avoir des répercussions sur d'autres grands pays. Étant donné les problèmes auxquels continuent de se heurter l'allègement de l'endettement des ménages et l'élimination du stock de logements saisis, le redressement des prix de l'immobilier risque aussi de se faire attendre davantage que prévu dans le scénario de référence. En revanche, si le marché de l'emploi continue de surprendre agréablement et soutient, de ce fait, plus largement la consommation, la croissance pourrait prendre de la vigueur et s'intensifier à terme.

Au Canada, le marché immobilier est potentiellement vulnérable du fait du niveau élevé des prix et de l'endettement croissant des ménages. Il est aussi exposé aux risques précédemment examinés étant donné l'importance des effets de contagion provenant des États-Unis.

Vu les perspectives d'évolution et les difficultés que connaît l'Europe, la première priorité pour les autorités américaines doit être d'adopter et de s'engager à respecter un plan d'action budgétaire crédible qui place la dette publique sur une trajectoire soutenable à moyen terme. Mais, en tenant compte des enseignements tirés en Europe, elles doivent s'efforcer de soutenir la reprise à court terme. La décision prise récemment de prolonger l'allègement des prélèvements sur les salaires et les indemnités de chômage est opportune, mais davantage doit être fait pour assainir les finances

publiques à moyen terme. La Commission des finances du Congrès des États-Unis (CBO) estime que les mesures en place vont porter, d'ici à 2020, la dette fédérale détenue par le public aux alentours de 90 % du PIB, ce qui représente une charge beaucoup trop lourde (sixième plage du graphique 2.7). En revanche, si toutes les réductions d'impôts et mesures de relance provisoires n'étaient pas reconduites — une option qui compromettrait notablement la reprise et la croissance économique —, le niveau de la dette tomberait juste en dessous de 65 % du PIB.

Une autre priorité importante pour les autorités américaines est de soutenir le marché immobilier. Un Livre blanc publié récemment sur le secteur du logement par le Federal Reserve Board (BGFERS, 2012) et le chapitre 3 de la présente édition de *Perspectives de l'économie mondiale* mettent en lumière les très nombreuses façons dont la croissance est entravée par le stock de logements saisis et le grand nombre de ménages dont le patrimoine est négatif. Les améliorations apportées récemment au «Home Affordable Modification Program» sont bienvenues, mais elles risquent de ne pas être efficaces en l'absence d'une forte participation des institutions financières d'intérêt public, Fannie Mae et Freddie Mac. L'adoption des propositions gouvernementales sur le refinancement des prêts hypothécaires constituerait aussi une avancée dans la bonne direction, et le chapitre 3 ainsi que le Livre blanc du Federal Reserve Board

examinent plusieurs autres possibilités. Mais, quelle que soit l'approche adoptée, une initiative audacieuse visant à soutenir le marché immobilier pourrait avoir pour effet de stimuler sensiblement la consommation et la croissance totale, et elle est donc hautement souhaitable.

Les changements apportés récemment à la façon dont la Réserve fédérale communique ses décisions et ses hypothèses concernant l'action publique sont susceptibles de renforcer son soutien à l'économie. Plus précisément, elle a annoncé un taux cible d'inflation de 2 % à moyen terme, et elle a commencé à publier des prévisions pour son taux directeur en vue d'influencer les taux d'intérêt à long terme et de mieux ancrer les attentes inflationnistes (graphique 2.7)<sup>1</sup>. Elle devrait aussi se tenir prête à mettre en œuvre des mesures de soutien non conventionnelles si l'activité semble risquer de décevoir, à condition que les anticipations inflationnistes restent modérées.

Le Canada est dans une meilleure position que les États-Unis sur les plans budgétaire et financier. Il doit poursuivre l'assainissement de ses finances publiques bien qu'il lui soit possible d'en ralentir le rythme si les risques de révision à la baisse de la croissance se concrétisent.

## Asie : ralentissement de la croissance

*L'affaiblissement prononcé de la demande extérieure a assombri les perspectives pour l'Asie (graphique 2.8), mais la résistance de la demande intérieure en Chine, le caractère limité des effets de contagion financière, la marge de manœuvre existant pour un assouplissement des politiques et la capacité des banques asiatiques à relayer les banques européennes engagées dans la voie du désendettement laissent penser que l'atterrissage en douceur en cours a des chances de se poursuivre.*

L'activité s'est ralentie partout en Asie au dernier trimestre de 2011 sous l'effet des évolutions intervenues à l'intérieur comme à l'extérieur de la région. Les retombées de la situation en Europe se sont traduites par un affaiblissement des exportations asiatiques vers cette région (première plage du graphique 2.9). Dans

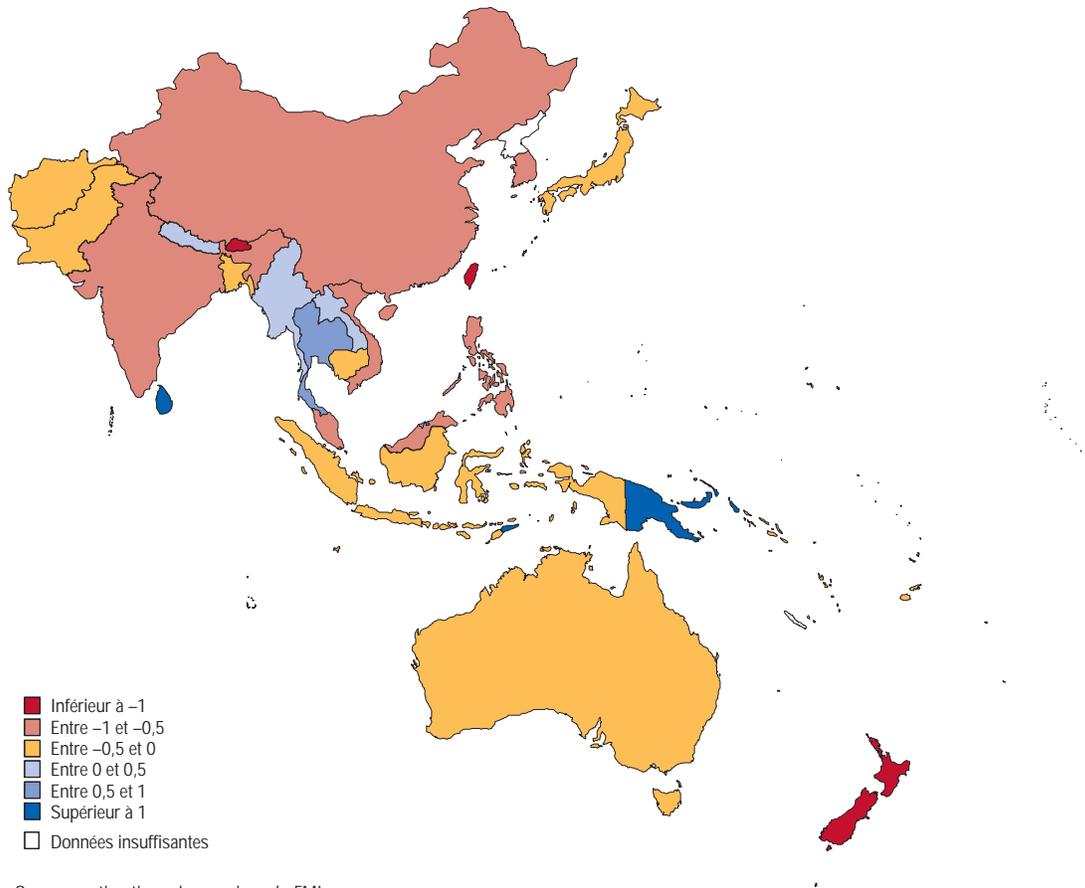
certains pays, comme l'Inde, des facteurs intérieurs ont aussi contribué au ralentissement, la détérioration du climat des affaires ayant affaibli l'investissement tandis que le durcissement des politiques a alourdi les charges d'emprunt. Les inondations exceptionnelles qui ont touché la Thaïlande ont sensiblement ralenti la croissance dans ce pays au dernier trimestre de l'année en y amputant la croissance annuelle de 2 points en 2011, ce qui a eu des répercussions négatives ailleurs (au Japon, par exemple). Dans d'autres pays d'Asie, toutefois, la vigueur de la demande intérieure a permis de compenser le freinage de la croissance imputable au ralentissement des exportations. L'investissement et la consommation privée sont restés forts en Chine grâce à la vigueur des bénéfices des entreprises et à la progression des revenus des ménages (deuxième plage du graphique 2.9). Le rebond de l'activité après les perturbations apportées à la chaîne d'approvisionnement par le séisme et le tsunami japonais de mars 2011 a, en outre, été plus prononcé que prévu.

Les turbulences financières de la zone euro ont certes rejailli sur les marchés asiatiques à la fin de l'année dernière, mais les effets de contagion ont été limités. Les flux d'investissement de portefeuille sont devenus fortement négatifs à la fin de 2011, les cours des actions ont brutalement chuté, les écarts des couvertures de défaillance (CDS) souveraine et bancaire ont augmenté, et les monnaies régionales se sont dépréciées. Dans l'ensemble, toutefois, les marchés ont moins fluctué à la fin de 2011 qu'en 2008-09. Leurs variations, qui ont eu un impact économique limité, se sont en partie inversées au début de 2012.

Dans les pays émergents d'Asie, les évolutions négatives des marchés ont été corrélées avec le degré de dépendance des pays à l'égard des banques de la zone euro (quatrième plage du graphique 2.9). Comme il est exposé de manière plus approfondie dans la section du présent chapitre consacrée aux répercussions extérieures, les banques de la zone euro ont déjà commencé à réduire leurs opérations transnationales de crédit. Les banques asiatiques sont financièrement saines dans l'ensemble, et les plus grandes d'entre elles sont souvent en mesure de renforcer leurs opérations de prêt<sup>2</sup>. Les banques de la zone euro gèrent toutefois

<sup>1</sup>Les prévisions explicites permettent d'y voir plus clair, puisque, dans le passé, il fallait procéder à une analyse grammaticale pour saisir les nuances entre des expressions comme «pendant quelque temps», «pendant une période prolongée» et «au moins jusqu'au milieu de 2013».

<sup>2</sup>Voir le chapitre 3 de l'édition d'avril 2012 de la publication intitulée *Perspectives économiques régionales : Asie et Pacifique*.

**Graphique 2.8. Asie : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012***(Écart en points par rapport aux projections de l'édition de septembre 2011 des PEM)*

Source : estimations des services du FMI.

une part non négligeable des crédits commerciaux de la région et se spécialisent souvent dans le financement de projets complexes, domaine dans lequel il pourra être difficile de les remplacer rapidement.

Bien que l'environnement extérieur laisse à désirer, un atterrissage en douceur est attendu dans le cadre des prévisions de référence du fait que la demande intérieure est vigoureuse, que la situation financière est favorable et qu'un assouplissement de l'action menée est envisageable. Le taux de croissance de la région devrait être de 6 % en 2012 et remonter progressivement à 6½ % en 2013 (tableau 2.3).

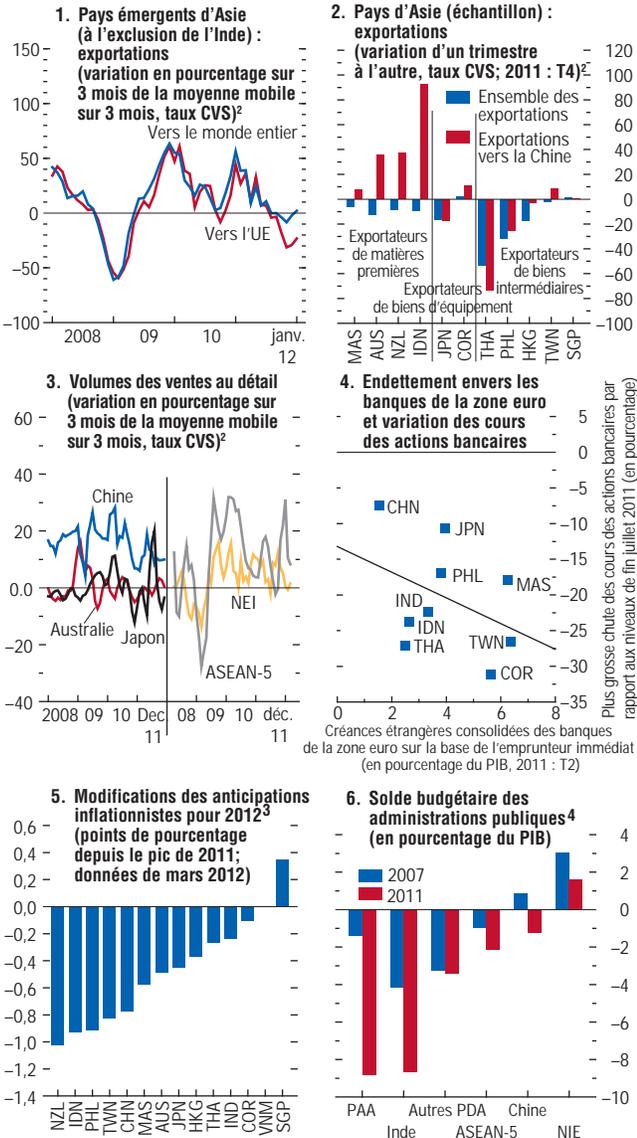
- En Chine, même avec le ralentissement provoqué par la demande extérieure, le taux de croissance devrait dépasser 8 % en 2012 et 2013, car la consommation et l'investissement devraient rester vigoureux.
- En Inde, si la baisse attendue du taux de croissance à 7 % en 2012 est en partie conjoncturelle et tient

à la hausse des taux d'intérêt et au fléchissement de la demande extérieure, elle est aussi imputable aux incertitudes qui entourent l'action publique et aux goulets d'étranglement de l'offre auxquels il faudra s'attaquer à brève échéance pour éviter une baisse de la croissance potentielle.

- Grâce au coup de fouet opportunément donné à l'activité par les dépenses de reconstruction, le taux de croissance devrait atteindre 2 % au Japon en 2012. La crise en Europe et les problèmes d'approvisionnement en énergie risquent de freiner l'activité économique et les exportations du pays. Avec un taux de 1¾ %, la croissance devrait rester modérée en 2013 sous l'effet de la faiblesse de l'environnement mondial et du ralentissement des dépenses de reconstruction.
- En Corée, une reprise de la construction devrait compenser les faibles perspectives pour la consom-

### Graphique 2.9. Asie : ralentissement de la croissance<sup>1</sup>

La contraction des exportations, surtout vers l'Europe, tempère les perspectives de croissance. La demande chinoise permet toutefois d'en atténuer les effets pour les exportateurs de produits de base de la région et la demande intérieure reste forte dans certains pays émergents d'Asie. Fin 2011, les turbulences des marchés ont été plus marquées pour les pays plus étroitement liés aux banques de la zone euro. L'inflation s'est ralentie dans de nombreux pays, mais la marge de manœuvre budgétaire est moindre aujourd'hui qu'en 2007.



Sources : Banque des règlements internationaux; CEIC; Consensus Economics; FMI, *Direction of Trade Statistics*; calculs des services du FMI.  
<sup>1</sup>Australie (AUS); ASEAN-5 : Indonésie (IDN), Malaisie (MAS), Philippines (PHL), Thaïlande (THA), Viet Nam (VNM); CHN (Chine); IND : Inde; Japon (JPN); Nouvelle-Zélande (NZL); Nouvelles économies industrielles d'Asie (NEI) : Corée (COR), RAS de Hong Kong (HKG), Singapour (SGP) et province chinoise de Taiwan (TWN); Pays avancés d'Asie : (PAA).  
<sup>2</sup>Taux CVS : taux corrigé des variations saisonnières.  
<sup>3</sup>Pour l'Inde, les modifications portent sur le prix de gros annuel moyen pour l'exercice se terminant en mars 2013.  
<sup>4</sup>Autres pays en développement d'Asie (autres PDA) : Afghanistan, Bangladesh, Bhoutan, Brunéi Darussalam, Cambodge, Fidji, Kiribati, Maldives, Myanmar, Népal, Pakistan, Nouvelle-Guinée, République démocratique populaire lao, îles Salomon, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga et Vanuatu.

mation privée et l'investissement dues aux plus grandes incertitudes qui entourent l'économie mondiale.

- Les exportations du groupe ASEAN-5<sup>3</sup> ont été particulièrement touchées, mais la vigueur de la demande intérieure a permis de compenser le ralentissement extérieur, surtout en Indonésie. En Thaïlande, la reprise qui est attendue au premier semestre de 2012, après les inondations de l'année dernière, sera soutenue par un assouplissement de la politique monétaire et l'important ensemble de mesures budgétaires adopté pour faire face aux inondations.

Le rythme de l'activité économique ayant fléchi et les flux de capitaux diminué dans la région, les tensions inflationnistes s'y sont estompées et l'expansion du crédit s'est ralentie. Le taux d'inflation devrait tomber de 5 % l'année dernière à juste en dessous de 4 % en 2012 et à 3½ % en 2013.

Les risques de dégradation des perspectives sont non négligeables. En particulier, une aggravation de la crise de la zone euro — le scénario baissier décrit au chapitre 1 et illustré par le graphique 2.2 — pourrait réduire la production des pays émergents d'Asie de 1¼ % et du Japon de 1¾ % par rapport au scénario de référence. C'est principalement par le biais des échanges que les effets de la crise se feraient sentir dans les économies ouvertes d'Asie. Dans le cas du Japon, les résultats des simulations suggèrent que les répercussions du ralentissement de la demande extérieure seraient amplifiées par la contrainte que fait peser sur la politique monétaire le plancher de zéro appliqué aux taux d'intérêt nominaux.

Une forte montée de l'aversion pour le risque et des incertitudes au niveau mondial aurait aussi des répercussions non négligeables, non seulement par leurs effets sur la situation des marchés financiers (troisième plage du graphique 2.5), mais aussi par le ralentissement des échanges de biens de consommation durables qu'elle provoquerait. Comme le montre la deuxième plage du graphique 2.5, cette région est moins exposée que d'autres aux banques de la zone euro. Les systèmes bancaires des pays qui sont les plus fortement tributaires de l'étranger pour le financement de gros (les nouvelles économies industrielles

<sup>3</sup>L'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) compte dix membres; le groupe ASEAN-5 comprend l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande et le Viet Nam.

**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 <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Asie</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	...	...	...
<b>Pays avancés d'Asie</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>
Japon	-0,7	2,0	1,7	-0,3	0,0	0,0	2,0	2,2	2,7	4,5	4,5	4,4
Australie	2,0	3,0	3,5	3,4	2,7	3,0	-2,2	-4,6	-5,1	5,1	5,2	5,2
Nouvelle-Zélande	1,4	2,3	3,2	4,0	2,1	2,4	-4,1	-5,4	-6,3	6,5	6,0	5,4
<b>Nouvelles écon. industrielles d'Asie</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>6,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>
Corée	3,6	3,5	4,0	4,0	3,4	3,2	2,4	1,9	1,5	3,4	3,3	3,3
Hong Kong (RAS)	5,0	2,6	4,2	5,3	3,8	3,0	4,1	3,2	3,5	3,4	3,5	3,5
Singapour	4,9	2,7	3,9	5,2	3,5	2,3	21,9	21,8	21,3	2,0	2,1	2,1
Province chinoise de Taiwan	4,0	3,6	4,7	1,4	1,3	1,8	8,8	8,0	8,4	4,4	4,4	4,3
<b>Pays en développement d'Asie</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	...	...	...
Chine	9,2	8,2	8,8	5,4	3,3	3,0	2,8	2,3	2,6	4,0	4,0	4,0
Inde	7,2	6,9	7,3	8,6	8,2	7,3	-2,8	-3,2	-2,9	...	...	...
<b>ASEAN-5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>2,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	...	...	...
Indonésie	6,5	6,1	6,6	5,4	6,2	6,0	0,2	-0,4	-0,9	6,6	6,4	6,3
Thaïlande	0,1	5,5	7,5	3,8	3,9	3,3	3,4	1,0	1,4	0,7	0,7	0,7
Malaisie	5,1	4,4	4,7	3,2	2,7	2,5	11,5	10,8	10,4	3,2	3,1	3,0
Philippines	3,7	4,2	4,7	4,8	3,4	4,1	2,7	0,9	1,0	7,0	7,0	7,0
Viet Nam	5,9	5,6	6,3	18,7	12,6	6,8	-0,5	-1,6	-1,4	4,5	4,5	4,5
<b>Autres pays en développement d'Asie<sup>4</sup></b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>10,6</b>	<b>9,7</b>	<b>9,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Pays émergents d'Asie <sup>5</sup>	7,3	6,8	7,4	6,1	4,7	4,3	2,5	1,9	2,0	...	...	...

<sup>1</sup>Les 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.

<sup>2</sup>En pourcentage du PIB.

<sup>3</sup>En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

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

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

d'Asie — NEI —, Australie, Nouvelle-Zélande) restent toutefois vulnérables au désendettement du système financier mondial.

Un autre risque extérieur est que les tensions observées au Moyen-Orient provoquent une nouvelle variation brutale des cours du pétrole. Les risques internes résident notamment dans la vulnérabilité des bilans due au ralentissement de l'activité dans les secteurs de l'immobilier et des exportations en Chine. Ces risques semblent eux-mêmes gérables, mais une grave perturbation extérieure pourrait les faire apparaître au grand jour et précipiter ainsi une baisse de l'investissement et de l'activité en Chine qui aurait également des implications pour ses partenaires commerciaux.

L'action publique dans la région doit être décidée en ne perdant pas ces risques de vue. L'assainissement des finances publiques pourrait être ralenti dans les pays dont l'endettement public est relativement faible

(ASEAN-5, Chine, NEI) si les risques de dégradation des perspectives se concrétisent. Beaucoup de pays asiatiques pourraient aussi faire avancer leurs projets de renforcement des dispositifs de sécurité sociale et d'accroissement des investissements dans les infrastructures si une autre série de mesures de relance budgétaire se justifie — ces actions gouvernementales ont des effets positifs durables sur le rééquilibrage économique et l'inégalité des revenus qui sont bénéfiques même en périodes fastes. L'assainissement budgétaire reste toutefois une priorité, en Inde et au Japon, pour ancrer la confiance et dégager la marge de manœuvre nécessaire pour faire face aux défis de l'avenir.

Si le durcissement de la politique monétaire a été interrompu à juste titre dans beaucoup de pays d'Asie, et prudemment inversé dans quelques-uns, les possibilités d'un nouvel assouplissement sont limitées dans les pays où persistent des tensions inflationnistes sous-jacentes

(Corée, Inde, Indonésie) et dans ceux qui ne sont pas encore sortis de la précédente phase d'expansion du crédit (Chine). Au Japon, en revanche, un nouvel assouplissement de la politique monétaire peut permettre d'améliorer les perspectives de croissance, et les achats d'actifs effectués dans le cadre des programmes en vigueur devront peut-être être intensifiés pour accélérer la sortie de la déflation.

Si le désendettement des banques de la zone euro prend de l'ampleur, les gouvernants devront veiller à ce que l'offre de crédit soit maintenue pour ceux qui sont vulnérables à l'encadrement du crédit, comme les petites et moyennes entreprises. Les programmes élaborés précisément à cette fin pendant la crise de 2008–09 pourraient être réactivés si besoin est. Les problèmes de financement en dollars, qui sont devenus patents pendant la crise précédente (notamment en Corée, en Malaisie et dans la province chinoise de Taïwan), restent un facteur de vulnérabilité. En cas d'assèchement des liquidités mondiales provoqué par une aggravation de la crise de la zone euro, les autorités devront être prêtes à soutenir les liquidités dans la région.

La fragilité des perspectives extérieures souligne qu'il est nécessaire que la région rééquilibre la croissance en renforçant les sources intérieures de demande pendant les années à venir. En Chine, la poursuite de l'appréciation récente de la monnaie et des progrès dans la mise en œuvre des mesures définies dans le douzième plan quinquennal permettraient de pérenniser la récente réduction de l'excédent extérieur (voir l'encadré 1.3). Dans les pays émergents d'Asie ainsi que dans beaucoup de pays de l'ASEAN et en Inde, la demande intérieure ne pourra être renforcée sans que les conditions de l'investissement privé soient améliorées, notamment en s'attaquant aux goulets d'étranglement des infrastructures et en améliorant la gouvernance et la fourniture des services publics.

### **Amérique latine et Caraïbes : sur la trajectoire d'une croissance stable**

*Les oscillations de l'aversion pour le risque qui ont été observées sur les marchés mondiaux au cours des six derniers mois ont eu des effets non négligeables sur la région. Dans un premier temps, une montée de l'aversion pour le risque a allégé les pressions pesant sur un certain nombre de pays de la région qui étaient menacés de surchauffe.*

*Mais, après cette pause, les flux de capitaux reprennent et les taux de change sont à nouveau sous pression. Le durcissement des politiques économiques opéré plus tôt commence toutefois à porter ses fruits. La conjonction des progrès réalisés grâce à l'action menée et de la capacité de résistance manifestée récemment face aux sautes d'humeur des marchés mondiaux laisse espérer un avenir prometteur (graphique 2.10). Le taux d'inflation reste cependant au-dessus du point médian de la fourchette ciblée dans beaucoup de pays, et l'expansion du crédit est encore forte. Les risques de courants baissiers venus d'Europe persistent en même temps. Bien que les risques soient dans l'ensemble équilibrés, ces tensions compliquent la tâche des gouvernants.*

La région Amérique latine et Caraïbes (ALC) a connu une forte croissance en 2011. Cette évolution a été notablement favorisée par des facteurs extérieurs. Le niveau élevé des prix des produits de base a soutenu l'activité dans beaucoup de pays de la région qui exportent ces produits, tandis que le ralentissement général de la croissance mondiale et des flux de capitaux a permis de limiter les risques de surchauffe. Le durcissement des politiques budgétaires, monétaires et prudentielles a aussi contribué à ralentir le rythme de l'expansion à l'intérieur de la région (graphique 2.11). Si l'activité économique reste modérée dans cette région, la vigueur des liens réels existant avec les États-Unis laisse espérer une amélioration des perspectives sous l'effet du lent redressement de l'économie américaine.

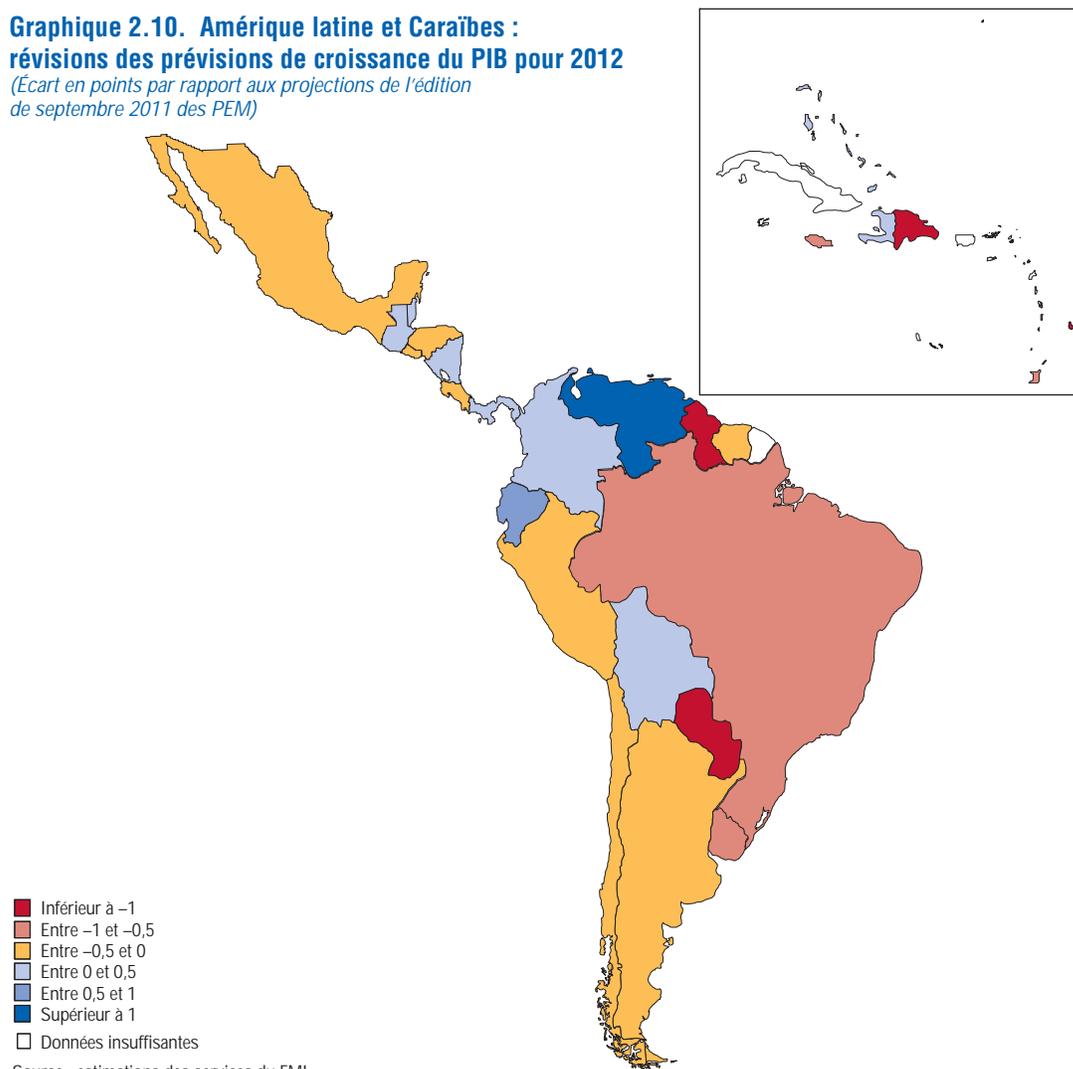
Les effets de contagion se sont fait sentir, ces derniers mois, dans la région par les circuits commerciaux, financiers et bancaires, mais en n'affectant l'activité que de façon limitée. Comme on peut le déduire de ce qui précède, ceux affectant les échanges commerciaux ont principalement concerné les produits de base et ont, de ce fait, été liés à la croissance en Asie. Ceux de nature financière ont été plus étroitement liés à l'évolution de la situation en Europe, la plus grande aversion pour le risque due aux inquiétudes suscitées par ce qui s'y passait ayant provoqué une baisse momentanée des flux de capitaux vers la région. Il n'y a toutefois pas eu d'inversion des flux et, en tant que telle, cette évolution s'est traduite par un effet positif net pour la région. Celle-ci a pourtant eu du mal, dans le passé, à absorber les « capitaux spéculatifs », et cela reste une source de vulnérabilité pour elle. Les répercussions sur la région de la situation en Europe sont toutefois surtout directe-

ment liées à l'exposition des pays qui la composent aux activités des banques européennes. Ces dernières, en particulier les banques espagnoles, sont assez fortement présentes dans la région (voir la deuxième page du graphique 2.5). La vente d'actions par la banque Santander dans ses filiales locales à la fin de 2011 a provoqué une chute momentanée des indices boursiers des banques régionales, ce qui fait craindre qu'une déficience des banques mères en Europe ne pose des problèmes pour les marchés financiers régionaux et l'offre de crédit. Les activités régionales de ces banques étant toutefois principalement exercées par leurs filiales et financées par les dépôts locaux, il est permis de penser que les effets de contagion financière seront réduits à l'avenir.

D'après les projections, la croissance devrait ralentir dans la région ALC et son taux tomber à 3¾ % en 2012 avant de remonter aux alentours de 4 % en 2013 (tableau 2.4). Le fort accroissement de la demande intérieure s'est atténué pour les exportateurs de produits de base du fait que le durcissement des politiques macroéconomiques a commencé à porter ses fruits et que la situation extérieure s'est dégradée. Cela est très perceptible au Brésil, où le taux de croissance n'a été que de 2¾ % en 2011 et où la politique monétaire a déjà été assouplie. Les différentes forces en jeu impliquent que les risques de surchauffe s'estompent (voir le graphique 1.18). Mais la croissance élevée du crédit et des importations fait craindre que ces risques

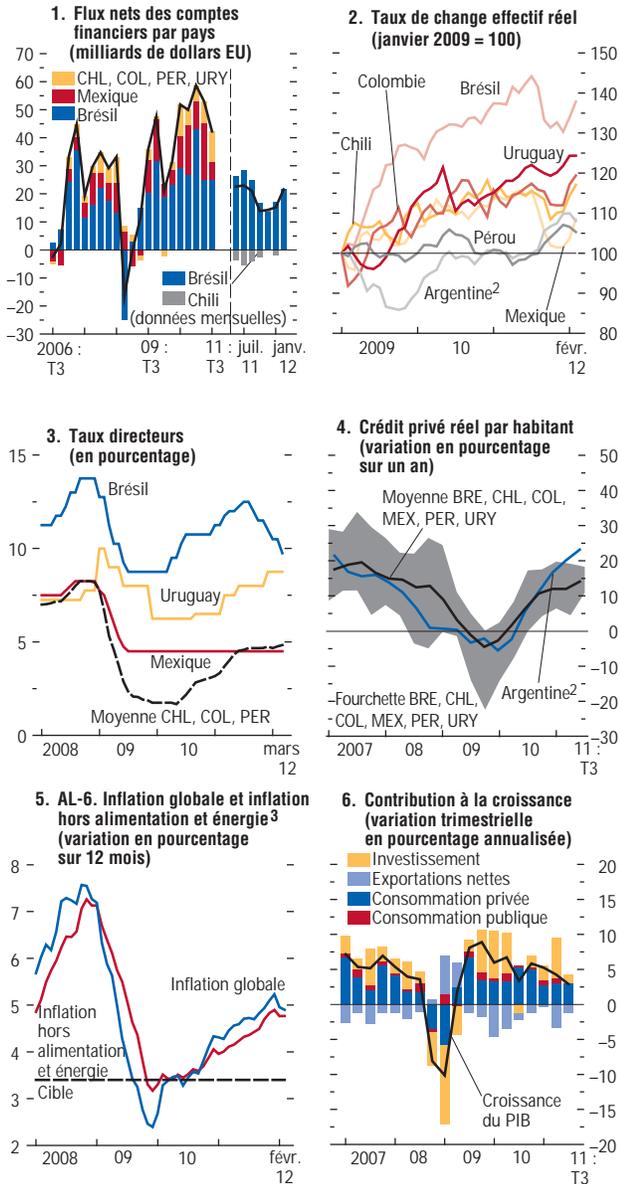
**Graphique 2.10. Amérique latine et Caraïbes : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012**

(Écart en points par rapport aux projections de l'édition de septembre 2011 des PEM)



### Graphique 2.11. Amérique latine : attention aux courants baissiers<sup>1</sup>

Les fluctuations de l'aversion pour le risque au cours des six derniers mois se sont traduites, tout d'abord, par une diminution des flux de capitaux et des taux de change, mais plus récemment par une reprise des mouvements de capitaux et des pressions sur les taux de change. Le durcissement de la politique économique a commencé à porter ses fruits en permettant de stabiliser la croissance du crédit réel, quoiqu'à des niveaux plus élevés. L'inflation reste cependant au-dessus du point médian de la fourchette ciblée dans beaucoup de pays. Les gouvernants doivent rester vigilants à l'égard de possibles courants baissiers venus d'Europe et de courants haussiers engendrés par les mouvements de capitaux.



Sources : Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.  
 1BRE : Brésil; CHL : Chili; COL : Colombie; MEX : Mexique; PER : Pérou; URY : Uruguay.  
 2Les données nominales du crédit pour l'Argentine sont déflatées à l'aide des estimations de l'IPC provincial établies par les services du FMI.  
 3AL-6 : Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Uruguay.

ne soient pas totalement maîtrisés et qu'ils resurgissent si les mouvements de capitaux retrouvent leurs niveaux antérieurs. Au Mexique, la croissance a été forte en 2011 et plus marquée qu'on s'y attendait, comme aux États-Unis. La croissance devrait se situer entre 3½ et 3¾ % en 2012 et 2013, soit un taux légèrement plus faible qu'auparavant, mais supérieur au taux potentiel. En Amérique centrale, le taux de croissance moyen pour 2012–13 devrait être d'environ 4 %, et aux Caraïbes, se situer aux alentours de 3½ %. Le niveau élevé de la dette publique et la faiblesse du tourisme et des envois de fonds continuent de peser sur les perspectives pour les Caraïbes. Celles pour l'Amérique centrale sont, comme dans le cas du Mexique, étroitement liées à l'évolution de la situation aux États-Unis.

Les effets de contagion réelle et financière d'un retour de la crise en Europe seront probablement limités dans la région. D'après les estimations, une résurgence de la crise européenne, l'un des scénarios négatifs décrits au chapitre 1 et présentés dans le graphique 2.2, pourrait faire baisser la production régionale d'environ ¾ % par rapport au scénario de référence. Cet effet se situe dans le bas de la fourchette des effets estimés en raison du niveau relativement faible des échanges avec l'Europe (qui n'absorbe qu'environ 10 % des exportations de marchandises de la région) et des répercussions financières limitées (voir le graphique 2.5). Comme on l'a vu plus haut, les effets de contagion s'exerçant par l'intermédiaire des activités des banques européennes devraient être modérés, malgré la forte présence de ces banques dans la région. En revanche, la région, en particulier son cône méridional, est fortement tributaire des cours des produits de base. Elle pourrait être affectée à cet égard si une crise en Europe provoquait un ralentissement plus général de l'activité, surtout si elle touchait la Chine et les pays émergents d'Asie. Cette vulnérabilité extérieure est contrebalancée par le poids de l'économie brésilienne, qui est principalement régie par des facteurs internes.

Dans ce contexte, l'action publique menée doit tenir compte des risques intérieurs de surchauffe et s'appuyer sur la base solide de mesures prudentielles établie pendant les dernières périodes de mouvements de capitaux intenses. Les pressions extérieures, qui ont certes momentanément fléchi, sont de retour; il serait donc prématuré d'assouplir l'orientation des politiques suivies alors que les taux d'inflation restent

**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 <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Amérique du Nord</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,9</b>	...	...	...
États-Unis	1,7	2,1	2,4	3,1	2,1	1,9	-3,1	-3,3	-3,1	9,0	8,2	7,9
Canada	2,5	2,1	2,2	2,9	2,2	2,0	-2,8	-2,7	-2,7	7,5	7,4	7,3
Mexique	4,0	3,6	3,7	3,4	3,9	3,0	-0,8	-0,8	-0,9	5,2	4,8	4,6
<b>Amérique du Sud<sup>4</sup></b>	<b>4,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,0</b>	...	...	...
Brésil	2,7	3,0	4,1	6,6	5,2	5,0	-2,1	-3,2	-3,2	6,0	6,0	6,5
Argentine <sup>5</sup>	8,9	4,2	4,0	9,8	9,9	9,9	-0,5	-0,7	-1,1	7,2	6,7	6,3
Colombie	5,9	4,7	4,4	3,4	3,5	3,1	-2,8	-2,7	-2,4	10,8	11,0	10,5
Venezuela	4,2	4,7	3,2	26,1	31,6	28,8	8,6	7,4	5,6	8,1	8,0	8,1
Pérou	6,9	5,5	6,0	3,4	3,3	2,6	-1,3	-2,0	-1,9	7,5	7,5	7,5
Chili	5,9	4,3	4,5	3,3	3,8	3,0	-1,3	-2,4	-2,4	7,1	6,6	6,9
Équateur	7,8	4,5	3,9	4,5	5,7	4,8	-0,3	0,5	0,6	6,0	5,8	6,2
Uruguay	5,7	3,5	4,0	8,1	7,4	6,6	-2,2	-3,6	-3,2	6,1	6,0	6,0
Bolivie	5,1	5,0	5,0	9,9	4,9	4,5	2,2	1,6	1,1	...	...	...
Paraguay	3,8	-1,5	8,5	6,6	5,0	5,0	-1,2	-3,5	-1,4	5,6	5,8	5,5
<b>Amérique centrale<sup>6</sup></b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>-6,9</b>	<b>-6,9</b>	<b>-6,7</b>	...	...	...
<b>Caraïbes<sup>7</sup></b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>7,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,7</b>	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Amérique latine et Caraïbes <sup>8</sup>	4,5	3,7	4,1	6,6	6,4	5,9	-1,2	-1,8	-2,0	...	...	...
Union monétaire des Caraïbes orientales <sup>9</sup>	-0,2	1,5	2,2	3,4	3,5	2,4	-19,9	-21,4	-20,5	...	...	...

<sup>1</sup>Les 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.

<sup>2</sup>En pourcentage du PIB.

<sup>3</sup>En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

<sup>4</sup>Inclut également le Guyana et le Suriname.

<sup>5</sup>Les 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.

<sup>6</sup>Belize, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua et Panama.

<sup>7</sup>Antigua-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.

<sup>8</sup>Inclut le Mexique et les pays d'Amérique centrale, d'Amérique du Sud et des Caraïbes.

<sup>9</sup>Antigua-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.

au-dessus du point médian des fourchettes visées et qu'ils risquent plutôt d'augmenter. Ces problèmes se posent avec une acuité particulière au Venezuela, où l'action publique n'a pas été notablement durcie et où l'inflation reste élevée. La vigueur de l'expansion du crédit et de l'inflation est aussi préoccupante en Argentine, qui n'est toutefois pas affectée de la même façon par les flux de crédit internationaux. Les fluctuations des flux de capitaux observées récemment doivent inciter les gouvernements de la région à continuer de renforcer les cadres prudentiels pour pouvoir faire face à l'avenir à une expansion ou à un

effondrement de ces flux. La politique monétaire peut rester accommodante au Mexique tant que les pressions et les anticipations inflationnistes y restent maîtrisées du fait que les anticipations inflationnistes sont fermement ancrées et que l'absence de tension persiste aux États-Unis.

L'assainissement des finances publiques doit être poursuivi (surtout là où il est nécessaire pour maintenir la viabilité de la dette), mais les dépenses sociales et d'infrastructure doivent être également protégées. Dans les pays exportateurs de produits de base, la politique budgétaire devrait viser à épargner les recettes plus

importantes que prévu, tant que les cours des produits de base resteront élevés, pour créer l'espace nécessaire à des mesures de soutien si les risques de dégradation des perspectives semblaient devoir se concrétiser (voir le chapitre 4). En Amérique centrale, l'action publique devrait être infléchie vers la reconstitution des volants utilisés pendant la crise et l'adoption de réformes structurelles visant à stimuler la croissance à moyen terme. Aux Caraïbes, les autorités devraient se montrer plus déterminées à réduire le surendettement tout en s'attaquant au manque de compétitivité.

### Communauté des États indépendants : les prix des produits de base sont le principal vecteur des effets de contagion

*L'affaiblissement des exportations vers l'Europe parallèlement au durcissement de la politique économique dans certains pays aura, cette année, un effet modérateur sur la croissance dans la Communauté des États*

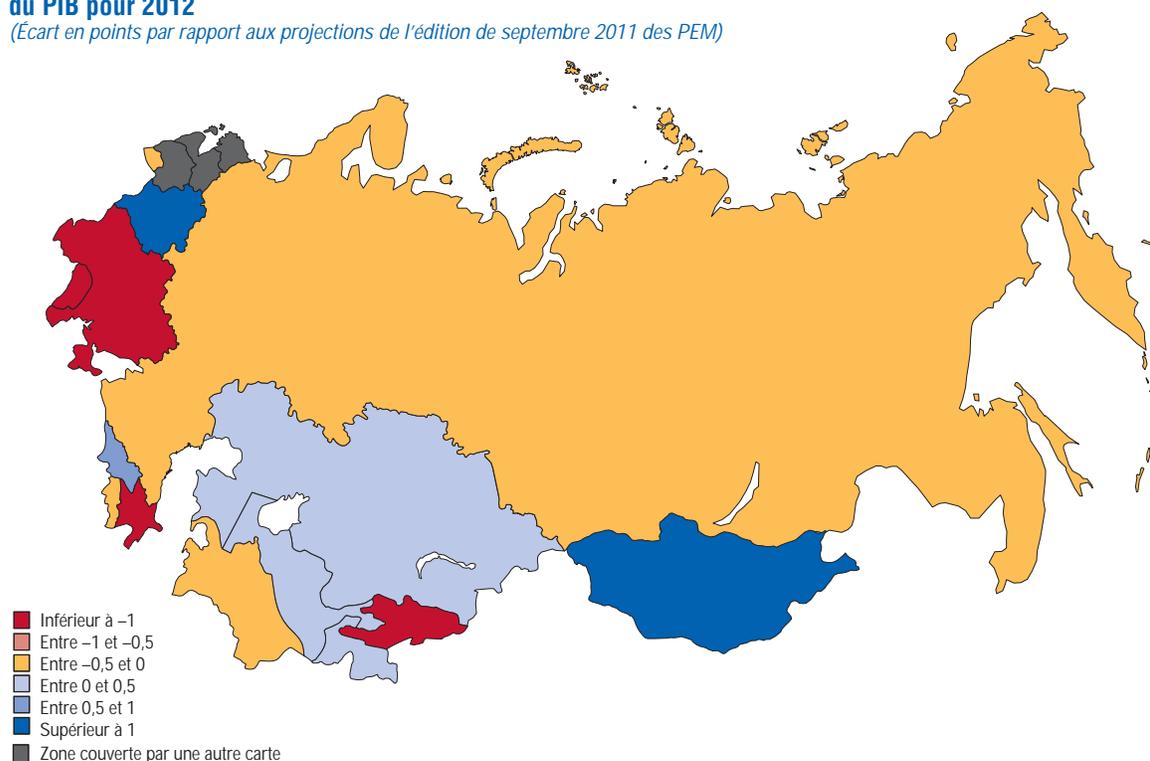
*indépendants (CEI) (graphique 2.12) malgré la bonne tenue attendue des prix des produits de base. Si la crise de la zone euro s'intensifie, la chute de la demande mondiale, jointe à la baisse des prix des produits de base qui l'accompagnera, pèsera notablement sur la croissance de la région.*

La CEI a continué, au second semestre de 2011, d'enregistrer une forte croissance, soutenue par les prix toujours élevés du pétrole et des produits de base, une remontée de la production agricole dans plusieurs pays (Arménie, Bélarus, Kazakhstan, Russie), après la sécheresse de 2010, et la vigueur de la demande intérieure (graphique 2.13).

La région a cependant été affectée par les effets de contagion de la zone euro. La montée des turbulences financières au niveau mondial, à la fin de 2011, et la fuite vers la sécurité qu'elle a provoquée ont contribué à d'importantes sorties de capitaux de Russie, un accroissement des écarts de couverture de défaillance (surtout pour l'Ukraine) et la dépréciation d'un certain nombre

### Graphique 2.12. Communauté des États indépendants : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012

(Écart en points par rapport aux projections de l'édition de septembre 2011 des PEM)



Source : estimations des services du FMI.

Note : La Géorgie et la Mongolie sont incluses.

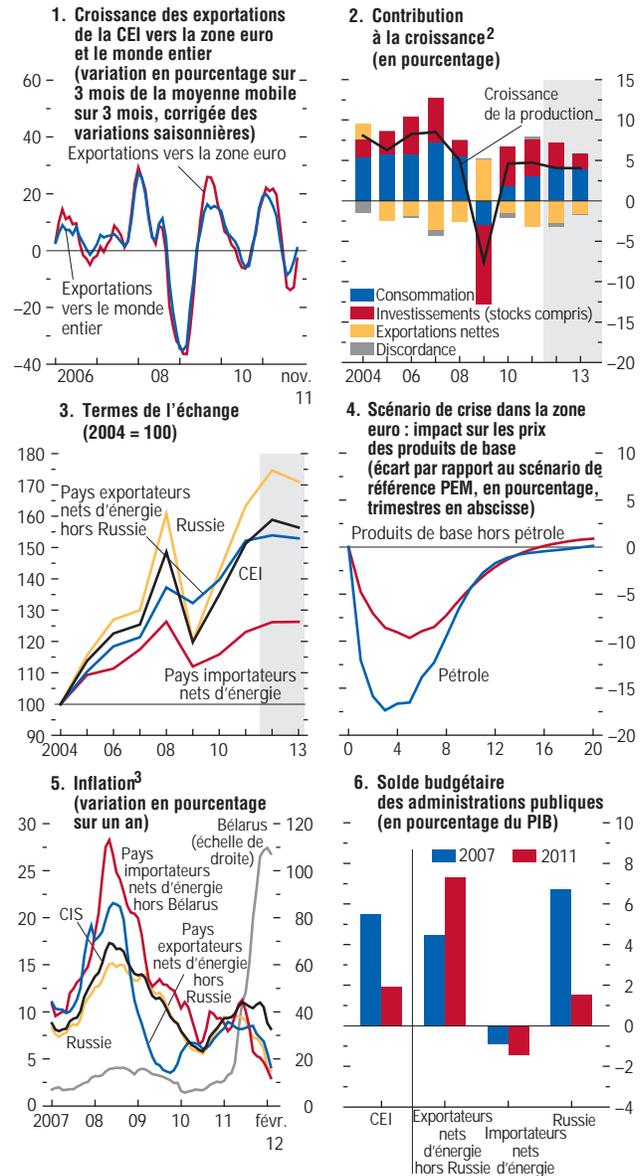
de monnaies régionales, dont le rouble russe. L'entrée en récession de la zone euro s'est traduite par un affaiblissement des exportations et un ralentissement de la production industrielle dans les grands pays de la région.

Le taux de croissance dans la CEI devrait tomber de 5 % en 2011 à 4¼ % en 2012 sous l'effet du net affaiblissement des perspectives extérieures (tableau 2.5). Ce ralentissement de la croissance devrait survenir alors que les cours du pétrole devraient rester relativement élevés.

- La croissance en Russie bénéficiera des cours élevés du pétrole. Les projections actuelles d'un taux de croissance de 4 % cette année ne sont que légèrement inférieures aux prévisions de l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*. Le taux de croissance en 2013 a lui aussi été révisé à la baisse et ramené juste en dessous de 4 % du fait que les cours du pétrole devraient légèrement fléchir.
- La croissance devrait aussi ralentir quelque peu dans les autres pays exportateurs de produits énergétiques de la région et tomber à 5¾ % en 2012 et à 5½ % en 2013. Malgré la détérioration de la situation extérieure, la croissance sera soutenue dans ces pays par la vigueur des termes de l'échange ainsi que par les investissements effectués dans les secteurs pétrolier et minier (Kazakhstan) et les infrastructures (Kazakhstan, Ouzbékistan). Après une chute brutale de la production pétrolière en 2011, la production d'hydrocarbures devrait rester relativement stable en Azerbaïdjan cette année, et la persistance d'une forte croissance dans le secteur hors hydrocarbures devrait permettre une expansion de l'économie de 3 % en 2012.
- Dans les pays de la CEI qui sont importateurs de produits énergétiques, des facteurs extérieurs et intérieurs contribuent, cette année, au ralentissement de la croissance. L'affaiblissement de la demande d'exportations et le durcissement des conditions monétaires et financières contribueront à ralentir la croissance en Ukraine et à la faire passer de 5¼ % l'année dernière à 3 % cette année. La croissance devrait aussi tomber, au Bélarus, d'un rythme de 5¼ % en 2011 à 3 % cette année sous l'effet de la crise monétaire de l'année dernière et du durcissement des politiques monétaire et budgétaire qui a été nécessaire pour réduire l'inflation qui atteignait des taux à trois chiffres. Après avoir augmenté au milieu de l'année 2011 en raison du niveau élevé des prix des produits alimentaires et des combustibles (ainsi que des tensions créées dans

**Graphique 2.13. La Communauté des États indépendants, soutenue par les prix des produits de base, mais secouée par les turbulences de la zone euro<sup>1</sup>**

Le fléchissement de la demande, notamment en provenance d'Europe, a freiné la croissance dans la CEI. La région a bénéficié du niveau encore élevé des produits de base, mais une aggravation de la crise dans la zone euro provoquerait un gros choc des termes de l'échange pour la région. L'inflation s'est ralentie, mais la marge de manœuvre budgétaire n'a pas encore été ramenée à ses niveaux d'avant la crise.



Sources : Haver Analytics; FMI, *Direction of Trade Statistics*; estimations des services du FMI.  
<sup>1</sup> Exportateurs nets d'énergie : Azerbaïdjan, Kazakhstan, Ouzbékistan, Russie et Turkménistan. Importateurs nets d'énergie : Arménie, Bélarus, Géorgie, Moldova, Mongolie, République kirghize, Tadjikistan et Ukraine.  
<sup>2</sup> L'Azerbaïdjan, la Géorgie, l'Ouzbékistan, le Tadjikistan et le Turkménistan sont exclus en raison du manque de données.  
<sup>3</sup> En raison du manque de données, l'Ouzbékistan et le Turkménistan sont exclus du groupe des pays exportateurs nets d'énergie hors Russie, et la Mongolie, la République kirghize et le Tadjikistan sont exclus du groupe des pays importateurs nets d'énergie hors Bélarus.

**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 <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Communauté des États indépendants (CEI)<sup>4</sup></b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>10,1</b>	<b>7,1</b>	<b>7,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>1,7</b>	...	...	...
<b>Exportateurs nets d'énergie</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>8,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>2,6</b>	...	...	...
Russie	4,3	4,0	3,9	8,4	4,8	6,4	5,5	4,8	1,9	6,5	6,0	6,0
Kazakhstan	7,5	5,9	6,0	8,3	5,5	7,0	7,6	6,6	5,6	5,4	5,4	5,3
Ouzbékistan	8,3	7,0	6,5	12,8	12,7	10,9	5,8	2,8	3,0	0,2	0,2	0,2
Azerbaïdjan	0,1	3,1	1,9	7,9	5,6	6,1	26,3	21,8	16,4	6,0	6,0	6,0
Turkménistan	14,7	7,0	6,7	5,8	6,2	7,0	1,8	2,1	1,3	...	...	...
<b>Importateurs nets d'énergie</b>	<b>5,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>18,2</b>	<b>17,4</b>	<b>13,3</b>	<b>-8,0</b>	<b>-7,1</b>	<b>-5,8</b>	...	...	...
Ukraine	5,2	3,0	3,5	8,0	4,5	6,7	-5,6	-5,9	-5,2	8,2	8,2	7,9
Bélarus	5,3	3,0	3,3	53,2	66,0	35,8	-10,4	-6,2	-6,5	0,6	0,6	0,6
Géorgie	7,0	6,0	5,5	8,5	1,7	5,5	-12,7	-10,3	-9,3	14,9	14,1	13,5
Arménie	4,4	3,8	4,0	7,7	4,0	4,2	-12,3	-11,0	-9,5	19,0	19,0	18,5
Tadjikistan	7,4	6,0	6,0	12,4	7,9	8,4	-2,3	-3,6	-5,0	...	...	...
Mongolie	17,3	17,2	11,8	9,5	13,6	12,5	-30,4	-24,4	-1,8	3,0	3,0	3,0
République kirghize	5,7	5,0	5,5	16,6	4,1	8,1	-3,1	-4,8	-4,2	7,9	7,7	7,6
Moldova	6,4	3,5	4,5	7,6	5,5	5,0	-10,6	-9,7	-9,9	6,7	6,6	6,4
<i>Pour mémoire</i>												
Pays à faible revenu de la CEI <sup>5</sup>	7,3	6,1	5,9	11,7	8,7	8,7	-1,7	-2,6	-2,2	...	...	...
Exportateurs nets d'énergie hors Russie	6,8	5,7	5,4	8,9	7,1	7,7	10,6	8,8	7,1	...	...	...

<sup>1</sup>Les 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.

<sup>2</sup>En pourcentage du PIB.

<sup>3</sup>En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

<sup>4</sup>La 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.

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

plusieurs pays par un excès de demande), l'inflation globale a commencé à fléchir dans beaucoup de pays de la CEI au second semestre de l'année dernière et au début de l'année en cours. Ce fléchissement a été favorisé par les bonnes récoltes, qui ont réduit la hausse des prix alimentaires, ainsi que par un ralentissement de l'activité économique et un resserrement de la politique monétaire dans un certain nombre de pays. L'inflation devrait, de ce fait, diminuer cette année dans presque tous les pays de la région à l'exception notable du Bélarus, où elle est entraînée par la dépréciation monétaire.

Le principal risque pour la région est que la crise s'aggrave dans la zone euro. Elle sera alors directement affectée par le biais de ses liens commerciaux puisque cette zone absorbe un tiers environ de ses exportations, ce qui fait d'elle son premier fournisseur en dehors de l'Europe (première plage du graphique 2.5). Même les pays de la CEI qui sont moins directement tributaires des échanges avec la zone euro seront touchés par l'intermédiaire de la Russie, qui est le principal partenaire commercial de nombreux pays de la région (et une

source, pour eux, d'envois de fonds et d'investissement direct étranger). Un effet indirect, mais potentiellement plus important, est celui qu'une crise dans la zone euro et un ralentissement de l'activité au niveau mondial auraient sur les prix des produits de base.

Dans le scénario de crise dans la zone euro décrit au chapitre 1, les cours du pétrole et des produits de base seraient inférieurs de 17 et 10 %, respectivement, au niveau de référence, ce qui se traduirait par un choc des termes de l'échange important pour la région (quatrième plage du graphique 2.13). En outre, comme on a pu le constater l'année dernière, un accroissement des sorties de capitaux mettrait les monnaies de la région sous pression et aggraverait les problèmes de financement pour les pays qui sont fortement tributaires des financements extérieurs, comme l'Ukraine. Les liens financiers de la région avec les banques de la zone euro sont certes relativement limités (voir la deuxième plage du graphique 2.5), mais, si une banque de la zone euro d'importance systémique connaissait des difficultés, cela pourrait provoquer un retrait brutal

de fonds et augmenter les risques de crise du secteur bancaire en Russie<sup>4</sup>. Dans le cas des pays exportateurs de produits énergétiques de la CEI, le risque est qu'un regain de tension au Moyen-Orient provoque une nouvelle hausse des prix pétroliers.

Pour rendre la région moins vulnérable à ces risques, la marge de manœuvre nécessaire à l'action gouvernementale doit être reconstituée dans la plupart des pays de la CEI, notamment en assainissant les finances publiques. Les déséquilibres budgétaires sont beaucoup moins importants qu'ils l'étaient avant la crise de 2008–09. En Russie, le déficit hors pétrole a plus que triplé depuis la crise et le fonds de réserve pétrolier a été épuisé; en Ukraine, les finances publiques restent vulnérables aux pressions résultant de la hausse des salaires, des retraites et des dépenses en capital et, au Bélarus, l'application d'une politique salariale rigoureuse sera indispensable dans le secteur public pour réduire les anticipations inflationnistes.

Le ralentissement de l'inflation dans la région offre aux gouvernants une marge de manœuvre dans le domaine monétaire. La politique monétaire devrait néanmoins continuer de viser à ramener l'inflation au-dessous du niveau envisagé dans le scénario de référence, car elle reste élevée dans plusieurs pays (Bélarus, Ouzbékistan, Russie). Si les risques de détérioration de la situation se concrétisaient, les autorités monétaires et budgétaires devraient être prêtes à ajuster leurs politiques. Une plus grande flexibilité des taux de change, heureuse évolution observée en Russie l'année dernière qui se fait encore attendre dans d'autres pays de la région, aiderait aussi ces pays à faire face à des chocs négatifs.

### Moyen-Orient et Afrique du Nord : croissance en panne et perspectives incertaines

*En dehors des sérieux défis que doivent relever plusieurs pays de la région et des risques géopolitiques importants liés à la République islamique d'Iran, la région MOAN pourrait être fortement affectée par la situation en Europe. Les problèmes internes, qui sont illustrés par l'agitation sociale actuelle, ont entraîné un accroissement des transferts sociaux. L'action publique devra, en priorité, viser à préserver ou rétablir la stabilité macroéconomique, malgré l'agitation sociale, et évoluer en même temps vers un modèle de croissance inclusive, moins tributaire des transferts*

<sup>4</sup>Voir FMI (2011).

*publics. Les problèmes venus de l'extérieur sont principalement liés aux prix du pétrole et aux liens commerciaux avec l'Europe. Dans le cas des pays exportateurs de pétrole, une recrudescence de la crise en Europe pourrait faire baisser les prix pétroliers et compromettre l'accroissement récent des dépenses publiques consacrées à l'aide sociale. En Afrique du Nord, les liens traditionnellement importants, tissés avec l'Europe par le biais des échanges commerciaux, des envois de fonds et du tourisme manquent actuellement de vigueur.*

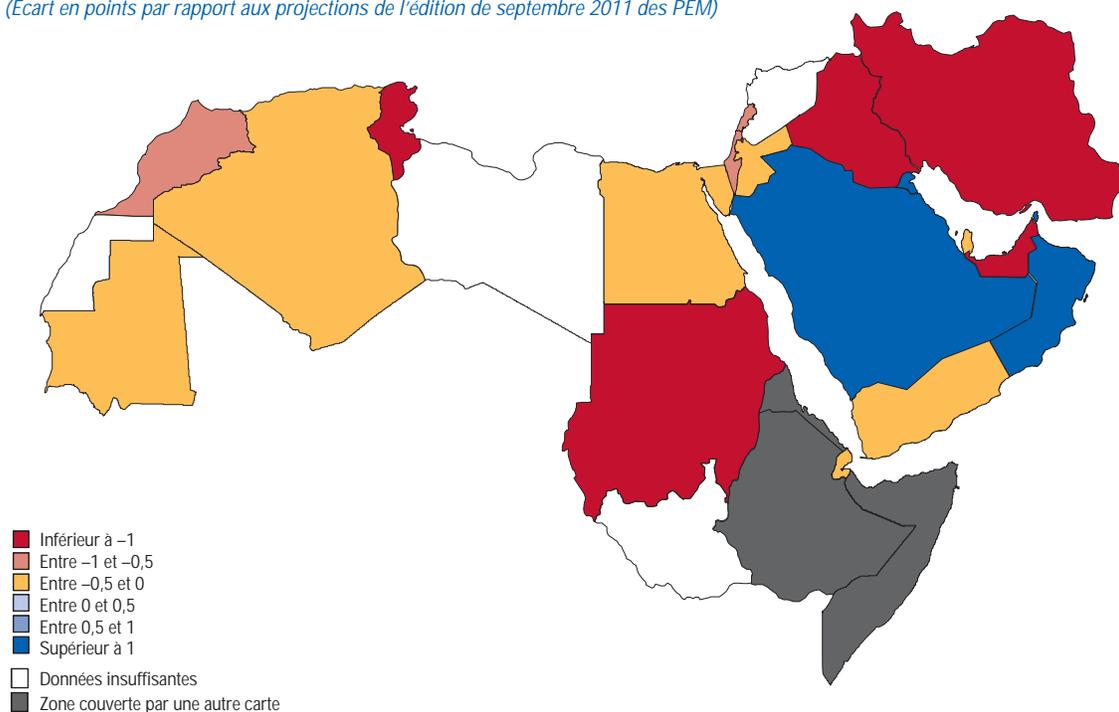
La croissance dans la région MOAN a été inférieure à son niveau potentiel en 2011, surtout pour des raisons propres aux pays qui composent cette région<sup>5</sup>. Dans les pays exportateurs de pétrole, la vigueur des prix pétroliers a contribué, en 2011, à une croissance de 4 %, qui a été freinée par les moins bons résultats enregistrés par la République islamique d'Iran sous l'effet d'une récolte médiocre et de la réforme des subventions. Dans les pays importateurs de pétrole, la croissance a été de 2 %, même sans les données de la République arabe syrienne. Ce faible taux de croissance est une conséquence directe de l'agitation sociale. En dehors des effets qu'ils ont eus sur les prix pétroliers, les facteurs mondiaux et la situation en Europe ont eu un impact relativement minime sur la région jusqu'à présent — les révisions apportées aux prévisions tiennent principalement à l'évolution intervenue au niveau régional (graphique 2.14).

Les répercussions sur la région MOAN de l'agitation sociale ont été importantes et ont surtout touché le tourisme et les flux de capitaux, qui ont diminué dans l'ensemble des pays de la région (graphique 2.15). Étant donné l'ampleur des chocs propres aux pays et les fortes répercussions régionales qu'ils ont eues, il est difficile d'isoler l'effet européen en dehors de l'affaiblissement des envois de fonds constaté. Ceci dit, les retombées potentielles d'une résurgence de la crise en Europe, telles qu'elles ont été modélisées dans le premier scénario baissier du chapitre 1 et illustrées dans le graphique 2.2, pourraient faire fléchir la production régionale d'environ 3¼ % par rapport au niveau de référence, ce qui constituerait le plus important effet induit observé dans une région extérieure à l'Europe. Cet effet est imputable, en majeure partie, à la baisse des prix pétroliers et, pour le reste, aux importantes répercussions sur la région du

<sup>5</sup>La République arabe syrienne a été exclue des données et des projections du fait des incertitudes qui entourent la situation politique du pays. La croissance en Libye, qui est prise en compte, est fortement affectée par la guerre civile et le redressement projeté en 2012.

### Graphique 2.14. Moyen-Orient et Afrique du Nord : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012

(Écart en points par rapport aux projections de l'édition de septembre 2011 des PEM)



Source : estimations des services du FMI.

fléchissement de la demande des partenaires commerciaux se manifestant principalement par le biais des flux de capitaux étrangers, des échanges commerciaux, du tourisme et des envois de fonds. Ces liens ressortent clairement de la structure des échanges de la région (voir la première page du graphique 2.5). Les exportations de marchandises vers l'Europe représentent environ 20 % des exportations, ou 7 % du PIB, soit davantage que pour l'Asie, le Canada, l'Amérique latine, l'Afrique subsaharienne ou les États-Unis. Le graphique 2.5 montre aussi que, malgré la faiblesse apparente des liens financiers actuels, la région MOAN a été l'une des régions les plus fortement affectées pendant l'année qui a suivi l'effondrement de Lehman Brothers en 2008.

Ces forts effets externes de la situation en Europe influent sur les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution, mais le scénario de référence est principalement déterminé par des facteurs régionaux. Les prévisions de référence tablent sur une croissance de 4¼ % en 2012 et 3¾ % en 2013 (tableau 2.6). Les principaux aspects négatifs, pour les pays importateurs

de pétrole, sont la vigueur des cours pétroliers, l'atonie du tourisme liée à l'agitation sociale dans la région et la diminution des flux commerciaux et des envois de fonds due aux difficultés que connaît actuellement l'Europe. Dans le cas des pays exportateurs de pétrole, l'évolution défavorable de la situation en Iran devrait être compensée par un accroissement de la production pétrolière en Iraq et en Arabie saoudite et le redressement de la Libye. Étant donné la croissance relativement modérée qui est attendue et le recul observé des prix des produits de base hors pétrole, le taux d'inflation dans la région devrait fléchir légèrement pendant la période couverte par les prévisions et passer de 9½ % en 2011 à 8¾ % en 2013.

Comme on l'a vu plus haut, les risques externes tournent autour de l'évolution de la situation en Europe. Les risques internes sont dominés par des événements politiques. L'instabilité intérieure a provoqué, pour la région, une baisse notable du tourisme, qui n'a pas encore retrouvé ses niveaux antérieurs (deuxième page du graphique 2.15). Une intensification de la

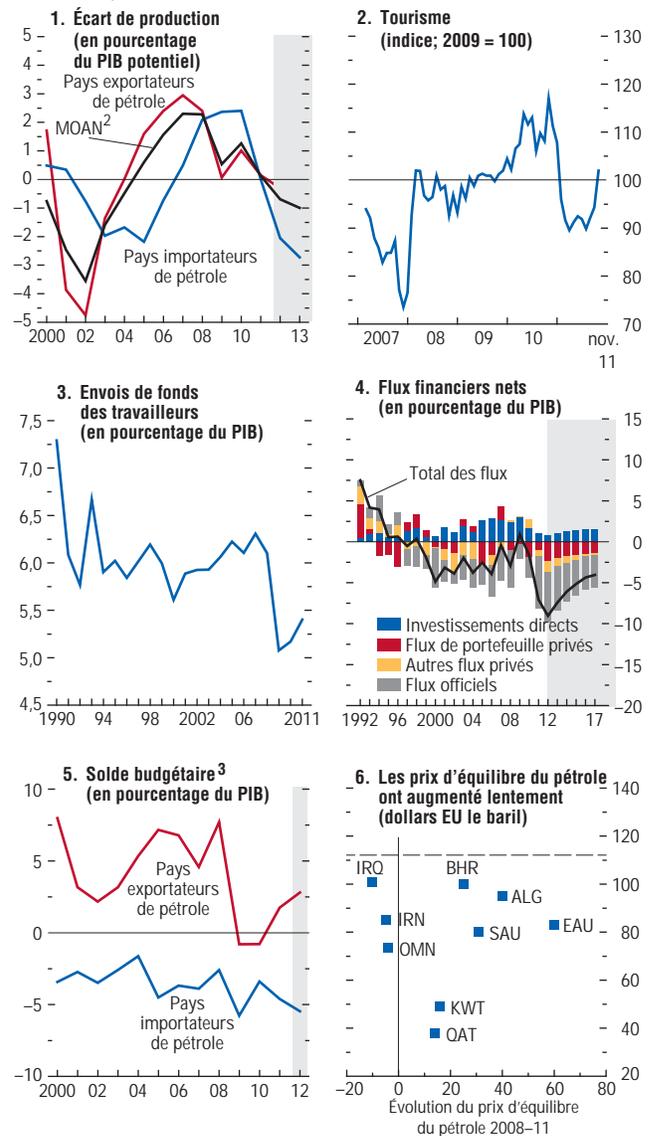
récession en Europe pourrait ébranler encore davantage le secteur du tourisme déjà chancelant, ce qui aurait des répercussions sur le reste de l'économie. Dans le cas des pays exportateurs de pétrole, les risques tournent autour du prix du pétrole — qui, dans le cadre d'un scénario baissier, est surtout lié à la possibilité d'une aggravation de la crise en Europe provoquant un ralentissement de la croissance dans le reste du monde. Les dépenses publiques ont tellement augmenté qu'une baisse relativement faible du prix du pétrole peut conduire à des déficits budgétaires. Inversement, bien qu'ils soient déjà élevés du fait de l'incertitude politique qui règne dans la région, les cours du pétrole pourraient encore augmenter sous l'effet de la montée des inquiétudes suscitées par la possibilité d'une crise de l'offre de pétrole liée à l'Iran, d'une propagation de l'agitation sociale dans la région ou d'une interruption effective des livraisons de pétrole. Ces effets pourraient être considérables étant donné que les stocks et les capacités disponibles sont limités et que les marchés physiques devraient rester tendus pendant toute l'année 2012.

Avec ces risques et perspectives, les pays de la région doivent faire face à de sérieux défis. Ils doivent non seulement assurer en premier lieu la stabilité économique et sociale, mais aussi mettre rapidement les finances publiques sur une trajectoire soutenable. Dans les pays exportateurs de pétrole, les pouvoirs publics doivent saisir l'occasion que présentent les cours élevés du pétrole pour évoluer vers des économies plus viables et diversifiées. En outre, les troubles sociaux observés dans la région soulignent la nécessité d'un programme de croissance inclusive à moyen terme qui mette en place des institutions solides pour stimuler les activités du secteur privé, facilite l'accès aux opportunités économiques et s'attaque à un chômage chroniquement élevé, en particulier chez les jeunes.

Un objectif budgétaire primordial à moyen terme est de réorienter les politiques budgétaires vers la réduction de la pauvreté et l'encouragement des investissements productifs. Cependant, l'augmentation des dépenses consacrées aux subventions aux combustibles et à l'alimentation (la République islamique d'Iran constituant une exception importante à cet égard), conjuguée à des pressions visant à relever les traitements et les retraites de la fonction publique, fait peser une lourde charge sur les finances publiques (en particulier dans les pays importateurs de pétrole) qui ne sera pas soutenable

### Graphique 2.15. Moyen-Orient et Afrique du Nord : une période très troublée<sup>1</sup>

Le climat politique incertain qui règne dans beaucoup de pays de la région ébranle les perspectives de croissance. Les conséquences de l'agitation sociale et de la faiblesse de l'activité économique en Europe se font sentir par les mauvais chiffres du tourisme et des envois de fonds et les sorties de capitaux. L'accroissement des dépenses consacrées aux transferts sociaux implique que les budgets publics des pays exportateurs de pétrole sont de plus en plus tributaires de la persistance de cours du pétrole élevés.



Sources : Haver Analytics; autorités nationales; estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Pays exportateurs de pétrole : Algérie (ALG), Arabie saoudite (SAU), Bahrein (BHR), Émirats arabes unis (EAU), République islamique d'Iran (IRN), Iraq (IRQ), Koweït (KWT), Libye, Oman (OMN), Qatar, (QAT), Soudan et République du Yémen. Pays importateurs de pétrole : Djibouti, Égypte, Jordanie, Liban, Maroc, Mauritanie, République arabe syrienne et Tunisie. Les données excluent la République arabe syrienne à partir de 2011 et le Soudan du Sud à partir du 9 juillet 2011.

<sup>2</sup>MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord.

<sup>3</sup>Les données excluent la Libye.

**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 <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Moyen-Orient et Afrique du Nord</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>9,6</b>	<b>9,5</b>	<b>8,7</b>	<b>13,2</b>	<b>14,5</b>	<b>12,7</b>	...	...	...
<b>Pays exportateurs de pétrole<sup>4</sup></b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>	<b>3,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>8,8</b>	<b>16,9</b>	<b>18,2</b>	<b>16,0</b>	...	...	...
Iran, Rép. islamique d'	2,0	0,4	1,3	21,3	21,8	18,2	10,7	6,6	5,1	15,1	16,7	18,1
Arabie saoudite	6,8	6,0	4,1	5,0	4,8	4,4	24,4	27,9	22,7	...	...	...
Algérie	2,5	3,1	3,4	4,5	5,5	4,5	10,3	10,0	7,9	10,0	9,7	9,3
Émirats arabes unis	4,9	2,3	2,8	0,9	1,5	1,7	9,2	10,3	10,4	...	...	...
Qatar	18,8	6,0	4,6	2,0	4,0	4,0	28,4	31,5	29,0	...	...	...
Koweït	8,2	6,6	1,8	4,7	3,5	4,0	41,8	46,2	41,9	2,1	2,1	2,1
Iraq	9,9	11,1	13,5	6,0	7,0	6,0	7,9	9,1	10,8	...	...	...
Soudan <sup>5</sup>	-3,9	-7,3	-1,5	18,1	23,2	26,0	2,1	-4,6	-4,0	12,0	10,8	9,6
<b>Pays importateurs de pétrole<sup>6</sup></b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>	<b>7,5</b>	<b>6,9</b>	<b>8,4</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,3</b>	<b>-4,9</b>	...	...	...
Égypte	1,8	1,5	3,3	11,1	9,5	12,1	-2,0	-2,6	-2,1	10,4	11,5	11,3
Maroc	4,3	3,7	4,3	0,9	2,0	2,5	-7,4	-5,9	-6,0	9,0	8,9	8,8
Tunisie	-0,8	2,2	3,5	3,5	5,0	4,0	-7,4	-7,1	-7,1	18,9	17,0	16,0
Liban	1,5	3,0	4,0	5,0	4,0	3,3	-14,4	-14,2	-13,4	...	...	...
Jordanie	2,5	2,8	3,0	4,4	4,9	5,6	-9,5	-8,3	-6,8	12,9	12,9	12,9
<i>Pour mémoire</i>												
Israël	4,7	2,7	3,8	3,4	2,0	2,0	0,1	-0,9	0,0	5,6	6,0	5,8
Maghreb <sup>7</sup>	-1,7	11,0	5,9	3,9	4,0	3,0	2,7	5,3	6,2	...	...	...
Mashreq <sup>8</sup>	1,8	1,8	3,4	10,0	8,6	10,8	-4,3	-4,7	-4,1	...	...	...

<sup>1</sup>Les 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.

<sup>2</sup>En pourcentage du PIB.

<sup>3</sup>En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

<sup>4</sup>Ce groupe comprend en outre le Bahreïn, la Libye, l'Oman et la République du Yémen.

<sup>5</sup>Les données pour 2011 excluent le Soudan du Sud à partir du 9 juillet. Les projections pour 2012 et après concernent l'actuel Soudan.

<sup>6</sup>Ce groupe comprend en outre Djibouti, la Mauritanie et la République arabe syrienne. Il exclut cette dernière à partir de 2011.

<sup>7</sup>Algérie, Libye, Maroc, Mauritanie et Tunisie.

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

à moyen terme. Un meilleur ciblage des subventions — et une réforme des subventions aux combustibles notamment — permettra d'alléger ces tensions<sup>6</sup>.

### **Afrique subsaharienne : la capacité de résistance ne doit pas conduire à un excès d'optimisme**

*L'Afrique subsaharienne a enregistré une nouvelle année de forte croissance et a été l'une des régions les moins affectées par les turbulences financières et la détérioration des perspectives mondiales observées récemment (graphique 2.16). La reconstitution des marges de manœuvre*

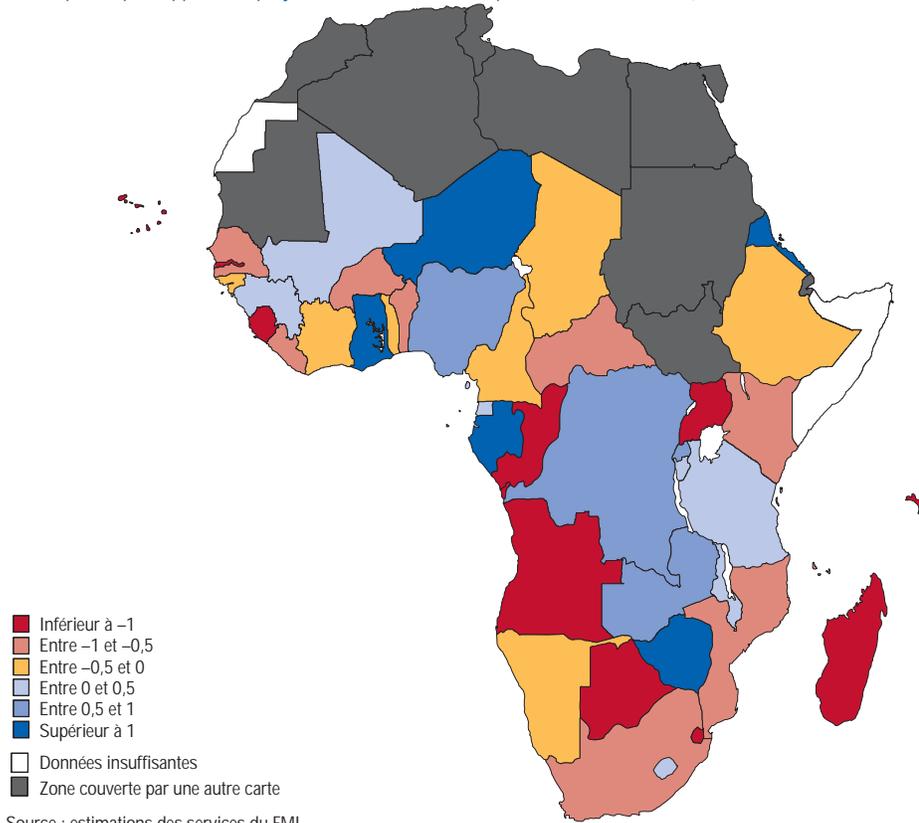
<sup>6</sup>Voir l'annexe 3.2 de l'édition d'avril 2011 des *Perspectives économiques régionales : Moyen-Orient et Asie centrale* et Coady et autres (2010) pour un examen de ces questions.

*reste une priorité dans la plupart des pays, mais la faiblesse de la croissance en Afrique du Sud pourra rendre nécessaire des mesures de soutien. La maîtrise de la poussée d'inflation est une priorité pour les pouvoirs publics en Afrique de l'Est.*

L'Afrique subsaharienne a continué d'afficher de solides résultats en 2011 avec un taux d'expansion économique d'environ 5 %, et ce, malgré un ralentissement de l'activité en Afrique du Sud imputable en partie à celui observé dans la zone euro, aux chocs négatifs exercés sur l'offre par la sécheresse en Afrique de l'Est et de l'Ouest et à la guerre civile en Côte d'Ivoire.

La capacité de résistance de la région s'explique par plusieurs facteurs, et notamment par le fait qu'elle a été relativement à l'abri des retombées financières de la crise de la zone euro. La faiblesse de ses liens financiers avec l'Europe (voir les deuxième et troisième

**Graphique 2.16. Afrique subsaharienne : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012**  
 (Écart en points par rapport aux projections de l'édition de septembre 2011 des PEM)



plages du graphique 2.5) a contribué à la protéger des turbulences de la fin de l'année 2011, à l'exception notable de l'Afrique du Sud, où celles-ci ont provoqué une dépréciation du rand et une volatilité des cours boursiers. La diversification des exportations vers les pays émergents à croissance rapide a en outre rendu la région moins tributaire de l'Europe pour ses échanges commerciaux<sup>7</sup>. Les exportations vers la zone euro ne représentent plus qu'un cinquième des exportations de la région alors qu'elles en constituaient les deux cinquièmes au début des années 90 (première plage du graphique 2.5 et quatrième plage du graphique 2.17). Les exportateurs de produits de base ont aussi bénéficié du niveau élevé de leurs cours qui a, par ailleurs, stimulé l'investissement dans l'extraction de ressources naturelles. Enfin, l'orientation de la politique économique reste relativement accommodante dans beaucoup de pays de la région.

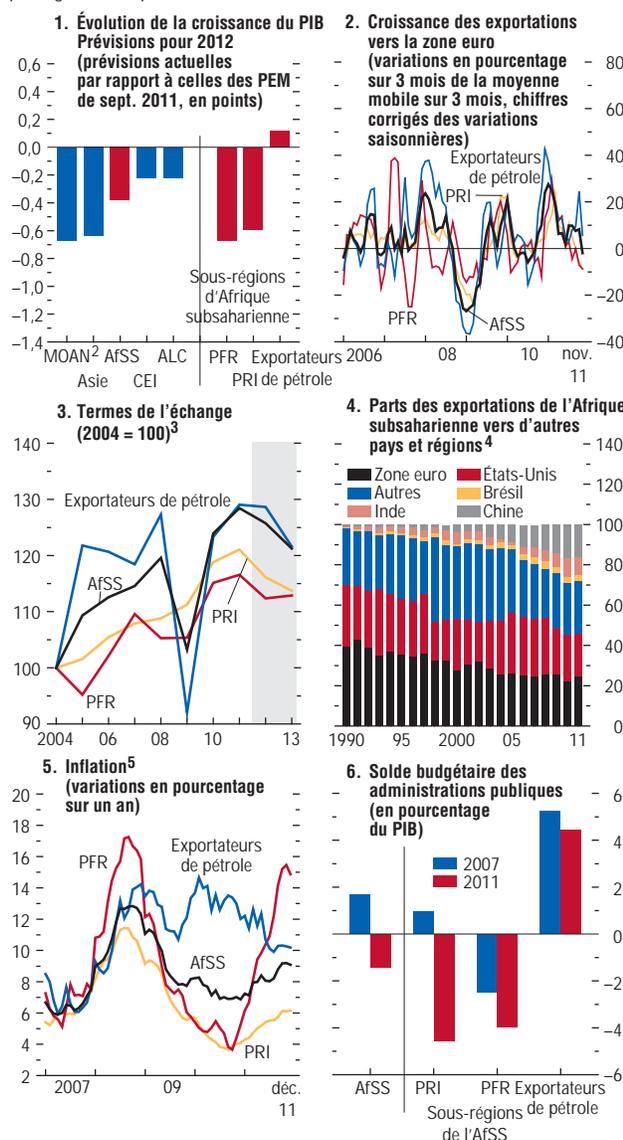
<sup>7</sup>Voir le chapitre 3 de l'édition d'octobre 2011 des *Perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne*.

Grâce à cette capacité de résistance, la révision à la baisse des perspectives d'évolution pour l'Afrique subsaharienne a été faible (première plage des graphiques 2.1 et 2.17). La croissance devrait se redresser légèrement en Afrique subsaharienne en 2012 et atteindre 5½ %, contre 5 % en 2011 (tableau 2.7) avec l'aide de l'entrée en activité de nouveaux sites de production minérale et pétrolière et de l'inversion des chocs négatifs exercés sur l'offre en 2011. Ceci dit, plusieurs pays subiront un ralentissement non négligeable de leur croissance :

- Les pays à revenu intermédiaire de la région, qui croissent le moins vite, ont fait l'objet de fortes révisions à la baisse des prévisions de croissance en raison des liens commerciaux et financiers plus forts qui les unissent à l'Europe en perte de vitesse. Selon les projections, l'économie sud-africaine ne devrait croître que de 2¾ % cette année, soit un taux de croissance inférieur d'un point à celui projeté dans l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'éco-*

### Graphique 2.17. Afrique subsaharienne : une capacité de résistance inentamée<sup>1</sup>

Les projections de croissance de l'Afrique subsaharienne n'ont été que légèrement révisées à la baisse. Les exportations vers l'Europe ont ralenti, surtout dans le cas des pays à revenu intermédiaire, mais la vigueur des termes de l'échange et la plus grande diversification des échanges en direction des pays émergents à croissance rapide ont contribué à soutenir la région. Les tensions inflationnistes et la contraction de l'espace budgétaire réduisent la marge de manœuvre dont disposent les gouvernants pour agir si les risques baissiers se concrétisent.



Sources : Haver Analytics; FMI, *Direction of Trade Statistics*; estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>AfSS : Afrique subsaharienne; ALC : Amérique latine et Caraïbes; CEI : Communauté des États indépendants; MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord; PFR : pays à faible revenu (AfSS); PRI : pays à revenu intermédiaire (AfSS).

<sup>2</sup>Exclut la Libye et la République arabe syrienne, ainsi que le Soudan du Sud à partir du 9 juillet 2011.

<sup>3</sup>Exclut le Libéria et le Zimbabwe faute de données suffisantes.

<sup>4</sup>La valeur pour 2011 repose sur les données de janvier à novembre.

<sup>5</sup>Faute de données suffisantes, les pays suivants sont exclus : République du Congo, Guinée équatoriale et Tchad parmi les pays exportateurs de pétrole; Zambie parmi les PRI; Bénin, Comores, République démocratique du Congo, Érythrée, Éthiopie, Guinée, Libéria, Malawi, République centrafricaine, São Tomé-et-Principe, Sierra Leone et Zimbabwe parmi les PFR.

nomie mondiale. Cela tient à la détérioration de l'environnement extérieur, à l'affaiblissement des termes de l'échange et à une perte générale de confiance des milieux d'affaires. La croissance devrait aussi se ralentir au Botswana et tomber à 3¼ % cette année en raison principalement d'un fléchissement de la demande mondiale de diamants. Après l'impulsion ponctuelle donnée par le lancement de la production de pétrole l'année dernière, la croissance devrait se modérer au Ghana et atteindre le taux encore respectable de 8¾ % cette année.

- La croissance devrait s'accélérer dans les pays exportateurs de pétrole et s'élever à 7¼ % en 2012, contre 6¼ % l'année dernière, du fait principalement que l'exploitation de nouveaux gisements pétroliers en Angola devrait y porter la croissance du PIB à 9¾ % cette année. Au Nigéria, la croissance du PIB hors pétrole devrait quelque peu fléchir cette année sous l'effet d'un resserrement des politiques budgétaire et monétaire, mais, avec une certaine reprise de la production pétrolière, la croissance du PIB global devrait se maintenir aux alentours de 7 %.
- Dans le groupe des pays à faible revenu, un redressement de la production agricole et hydroélectrique après la sécheresse de l'an dernier devrait soutenir la croissance au Kenya qui, d'après les projections, devrait atteindre 5¼ % en 2012 et 5¾ % en 2013. Mais la pénurie d'électricité et le durcissement de la politique macroéconomique mis en œuvre pour endiguer les pressions inflationnistes devraient modérer la croissance en Ouganda et, dans une moindre mesure, en Tanzanie.

L'Afrique subsaharienne est relativement moins exposée au ralentissement mondial, mais elle n'est pas à l'abri de ses retombées. Dans le scénario de crise dans la zone euro décrit au chapitre 1 et présenté dans le graphique 2.2, la production de la région diminuerait de 1 % en 2012 par rapport au niveau de référence. La crise de la zone euro aurait un impact négatif sur l'Afrique subsaharienne à travers ses effets sur les exportations, les envois de fonds, l'aide publique et les mouvements de capitaux privés. Elle entraînerait aussi une baisse des prix du pétrole et des produits de base hors pétrole de 17 % et 10 %, respectivement, par rapport aux prévisions de référence. Les pays exportateurs de produits de base et les pays à revenu intermédiaire qui sont plus intégrés dans les marchés mondiaux

**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 <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>5,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>8,2</b>	<b>9,6</b>	<b>7,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,6</b>	...	...	...
<b>Pays exportateurs de pétrole</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>	<b>6,2</b>	<b>10,2</b>	<b>10,2</b>	<b>8,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>	<b>4,9</b>	...	...	...
Nigéria	7,2	7,1	6,6	10,8	11,2	9,7	6,2	7,3	5,3	23,9	...	...
Angola	3,4	9,7	6,8	13,5	11,1	8,3	8,1	9,7	6,2	...	...	...
Guinée équatoriale	7,1	4,0	6,8	7,3	7,0	7,0	-9,7	-9,0	-6,6	...	...	...
Gabon	5,8	5,6	2,3	1,3	2,3	2,6	12,0	11,7	7,5	...	...	...
Tchad	1,6	6,9	0,1	1,9	5,5	3,0	-17,7	-10,0	3,3	...	...	...
République du Congo	4,5	3,1	5,4	1,9	2,7	2,9	6,2	4,3	3,8	...	...	...
<b>Pays à revenu intermédiaire<sup>4</sup></b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,2</b>	...	...	...
Afrique du Sud	3,1	2,7	3,4	5,0	5,7	5,3	-3,3	-4,8	-5,5	24,5	23,8	23,6
Ghana	13,6	8,8	7,4	8,7	9,6	8,9	-10,0	-6,9	-6,0	...	...	...
Cameroun	4,1	4,1	4,5	2,9	3,0	3,0	-3,5	-4,8	-3,3	...	...	...
Côte d'Ivoire	-4,7	8,1	6,2	4,9	2,0	2,5	6,7	-2,8	-3,0	...	...	...
Botswana	4,6	3,3	4,6	8,5	7,8	6,7	-6,8	-4,1	-1,4	...	...	...
Sénégal	2,6	3,8	4,5	3,4	3,0	2,2	-8,3	-10,0	-10,7	...	...	...
<b>Pays à faible revenu<sup>5</sup></b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>10,6</b>	<b>15,5</b>	<b>9,6</b>	<b>-9,7</b>	<b>-11,1</b>	<b>-9,9</b>	...	...	...
Éthiopie	7,5	5,0	5,5	18,1	33,9	23,1	-0,2	-8,4	-7,6	...	...	...
Kenya	5,0	5,2	5,7	14,0	10,6	5,2	-11,8	-9,6	-8,4	...	...	...
Tanzanie	6,7	6,4	6,7	7,0	17,4	9,5	-9,7	-12,3	-11,2	...	...	...
Ouganda	6,7	4,2	5,4	6,5	23,4	7,6	-11,1	-12,5	-10,7	...	...	...
République démocratique du Congo	6,9	6,5	6,7	15,5	12,7	9,4	-8,7	-7,8	-6,5	...	...	...
Mozambique	7,1	6,7	7,2	10,4	7,2	5,6	-13,0	-12,7	-12,4	...	...	...

<sup>1</sup>Les 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.

<sup>2</sup>En pourcentage du PIB.

<sup>3</sup>En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

<sup>4</sup>Ce groupe comprend en outre les pays suivants : Cap-Vert, Lesotho, Maurice, Namibie, Seychelles, Swaziland et Zambie.

<sup>5</sup>Ce 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-Principe, Sierra Leone, Togo et Zimbabwe.

seraient, de ce fait, les plus touchés par une aggravation de la crise de la zone euro.

L'Afrique du Sud risque également de répercuter les chocs mondiaux sur le reste de la région. Elle est plus exposée aux faiblesses de l'économie mondiale — surtout à l'Europe, qui reste un marché important pour ses exportations à forte valeur ajoutée. Les chocs négatifs touchant l'Afrique du Sud peuvent rapidement atteindre les pays voisins par leurs effets sur les revenus des travailleurs migrants, les échanges, les investissements régionaux et les moyens de financement.

Dans l'immédiat, les dirigeants devraient s'attacher principalement à reconstituer les marges de manœuvre. Beaucoup de pays de la région ont déjà commencé à réduire leurs déficits budgétaires et à durcir leur politique monétaire surtout là où l'inflation est montée en flèche l'année dernière. De fait, les pressions inflationnistes ont déjà commencé à faiblir dans la majeure

partie de la région, mais surtout en raison de la baisse des prix des produits alimentaires. La discipline budgétaire permettra aussi de dégager l'espace nécessaire à une réorientation des dépenses vers des domaines prioritaires comme les infrastructures, la santé et l'éducation. Si les risques de détérioration de la situation se concrétisent, les pays sur lesquels ne pèsent pas de contraintes de financement importantes doivent être prêts à relâcher les leviers de commande. Le problème ne se pose pas dans les mêmes termes pour l'Afrique du Sud qui est en butte à une croissance inférieure à la moyenne et à un très fort chômage. Le soutien de l'activité y reste un objectif important pour les pouvoirs publics et, en cas de ralentissement prolongé, un nouvel assouplissement de la politique monétaire pourrait avoir un effet d'entraînement à condition que les anticipations inflationnistes et le taux d'inflation hors alimentation et énergie restent bien maîtrisés.

## Effets de contagion : répercussions du désendettement des banques de la zone euro

Les banques de la zone euro ont réduit leurs avoirs, ce qui a fait craindre une crise du crédit et les effets qu'elle aurait sur la croissance du PIB réel et la stabilité financière, non seulement dans la zone euro, mais aussi dans d'autres régions du monde. Cette section analyse les répercussions possibles du désendettement des banques de la zone euro sur d'autres pays.

Si l'on se préoccupe des répercussions mondiales du désendettement des banques de la zone euro, c'est parce que celles-ci jouent un rôle majeur dans tous les secteurs du crédit dans le monde. Cela inclut le financement interbancaire, le crédit privé non bancaire (notamment le financement des échanges commerciaux) et, dans une moindre mesure, les prêts au secteur public. Les opérations de refinancement à trois ans effectuées récemment par la Banque centrale européenne (BCE) ont probablement contribué de manière déterminante à aplanir les pressions en faveur de leur désendettement pesant sur les banques de la zone euro, mais, comme il a été expliqué dans l'édition d'avril 2012 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde, la dynamique fondamentale du désendettement a des chances de persister. Les régions les plus exposées sont celles composées des pays émergents d'Europe et des «autres pays avancés d'Europe»<sup>8</sup>. Le niveau global des créances étrangères des banques semble jusqu'à présent avoir relativement peu diminué au dernier trimestre de 2011 par rapport à ce qui s'était passé après l'effondrement de Lehman Brothers en 2008. Les effets constatés sur plusieurs marchés émergents et ce que l'on appelle les «autres pays avancés d'Asie» (Australie, Corée, RAS de Hong Kong, Nouvelle-Zélande, Singapour et province chinoise de Taïwan) ont toutefois été non négligeables, et l'aversion pour le risque, qui diminue depuis le début 2012 par rapport aux pics qu'elle a atteints récemment, ne devrait pas retrouver rapidement ses niveaux d'avant la crise du fait des risques baissiers qui continuent de peser sur la croissance mondiale. Les

Cette section a été rédigée par Florence Jaumotte, avec l'aide de Min Kyu Song et David Reichsfeld. Les simulations de modèles utilisées ont été élaborées par Keiko Honjo et Stephen Snudden.

<sup>8</sup>Pour la présente analyse, ce groupe de pays inclut Israël ainsi que le Danemark, l'Islande, la Norvège, la République tchèque, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

simulations du désendettement des banques de la zone euro semblent indiquer que celui-ci pourrait n'avoir qu'un faible impact sur la croissance dans certaines régions. Bien que les projections du dernier scénario de référence des *Perspectives de l'économie mondiale* incluent déjà une part de désendettement, les effets supplémentaires, même modérés, qu'aurait sur la croissance un niveau de désendettement plus élevé que prévu seraient préoccupants dans le contexte actuel marqué par la fragilité de la reprise mondiale et l'assainissement des finances publiques entrepris<sup>9</sup>. Ces effets pourraient, certes, être en partie compensés par d'autres sources de financement, mais il n'en reste pas moins que les tensions financières et l'impact sur l'activité économique risquent d'être plus prononcés, surtout si le désendettement des banques européennes provoque un large et net accroissement de l'aversion pour le risque.

### Pressions en faveur du désendettement pesant sur les banques de la zone euro et voies par lesquelles les répercussions se font sentir

Plusieurs facteurs ont poussé les banques de la zone euro à réduire leurs avoirs. Premièrement, il est devenu coûteux et difficile d'obtenir des fonds sur les marchés en raison des chaînes de réaction négatives entre la crise des dettes souveraines, les bilans bancaires et un manque général de confiance entre les contreparties du système financier. La dynamique fondamentale du désendettement semble enclenchée bien que les opérations de la BCE contribuent à réduire les problèmes de financement. Les marchés contestent un modèle d'activité bancaire qui est fortement tributaire du financement de gros pour accroître le levier financier. Deuxièmement, certaines banques sont encore insuffisamment capitalisées, et la baisse des cours des actions bancaires a rendu difficile et coûteuse la levée de fonds privés. Enfin, devant cette situation, les autorités européennes ont demandé aux banques, à l'automne 2011, de porter à 9 % le ratio de leurs fonds propres de première catégorie

<sup>9</sup>Les effets du désendettement sur la croissance mentionnés dans cette section consacrée aux répercussions (et dans le Rapport sur la stabilité financière dans le monde) ne se rapportent pas au scénario de référence des *Perspectives de l'économie mondiale*, qui, depuis septembre 2011, inclut déjà une part de désendettement.

et de constituer un coussin de sécurité exceptionnel pour leur exposition aux dettes souveraines d'ici le 30 juin 2012 afin de rétablir la stabilité et la confiance et de maintenir les prêts à l'économie réelle. Il ressort toutefois des plans de désendettement que les banques ont soumis à l'Autorité bancaire européenne que, dans l'ensemble, les manques devraient être comblés par des mesures portant sur les fonds propres, ce qui limiterait l'effet négatif sur les prêts à l'économie réelle.

Le désendettement des banques peut avoir des conséquences indésirables pour l'activité économique et la stabilité financière. Une réduction des crédits bancaires conduit à un durcissement des conditions de financement et à un affaiblissement de la croissance économique. L'impact sur l'activité réelle tient au fait que les banques jouent un rôle spécial dans l'intermédiation entre les épargnants et les emprunteurs (Adrian, Colla et Shin, 2012). Quand une banque réduit ses avoirs et ses engagements, les investisseurs qui lui consentaient des prêts jusque-là peuvent faire bénéficier l'économie réelle de ces fonds autrement (par exemple, en achetant des obligations de sociétés). Mais les investisseurs exigent généralement de meilleurs rendements parce qu'il leur est plus difficile de résoudre les problèmes d'asymétrie d'information, qu'ils ont une plus grande aversion pour le risque et qu'ils n'exploitent pas comme les banques leur potentiel d'emprunt pour accorder des crédits moins coûteux<sup>10</sup>. Pour ce qui est de la stabilité financière, une réduction des financements accordés par les banques aux autres institutions financières peut provoquer des difficultés de financement. Le bradage d'actifs peut gagner l'ensemble des banques et initier un cercle vicieux de baisse des prix de vente. D'importantes cessions d'actifs par des filiales étrangères peuvent faire sensiblement baisser les cours des actions des institutions financières, comme cela a été le cas récemment en Amérique latine. Enfin, les ventes d'obligations souveraines pourraient aggraver les problèmes de financement des États, ce qui aurait des effets en retour négatifs pour les banques et l'économie réelle.

Le désendettement des banques de la zone euro pourrait affecter d'autres régions du monde surtout si les banques commencent par réduire la dette de leurs établissements situés à l'étranger, comme le suggèrent

<sup>10</sup>De plus, les petites et moyennes entreprises sont fortement tributaires du crédit bancaire et n'ont guère accès au financement par émission d'actions ou d'obligations.

les informations provenant du marché (voir l'édition d'avril 2012 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde)<sup>11</sup>. C'est par le biais du retrait de leurs créances sur l'étranger par les banques de la zone euro que se feront tout d'abord sentir directement les effets de contagion transnationaux. Des effets secondaires pourraient suivre cependant si la perte du financement de la zone euro contraint des banques étrangères, notamment des banques britanniques et américaines actives au niveau international, à réduire aussi leur voilure. Suivant l'ampleur de la réduction des moyens de financement, le processus de désendettement pourrait saper la confiance au niveau mondial et avoir ainsi des effets plus étendus. L'aversion mondiale pour le risque augmentant, les marchés émergents pâtiraient probablement d'une fuite généralisée des capitaux, alors que les pays jouissant d'une monnaie de réserve internationale ou de marchés financiers nationaux profonds (Japon, États-Unis) pourraient, en raison de l'effet de valeur refuge, connaître un afflux de capitaux provoquant une appréciation de leur monnaie. Dans ce cas, l'indicateur pertinent du degré d'exposition n'est pas simplement le niveau des créances de la zone euro sur un pays, mais l'ensemble des créances sur l'étranger. Enfin, les exportations des pays étrangers pourraient être affectées négativement si le désendettement des banques de la zone euro au niveau de chaque État membre réduit la croissance dans l'ensemble de la zone<sup>12</sup>.

### Types d'exposition et de vulnérabilité

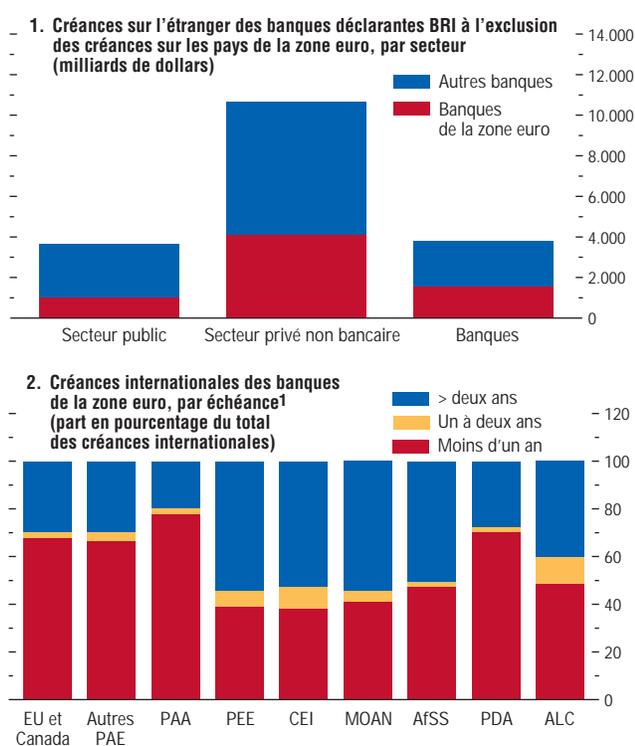
L'importance du rôle joué par les banques de la zone euro dans le crédit au niveau mondial justifie les inquiétudes que suscitent leur désendettement et les effets qu'il pourrait avoir ailleurs. D'après les données

<sup>11</sup>Il peut y avoir plusieurs raisons à cela. Premièrement, ces éléments d'actif peuvent ne pas faire partie du domaine d'activité principal de ces banques. Deuxièmement, il y a moins de risque que les résultats d'une banque soient affectés négativement par une diminution de ses profits et un accroissement de ses prêts non productifs sous l'effet d'une détérioration de la situation économique à l'étranger. Enfin, les orientations définies récemment par l'Autorité bancaire européenne favorisent le maintien des flux de crédit vers les pays de l'UE. Il se peut, toutefois, que certains groupes bancaires préfèrent ne pas réduire leur voilure sur des marchés émergents stratégiques qui sont très rentables.

<sup>12</sup>Les difficultés des banques de la zone euro affecteront aussi les autres régions par le biais des créances que celles-ci détiennent sur la zone euro, mais cela ne relève pas de la question du désendettement.

### Graphique 2.EC.1. Participation des banques de la zone euro au crédit mondial, septembre 2011

L'importance du rôle que les banques de la zone euro jouent dans le crédit au niveau mondial et l'importance de la part du court terme dans les créances qu'elles détiennent sur l'étranger justifient les inquiétudes que suscite leur désendettement.



Sources : Banque des règlements internationaux (BRI) et calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>AfSS : Afrique subsaharienne; ALC : Amérique latine et Caraïbes; Autres pays avancés d'Europe (autres PAE) : Danemark, Islande, Israël, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède et Suisse; CEI : Communauté des États indépendants; MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord; pays avancés d'Asie (PAA) : Australie, Corée, RAS de Hong Kong, Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour et province chinoise de Taiwan; PEE : pays émergents d'Europe; PDA : pays en développement d'Asie.

de la Banque des règlements internationaux (BRI), les banques de la zone euro occupent une place importante dans les créances bancaires sur l'étranger en général et pour chaque secteur de prêt, avec des parts comprises entre 25 et 40 % (même en excluant les prêts aux autres pays de la zone euro — graphique 2.EC.1). En outre, les créances sur l'étranger des banques de la zone euro sont, dans une assez large proportion, d'une durée inférieure à un an, ce qui facilite leur dénouement. Les crédits commerciaux pourraient être particulièrement vulnérables : ils sont généralement de courte durée et les banques de la zone euro jouent un rôle important sur ce marché dans toutes les régions<sup>13</sup>.

Les régions les plus exposées aux créances sur l'étranger des banques de la zone euro sont celles des autres pays avancés et des pays émergents d'Europe (graphique 2.EC.2)<sup>14, 15</sup>. Les centres financiers du monde entier sont aussi très exposés. Le Japon et les pays en développement d'Asie sont les moins exposés. Les pays émergents d'Europe et les autres pays avancés d'Europe restent les régions les plus exposées même lorsque l'on considère qu'une partie des créances sur l'étranger est financée par les dépôts locaux dans les filiales, ce qui réduit les risques de retrait (Cerutti, Claessens et McGuire, 2011), ou que l'on tient compte des différences de degré de financiarisation entre les régions<sup>16</sup>. Les régions qui sont directement exposées

<sup>13</sup>Les banques interviennent dans le financement de 35 à 40 % des crédits commerciaux. Un autre marché de niche qui pourrait être affecté est celui du financement de prêts.

<sup>14</sup>Les régions considérées dans l'analyse sont les suivantes : l'Amérique du Nord (Canada et États-Unis); les autres pays avancés d'Europe (Danemark, Islande, Israël, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède et Suisse); les autres pays avancés d'Asie (Australie, Corée, RAS de Hong Kong, Nouvelle-Zélande, Singapour et province chinoise de Taïwan); les pays émergents d'Europe, la Communauté des États indépendants (CEI), les pays en développement d'Asie, l'Amérique latine et les Caraïbes, le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord (MOAN) et l'Afrique subsaharienne sont définis suivant la classification adoptée dans l'appendice statistique. Les centres financiers sont inclus dans les agrégats de leurs régions respectives du fait qu'ils centralisent souvent le financement régional et qu'ils peuvent, de ce fait, générer des effets de contagion dans le reste de leur région.

<sup>15</sup>C'est le cas dans tous les secteurs (privé, public, bancaire). L'Amérique du Nord et les autres pays avancés d'Asie sont aussi relativement exposés dans le secteur bancaire tandis que l'Amérique latine l'est dans le secteur public.

<sup>16</sup>L'indicateur ajusté proposé par Cerutti, Claessens et McGuire (2011) inclut deux corrections qui se compensent en partie. D'un

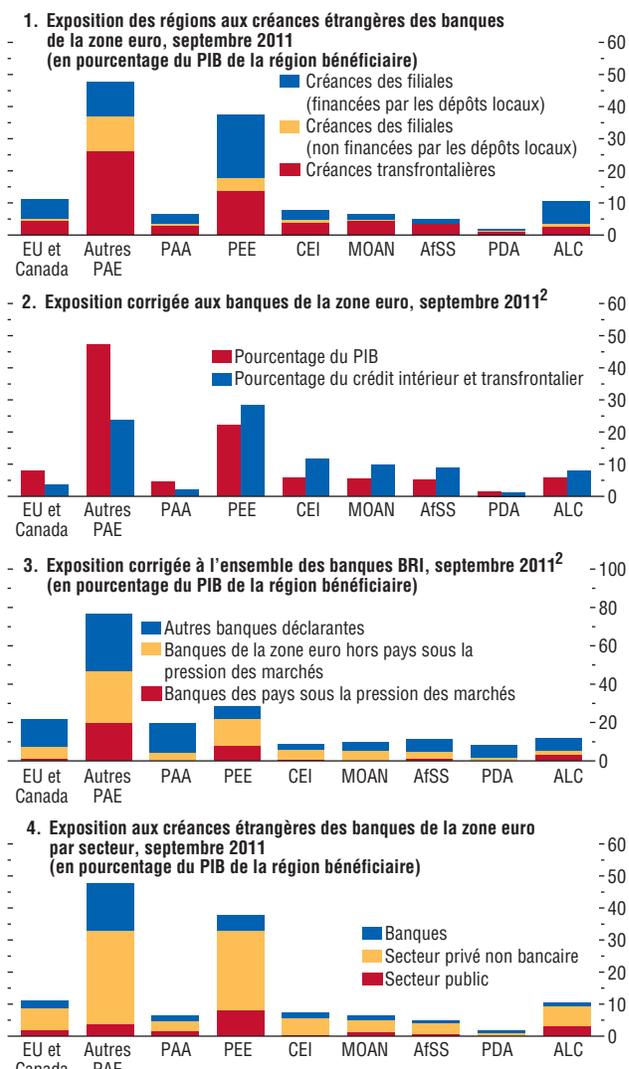
aux banques de pays faibles de la zone euro comme la Belgique, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie et le Portugal, par opposition au reste de la zone euro, pourraient être plus vulnérables. La plupart des régions sont surtout exposées aux banques des pays du noyau dur de la zone euro. Mais les banques des pays soumis aux pressions des marchés ont des créances importantes dans d'autres pays avancés d'Europe (Irlande), dans les pays émergents d'Europe et en Amérique latine (Espagne).

Si l'aversion mondiale pour le risque augmentait sensiblement, l'étendue des vulnérabilités déterminerait de manière décisive l'ampleur de l'impact sur les pays. Lorsque l'on tient compte de l'exposition étrangère à l'ensemble des banques, et pas seulement à celles de la zone euro, le risque d'accroissement de la vulnérabilité augmente considérablement, surtout dans les autres pays avancés d'Europe, mais aussi dans les pays avancés d'Asie et en Amérique du Nord. Lorsque de plus larges indicateurs sont pris en compte, les pays émergents d'Europe et la CEI semblent particulièrement vulnérables (graphique 2.EC.3). Bien qu'ils aient fortement réduit leurs déficits extérieurs courants, ces pays ont d'importants besoins de financement extérieur et de faibles réserves pour couvrir leur dette à court terme et leur déficit extérieur courant. Une part non négligeable de la dette publique est financée extérieurement, et les besoins de financement budgétaire sont importants dans plusieurs d'entre eux. Enfin, une proportion élevée de leurs emprunts est libellée en monnaies étrangères, ce qui pourrait impliquer des effets négatifs non négligeables sur les bilans dans le secteur privé en cas de tensions sur les taux de change et pourrait exposer les banques à un risque de change indirect. La région Moyen-Orient et Afrique du Nord (MOAN) montre aussi une certaine vulnérabilité, certains pays ayant besoin de refinancer une part importante de leur dette publique, ce qui pourrait s'avérer problématique si les sources de financement public intérieures, comme les banques, sont affectées par la crise de la zone euro. Les besoins de refinancement extérieur sont, certes, aussi très importants, mais

côté, la déduction des créances sur l'étranger qui sont financées par les dépôts locaux réduit l'ampleur des risques encourus. De l'autre, l'adjonction des engagements hors bilan (comme les lignes de crédit et les garanties de crédits commerciaux non utilisées) permet de refléter au maximum le degré d'exposition.

## Graphique 2.EC.2. Exposition des régions aux créances étrangères des banques<sup>1</sup>

Les régions les plus exposées aux créances sur l'étranger des banques de la zone euro sont celles réunissant les autres pays avancés et les pays émergents d'Europe. C'est le cas même si l'on ne tient pas compte des créances des filiales qui sont financées par les dépôts locaux (qui risquent moins d'être retirés) ou si l'on prend en considération les différences de degré de financiarisation entre les régions. Le risque de plus grande vulnérabilité augmente considérablement lorsque l'on considère l'exposition étrangère totale, surtout dans le cas des autres pays avancés d'Europe, des pays avancés d'Asie et de l'Amérique du Nord.



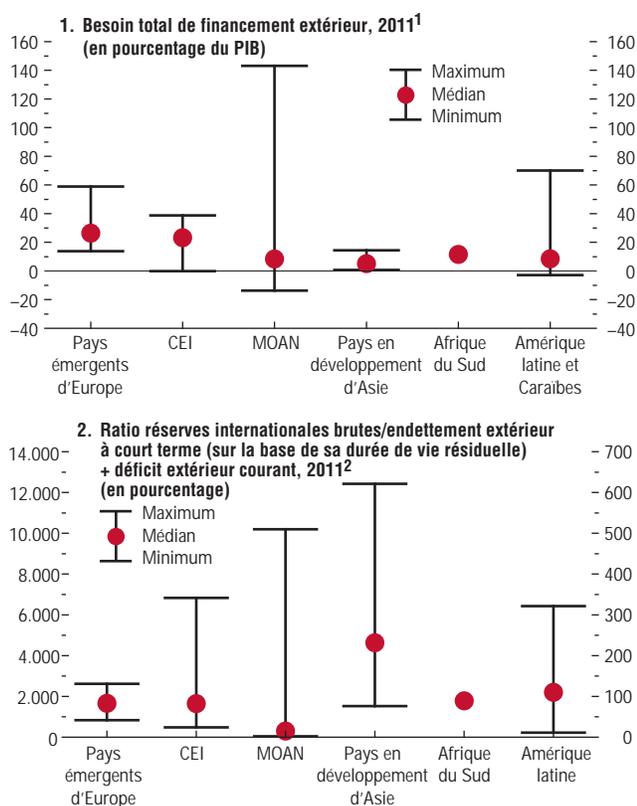
Sources : Banque des règlements internationaux (BRI); Cerutti, Claessens et McGuire (2011); estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>AfSS : Afrique subsaharienne; ALC : Amérique latine et Caraïbes; autres pays avancés d'Europe (autres PAE) : Danemark, Islande, Israël, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède et Suisse; CEI : Communauté des États indépendants; MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord; pays avancés d'Asie (PAA) : Australie, Corée, RAS de Hong Kong, Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour et province chinoise de Taiwan; PEE : pays émergents d'Europe; PDA : pays en développement d'Asie.

<sup>2</sup>L'exposition corrigée des emprunteurs aux banques déclarantes BRI est définie comme la somme des créances transfrontalières, des engagements de crédit hors bilan et des créances des filiales qui ne sont pas financées par les dépôts locaux. Voir Cerutti, Claessens et McGuire (2011). Pays sous la pression des marchés : Belgique, Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal.

### Graphique 2.EC.3. Vulnérabilités régionales

Les pays émergents d'Europe et la Communauté des États indépendants (CEI) ont aussi de plus larges vulnérabilités extérieures, ce qui pourrait les rendre plus sensibles à une forte augmentation de l'aversion mondiale pour le risque.



Source : calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>CEI : Communauté des États indépendants; MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord.

<sup>2</sup>MOAN sur l'échelle de gauche; autres pays et régions sur l'échelle de droite.

la plupart des pays de la région détiennent d'amples réserves de change.

D'une manière plus générale, le niveau de risque est plus élevé du fait que la marge de manœuvre est beaucoup plus limitée que pendant le processus de désendettement consécutif à la faillite de Lehman Brothers, quand l'importance de l'espace budgétaire existant et les plus grandes possibilités d'intervention des banques centrales ont permis d'injecter massivement des liquidités et de lancer des programmes de recapitalisation.

### Quelle est l'ampleur du désendettement réalisé jusqu'à présent?

D'après les données consolidées de la BRI qui rendent compte du désendettement international des banques, les établissements bancaires de la zone euro ont réduit leurs créances (ajustées) sur l'étranger de 3 % au troisième trimestre de 2011 (dernière période pour laquelle on dispose de données). Globalement, les créances étrangères des banques n'ont diminué que de ½ % grâce à une compensation partielle par les banques d'Amérique du Nord et du Japon (graphique 2.EC.4)<sup>17</sup>. Le désengagement global est faible jusqu'à présent par rapport à ce qui a été observé lors de la crise de 2008, quand les créances sur l'étranger ont diminué globalement d'environ 20 % (même si ce repli s'est effectué sur plusieurs trimestres). Mais, depuis juin 2011, la réduction des créances sur l'étranger a affecté davantage de régions extérieures à la zone euro, en particulier les pays émergents d'Europe, l'Amérique latine et les Caraïbes, l'Afrique subsaharienne et les pays avancés d'Asie<sup>18</sup>. Outre la réduction des créances bancaires de la zone euro, plusieurs pays émergents ont eu à déplorer des sorties de fonds de banques extérieures à la zone euro au profit des pays avancés, ce qui peut être le signe d'une montée de l'aversion mondiale pour le risque<sup>19</sup>. Le total des créances bancaires sur l'étranger

<sup>17</sup>D'après les données de la BRI sur les créances étrangères consolidées sur la base du risque ultime et corrigées pour éliminer l'incidence du taux de change et des ruptures de séries (Cerutti, 2012).

<sup>18</sup>Cette analyse est axée sur les grandes régions; or l'effet du désendettement n'a pas été homogène dans certaines d'entre elles. Des facteurs propres à chaque pays ont joué, et continueront de jouer, un rôle déterminant.

<sup>19</sup>Des données plus récentes sur les flux financiers vers les pays émergents semblent toutefois indiquer que l'aversion mondiale pour le risque a de nouveau diminué.

a diminué de 2 points de PIB dans les pays émergents d'Europe et de 0,6 point de PIB en Amérique latine et aux Caraïbes et dans les pays avancés d'Asie<sup>20</sup>.

Les banques de la zone euro ont en outre fortement durci les conditions d'octroi de prêts aux troisième et quatrième trimestres de 2011 par suite des difficultés d'obtention de financements sur les marchés et du ralentissement de l'activité économique. Un nouveau durcissement est attendu au début de 2012.

La situation générale du crédit (compte tenu du désendettement des banques nationales) s'est sensiblement détériorée dans les pays émergents aux troisième et quatrième trimestres de 2011. Les contractions les plus prononcées ont été observées dans les pays émergents d'Europe, en Afrique et au Moyen-Orient. Les données sur la croissance du crédit réel au secteur privé ne font pas encore apparaître un changement de tendance notable, mais ces données sont enregistrées avec un certain décalage<sup>21</sup>. La détérioration des conditions de financement sur les marchés internationaux explique en grande partie le resserrement du crédit qui a en outre été imputé, au moins partiellement, aux difficultés financières de la zone euro par la majorité des déclarants dans l'ensemble des régions<sup>22</sup>. Un resserrement du crédit a également été observé dans les grands pays avancés (États-Unis, Japon, Royaume-Uni). Il a été de plus en plus difficile, à partir de l'été, d'obtenir des financements en dollars, mais une certaine amélioration a été constatée dans ce domaine quand six grandes banques centrales ont décidé, en novembre, d'abaisser le taux d'intérêt sur les lignes de crédit réciproques en dollars et de prolonger jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2013 les dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises. À la suite des événements qui ont affecté la zone euro, les écarts des couvertures de défaillance des banques du

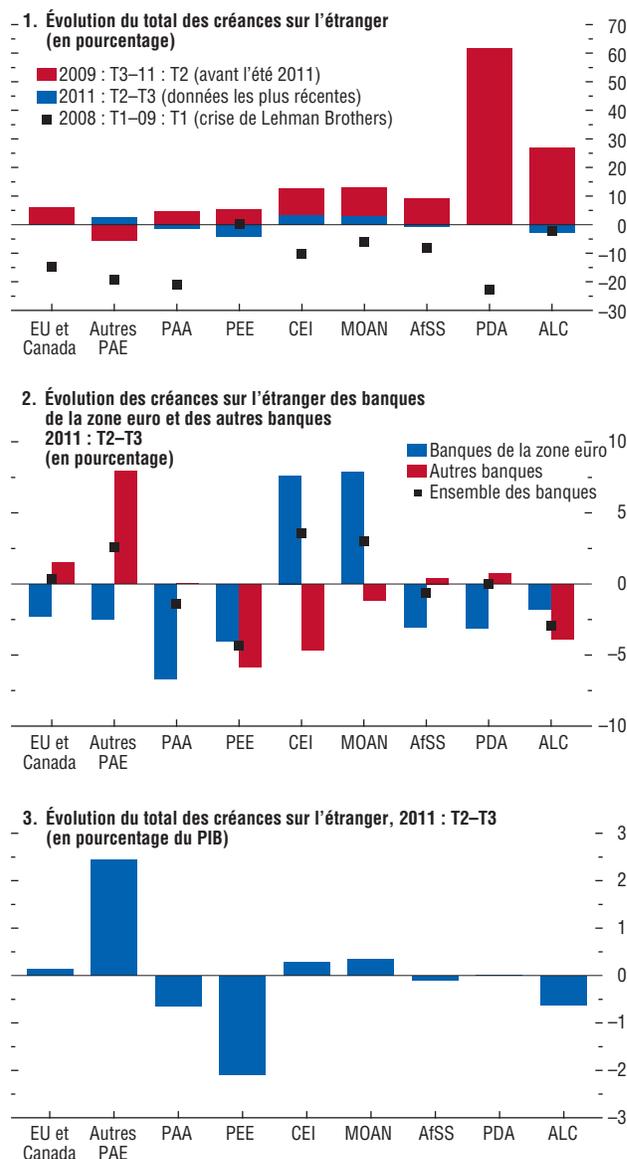
<sup>20</sup>Ce sont les créances sur le secteur privé non bancaire qui ont le plus diminué. Mais les données étant consolidées par groupe bancaire, elles peuvent refléter une baisse des prêts aux filiales qui étaient utilisés pour l'octroi de crédits au secteur non bancaire. Les créances sur les banques (non affiliées) ont jusqu'à présent surtout diminué en Europe, mais peu dans les autres régions. Les créances sur le secteur public ont sensiblement diminué dans les pays émergents d'Europe et en Amérique latine.

<sup>21</sup>La croissance du crédit reste forte sur la plupart des marchés émergents (à l'exception de la région MOAN et de l'Afrique subsaharienne) et faible ou négative dans la plupart des pays avancés (à l'exception des autres pays avancés d'Asie).

<sup>22</sup>Institute of International Finance Survey of Emerging Markets Bank Lending Conditions.

## Graphique 2.EC.4. Évolution dans le temps des créances bancaires sur l'étranger, corrigées<sup>1</sup>

Depuis juin 2011, on observe un repli des créances sur l'étranger au niveau mondial qui affecte plusieurs groupes de pays émergents ainsi que les pays avancés d'Asie. En dehors de la réduction des créances bancaires de la zone euro, plusieurs pays émergents ont eu à déplorer des sorties de fonds de banques d'autres régions alors que les pays avancés ont enregistré des entrées de fonds en provenance de ces régions.



Sources : Banque des règlements internationaux (BRI) et estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>D'après les données de la BRI sur les créances étrangères consolidées sur la base du risque ultime et corrigées pour éliminer l'incidence du taux de change et des ruptures de séries (Cerutti, 2012). AfSS : Afrique subsaharienne; ALC : Amérique latine et Caraïbes; autres pays avancés d'Europe (autres PAE) : Danemark, Islande, Israël, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède et Suisse; CEI : Communauté des États indépendants; MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord; pays avancés d'Asie (PAA) : Australie, Corée, RAS de Hong Kong, Japon, Nouvelle-Zélande, Singapour et province chinoise de Taiwan; PEE : pays émergents d'Europe; PDA : pays en développement d'Asie.

monde entier ont aussi augmenté à l'automne 2011 avant de diminuer toutefois légèrement il y a peu.

Des signes de tension ont aussi été observés dans le domaine des crédits commerciaux, mais les difficultés rencontrées semblent surmontables jusqu'à présent. Les enquêtes menées sur le financement du commerce extérieur font apparaître une détérioration des conditions de l'offre sous l'effet des contraintes financières (raréfaction des crédits ou liquidités disponibles dans les banques contreparties et des crédits offerts par les institutions financières internationales) dues au moins en partie au désendettement des banques de la zone euro<sup>23</sup>. Jusqu'à maintenant, toutefois, c'est au niveau de la tarification plutôt qu'en termes de volume que les effets se sont fait sentir du fait que le vide a été comblé par d'autres banques<sup>24</sup>.

Enfin, les émissions sur les marchés obligataires et boursiers, qui peuvent remplacer le recours au crédit bancaire, étaient dans l'ensemble en perte de vitesse, mais les données les plus récentes sur les flux financiers vers les pays émergents indiquent des entrées de fonds soutenues depuis peu, ce qui suggère un recul possible de l'aversion mondiale pour le risque (voir le chapitre 1).

### Quelle est l'ampleur de l'impact sur la croissance?

L'impact de la réduction des crédits bancaires sur la croissance dépend de plusieurs facteurs : 1) le degré auquel les autres sources de financement peuvent remplacer ces crédits, 2) l'évolution de la demande de crédit, et 3) la marge de manœuvre dont disposent les diverses régions pour faire face à un resserrement des financements. Même s'il est peu probable que d'autres sources de financement puissent totalement compenser le manque de crédits (voir plus haut), elles pourraient le réduire notablement. Les systèmes financiers nationaux de beaucoup de pays semblent, dans l'ensemble, bien capitalisés et ils peuvent être en mesure de combler le vide laissé<sup>25</sup>. D'une manière générale, les pays à

forts taux de croissance seront probablement en meilleure position pour trouver d'autres sources de financement du fait de la vigueur de leur secteur bancaire et de leur secteur des entreprises. Si les marchés des actions et des obligations peuvent remplacer les prêts bancaires dans les pays avancés, ils ne sont pas encore assez développés par rapport à la taille de l'économie dans les pays émergents. Les possibilités de compensation dépendront fortement de l'aversion mondiale pour le risque. Un recul plus général des sources de financement est en effet à craindre si le désendettement des banques de la zone euro provoque une montée sensible de l'aversion pour le risque au niveau mondial.

L'impact sur la croissance du désendettement des banques dépend également de la demande de crédit. Si, par exemple, les ménages ou les entreprises surendettés s'efforcent d'assainir leur bilan, le désendettement des banques ne sera pas aussi contraignant et son effet négatif sur la croissance pourra se limiter à ce qu'implique la baisse de la demande de crédit. L'affaiblissement de cette demande dans certaines des régions les plus exposées, comme les pays émergents d'Europe et certains pays avancés (États-Unis, Japon, pays de la zone euro, Royaume-Uni), pourra donc atténuer le préjudice causé à la croissance par une réduction du crédit. La demande de crédit résiste bien dans d'autres pays émergents d'Asie et d'Amérique latine notamment, mais une forte croissance économique pourra générer de nouvelles sources de financement susceptibles de remplacer les prêts bancaires.

Enfin, les gouvernants qui disposent d'une marge de manœuvre suffisante pourront sans doute compenser en partie l'impact du désendettement des banques en assouplissant la politique budgétaire ou monétaire. La situation budgétaire de la plupart des régions, mesurée par le solde budgétaire et la dette publique, s'est fortement dégradée par rapport à 2007, surtout dans les pays avancés. Les niveaux d'endettement et les déficits restent en moyenne moins élevés dans les pays émergents, mais certains pays (parmi les pays émer-

<sup>23</sup>Institute of International Finance Survey of Emerging Markets Bank Lending Conditions et ICC-IMF Market Snapshot, janvier 2012.

<sup>24</sup>La situation est en outre plus préoccupante pour le financement de projets et d'échanges à long terme pour lequel le marché de la syndication de prêts a disparu. Il est difficile à de nouveaux entrants de prendre le relais du fait de la complexité des contrats.

<sup>25</sup>Les banques paraissent, dans l'ensemble, bien capitalisées dans la plupart des régions avec un ratio de fonds propres de première

catégorie réglementaire nettement supérieur à 9 %, un rendement élevé des capitaux propres (sauf aux États-Unis et au Royaume-Uni) et peu de prêts improductifs (sauf dans les pays émergents d'Europe et certains pays de la CEE). Cela n'exclut pas toutefois les risques d'instabilité financière. Comme nous l'avons appris de la crise, une poignée d'institutions financières peuvent faire s'effondrer tout un système financier, même si celui-ci est globalement sain et solide.

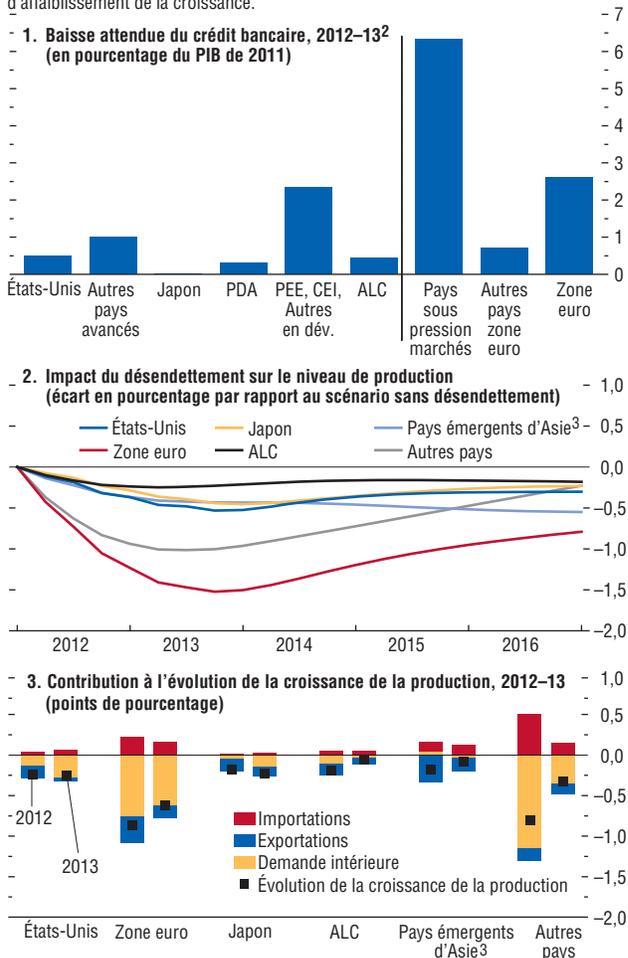
gents d'Europe et les membres de la CEI, par exemple) qui ne disposent pas de l'espace budgétaire nécessaire risquent en fait de devoir durcir leur politique budgétaire en cas de nouveau ralentissement de l'activité économique du fait des tensions qui pèseront sur leurs finances publiques. Les pays avancés (États-Unis, Japon, pays de la zone euro, Royaume-Uni) ont déjà des taux d'intérêt très bas qui sont près d'atteindre, ou ont déjà atteint, le plancher de zéro, ce qui compromet pour eux les possibilités d'assouplissement de la politique monétaire. Ces possibilités pourraient aussi être limitées pour certains pays émergents en proie à des tensions inflationnistes (Corée, Inde, Indonésie) ou se trouvant encore dans la phase d'expansion du crédit (Chine). Mais une contraction du crédit permettrait de réduire les risques de surchauffe dans ces pays.

### Simulations des effets du désendettement

Pour illustrer l'impact que le désendettement des banques pourrait avoir sur la croissance dans les diverses régions du monde, nous utilisons le scénario de référence du désendettement des banques européennes qui est exposé dans le Rapport sur la stabilité financière dans le monde. Ce scénario prévoit 1) la neutralisation partielle des problèmes de financement par les deux opérations de refinancement à plus long terme de la BCE, 2) l'obtention d'un ratio de fonds propres de première catégorie de 9 % d'ici juin 2012, 3) l'annonce de plans de désendettement, 4) la réalisation de progrès vers l'application du ratio de financement stable net imposé par Bâle III, et 5) un biais national, les banques mettant en œuvre leur processus de désendettement tout d'abord à l'extérieur de l'Union européenne, puis dans l'Union européenne, mais pas dans leur pays d'origine, et enfin dans leur pays d'origine. Dans le cadre de ce scénario, plus de la moitié de la réduction du montant des crédits opérée par les banques de la zone euro est réalisée en dehors de celle-ci, et les plus fortes contractions du crédit en pourcentage du PIB se produisent dans le groupe des autres pays en développement (plus précisément la région MOAN et l'Afrique subsaharienne), les pays émergents d'Europe et la CEI (graphique 2.EC.5). Ces niveaux de désendettement sont calculés par rapport à un scénario sans désendettement. Il est probable que les banques avaient déjà prévu de réduire leur endettement avant septembre 2011,

### Graphique 2.EC.5. Impact potentiel sur la croissance du désendettement des banques européennes<sup>1</sup>

En l'absence d'une montée sensible de l'aversion mondiale pour le risque, l'impact sur la croissance du désendettement est très modéré, sauf dans les pays de la zone euro qui sont mis sous pression par les marchés et dans les «autres pays» (AfSS, CEI, pays émergents d'Europe et MOAN). Le désendettement était déjà planifié et engagé avant l'automne 2011. Il s'agit d'estimations maximales. Le modèle ne tient notamment pas compte de l'effet compensateur exercé par d'autres sources de financement, comme les banques de certains pays extérieurs à la zone euro; il ne distingue pas l'offre de crédit de la demande de crédit; et les pays avancés pourraient prendre d'autres mesures non conventionnelles d'assouplissement monétaire en cas d'affaiblissement de la croissance.



Source : estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Sur la base du scénario de référence du *GFSR* pour le désendettement des banques européennes.

<sup>2</sup>La baisse attendue du crédit bancaire concerne les 58 banques de l'UE incluses dans le scénario du *GFSR* sur le désendettement bancaire (scénario de référence). Pour la zone euro et pour quatre des pays inclus dans le groupe des autres pays avancés (Danemark, République tchèque, Royaume-Uni et Suède), elle inclut la baisse attendue du crédit bancaire des autres banques intérieures. ALC : Amérique latine et Caraïbes; autres en dév. : Moyen-Orient et Afrique du Nord et Afrique subsaharienne; autres pays avancés : Australie, Canada, Corée, Danemark, RAS de Hong Kong, Islande, Israël, Norvège, Nouvelle-Zélande, République tchèque, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse et province chinoise de Taiwan; autres pays zone euro : Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Estonie, Finlande, France, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, République slovaque et Slovaquie; CEI : Communauté des États indépendants; pays sous pression marchés : Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal; PDA : pays en développement d'Asie; PEE : pays émergents d'Europe.

<sup>3</sup>Pays émergents d'Asie : pays en développement d'Asie et Corée, RAS de Hong Kong, Singapour et province chinoise de Taiwan.

comme permettent de le supposer les projections de croissance molle établies par les services du FMI, et que ce qui s'est passé depuis septembre a déclenché un mouvement dans ce sens.

L'impact du désendettement est simulé à l'aide du modèle de l'économie mondiale du FMI qui est un modèle multirégional trimestriel d'équilibre général stochastique et dynamique. Dans cette simulation, la réduction des crédits bancaires régionaux calculée dans le scénario du Rapport sur la stabilité financière dans le monde est calibrée par le biais d'un accroissement de l'écart de rendement des obligations de sociétés de la région<sup>26</sup>. Il convient de préciser que les simulations du modèle présentent un certain nombre d'insuffisances qui suggèrent que les estimations représentent vraisemblablement les effets maximums probables sur la croissance économique de l'évolution de l'offre de crédit : 1) le modèle ne tient pas compte des effets compensateurs d'autres sources de financement comme les banques nationales, 2) les simulations ne permettent pas de distinguer l'offre de crédit de la demande de crédit, de sorte qu'elles peuvent surestimer l'impact de la modification de l'offre de crédit dans certaines régions, et 3) la réaction de la politique monétaire aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro est limitée par le plancher de zéro appliqué aux taux d'intérêt nominaux et ne tient pas compte de la possibilité d'un nouvel assouplissement quantitatif dans le cadre d'un scénario baissier. C'est dans la zone euro que l'effet du désendettement est le plus important avec une réduction de la croissance de 0,9 et 0,6 point en 2012 et 2013, respectivement. En dehors de la zone euro, les États-Unis, le Japon, les pays émergents d'Asie et l'Amérique latine ne sont que légèrement affectés sous forme principalement

<sup>26</sup>Le modèle est calibré pour refléter les estimations existantes qui suggèrent qu'une diminution des crédits de 1 % réduit la croissance d'environ 0,35 point. Ces estimations concernent la zone euro, les pays émergents d'Europe et les États-Unis, mais un coefficient du même ordre est utilisé pour toutes les régions. Les simulations reposent sur l'hypothèse importante d'une limitation, par le plancher de zéro appliqué aux taux d'intérêt nominaux, des possibilités d'ajustement de la politique monétaire face au ralentissement aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro. Le plancher de zéro pour les taux d'intérêt nominaux est particulièrement préjudiciable à la croissance aux États-Unis (par rapport au Japon ou à la zone euro) du fait de la forte flexibilité des prix : la baisse des prix résultant du ralentissement de l'activité fait monter les taux d'intérêt réels, ce qui freine encore davantage l'activité.

d'une réduction de leurs exportations provoquée par la baisse de croissance dans la zone euro. La croissance est plus affectée dans d'autres pays (qui incluent les pays émergents d'Europe et les pays de la CEI, de la région MOAN et de l'Afrique subsaharienne), surtout en 2012 (à hauteur d'environ 0,8 point). Le modèle n'offre pas d'estimations séparées pour les pays émergents d'Europe, mais les estimations par régression suggèrent que l'effet du désendettement sur la croissance pourrait être de 0,7 point pour eux<sup>27</sup>. L'impact sur la croissance du désendettement des banques de la zone euro serait donc modéré dans l'ensemble, sauf en Europe.

### Implications pour l'action publique

Les gouvernants prennent actuellement des mesures pour atténuer les effets attendus du désendettement des banques de la zone euro et ils doivent être prêts à faire plus si le besoin s'en fait sentir, tant dans la zone euro que dans le reste du monde. Au niveau de la zone euro, il est indispensable au déroulement en douceur du processus de désendettement que la BCE continue de fournir de grandes quantités de liquidités assorties d'échéances plus ou moins longues. Les conditions de marché étant actuellement très défavorables à la levée de capitaux privés, une plus grande injection de fonds publics dans le capital des banques réduirait le risque de resserrement du crédit. Il serait particulièrement utile aux pays subissant la pression des marchés que l'on s'efforce d'augmenter l'attrait et l'efficacité de la Facilité européenne de stabilité financière pour la recapitalisation des banques et que l'on veille à ce qu'elle dispose de fonds suffisants, mais cela pourrait aussi donner un coup de pouce à d'autres pays (du fait de l'étroitesse des liens existant entre les systèmes financiers et les économies réelles dans la zone euro). S'il apparaît que l'imposition du ratio de 9 % pour les fonds propres de première catégorie provoque un désendettement rapide, il pourra être nécessaire d'accorder aux banques plus de latitude pour la reconstitution de leurs volants de fonds propres.

Dans le reste du monde, les gouvernants doivent se préparer à amortir l'impact du désendettement des

<sup>27</sup>Les régressions estimées sont tirées du chapitre 4 de l'édition d'octobre 2011 des *Perspectives économiques régionales : Europe*.

banques de la zone euro sur la croissance en assouplissant leurs politiques budgétaire et monétaire, à condition qu'ils disposent d'une marge de manœuvre suffisante. Ils doivent être également prêts à soutenir les liquidités dans leurs systèmes bancaires, le cas échéant. Les options envisageables vont de l'ouverture de lignes de crédit réciproques avec la Réserve fédérale pour réduire la pénurie de dollars pour les pays qui n'en détiennent pas actuellement, à un renforcement des garanties des dépôts en passant par des dispositifs régionaux de mise en commun des ressources puisant

dans le stock important de réserves de change dont disposent certains pays. Les banques insuffisamment capitalisées devraient être invitées à augmenter leurs volants de fonds propres. Enfin, les gouvernants devraient veiller à ce que l'offre de crédit soit maintenue pour les agents pour lesquels le crédit est rationné (petites et moyennes entreprises, ménages) et pour le financement des échanges commerciaux, en intervenant éventuellement à l'aide de programmes gouvernementaux sans toutefois créer des distorsions dans la répartition du crédit.

## Encadré 2.1. Liens Est–Ouest et effets de contagion en Europe

L'intégration économique et financière régionale entre l'Europe de l'Ouest et l'Europe de l'Est a rapidement progressé depuis la levée du «rideau de fer»<sup>1</sup>. Les effets de contagion régionaux ont, de ce fait, aussi augmenté. Ils ont été importants pendant la crise de 2008–09 et, à nouveau, à l'automne 2011, quand la crise de la zone euro s'est aggravée. Le présent encadré examine l'évolution récente de ce processus d'intégration et analyse les effets de contagion entre les parties occidentale et orientale de l'Europe.

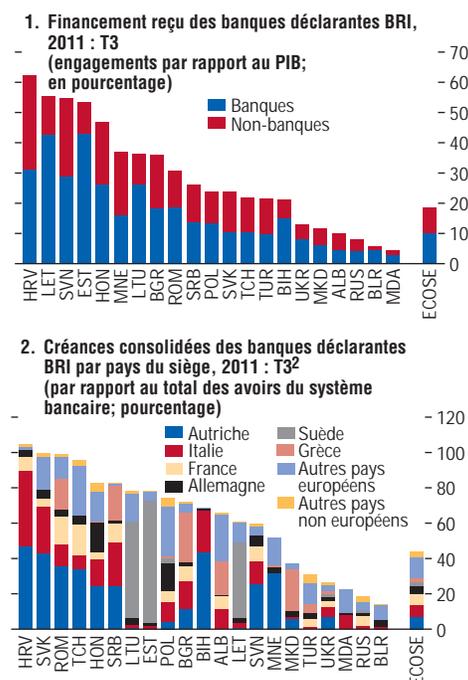
L'intégration économique et financière régionale entre l'Europe de l'Ouest et l'Europe de l'Est s'est intensifiée dans de nombreux domaines. Deux aspects importants à cet égard sont l'intégration réalisée dans le secteur bancaire et l'établissement de chaînes de production dans le cadre d'une plus grande intégration commerciale générale.

- L'intégration étroite entre le secteur financier de l'Europe de l'Est et le secteur bancaire de l'Europe de l'Ouest s'est faite par le biais à la fois d'acquisitions et de concours financiers. Le système bancaire de l'Europe de l'Est est aujourd'hui en grande partie sous le contrôle de banques d'Europe de l'Ouest, notamment des établissements dont le siège se trouve en Autriche, en France et en Italie. Pendant les années d'expansion qui ont précédé la crise, les banques mères ont augmenté à la fois les moyens de financement accordés à leurs filiales et les prêts directs transfrontaliers au secteur non bancaire. De ce fait, les banques qui rendent compte de leurs activités à la Banque des règlements internationaux (BRI), et dont le siège se trouve le plus souvent en Europe de l'Ouest, détiennent maintenant d'importantes parts de marché en Europe de l'Est. Leurs avoirs représentent plus de la moitié de l'ensemble des avoirs du système bancaire dans plusieurs pays (graphique 2.1.1).
- L'intégration commerciale a rapidement progressé. L'Europe de l'Est est, pour l'Europe de l'Ouest, son marché extérieur le plus dynamique,

Cet encadré a été rédigé par Bas B. Bakker, Phakawa Jeasakul et Yuko Kinoshita.

<sup>1</sup>Dans cet encadré, l'«Europe de l'Est» inclut les pays du Centre, de l'Est et du Sud-Est de l'Europe tandis que l'«Europe de l'Ouest» inclut la zone euro, le Danemark, l'Islande, la Norvège, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

**Graphique 2.1.1. Europe de l'Est : liens financiers avec l'Europe de l'Ouest<sup>1</sup>**



Sources : Banque des règlements internationaux (BRI), Statistiques bancaires territoriales et consolidées (tableaux 6A, 6B et 9B); calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>ALB : Albanie; BGR : Bulgarie; BLR : Bélarus; BIH : Bosnie-Herzégovine; ECOSE : Europe centrale, orientale et du Sud-Est; EST : Estonie; HON : Hongrie; HRV : Croatie; LET : Lettonie; LTU : Lituanie; MDA : Moldova; MKD : ex-République yougoslave de Macédoine; MNE : Monténégro; POL : Pologne; ROM : Roumanie; RUS : Russie; SRB : Serbie; SVK : République slovaque; SVN : Slovénie; TCH : République tchèque; TUR : Turquie; UKR : Ukraine.

<sup>2</sup>Sur la base des statistiques bancaires consolidées de la BRI, qui indiquent l'encours des actifs bruts détenus par les banques déclarantes BRI dans chaque pays d'ECOSE. Ces actifs peuvent être financés par des ressources locales (par exemple dépôts intérieurs), par des banques mères ou par le marché de gros international. Bien que, dans de nombreux pays d'ECOSE, l'intégration financière avec l'Europe de l'Ouest est visible aussi du fait du volume élevé de financement de banques mères, dans d'autres pays (par exemple République slovaque et République tchèque), les systèmes bancaires intérieurs sont financés principalement sur ressources intérieures bien qu'ils soient détenus principalement par des groupes bancaires d'Europe de l'Ouest.

ses exportations vers cette région étant passées d'un peu moins de 1 % du PIB en 1995 à environ 3¼ % en 2010. Elles sont maintenant plus importantes que celles vers l'Asie ou l'Hémisphère occidental. L'Europe de l'Ouest est, inversement,

### Encadré 2.1 (suite)

le premier marché extérieur de l'Europe de l'Est, ses exportations vers elle représentant 15 % environ du PIB de la région.

- Les chaînes de production transfrontalières se sont multipliées, surtout dans le secteur automobile. Des entreprises allemandes, en particulier, ont transféré une partie de leur production vers l'Europe de l'Est. Dans le cadre de ces chaînes de production, les pays de la région se sont spécialisés dans le montage final tandis que les principaux composants sont produits en Europe de l'Ouest. Le stock d'investissement direct étranger en Europe de l'Est, qui représente, en moyenne, quelque 42 % du PIB, est principalement détenu par des entreprises d'Europe de l'Ouest.

Le degré d'intégration varie d'un pays à l'autre à l'intérieur de ces grandes tendances. Ce sont les pays d'Europe centrale et les pays baltes qui sont les plus étroitement liés à l'Europe de l'Ouest. Les pays du Sud-Est de l'Europe sont moins intégrés. Il y a moins de chaînes de production transfrontalières et moins d'échanges commerciaux entre cette région et l'Europe de l'Ouest.

#### *Croissance, commerce et contagion financière*

Étant donné l'étroitesse des liens tissés entre les deux régions, il est admis depuis longtemps que des crises survenant en Europe de l'Ouest peuvent affecter les pays d'Europe de l'Est. Mais des effets de contagion s'exerçant en sens inverse peuvent aussi être importants. Si la croissance des exportations de l'Allemagne a été stimulée, avant la crise, par la vigueur de la demande provenant d'Europe de l'Est, la forte contraction de l'activité économique observée en Europe de l'Est en 2009 a aggravé le retournement de conjoncture en Allemagne<sup>2</sup>. Sur les marchés financiers, le creusement des écarts des couvertures de défaillance pour les banques mères autrichiennes début 2009 a reflété leur exposition à la crise dans certains pays d'Europe de l'Est.

<sup>2</sup>Entre 2003 et 2008, les exportations allemandes vers les pays du Centre, de l'Est et du Sud-Est de l'Europe ont augmenté de 16 % par an en termes réels et porté leur croissance totale de 6½ à 8¼ %; elles ont diminué de 26 % en 2009, ce qui a aggravé la contraction des exportations allemandes en la faisant passer de 12¼ à 16¼ %.

Divers modèles empiriques confirment que les effets de contagion sur la croissance et les échanges sont quantitativement importants et qu'un choc affectant l'Europe de l'Ouest peut aller jusqu'à toucher l'Europe de l'Est dans les mêmes proportions<sup>3</sup>. En particulier, un modèle vectoriel autorégressif, qui inclut implicitement les effets de contagion s'exerçant par divers canaux de transmission, suggère que les répercussions peuvent être encore plus importantes. Un choc sur la croissance en Europe de l'Ouest a un effet identique sur la croissance en Europe de l'Est. En revanche, un choc sur la croissance en Europe de l'Est n'a pas d'effet notable sur la croissance en Europe de l'Ouest. Mais les effets d'un choc provenant d'Europe centrale sur la croissance en Europe de l'Ouest sont statistiquement significatifs avec des coefficients de répercussion d'un tiers environ.

Les modèles confirment également que les effets de contagion financière ne sont pas négligeables, les fonds en provenance des banques mères d'Europe de l'Ouest affectant fortement la croissance du crédit et de la demande intérieure en Europe de l'Est. Les moyens de financement fournis par les banques d'Europe de l'Ouest ont accru de 1½ point la croissance annuelle du PIB de l'Europe de l'Est entre 2003 et 2008, quand le taux de croissance annuel moyen était de 6½ %. Des interactions s'exercent aussi entre les effets de contagion financière et commerciale puisque les chocs sur les flux financiers entre l'Europe de l'Ouest et l'Europe de l'Est se font rapidement sentir sur les flux commerciaux. D'après les estimations, 57 cents de chaque euro de financement bancaire provenant d'Europe de l'Ouest auraient été dépensés en fin de compte pour des importations en provenance de cette région.

#### *Répercussions de la crise de la zone euro*

La crise de la zone euro a eu peu d'impact sur l'Europe de l'Est jusqu'au début de l'automne 2011. Si les écarts des couvertures de défaillance ont régulièrement augmenté à la périphérie de la zone euro, ils sont restés inchangés ou ont diminué en Europe de l'Est du fait que celle-ci sortait alors de la profonde récession de 2008–09.

<sup>3</sup>Les modèles sont décrits au chapitre 4 de l'édition d'octobre 2011 des *Perspectives économiques régionales : Europe*.

**Encadré 2.1 (fin)**

La situation a changé quand la crise de la zone euro s'est intensifiée à la fin de l'année dernière. Les liens bancaires entre l'Est et l'Ouest se sont révélés être un important canal de transmission. Les écarts des couvertures de défaillance se sont creusés pour les grandes banques d'Europe de l'Ouest actives en Europe de l'Est sous l'effet des fortes tensions financières qu'elles subissaient. Celles-ci ont, à leur tour, provoqué d'importants allègements de bilans incluant la liquidation d'avoirs en Europe de l'Est. Les statistiques bancaires territoriales de la BRI montrent que les engagements des banques d'Europe de l'Ouest à l'égard de l'Europe de l'Est ont diminué de près de 5 % au troisième trimestre de 2011, soit la plus forte baisse trimestrielle observée depuis la crise de 2008–09. Les répercussions sur les marchés financiers n'ont pas non plus été négligeables. Les écarts des couvertures de défaillance souveraine ont augmenté dans la région — dans des proportions variables selon les vulnérabilités sous-jacentes, les obligations hongroises étant particulièrement touchées — et des pressions ont été exercées sur les monnaies.

Sous l'effet de ces répercussions, et malgré l'amélioration de l'humeur des marchés dans la zone euro, la croissance devrait fortement ralentir en Europe de l'Est cette année et les risques baissiers sont non négligeables. La plus grande intégration économique

et financière des pays d'Europe de l'Est et les risques qui l'accompagnent d'une intensification des effets de contagion posent de nouveaux défis à ces pays. Les moyens de financement venant des banques mères étrangères pourraient en effet être limités pendant un certain temps. Des mesures visant à renforcer la contribution des sources locales au financement bancaire, notamment la base de dépôts locaux, pourraient permettre une expansion suffisante du crédit aux entreprises et aux particuliers. La liquidité et la solvabilité des secteurs bancaires nationaux auront un rôle important à jouer pour renforcer la confiance des déposants, de même que des mesures tendant à réduire les déséquilibres macroéconomiques et les facteurs de vulnérabilité. Ceux-ci ont diminué dans certains domaines par rapport à 2008. La plupart des pays n'ont en effet plus à déplorer d'importants déficits extérieurs courants. Mais, dans d'autres domaines, les facteurs de vulnérabilité restent préoccupants — l'endettement extérieur est encore important dans plusieurs pays et l'exposition des bilans aux risques de change fait toujours problème. En outre, de nouvelles faiblesses ont fait leur apparition — notamment un nombre élevé de prêts improductifs et de gros déficits budgétaires — auxquelles il n'a été qu'en partie remédié.

## Bibliographie

- Adrian, Tobias, Paolo Colla, and Hyun Song Shin, 2012, “Which Financial Frictions? Parsing the Evidence from the Financial Crisis of 2007–09,” paper presented at the Annual Meeting of the American Economic Association, Chicago, January.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (BGFRS), 2012, “The U.S. Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations” (Washington).
- Cerutti, Eugenio, 2012, “Foreign Bank Default Exposures and Rollover Risks: Measurement, Evolution, and Determinants,” (document non publié; Washington: International Monetary Fund).
- , Stijn Claessens, and Patrick McGuire, 2011, “Systemic Risks in Global Banking: What Available Data Can Tell Us and What More Data Are Needed,” IMF Working Paper 11/222 (Washington: International Monetary Fund).
- Coady, David, Robert Gillingham, Rolando Ossowski, John Piotrowski, Shamsuddin Tareq, and Justin Tyson, 2010, “Petroleum Product Subsidies: Costly, Inequitable, and Rising,” IMF Staff Position Note No. 10/05 (Washington: International Monetary Fund).
- Diebold, Francis X., and Kamil Yilmaz, 2012, “Better to Give than to Receive: Predictive Directional Measurement of Volatility Spillovers,” *International Journal of Forecasting*, Vol. 28, p. 57–66.
- Fonds monétaire international (FMI), 2008, *International Financial Statistics*, IMF Statistics Department (Washington).
- , 2011, *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/185 (Washington).

*L'endettement des ménages amplifie-t-il les ralentissements économiques et affaiblit-il les reprises? Nous déduisons de notre analyse portant sur les pays avancés ces trente dernières années que les crises immobilières et les récessions précédées par des augmentations plus fortes de l'endettement des ménages ont tendance à être plus graves et à durer plus longtemps. Ces tendances cadrent avec les prévisions des modèles théoriques récents. D'après les études de cas, les politiques publiques peuvent permettre d'éviter des contractions prolongées de l'activité économique en s'attaquant au problème des dettes excessives des ménages. Plus particulièrement, des programmes audacieux de restructuration de la dette des ménages, tels que ceux mis en œuvre aux États-Unis dans les années 30 et en Islande de nos jours, peuvent réduire considérablement le fardeau du remboursement de la dette et le nombre de défaillances des ménages et de saisies. De telles politiques permettent ainsi d'éviter des cycles de défauts de remboursement des ménages, de baisses supplémentaires des prix de l'immobilier et de contraction de la production qui s'autorenforcent.*

L'endettement des ménages a explosé pendant les années qui ont précédé la Grande Récession. Dans les pays avancés, pendant les cinq ans qui ont précédé 2007, le ratio dette/revenu des ménages a augmenté, en moyenne, de 39 points, pour atteindre 138 %. Au Danemark, en Irlande, en Islande, en Norvège et aux Pays-Bas, l'endettement a atteint un pic, à plus de 200 % du revenu des ménages. On a aussi assisté à une flambée de l'endettement des ménages, qui a atteint des records historiques, dans des pays émergents comme l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie et la Lituanie. À cause de l'embellie concomitante des prix de l'immobilier et de la bourse, la dette des ménages est restée généralement stable par rapport aux actifs, ce qui a occulté leur exposition croissante à une chute subite du prix des actifs (graphique 3.1).

Les principaux auteurs de ce chapitre sont Daniel Leigh (chef d'équipe), Deniz Igan, John Simon et Petia Topalova, qui ont bénéficié des contributions d'Edda Rós Karlsdóttir et de Franek Rozwadowski, ainsi que du concours de Shan Chen et d'Angela Espiritu. Christopher Carroll était consultant extérieur.

Lorsque les prix de l'immobilier ont baissé, entraînant la crise financière mondiale, de nombreux ménages ont vu leur patrimoine se réduire par rapport à leur dette et, du fait de la baisse des revenus et de la hausse du chômage, ont eu plus de difficultés à honorer leurs remboursements. À la fin de 2011, les prix réels des logements avaient chuté d'environ 41 % en Irlande, 29 % en Islande, 23 % en Espagne et aux États-Unis, et 21 % au Danemark, par rapport à leur niveau le plus haut. Les défauts de paiement des ménages, les prêts hypothécaires qui dépassent la valeur de marché du bien, les saisies immobilières et le bradage des biens immobiliers sont désormais endémiques dans un certain nombre de pays. Le désendettement des ménages s'est amorcé dans certains pays, par le remboursement des dettes ou par défaut de paiement. C'est aux États-Unis que le phénomène est le plus prononcé, où près des deux tiers de la réduction de la dette se traduit par des défauts de paiement (McKinsey, 2012).

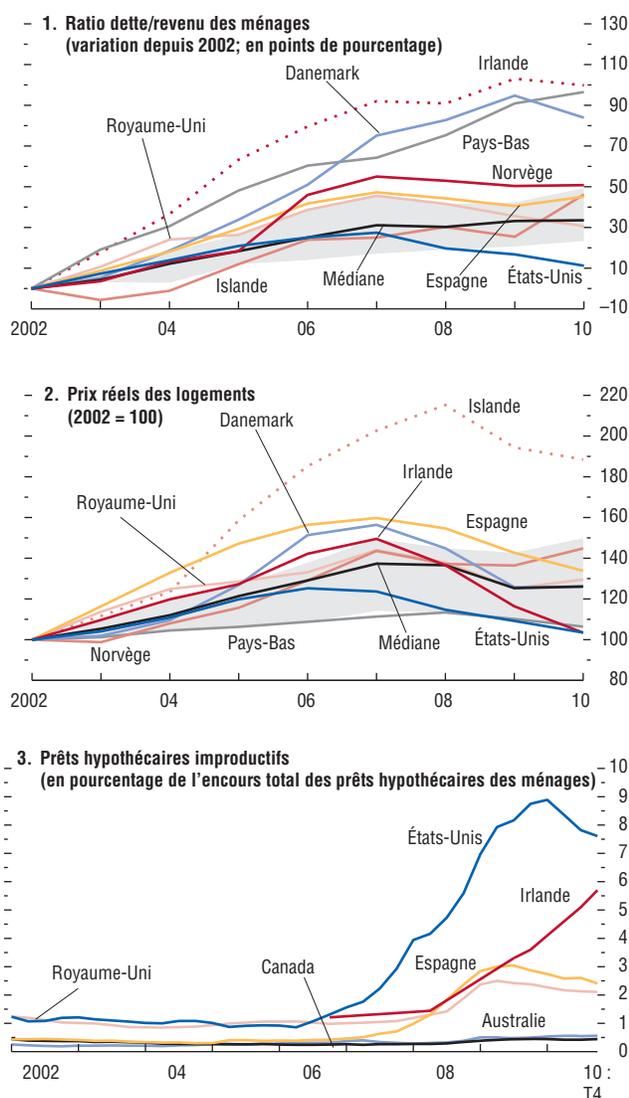
Quelles en sont les conséquences pour les résultats économiques? Certaines études indiquent que la dette brute totale est excessive dans de nombreux pays et doit donc baisser<sup>1</sup>. Par exemple, deux rapports influents de McKinsey (2010, 2012) soulignent que, pour «libérer» la croissance économique, les pays avancés doivent inverser la flambée récente de la dette brute totale. D'autres avancent pourtant qu'il n'y a pas nécessairement lieu de s'inquiéter de l'augmentation récente de l'endettement. Fatás (2012), par exemple, prétend que l'accent mis par les rapports de McKinsey sur la dette brute est «extrêmement trompeur», car ce qui compte pour les pays, c'est la richesse nette, et non la dette brute<sup>2</sup>. Une part élevée de la dette du secteur privé dans l'économie est souvent interprétée comme un signe de

<sup>1</sup>L'endettement souverain a grimpé dans les pays avancés à cause de la crise, et la dette brute globale a atteint des niveaux que l'on n'avait plus vus depuis un demi-siècle.

<sup>2</sup>Pour illustrer cet argument, Fatás (2012) fait référence au Japon, où le rapport entre dette brute et PIB est exceptionnellement élevé, mais où, après des années d'excédent du compte courant, le pays est un créancier net vis-à-vis du reste du monde. De même, le stock important de dette publique brute au Japon correspond à des actifs conséquents du secteur privé.

### Graphique 3.1. Endettement des ménages, prix des logements et prêts hypothécaires improductifs, 2002–10

L'endettement des ménages et les prix des logements ont explosé pendant les années qui ont précédé la Grande Récession. Quand les prix de l'immobilier ont baissé et entraîné la crise financière mondiale, le nombre de prêts hypothécaires improductifs détenus par les ménages a brusquement augmenté dans plusieurs pays.



Sources : Eurostat; Haver Analytics; Federal Reserve Bank of New York; Reserve Bank of Australia; Banque d'Espagne; U.K. Council of Mortgage Lenders; Central Bank of Ireland; Chapitre 3 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'avril 2010; calculs des services du FMI.

Note : Les zones grisées dans les pages 1 et 2 représentent la gamme interquartile de la variation, respectivement, du ratio dette/revenu des ménages depuis 2002 et de l'indice des prix réels des logements. Les prêts improductifs sont les prêts en souffrance depuis plus de 90 jours.

développement financier, ce qui est bénéfique pour la croissance à long terme (voir, par exemple, Rajan et Zingales, 1998). De même, Krugman (2011) remarque que, comme la dette brute représente «(surtout) de l'argent que nous devons à nous-mêmes», les raisons de s'en soucier ne sont pas immédiatement visibles. Toutefois, Krugman avertit aussi que la dette brute peut devenir un problème. Dans l'ensemble, il n'existe pas de consensus concernant le rôle restrictif éventuel de l'endettement brut sur l'activité économique.

Le présent chapitre contribue au débat concernant la dette brute en se concentrant sur le secteur des ménages. D'autres études ont déjà étudié plus spécifiquement le désendettement des autres secteurs<sup>3</sup>. Nous traitons notamment des questions suivantes :

- Quelle est la relation entre l'endettement des ménages et l'ampleur des ralentissements économiques? Les récessions précédées par des accumulations de dette brute plus fortes par les ménages sont-elles généralement plus graves?
- En quoi la dette brute des ménages pourrait-elle poser problème? Par quels mécanismes théoriques l'endettement brut des ménages et leur désendettement pourraient-ils limiter l'activité économique<sup>4</sup>?
- Que peuvent faire les États pour soutenir la croissance quand l'endettement des ménages devient problématique? Notamment, quelles politiques ont été efficaces pour réduire l'ampleur du surendettement des ménages et éviter les défauts de paiement inutiles des ménages, les saisies et le bradage des biens? Quelle a été l'efficacité des initiatives récentes<sup>5</sup>?

<sup>3</sup>Voir, par exemple, le chapitre 3 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2010, qui évalue les conséquences du désendettement souverain (rééquilibrage budgétaire). Puisque le désendettement des divers secteurs — ménages, banques, entreprises, États — aura des implications différentes pour l'activité économique, chacun vaut la peine d'être étudié séparément.

<sup>4</sup>Une question connexe est de connaître le niveau optimal d'endettement des ménages, mais une telle évaluation dépasse la portée du présent chapitre.

<sup>5</sup>Nous n'étudions pas les politiques qui peuvent permettre d'éviter l'accumulation excessive de dettes par les ménages avant la crise, question traitée dans d'autres études. Ces deux types de politiques ne sont pas antinomiques. Par exemple, les politiques qui préviennent une accumulation excessive de dettes par les ménages pendant une période faste peuvent atténuer les conséquences d'une crise. Voir Crowe *et al.* (2011), le chapitre 3 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde de septembre 2011 et Dell'Ariccia *et al.* (à paraître) pour découvrir des politiques élaborées pour éviter la flambée des prix de l'immobilier et freiner la croissance rapide de l'endettement du secteur privé.

Pour répondre à ces questions, nous effectuons tout d'abord une analyse statistique de la relation entre l'endettement des ménages et l'ampleur des ralentissements économiques. Notre but est ici d'apporter un début de preuve plutôt que d'établir un lien de cause à effet. Nous nous concentrons sur les crises immobilières, étant donné le rôle important du marché immobilier en tant que déclencheur de la Grande Récession, mais nous étudions aussi les récessions en général. Nous passons ensuite en revue les raisons théoriques qui expliquent pourquoi l'endettement des ménages peut être un frein à l'activité économique. Nous utilisons enfin des études de cas pour étudier les politiques publiques qui ont été efficaces pour combattre l'endettement excessif des ménages. Les épisodes analysés sont ceux des États-Unis dans les années 30 et de nos jours, la Hongrie et l'Islande de nos jours, la Colombie en 1999 et les pays scandinaves au début des années 90. Dans chacun de ces cas, on retrouve une crise immobilière précédée ou accompagnée par une hausse substantielle de l'endettement des ménages, mais les pouvoirs publics ont réagi très différemment.

Les conclusions du présent chapitre sont les suivantes :

- Les crises immobilières précédées par des hausses plus fortes de l'endettement brut des ménages sont associées à des contractions sensiblement plus prononcées de l'activité économique. La baisse de la consommation des ménages et du PIB réel est sensiblement plus marquée, le chômage augmente plus et le recul de l'activité économique dure au moins cinq ans. Une tendance semblable se confirme plus généralement pour les récessions : celles qui sont précédées par des hausses plus fortes de l'endettement des ménages sont plus graves.
- Les baisses plus marquées de l'activité économique ne reflètent pas simplement les tassements plus prononcés des prix des logements et la destruction connexe de patrimoine pour les ménages. Il semble que ce soit l'*effet combiné* de la baisse des prix des logements et de l'effet de levier avant la crise qui explique la gravité de la contraction. La baisse de la consommation est notamment quatre fois plus forte que ce qu'explique la chute des prix des logements dans les pays fortement endettés. La contraction plus prononcée n'est pas non plus seulement due aux crises financières. La relation

entre l'endettement des ménages et la contraction de la consommation se vérifie aussi pour les pays qui n'ont pas subi de crise bancaire au moment de la crise immobilière.

- Les politiques macroéconomiques sont cruciales pour prévenir des contractions excessives de l'activité économique pendant les périodes de désendettement des ménages. Par exemple, l'assouplissement monétaire dans les pays où les prêts hypothécaires sont généralement à taux variable, comme les pays scandinaves, permet de réduire rapidement les remboursements des prêts hypothécaires et d'éviter les défauts de paiement des ménages. De même, les transferts budgétaires en direction des ménages par le biais des dispositifs de protection sociale peuvent accroître les revenus des ménages et améliorer leur capacité à assurer le service de leur dette, comme dans les pays scandinaves. De tels transferts automatiques permettent aussi de prévenir des cycles de défauts de paiement de plus en plus nombreux, de chutes des prix des logements et de baisse de la demande globale qui s'autorenforcent. La relance macroéconomique a cependant ses limites. La borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux peut empêcher que les baisses de taux d'intérêt soient suffisantes, et l'endettement élevé de l'État pourrait limiter l'ampleur des transferts financés par les déficits.
- Les politiques publiques destinées à alléger l'endettement des ménages par rapport à leurs actifs et le service de la dette par rapport à leur capacité de remboursement permettent — pour un coût budgétaire limité — d'atténuer considérablement les effets négatifs du désendettement des ménages sur l'activité économique. Des programmes audacieux et bien conçus de restructuration de la dette, comme ceux appliqués aux États-Unis dans les années 30 et en Islande de nos jours, peuvent notamment réduire significativement le nombre de défauts de paiement des ménages et de saisies immobilières. Ce faisant, ces programmes permettent d'éviter des cycles de baisse des prix des logements et de la demande globale qui s'autorenforcent.

La première partie du présent chapitre effectue une analyse statistique pour mettre en lumière la relation entre l'augmentation de l'endettement des ménages pendant une période d'expansion et la gravité de la contraction qui la suit. Elle étudie aussi les publica-

tions théoriques pour cerner les canaux par lesquels les mouvements de l'endettement des ménages peuvent avoir un effet négatif sur l'activité économique. La deuxième partie présente des études de cas de politiques publiques visant à atténuer les effets négatifs des dettes des ménages pendant les effondrements des prix des logements. La dernière section analyse les implications de nos résultats pour les pays confrontés au désendettement des ménages.

### Comment l'endettement des ménages peut freiner l'activité économique

Dans la présente section, nous cherchons à mieux comprendre le rôle de la dette brute des ménages dans l'amplification des récessions en analysant l'expérience des pays avancés ces trente dernières années. Nous étudions aussi les raisons théoriques qui expliquent pourquoi l'endettement brut des ménages peut rendre les contractions plus profondes et plus longues.

#### Faits stylisés : endettement des ménages et crises immobilières

L'effondrement des prix des logements est-il plus fort quand il est précédé d'une nette augmentation de la dette brute des ménages? Afin de répondre à cette question, nous présentons certains faits stylisés concernant les conséquences d'une crise immobilière dans deux groupes de pays. Dans le premier, la hausse des prix des logements ne s'accompagne pas d'une augmentation de l'endettement des ménages. Dans l'autre, elle va de pair avec une forte hausse de la dette des ménages. Nous nous concentrons sur les effondrements des prix des logements, puisqu'ils étaient très répandus dans les pays avancés pendant la Grande Récession<sup>6</sup>. Nous indiquons aussi néanmoins les résultats concernant les récessions en général, qu'elles soient associées ou non à un effondrement des prix des logements. Nous résumons tout d'abord comment différents pays se sont portés pendant la Grande Récession, selon l'ampleur de l'accumulation de dettes par les ménages. Nous utilisons ensuite une méthode statistique plus complexe pour étudier l'histoire plus générale des crises

<sup>6</sup>La dette immobilière (prêts hypothécaires) représente environ 70 % de la dette brute des ménages dans les pays avancés. Le reste se compose surtout de dettes sur carte de crédit et de prêts automobiles.

immobilières et des récessions, afin de distinguer le rôle de l'endettement des ménages de celui des crises financières et des chutes des prix des logements.

#### La Grande Récession

La Grande Récession a été particulièrement grave dans les pays où les ménages avaient accumulé plus de dettes avant la crise. Comme le montre le graphique 3.2, en 2010, la perte de consommation par rapport à la tendance d'avant la crise était plus forte dans les pays où le ratio dette brute/revenu des ménages avait plus augmenté pendant la période 2002–06<sup>7</sup>. La perte de consommation en 2010 représente l'écart entre le log de la consommation réelle des ménages en 2010 et la prévision de ce qu'aurait été cette consommation réelle cette année-là d'après la tendance d'avant la crise. La tendance d'avant-crise est elle-même définie comme l'extrapolation du log de la consommation réelle des ménages d'après une tendance linéaire estimée entre 1996 et 2004, selon la méthodologie du chapitre 4 des *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2009. L'estimation de la tendance d'avant la crise s'achève plusieurs années avant la crise pour ne pas être contaminée par la possibilité d'une expansion intenable ou d'un ralentissement avant la crise. La pente de la droite de régression est de  $-0,26$ , ce qui signifie que, chaque fois que l'endettement des ménages augmente de 10 points avant la crise, la perte de consommation est supérieure de 2,6 points, soit une relation considérable (et statistiquement significative)<sup>8</sup>.

#### Historique

La Grande Récession s'inscrit-elle dans une tendance historique plus générale et, plus particulièrement, les

<sup>7</sup>Voir les sources des données à l'appendice 3.1. Glick et Lansing (2010) font état de conclusions semblables pour un échantillon plus réduit de pays avancés.

<sup>8</sup>La chute plus soudaine de la consommation dans les pays fortement endettés ne reflète pas seulement l'apparition des crises bancaires. La relation entre l'accumulation de dettes par les ménages et la profondeur de la Grande Récession reste semblable et statistiquement significative après avoir exclu les 18 pays qui ont connu une crise bancaire entre 2007 et 2011, d'après les crises bancaires identifiées par Laeven et Valencia (2010). La contraction plus intense de la consommation n'est pas non plus uniquement le reflet d'une hausse plus importante de la consommation avant la crise. Ce fort rapport inverse entre l'accumulation de dettes avant la crise et la gravité de la récession reste semblable et statistiquement significatif après avoir tenu compte de l'expansion de la consommation avant la crise.

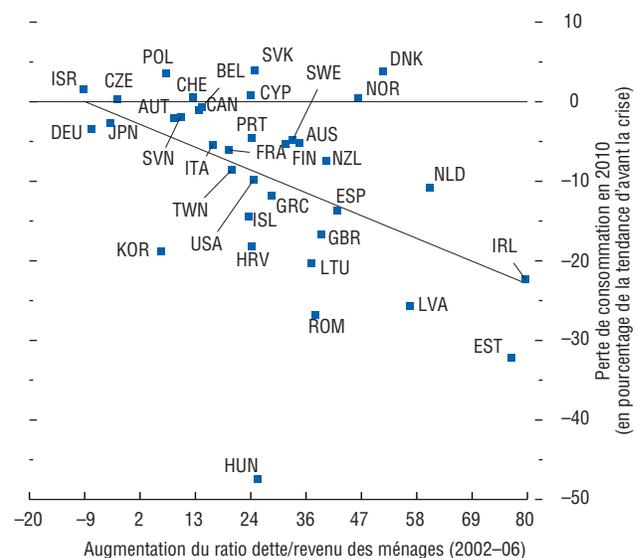
crises précédées par des accumulations de dette brute plus fortes par les ménages sont-elles habituellement plus graves? Pour répondre à cette question, nous utilisons des techniques statistiques pour rapprocher l'accumulation de dettes par les ménages pendant la phase d'expansion et la nature de l'activité économique pendant la contraction. Vu les données disponibles concernant l'endettement brut des ménages, nous nous concentrons sur un échantillon de 24 pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et la province chinoise de Taïwan entre 1980 et 2011. Nous commençons par identifier les crises immobilières à partir des points d'inflexion (pics) des prix nominaux des logements compilés par Claessens, Kose et Terrones (2010)<sup>9</sup>. Nous obtenons 99 effondrements des prix des logements pour notre échantillon de 25 pays. Nous répartissons ensuite les crises immobilières en deux groupes : celles qui incluent une forte augmentation du ratio dette/revenu des ménages pendant les trois ans précédant la crise et ceux où ce n'est pas le cas<sup>10</sup>. Nous appelons les deux groupes respectivement crises «à fort endettement» et «à faible endettement». D'autres mesures de l'effet de levier (comme les ratios dettes/actifs ou dettes/patrimoine) ne sont pas facilement disponibles pour notre échantillon de plusieurs pays. Enfin, nous procédons à une régression des mesures de l'activité économique sur les variables indicatrices de l'effondrement des prix des logements dans les deux groupes, grâce à une méthode semblable, entre autres, à celle de Cerra and Saxena (2008). Comme nous nous concentrons sur le secteur des ménages, nous commençons par étudier le comportement de la consommation des ménages, puis nous indiquons les résultats pour le PIB et ses composantes, le chômage et les prix des logements.

<sup>9</sup>Claessens, Kose et Terrones (2010) déterminent les points d'inflexion des prix nominaux des logements grâce à l'algorithme de Harding et Pagan (2002).

<sup>10</sup>Si, pour notre spécification de référence, nous définissons une «forte» augmentation de la dette comme une augmentation supérieure à la médiane de toutes les contractions, mais, comme l'indique l'analyse de robustesse de l'appendice 3.2, les résultats ne dépendent pas de ce seuil précis. La médiane représente une hausse de 6,7 points du revenu des ménages pendant les trois ans précédant la crise, et l'on retrouve une forte variation dans l'ampleur des augmentations. Par exemple, le ratio dette/revenu des ménages s'est accru de 17 points pendant la période précédant la crise immobilière de 1989 au Royaume-Uni et de 68 points avant la crise immobilière irlandaise de 2006.

**Graphique 3.2. Grande Récession : perte de consommation en fonction de la hausse de l'endettement des ménages avant la crise**  
(Pourcentage)

La Grande Récession a été particulièrement grave dans les pays qui ont connu une accumulation de dettes plus forte par les ménages avant la crise.



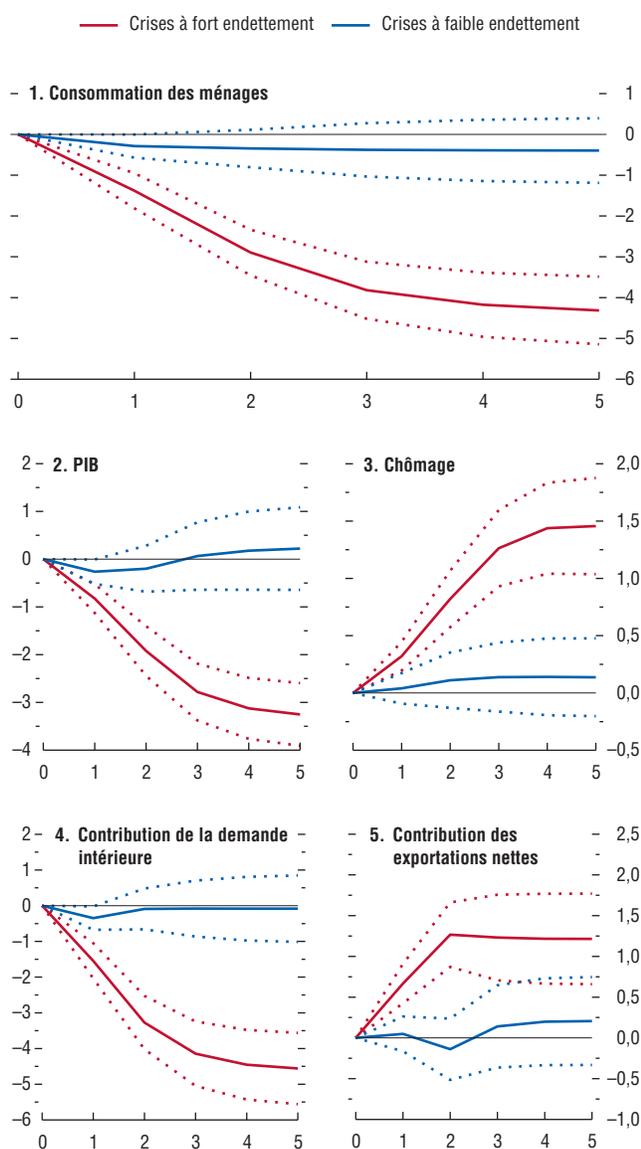
Sources : Eurostat; Haver Analytics; calculs des services du FMI.

Note : La perte de consommation en 2010 est l'écart entre le (log) de la consommation réelle des ménages en 2010 et la projection de ce qu'elle aurait été cette année-là, d'après la tendance d'avant la crise. On définit la tendance d'avant la crise comme étant l'extrapolation du (log) de la consommation réelle des ménages d'après une tendance linéaire estimée entre 1996 et 2004. AUS : Australie; AUT : Autriche; BEL : Belgique; CAN : Canada; CHE : Suisse; CYP : Chypre; CZE : République tchèque; ALL : Allemagne; DNK : Danemark; ESP : Espagne; EST : Estonie; FIN : Finlande; FRA : France; GBR : Royaume-Uni; GRC : Grèce; HRV : Croatie; HON : Hongrie; IRL : Irlande; ISL : Islande; ISR : Israël; ITA : Italie; JPN : Japon; KOR : Corée; LTU : Lituanie; LVA : Lettonie; NLD : Pays-Bas; NOR : Norvège; NZL : Nouvelle-Zélande; POL : Pologne; PRT : Portugal; ROM : Roumanie; SVK : République slovaque; SVN : Slovénie; SUE : Suède; TWN : province chinoise de Taïwan; USA : États-Unis.

### Graphique 3.3. Activité économique pendant les crises immobilières

(Pourcentages)

Les dépenses réelles des ménages et le PIB baissent plus et le chômage augmente plus pendant les crises immobilières précédées par une hausse plus forte de l'endettement des ménages. La baisse de la demande intérieure est plus marquée, mais partiellement compensée par une hausse des exportations nettes.



Source : calculs des services du FMI.

Note : L'axe des abscisses représente le temps exprimé en années,  $t = 0$  étant l'année de la crise immobilière. Les lignes en pointillé indiquent les bandes d'une erreur-type. On définit les crises à fort et à faible endettement comme étant, respectivement, des augmentations supérieures et inférieures à la médiane du ratio dette/revenu des ménages au cours des trois ans précédant la crise. Le taux de chômage et les contributions au PIB sont exprimés en points de pourcentage et toutes les autres variables en pourcentage.

Plus particulièrement, nous procédons à une régression des variations du log de la consommation réelle des ménages sur ses valeurs décalées (pour représenter les fluctuations normales de la consommation), ainsi que sur les valeurs contemporaines et décalées des variables indicatrices de l'effondrement des prix des logements. En incluant des décalages, nous permettons à la consommation de réagir aux crises immobilières avec un certain retard<sup>11</sup>. Pour voir si la gravité des effondrements de l'immobilier diffère entre les deux groupes, nous faisons interagir la variable indicatrice de l'effondrement des prix des logements avec une autre qui indique si l'éclatement de la bulle a eu lieu dans le groupe fortement ou faiblement endetté. Notre spécification inclut aussi un ensemble complet d'effets temporels fixes pour tenir compte des chocs communs, comme les fluctuations des cours du pétrole, et des effets fixes spécifiques à chaque pays pour tenir compte des différences entre les taux de croissance normaux des pays. Les réponses estimées sont cumulées pour établir l'évolution de la consommation des ménages après une crise immobilière. Les chiffres suivants indiquent la réponse estimée de la consommation et la bande d'une erreur-type autour de la réponse estimée.

Les résultats de la régression indiquent que les crises immobilières précédées par des accumulations de dettes plus fortes par les ménages sont souvent suivies par des baisses plus graves et plus durables de la consommation des ménages. Le panneau 1 du graphique 3.3 indique que le recul de la consommation réelle des ménages est de 4,3 % après cinq ans pour le groupe fortement endetté et de seulement 0,4 % pour le groupe faiblement endetté. La différence de 3,9 points entre les échantillons est statistiquement significative au niveau de 1 %, comme le note l'appendice 3.2. Ces résultats se maintiennent après divers tests de robustesse, notamment des méthodes d'estimation différentes (comme la méthode généralisée des moments), d'autres spécifications (en modifiant la durée du décalage) et l'exclusion des valeurs aberrantes (identifiées grâce à la distance de Cook). (Voir l'appendice 3.2 au sujet des tests de robustesse.)

Les effondrements de l'immobilier précédés par des hausses plus fortes de l'effet de levier des ménages se

<sup>11</sup>L'appendice 3.2 donne plus de détails à propos de la méthodologie d'estimation.

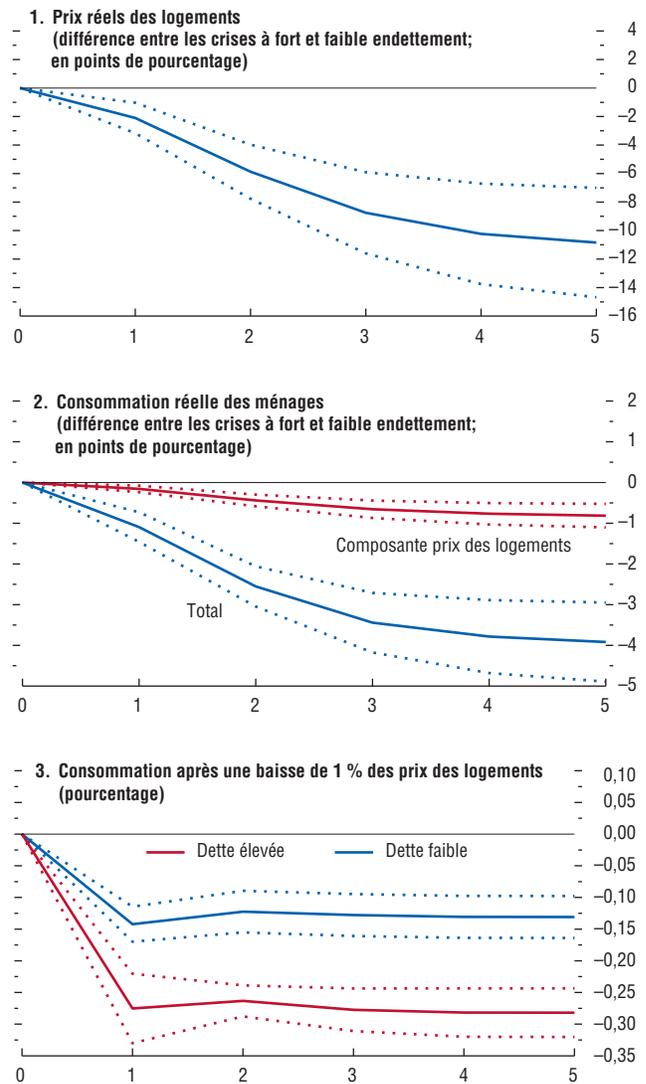
traduisent par une contraction plus intense de l'activité économique générale. Comme on le voit sur le graphique 3.3, le PIB réel baisse généralement plus et l'augmentation du chômage est plus marquée pendant les crises à fort endettement. Les exportations nettes apportent généralement une contribution plus positive au PIB — ce qui compense partiellement la chute de la demande intérieure —, mais cela traduit une baisse plus marquée des importations plutôt qu'une explosion des exportations<sup>12</sup>.

Il est logique de se demander si la baisse plus forte des dépenses des ménages ne fait que refléter un recul plus prononcé des prix des logements. Sur le panneau 1 du graphique 3.4, on voit effectivement que les prix réels des logements chutent bien plus après une crise marquée par un fort endettement. La diminution des prix réels des logements est plus élevée de 10,8 points dans le groupe fortement endetté que dans celui faiblement endetté, et la différence entre les deux échantillons est significative au niveau de 1 %. Toutefois, ce tassement plus important des prix des logements ne peut pas expliquer de façon plausible la baisse plus forte de la consommation des ménages. La diminution de la consommation réelle est plus forte de plus de 3,9 points pendant les crises à fort endettement, ce qui correspond à une élasticité d'environ 0,4, soit bien plus que la gamme des élasticités de la consommation par rapport au patrimoine immobilier que l'on trouve dans les ouvrages spécialisés (0,05–0,1). D'après ces derniers, la chute des prix des logements explique ainsi tout au plus un quart de la baisse de la consommation. Pour confirmer que la baisse de la consommation reflète davantage que le recul des prix des logements, nous effectuons l'analyse à nouveau en remplaçant la variable indicatrice pour l'effondrement de l'immobilier par la baisse des prix réels des logements (en pourcentage). Les résultats indiquent que, pour une même baisse des prix réels des logements (1 %), la consommation réelle des ménages chute environ deux fois plus pendant les crises à fort endettement que pendant celles à faible endettement. Il semble donc que ce soit

<sup>12</sup>Les résultats de notre estimation pour l'investissement témoignent aussi d'une baisse plus prononcée en cas de crise à fort endettement. Les résultats pour l'investissement résidentiel (pour lequel on dispose moins facilement de données) démontrent aussi une chute plus prononcée pour le groupe fortement endetté, mais les réactions ne sont pas estimées avec précision étant donné la taille réduite de l'échantillon.

### Graphique 3.4. Patrimoine immobilier et consommation des ménages

Les prix des logements baissent plus pendant les crises immobilières précédées par une hausse plus forte de l'endettement, mais cela ne peut pas être la seule cause de la baisse plus intense de la consommation après ces crises. La baisse plus prononcée des prix des logements explique environ un quart de la chute plus marquée de la consommation, sur la base d'une élasticité normale de la consommation par rapport au patrimoine immobilier. En outre, une baisse de 1 % des prix réels des logements est généralement associée à un recul plus important de la consommation réelle des ménages quand elle est précédée par une accumulation de dettes plus forte par les ménages.

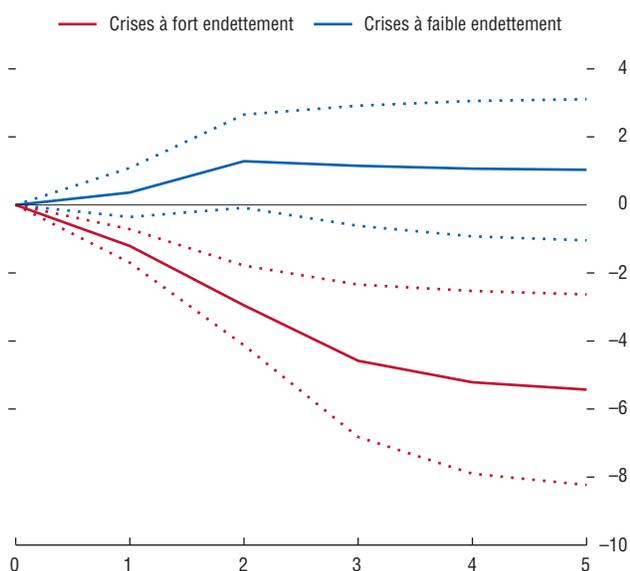


Source : calculs des services du FMI.  
Note : L'axe des abscisses représente le temps exprimé en années,  $t = 0$  étant l'année de la crise immobilière. Les lignes en pointillé indiquent les bandes d'une erreur-type. La composante des prix des logements est définie comme étant la baisse des prix réels des logements multipliée par une référence de l'élasticité de la consommation par rapport au patrimoine immobilier réel, tirée d'études existantes (0,075). On définit les crises à fort et à faible endettement comme étant, respectivement, des augmentations supérieures et inférieures à la médiane du ratio dette/revenu des ménages au cours des trois ans précédant la crise.

### Graphique 3.5. Endettement des ménages pendant les crises immobilières

(Points de pourcentage)

La réduction de la dette des ménages (désendettement) est plus prononcée pendant les crises immobilières précédées par une hausse plus forte de l'endettement.



Source : calculs des services du FMI.

Note : L'axe des abscisses représente le temps exprimé en années. Les lignes en pointillé indiquent les bandes d'une erreur-type. On définit les crises à fort et à faible endettement comme étant, respectivement, des augmentations supérieures et inférieures à la médiane du ratio dette/revenu des ménages au cours des trois ans précédant la crise.

la *combinaison* des baisses des prix des logements et de l'effet de levier avant la crise qui explique la gravité de la contraction de la consommation des ménages.

En outre, le désendettement des ménages a tendance à être plus prononcé après les crises précédées par une hausse plus forte de l'endettement des ménages. Le rapport dette/revenu des ménages baisse notamment de 5,4 points après une crise immobilière à fort endettement (graphique 3.5). La baisse est statistiquement significative. Inversement, le ratio dette/revenu ne baisse pas après les crises à faible endettement. On trouve, à la place, une faible augmentation qui n'est pas statistiquement significative. Ce résultat semble indiquer que la contraction plus forte de l'activité économique après les crises immobilières à fort endettement s'explique en partie par un désendettement plus intense des ménages.

Il est important d'établir si ces résultats sont dus aux crises financières. Les effets de freinage de telles crises ont déjà été analysés dans des études antérieures (Cerra et Saxena, 2008; chapitre 4 des *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2009; Reinhart et Rogoff, 2009, entre autres). Selon nous, les résultats ne sont pas dus à la crise financière mondiale — les résultats sont semblables quand l'échantillon s'interrompt en 2006, comme l'indique l'appendice 3.2. De plus, nous parvenons à des conclusions semblables quand nous répétons l'analyse en nous limitant aux effondrements de l'immobilier qui n'étaient pas précédés ou suivis par une crise bancaire systémique (voir Laeven et Valencia, 2010), pendant une période de deux ans de part et d'autre de la crise immobilière. Pour cet échantillon restreint de crises immobilières, celles précédées par une accumulation de dettes plus forte par les ménages sont suivies par des ralentissements économiques plus profonds et plus longs (graphique 3.6). Ces résultats ne s'expliquent donc pas seulement par les crises bancaires.

Enfin, il est utile d'analyser si l'endettement élevé des ménages exacerbe aussi les effets des autres chocs négatifs. Nous refaisons ainsi notre analyse en remplaçant les variables indicatrices pour les effondrements des prix des logements par des variables indicatrices pour la récession. Nous construisons ces variables d'après la liste des dates des récessions établie par Howard, Martin et Wilson (2011). On voit aussi sur le graphique 3.6 que les récessions précédées par une

accumulation de dettes plus forte par les ménages ont tendance à être plus graves et plus longues.

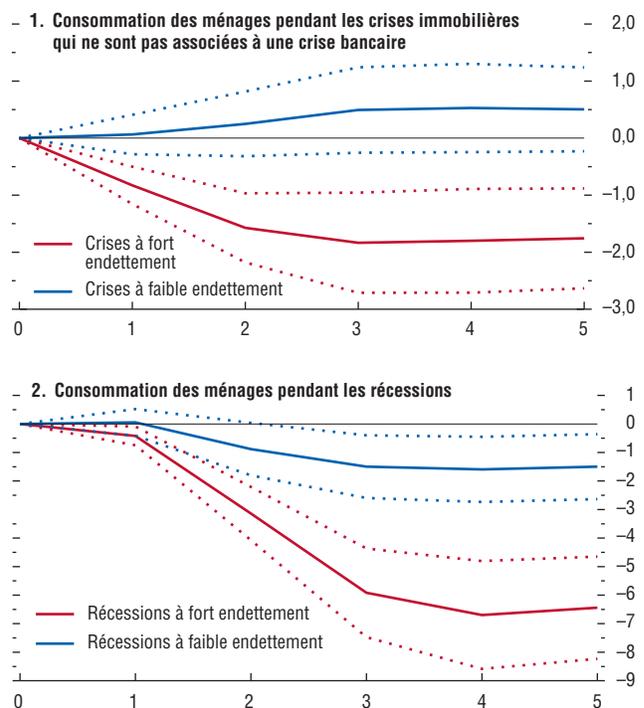
Dans l'ensemble, notre analyse tend à indiquer que, quand les ménages s'endettent plus pendant une période d'expansion, l'éclatement de la bulle qui la suit se distingue par une contraction plus intense de l'activité économique. Ces conclusions concernant les pays de l'OCDE cadrent avec celles de Mian, Rao et Sufi (2011) à propos des États-Unis. Ces auteurs utilisent des données nationales détaillées sur les comtés américains pendant la Grande Récession pour identifier le lien de cause à effet avec l'endettement des ménages. Ils en concluent que la baisse plus marquée de la consommation après 2007 dans les comtés américains qui avaient accumulés plus de dettes en 2002–06 est trop prononcée pour s'expliquer par le recul plus marqué des prix des logements dans ces comtés<sup>13</sup>. Cela concorde avec les données internationales du graphique 3.4. Ils détectent aussi des signes de désendettement plus rapide des ménages dans les comtés américains fortement endettés, ce qui souligne le rôle du désendettement et cadre avec les données internationales du graphique 3.5. Dans des travaux connexes, Mian et Sufi (2011) démontrent qu'un endettement plus élevé des ménages en 2007 est associé à des baisses plus brusques des dépenses d'achat de biens de consommation durables, de l'investissement résidentiel et de l'emploi (graphique 3.7). D'après leurs conclusions, la baisse de la demande globale causée par la faiblesse des bilans des ménages explique la majorité des pertes d'emploi aux États-Unis pendant la Grande Récession (Mian et Sufi, 2012).

Ces résultats cadrent aussi dans les grandes lignes avec la conclusion plus générale des ouvrages spécialisés selon laquelle les récessions précédées par une expansion du crédit dans l'ensemble de l'économie — qui peut coïncider ou non avec une expansion du crédit aux ménages — ont tendance à être plus pro-

<sup>13</sup>Ils parviennent notamment, en comparant les baisses des prix des logements et le recul de la consommation dans les comtés où les ménages étaient fortement ou faiblement endettés, à une élasticité *implicite* de la consommation par rapport aux prix des logements comprise entre 0,3 et 0,7, ce qui est bien supérieur à la gamme des estimations fournies dans les ouvrages spécialisés. Il en ressort que seulement 14 à 30 % de la baisse plus marquée de la consommation dans les comtés fortement endettés peut s'expliquer par le recul plus prononcé des prix des logements dans ces comtés.

### Graphique 3.6. Consommation des ménages (Pourcentages)

Le fait que la consommation baisse plus pendant les crises immobilières précédées par une hausse plus forte de l'endettement des ménages n'est pas dû aux crises bancaires. Cela se vérifie pour un sous-ensemble de crises immobilières qui n'ont pas, pendant une période de deux ans, été suivies par une crise bancaire systémique. De plus, les récessions sont généralement plus profondes si elles sont précédées par une hausse plus forte de l'endettement des ménages.

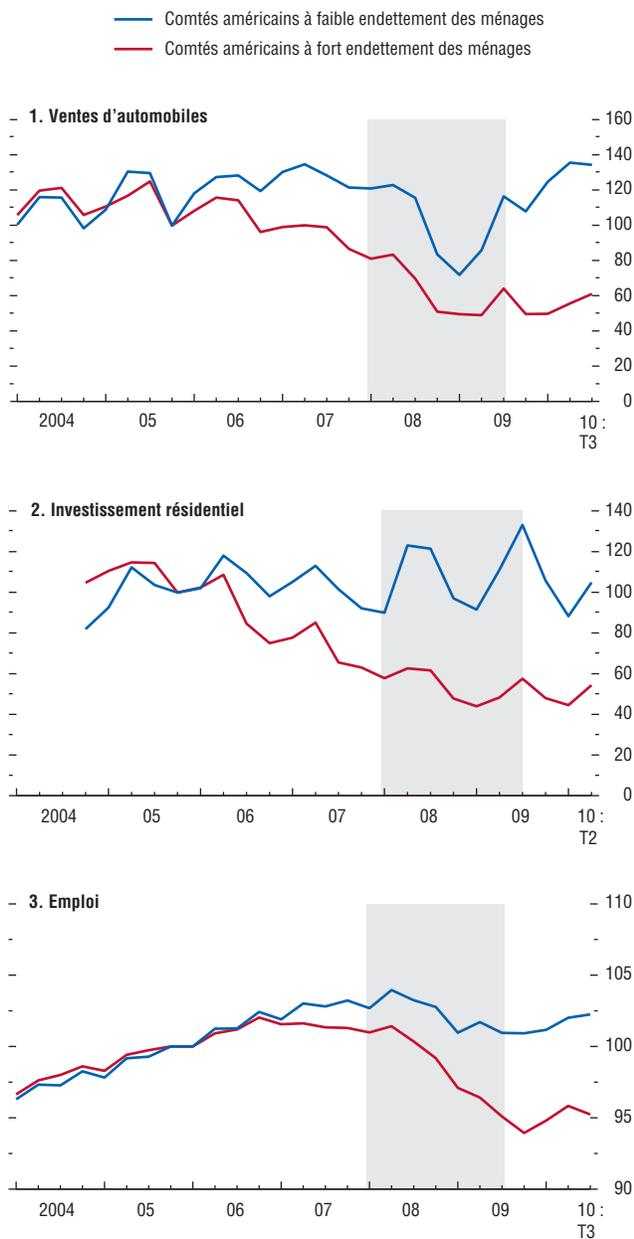


Source : calculs des services du FMI.

Note : Sur la plage 1, l'axe des abscisses représente le temps exprimé en années,  $t = 0$  étant l'année de la crise immobilière. Les crises immobilières associées à une crise bancaire systémique dans les deux ans qui suivent l'éclatement de la bulle ne sont pas analysées. Les indicateurs des crises bancaires systémiques proviennent de la base de données actualisée de Laeven et Valencia (2010). Les lignes en pointillé indiquent les bandes d'une erreur-type. On définit les crises à fort et à faible endettement comme étant, respectivement, des augmentations supérieures et inférieures à la médiane du ratio dette/revenu des ménages au cours des trois ans précédant la crise. Sur la plage 2, l'axe des abscisses représente le temps exprimé en années,  $t = 0$  étant l'année de la récession. Les lignes en pointillé indiquent les bandes d'une erreur-type. On définit les récessions à fort et à faible endettement comme étant, respectivement, des augmentations supérieures et inférieures à la médiane du ratio dette/revenu des ménages au cours des trois ans précédant la récession.

### Graphique 3.7. Activité économique aux États-Unis pendant la Grande Récession (Indice 100 au T4 2005)

Mian et Sufi (2011) démontrent que dans les comtés américains où les ménages avaient accumulé plus de dettes avant la Grande Récession, on constate une contraction plus profonde et plus longue de la consommation des ménages, de l'investissement et de l'emploi.



Source : Mian et Sufi (2011).  
Note : Les zones grisées indiquent une récession aux États-Unis d'après les dates du National Bureau of Economic Research.

fondées et plus longues que les autres récessions (voir, par exemple, Claessens, Kose et Terrones, 2010; Jordà, Schularick et Taylor, 2011). Cette conclusion cadre aussi avec des données selon lesquelles la volatilité de la consommation est corrélée positivement à l'endettement des ménages (Isaksen *et al.*, 2011).

### En quoi l'endettement des ménages est-il important?

Nous disposons de données qui montrent que les ralentissements économiques sont plus graves quand ils sont précédés par des accumulations de dettes plus fortes par les ménages. Nous examinons dans cette sous-section comment cette tendance s'accorde avec les prévisions des modèles théoriques. Commençons naturellement par le cas d'une économie fermée sans dette publique. Dans une telle économie, l'endettement privé net est forcément égal à zéro, car les dettes de l'un sont les actifs d'un autre. Il est possible que certains accumulent des dettes, mais cela ne représenterait que «de l'argent que nous devons à nous-mêmes» (Krugman, 2011) sans conséquences macroéconomiques évidentes. Toutefois, même quand les variations de l'endettement brut des ménages n'ont que peu d'effet sur la dette nette globale, elles peuvent influencer sur les résultats macroéconomiques en amplifiant les effets des chocs. En particulier, un certain nombre de modèles théoriques prédisent que les hausses de l'endettement des ménages provoquent des ralentissements profonds et prolongés<sup>14</sup>.

Étudions maintenant les principaux canaux par lesquels l'endettement des ménages peut amplifier les ralentissements et affaiblir les reprises. Nous nous intéressons aussi aux conséquences sur l'action des pouvoirs publics. Nous expliquons notamment dans quelles circonstances leur intervention permet d'améliorer un résultat dépendant uniquement des forces du marché.

### Différences entre emprunteurs et prêteurs

L'accumulation de dettes par les ménages amplifie les contractions dans un certain nombre de modèles récents qui différencient les emprunteurs des prêteurs et

<sup>14</sup>Dans une économie ouverte, l'endettement brut des ménages peut avoir des effets supplémentaires. Une réduction de l'endettement des ménages peut notamment signaler un transfert de ressources des ménages nationaux vers les ménages étrangers, ce qui implique des effets macroéconomiques encore plus prononcés que dans une économie fermée.

qui intègrent des contraintes de liquidité. Ces modèles reposent notamment sur l'idée selon laquelle la répartition de la dette au sein d'une économie est importante (Eggertsson et Krugman, 2010; Guerrieri et Lorenzoni, 2011; Hall, 2011)<sup>15</sup>. Comme l'avance Tobin (1980), «la population ne se répartit pas de façon aléatoire entre débiteurs et créanciers. Les débiteurs ont emprunté pour de bonnes raisons, qui indiquent, pour la plupart, une propension marginale élevée à dépenser leur patrimoine, leur revenu courant ou toute autre source liquide dont ils puissent disposer<sup>16</sup>.» En effet, l'endettement des ménages a plus progressé aux niveaux inférieurs de la répartition des revenus et du patrimoine pendant les années 2000 aux États-Unis (Kumhof et Rancièrè, 2010).

Une baisse subite de la capacité d'emprunt des débiteurs à forte propension marginale à consommer, qui les obligerait à réduire leur endettement, pourrait entraîner un recul de l'activité globale. Le désendettement pourrait découler du constat que les prix des logements étaient surévalués (comme dans Buitèr, 2010; Eggertsson et Krugman, 2010), d'un resserrement des critères d'octroi de crédit (Guerrieri et Lorenzoni, 2011), d'une révision soudaine des anticipations de revenu, ou d'une augmentation de l'incertitude économique (Fisher, 1933; Minsky, 1986). Dans ce cas, une baisse suffisamment forte des taux d'intérêt pourrait inciter les ménages créanciers à dépenser plus, ce qui compenserait la baisse des dépenses des débiteurs. Cependant, comme le démontrent ces modèles, l'existence de la borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux ou d'autres rigidités des prix peuvent empêcher ces ménages créanciers de compenser la baisse. Cela s'avère particulièrement pertinent de nos jours, car les taux directeurs sont proches de zéro dans de nombreux pays avancés.

<sup>15</sup>Dans une esquisse théorique antérieure, King (1994) évoque en quoi les différences de propension marginale à consommer entre ménages emprunteurs et prêteurs peuvent susciter un ralentissement global quand l'effet de levier des ménages est élevé.

<sup>16</sup>Les différences de propension à consommer peuvent survenir pour diverses raisons. Les motifs liés au cycle de vie sont une source notable de différences dans les comportements d'épargne au sein des cohortes (voir, entre autres, Modigliani, 1986). D'autres se sont concentrés sur le rôle des préférences temporelles, en créant une classe d'agents relativement impatientes (voir Iacoviello, 2005; Eggertsson et Krugman, 2010). Dynan, Skinner et Zeldes (2004) concluent à une relation positive forte entre le taux d'épargne personnel et le revenu de la vie entière, ce qui semble indiquer que les riches consomment une part plus faible de leur revenu que les pauvres.

Il est possible que la consommation soit encore plus inhibée après des chocs si la situation est incertaine, vu la nécessité de se constituer une épargne de précaution (Guerrieri et Lorenzoni, 2011; Carroll, Slacalek et Sommer, 2011). La chute de la consommation des ménages serait alors particulièrement abrupte, provoquant un «sous-ajustement» par rapport à sa valeur à long terme (comme il semble que ce soit le cas de nos jours aux États-Unis; voir Glick et Lansing, 2009). Une contraction aussi subite de la consommation globale justifierait de mettre temporairement en œuvre des politiques macroéconomiques expansionnistes, notamment une relance budgétaire qui ciblerait les ménages en difficulté financière (Eggertsson et Krugman, 2010; Carroll, Slacalek et Sommer, 2011) et la restructuration de la dette des ménages (Rogoff, 2011).

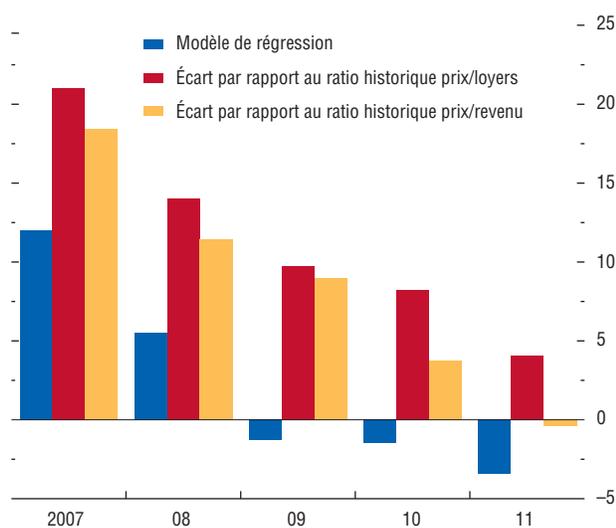
### *Effets de prix négatifs dus aux bradages des biens*

L'un des autres effets négatifs de l'endettement élevé des ménages sur l'activité économique en cas de choc, postulé par de nombreux modèles, tient à la vente forcée de biens durables (Shleifer et Vishny, 1992; Mayer, 1995; Krishnamurthy, 2010; Lorenzoni, 2008). Par exemple, une augmentation du chômage réduit la capacité des ménages à assurer le service de leur dette, ce qui entraîne une hausse des défauts de paiement des ménages, des saisies immobilières et du nombre de créanciers qui doivent brader les biens saisis. Selon les estimations, une seule saisie suffit à faire baisser le prix d'un bien voisin d'environ 1 %, mais les effets peuvent être bien plus prononcés en cas de vague de saisies, auquel cas on estime que les prix peuvent chuter de presque 30 % (Campbell, Giglio et Pathak, 2011). Les effets de prix négatifs qui s'ensuivent ralentissent l'activité économique, avec des engrenages qui s'autorenforcent. Il s'agit notamment des effets de patrimoine négatifs, d'une baisse de la valeur des garanties, d'un effet négatif sur le bilan des banques et d'un resserrement du crédit. Comme l'expliquent Shleifer et Vishny (2010), le bradage des biens nuit à la capacité des établissements financiers et des entreprises à prêter et à emprunter en réduisant leur patrimoine net, et cet assèchement de l'offre de crédit peut peser sur les investissements qui rehaussent la productivité. Ces effets externes — où les banques et les ménages ignorent le coût social des défauts de paiement et des bradages — pourraient justifier une

### Graphique 3.8. Désalignement des prix des logements aux États-Unis

(Pourcentages)

Les prix des logements aux États-Unis sont actuellement égaux ou inférieurs aux niveaux tirés d'estimations par régression et de certains ratios historiques de valorisation.



Sources : Federal Housing Administration; Organisation de coopération et de développement économiques; Statistiques financières internationales du FMI; calculs des services du FMI.

Note : La mesure du modèle de régression représente le désalignement induit des prix des logements quand on modélise les variations des prix des logements en fonction des variations du revenu disponible des ménages, de la population active, du crédit, des prix des actions, des taux d'intérêt et des coûts de la construction. Voir l'encadré 1.4 du chapitre 1 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2009 et Igan et Loungani (à paraître) pour plus de détails. Les ratios prix/loyers et prix/revenu représentent l'écart en pourcentage entre ces ratios et leurs moyennes historiques, calculées sur la période 1970–2000.

intervention des pouvoirs publics visant à mettre un terme aux défauts de paiement des ménages, aux saisies immobilières et au bradage des biens immobiliers.

Le cas des États-Unis aujourd'hui illustre bien le risque de «sous-ajustement» des prix des logements par rapport à la valeur d'équilibre pendant une crise immobilière, dans un contexte de bradage des biens. Les services du FMI notent que «les ventes à tout prix sont le principal facteur explicatif des baisses récentes des prix de l'immobilier — en fait, si l'on exclut les ventes à tout prix, les prix des logements ont cessé de baisser» — et «qu'il existe un risque de sous-ajustement des prix immobiliers» (FMI, 2011b, p. 20). Le graphique 3.8 indique aussi qu'il est possible que les prix des logements aux États-Unis soient tombés en dessous des niveaux qui correspondent à certains paramètres fondamentaux<sup>17</sup>.

#### Facteurs d'inefficacité et pertes sèches dus au surendettement et aux saisies

Le surendettement des ménages peut aussi s'avérer problématique de par les diverses inefficiences qu'il peut créer. Dans le cas des entreprises, le surendettement est une situation dans laquelle la dette existante est si élevée qu'elle limite leur capacité à lever des fonds pour financer des projets d'investissement rentables (Myers, 1977). De même, les propriétaires immobiliers surendettés ne peuvent pas beaucoup investir dans leurs biens. Il est par exemple possible qu'ils renoncent à des investissements qui amélioreraient la valeur actualisée nette de leurs logements, comme des travaux de rénovation et des dépenses d'entretien. L'ampleur de cet effet pourrait être considérable. D'après des données détaillées concernant les ménages américains, Melzer (2010) conclut que les propriétaires surendettés (dont la valeur du prêt dépasse celle du bien) dépensent 30 % de moins en rénovation et en entretien que ceux qui ne sont pas surendettés, toutes choses étant égales par ailleurs. Si une renégociation à l'amiable du contrat de prêt entre emprunteur et prêteur peut permettre de soulager ces problèmes de surendettement, une renégociation est souvent coûteuse et difficile à mettre en œuvre en dehors d'une procédure de faillite à cause des problèmes de passager clandestin ou de complications contractuelles (Foote *et al.*, 2010).

<sup>17</sup>Slok (2012) et *The Economist* (2011) signalent que les prix des logements aux États-Unis sont sous-évalués.

Les saisies et les faillites peuvent être un moyen inefficace de résoudre l'incapacité des ménages à assurer le service de leur dette hypothécaire, car elles créent des «pertes sèches» considérables (BGFRS, 2012). Ces pertes sèches tiennent à la détérioration des biens immobiliers négligés qui restent inoccupés pendant des mois et qui ont un effet délétère sur la cohésion sociale dans leur quartier et favorisent la criminalité (Immergluck et Smith, 2005, 2006). Les pertes sèches sont aussi le fruit des retards liés à la résolution judiciaire d'un grand nombre de faillites de ménages.

Dans l'ensemble, le surendettement et les pertes sèches des saisies immobilières peuvent peser encore plus sur la remontée des prix des logements et la reprise économique. Ces problèmes plaident en faveur d'une intervention des pouvoirs publics visant à abaisser le coût de la restructuration de la dette, à faciliter la réduction de la dette des ménages et à éviter les saisies immobilières (Philippon, 2009).

### Faire face à l'endettement des ménages : études de cas

Maintenant qu'il est démontré que l'endettement des ménages peut amplifier les récessions et affaiblir les reprises, nous analysons à présent la réaction des pouvoirs publics pendant les épisodes de désendettement des ménages. Nous étudions tout d'abord quatre stratégies qui peuvent, en principe, permettre aux pouvoirs publics d'intervenir pour améliorer les résultats déterminés uniquement par les forces du marché. Ces stratégies ne sont pas antinomiques et peuvent s'avérer complémentaires. Chacune a ses avantages et ses limites. La stratégie qu'un gouvernement décidera de suivre dépendra probablement des caractéristiques institutionnelles et politiques du pays, de la marge de manœuvre politique disponible et de l'ampleur du problème d'endettement des ménages.

- *Relance macroéconomique temporaire* : Comme indiqué ci-dessus, le désendettement des ménages provoqué par un choc sur leurs bilans peut conduire à une contraction subite de la consommation des ménages, qui chuterait bien en deçà de son niveau à long terme (surajustement). Les coûts de la contraction économique peuvent être atténués par l'effet compensateur d'une relance macroéconomique temporaire. Dans un pays où les ménages ont du

mal à accéder au crédit, cela justifie d'adopter temporairement une politique budgétaire expansionniste, notamment des dépenses publiques visant les ménages en difficulté (Eggertsson et Krugman, 2010; Carroll, Slacalek et Sommer, 2011)<sup>18</sup>. Par exemple, les simulations des modèles de politique économique élaborés par six institutions indiquent que, dans le contexte actuel, un transfert temporaire (pendant deux ans) de 1 % du PIB vers les ménages ayant des difficultés financières rehausserait le PIB de 1,3 % et 1,1 % aux États-Unis et dans l'Union européenne, respectivement (Coenen *et al.*, 2012)<sup>19</sup>. En finançant ce transfert temporaire par un impôt forfaitaire sur tous les ménages plutôt qu'en émettant de la dette publique, il serait possible de relever le PIB respectivement de 0,8 % et de 0,9 %, en maintenant un budget équilibré. La relance monétaire peut aussi soulager les ménages endettés en allégeant le fardeau du service de la dette, surtout dans les pays où les prêts hypothécaires sont assortis de taux variables, comme l'Espagne ou le Royaume-Uni. Aux États-Unis, la riposte macroéconomique depuis le début de la Grande Récession a été vigoureuse et a dépassé de loin celle de plusieurs autres pays. En particulier, la Réserve fédérale a baissé les taux d'intérêt à long terme, surtout dans le segment des créances hypothécaires titrisées qui est important pour le marché du logement. La relance macroéconomique a pourtant des limites. La dette publique élevée pourrait limiter la marge de manœuvre budgétaire disponible pour un transfert financé par le déficit, et la borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux peut empêcher les taux d'intérêt réels de s'ajuster suffisamment pour permettre aux

<sup>18</sup>La présence de ménages confrontés à des difficultés financières et dont la propension marginale à consommer leur revenu disponible est élevée améliore l'efficacité des variations de la politique budgétaire — en rendant l'économie non ricardienne — dans un grand nombre de modèles (voir l'analyse de Coenen *et al.*, 2012). L'existence de la borne limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro amplifie encore les effets multiplicateurs associés aux variations temporaires de la politique budgétaire (Woodford, 2010).

<sup>19</sup>Les six institutions économiques sont le Conseil de la Réserve fédérale américaine, la Banque centrale européenne, la Commission européenne, l'OCDE, la Banque du Canada et le FMI. Les simulations supposent que les taux d'intérêt directs sont limités par la borne du zéro — une caractéristique importante des grands pays avancés de nos jours — et que la banque centrale ne resserre pas la politique monétaire en réaction à l'expansion budgétaire. Voir Coenen *et al.* (2012) pour plus de détails.

ménages créanciers de compenser les capacités inutilisées qui résultent de la baisse de la consommation des emprunteurs.

- *Aide automatique aux ménages grâce au dispositif de protection sociale* : Un dispositif de protection sociale permet d'effectuer automatiquement des transferts en faveur des ménages dont les actifs sont dépréciés et la propension marginale à consommer élevée, sans qu'il soit nécessaire de débattre de mesures supplémentaires. Par exemple, l'assurance chômage permet d'aider ses bénéficiaires à assurer le service de leur dette après une perte d'emploi, ce qui réduit le risque de désendettement des ménages par des défauts de paiement, ainsi que les effets externes négatifs qui y sont associés<sup>20</sup>. Toutefois, comme c'est le cas pour les mesures discrétionnaires de relance budgétaire, une certaine marge de manœuvre budgétaire est nécessaire pour permettre aux stabilisateurs économiques de fonctionner pleinement<sup>21</sup>.
- *Aide au secteur financier* : Quand le problème de l'endettement des ménages devient si grave que les arriérés et les défauts de remboursement menacent de perturber le fonctionnement du secteur bancaire, une intervention des pouvoirs publics peut s'imposer. Les défauts de paiement des ménages peuvent réduire la capacité des établissements financiers et des entreprises à prêter et à emprunter en réduisant leur patrimoine net, et cette réduction de l'offre de crédit peut peser sur l'investissement productif (Shleifer et Vishny, 2010). Diverses mesures permettent d'empêcher un tel resserrement du crédit, notamment des recapitalisations et le rachat d'actifs dépréciés par l'État<sup>22</sup>. Ces mesures de soutien atténuent les effets des problèmes de bilan des ménages sur le secteur financier. Aux États-Unis, le programme de rachat

des actifs dépréciés (Troubled Asset Relief Program), lancé en 2008, était partiellement fondé sur ces considérations. De même, en Irlande, l'Agence nationale de gestion des actifs (National Asset Management Agency) a été créée en 2009 pour racheter au secteur bancaire les prêts compromis. En outre, l'aide au secteur financier peut permettre aux banques de lancer une restructuration volontaire des dettes des ménages. Des volants de capitaux importants pourraient toutefois ne pas suffire à inciter les banques à restructurer la dette des ménages à grande échelle, comme c'est le cas de nos jours aux États-Unis. De plus, cette démarche n'évite pas les défauts de remboursement inutiles, que l'on définit comme ceux qui surviennent à cause de problèmes temporaires de liquidité. En outre, l'appui financier aux prêteurs confrontés à des défaillances massives de leurs débiteurs doit être conçu avec soin pour éviter l'aléa moral et ne pas encourager des pratiques de crédit risquées à l'avenir.

- *Aide à la restructuration des dettes des ménages* : Enfin, les autorités peuvent décider de s'attaquer directement au problème d'endettement des ménages en créant des mécanismes de restructuration volontaire à l'amiable — notamment des réductions de créances — ou en lançant des programmes de restructuration soutenus par l'État. Ces programmes peuvent permettre de rétablir la capacité des emprunteurs à assurer le service de leur dette et d'éviter ainsi les effets de freinage dus aux saisies inutiles et aux baisses excessives des prix des actifs. Dans la mesure où ces programmes incluent un transfert des agents ayant moins de difficultés financières vers les ménages ayant des difficultés financières, ils peuvent aussi rehausser le PIB de façon comparable aux transferts budgétaires avec budget équilibré susmentionnés. Ces programmes peuvent aussi avoir un coût budgétaire limité. Par exemple, comme indiqué ci-après, il serait possible que l'État rachète aux banques les emprunts hypothécaires compromis, les restructure pour les rendre plus abordables et les revende ensuite, le produit de la vente compensant le coût initial. Ces programmes ont parfois pour but principal de faciliter la restructuration au cas par cas en améliorant le cadre institutionnel et juridique de renégociation de la dette entre prêteur et emprunteur, ce qui ne coûterait rien au budget de l'État.

<sup>20</sup>La générosité et la durée des allocations sociales varient selon les pays. En Suède, par exemple, les travailleurs ont droit à l'assurance chômage jusqu'à 450 jours, bien que le ratio de remplacement soit dégressif après 200 jours. À l'opposé, aux États-Unis, l'assurance chômage est normalement limitée à 26 semaines et des allocations supplémentaires sont offertes pendant les périodes de chômage élevé. La durée maximale de l'assurance chômage a été étendue à 99 semaines (693 jours) en février 2009, extension renouvelée en février 2012.

<sup>21</sup>En outre, pour apporter un soutien ciblé en temps et en heure, il faut que la protection sociale soit en place avant que l'endettement des ménages ne devienne problématique.

<sup>22</sup>Voir l'analyse des différentes politiques appliquées pour résoudre les crises financières dans Honohan et Laeven (2005).

Pour que ces programmes réussissent, il faut cependant faire preuve de prudence dans leur élaboration et leur mise en œuvre<sup>23</sup>. Il faut notamment intégrer le risque d'aléa moral qui survient quand on donne la possibilité aux débiteurs d'éviter de respecter les conditions initiales de leurs prêts.

Il convient de noter que toute intervention des pouvoirs publics crée des distorsions et entraîne une redistribution des ressources dans le pays et au fil du temps. Il faut donc se demander si les bénéfices de cette intervention sont supérieurs aux coûts. En outre, si l'intervention a des conséquences budgétaires, son ampleur devrait être limitée par la marge de manœuvre budgétaire disponible. L'ampleur de la redistribution varie selon les approches évoquées ci-dessus, ainsi que les gagnants et les perdants de cette redistribution. Par exemple, l'existence d'un dispositif généreux de protection sociale est le reflet des préférences d'une société en matière de redistribution et d'inégalité. Les gagnants pourraient aussi être plus évidents dans le cas d'un soutien de l'État au secteur bancaire et de programmes de restructuration de la dette des ménages que, par exemple, en cas de relance monétaire ou d'un abaissement de l'impôt sur le revenu. Les tensions sociales qui peuvent découler de cette redistribution pourraient être un frein à sa faisabilité politique. Mian, Sufi et Trebbi (2012) évoquent la lutte politique entre créanciers et débiteurs et en concluent que les systèmes politiques ont tendance à se polariser après les crises financières. Ils avancent aussi que les problèmes liés à l'action collective — les titulaires d'un prêt hypothécaire en difficulté peuvent ne pas être aussi bien organisés que les banques sur le plan politique — peuvent entraver les efforts de restructuration des dettes des ménages. En outre, toutes les mesures destinées à faire face aux conséquences d'un excès d'endettement des ménages doivent être élaborées avec prudence pour minimiser, à l'avenir, l'éventuel aléa moral et une prise de risque excessive de la part des emprunteurs et des prêteurs.

Afin d'examiner pratiquement comment ces mesures peuvent atténuer les problèmes associés à l'endettement des ménages, nous étudions l'efficacité des mesures prises par les pouvoirs publics lors de plusieurs épisodes de désendettement des ménages. Nous

<sup>23</sup>Laeven et Laryea (2009) analysent en détail les principes qui devraient guider les programmes de restructuration des dettes des ménages soutenus par l'État.

analysons spécifiquement les politiques d'aide directe à la restructuration des dettes des ménages, car il existe déjà de nombreuses publications à propos des autres approches. Les ouvrages spécialisés ont, par exemple, beaucoup traité des déterminants et des effets de la politique budgétaire et monétaire. On trouve aussi de nombreuses études sur les mesures prises dans le secteur financier au plan international.

Nous étudions les cas des États-Unis pendant les années 30 et de nos jours, de la Hongrie et de l'Islande de nos jours, de la Colombie en 1999 et de trois pays scandinaves (Finlande, Norvège et Suède) dans les années 90. Si, dans chacun de ces cas, l'éclatement de la bulle immobilière a été précédé ou accompagné par une augmentation substantielle de l'endettement des ménages, la politique économique a réagi différemment<sup>24</sup>. Nous commençons par une synthèse des facteurs qui ont entraîné l'accumulation de dettes par les ménages et des facteurs déclencheurs du désendettement. Nous analysons ensuite la réaction des pouvoirs publics, en mettant l'accent sur les politiques qui s'attaquent directement aux effets négatifs de l'endettement des ménages sur l'activité économique. Finalement, nous résumons les enseignements à tirer de ces études de cas<sup>25</sup>.

<sup>24</sup>Nous ne traitons pas de la crise de l'immobilier au Japon dans les années 90, car l'endettement des ménages rapporté aux actifs sûrs et liquides était faible, et cet épisode n'a pas été marqué par le désendettement des ménages. Comme l'expliquent Nakagawa et Yasui (2009) : «Les finances des ménages japonais n'ont pas gravement souffert de l'éclatement de la bulle au milieu des années 90. Les banques, quant à elles, du fait de l'accumulation importante de dépôts des ménages au passif de leurs bilans, ont été victimes des grandes quantités de prêts aux entreprises en souffrance qu'elles détenaient et de la dégradation des capitaux qui en résulta pendant la crise; elles ont donc considérablement réduit leur octroi de crédit pendant cette période.» (p. 82)

<sup>25</sup>D'autres pays appliquent aujourd'hui des mesures visant à régler directement le problème de l'endettement des ménages. Par exemple, au Royaume-Uni, le Homeowners Mortgage Support Scheme avait pour but d'alléger temporairement le service de la dette pour les propriétaires immobiliers, le remboursement des intérêts différés étant garanti par l'État; le Mortgage Rescue Scheme tentait de protéger les plus vulnérables des saisies immobilières, tandis que l'extension du Support for Mortgage Interest a aidé plus de ménages à faire face au remboursement de leurs intérêts. Les réformes appliquées actuellement en Irlande prévoient de moderniser le régime des faillites en le rendant moins contraignant et en facilitant les règlements à l'amiable entre prêteurs et emprunteurs, que les créances concernées soient garanties ou non. En Lettonie, les efforts des autorités ont surtout porté sur le renforcement du dispositif de restructuration de la dette sur les marchés (voir Erbenova, Liu et Saxegaard, 2011).

## Facteurs à l'origine de l'accumulation de dettes par les ménages

Dans chacun de ces épisodes, un accès plus facile au crédit a permis aux ménages de s'endetter davantage. Cela tenait à l'innovation et à la libéralisation financières, ainsi qu'à un relâchement des critères d'octroi de crédit. Une vague d'optimisme des ménages quant à leurs perspectives futures de revenu et de patrimoine a joué un rôle aussi et, conjuguée à l'offre accrue de crédit, a contribué à alimenter les bulles immobilières et boursières.

Les États-Unis des années 20 — les «années folles» — illustrent le rôle de l'offre croissante de crédit et de l'optimisme des consommateurs dans l'endettement des ménages. L'innovation technologique avait généralisé l'usage de nouveaux produits de grande consommation comme l'automobile et la radio. Grâce à l'innovation financière, il est devenu plus facile pour les ménages d'obtenir un crédit pour acheter ces biens de consommation durables et d'obtenir des prêts hypothécaires. Les ventes à tempérament pour l'achat de gros biens de consommation durables se sont particulièrement démocratisées (Olney, 1999). General Motors a ouvert la voie en créant la General Motors Acceptance Corporation en 1919 pour octroyer des prêts destinés à l'achat de ses automobiles. Dès 1927, les deux tiers des nouvelles voitures et de l'électroménager étaient achetés à crédit. Les dettes des consommateurs ont doublé, passant de 4,5 % du revenu des ménages en 1920 à 9 % en 1929. Pendant la même période, la dette hypothécaire est passée de 11 % du produit national brut à 28 %, à cause, en partie, de nouvelles formes de crédit comme les prêts hypothécaires à fort effet de levier et des premières formes de titrisation (Snowden, 2010). Les prix des actifs ont explosé du fait de l'expansion économique et d'une vision optimiste selon laquelle la valeur des logements ne cesserait de grimper<sup>26</sup>. Les prix réels des logements

<sup>26</sup>À propos des raisons de cet optimisme, Harriss (1951) explique que «dans les années vingt, comme pendant toute période où la situation économique est favorable, les individus ont souscrit des dettes hypothécaires, convaincus qu'ils en supporteraient la charge sans difficulté excessive... pendant de longues périodes, la valeur des terrains et des travaux d'amélioration avait souvent suffisamment augmenté pour faire croire que le patrimoine de l'emprunteur progresserait au fil des ans, même si ce dernier était plutôt limité au départ.» (p. 7)

ont augmenté de 19 % de 1921 à 1925<sup>27</sup>, tandis que la bourse a progressé de 265 % de 1921 à 1929.

L'accès croissant au crédit résultant de la libéralisation financière et de l'assouplissement des critères d'octroi de crédit a aussi contribué à la hausse de l'endettement des ménages dans les cas plus récents que nous présentons. Dans les pays scandinaves, les restrictions de grande ampleur imposées aux prix et aux quantités des produits financiers ont pris fin dans les années 80. La Colombie a lancé une vague de libéralisation de la finance et des mouvements de capitaux au début des années 90. Cette déréglementation rapide a considérablement stimulé la concurrence pour gagner de nouveaux clients, ce qui, en conjonction avec de fortes incitations fiscales à investir dans le logement et l'optimisme ambiant à propos de la valeur des actifs, a provoqué une explosion de l'endettement des ménages dans ces pays<sup>28</sup>. De même, après la privatisation et la libéralisation du secteur bancaire en Islande en 2003, les contraintes d'emprunt se sont substantiellement allégées pour les ménages<sup>29</sup>. Pour la première fois, il est devenu possible de refinancer des crédits hypothécaires et d'obtenir des crédits garantis par hypothèque. Un fonds public de financement du logement a relevé les ratios prêt/valeur jusqu'à 90 %, voire plus dans le cas des banques récemment privatisées, qui se battaient pour gagner des parts de marché. En Hongrie, la demande refoulée, combinée aux perspectives d'adhésion à l'UE, a déclenché un essor du crédit, l'encours de la dette des ménages passant d'à peine 7 % du PIB en 1999 à 33 % en 2007. La première partie de cette explosion du crédit était aussi marquée par une remontée des prix des logements, alimentée par de généreuses subventions au logement. Aux États-Unis, pendant les années 2000, l'offre de crédit à des ménages qui auparavant n'étaient

<sup>27</sup>Dans certaines zones, comme Manhattan et la Floride, l'augmentation était bien supérieure (30 à 40 %).

<sup>28</sup>L'endettement des ménages est passé de 50 % du revenu disponible en 1980 à 90 % en 1989 en Finlande, et de 95 % à 130 % en Suède. En Colombie, le crédit bancaire au secteur privé est passé de 32 % du PIB en 1991 à 40 % en 1997.

<sup>29</sup>Les marchés financiers sont restés très réglementés en Islande jusque dans les années 80. La libéralisation a débuté dans les années 80 est s'est accélérée pendant les années 90, en grande partie à cause des obligations et des opportunités créées par la décision de rejoindre l'Espace économique européen en 1994. Les trois nouvelles grandes banques du pays ont été privatisées progressivement entre la fin des années 90 et 2003, sur fond d'accusations très répandues de favoritisme politique (voir OCDE, 2009).

pas capables d'obtenir un prêt a augmenté en raison du recours accru à la titrisation privée et de l'émergence des prêts hypothécaires dits exotiques, tels que les prêts capitalisés à l'échéance, les prêts à amortissement négatif et les prêts à des emprunteurs n'ayant ni revenu, ni travail, ni actifs (NINJA).

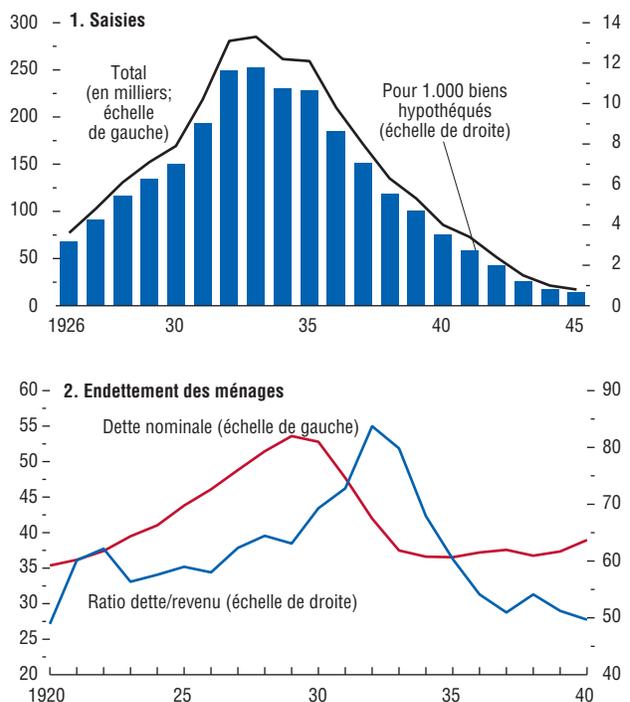
**Facteurs à l'origine du désendettement des ménages**

L'explosion de la bulle des prix des actifs et l'effondrement du patrimoine des ménages qui en a résulté ont entraîné un désendettement des ménages dans tous les épisodes que nous étudions. La bulle des prix des logements aux États-Unis dans les années 20 a éclaté en 1925, quand les prix ont culminé. Le taux de saisie a ensuite augmenté régulièrement (graphique 3.9), pour passer de 3 saisies pour 1.000 propriétés hypothéquées en 1926 à 13 en 1933. Le patrimoine des ménages a accusé un coup supplémentaire avec le krach boursier d'octobre 1929, qui a annoncé la Grande Dépression. Les prix des logements se sont aussi effondrés dans les pays scandinaves à la fin des années 80 et en Colombie au milieu des années 90. De même, la fin de la bulle de l'immobilier et l'effondrement de la bourse ont fortement entamé le patrimoine des ménages en Islande et aux États-Unis au début de la Grande Récession. Dans tous ces cas, le désendettement des ménages a démarré peu après la chute des prix des actifs. En outre, le resserrement du crédit lié aux crises bancaires a forcé les ménages à se désendetter pendant tous ces épisodes. Les problèmes de bilan des ménages résultant de l'effondrement de leur patrimoine se sont rapidement propagés aux bilans des intermédiaires financiers, ce qui s'est traduit par un durcissement des critères d'octroi de crédit et a obligé les ménages à se désendetter encore plus.

L'expérience islandaise de 2008 illustre de façon particulièrement sombre comment un effondrement des prix des actifs et des perspectives économiques, combiné à une crise bancaire de grande ampleur, mène au surendettement des ménages, forçant ainsi ces derniers à se désendetter. Les trois premières banques islandaises ont fait faillite en l'espace d'une semaine en octobre 2008. Les bilans des ménages ont été mis à rude épreuve par un certain nombre de facteurs (graphique 3.10). Premièrement, comme la confiance s'était effondrée, les prix des actifs ont

**Graphique 3.9. Saisies immobilières et endettement des ménages aux États-Unis pendant la Grande Dépression**

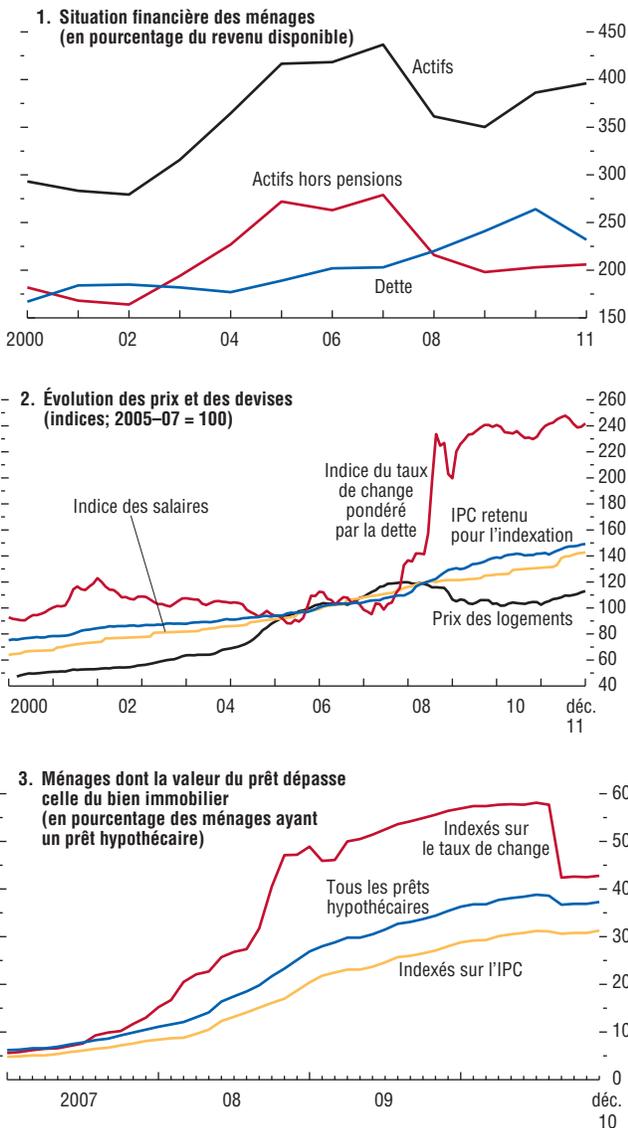
Après le pic des prix des logements en 1925, les taux de saisie ont progressé régulièrement pendant huit ans. Si les défauts de remboursement généralisés ont réduit le stock de dette nominale à partir de 1930, l'effondrement du revenu des ménages a signifié que le ratio dette/revenu a continué de s'élever jusqu'en 1933.



Source : calculs des services du FMI.  
 Note : Le ratio dette/revenu est exprimé en points de pourcentage; la dette nominale des ménages en milliards de dollars.

### Graphique 3.10. Bilans des ménages en Islande pendant la Grande Récession

La situation financière des ménages islandais a subi de graves tensions en 2008. L'effondrement des prix des actifs a annulé la progression antérieure du patrimoine net des ménages, tandis que l'indexation généralisée, combinée à l'inflation plus élevée et à la dépréciation du taux de change, a entraîné une hausse de la dette nominale des ménages. La proportion de titulaires de prêts hypothécaires dont la valeur dépassait celle de leur bien immobilier s'est accrue régulièrement, pour atteindre près de 40 % fin 2010.



Sources : Banque centrale d'Islande, Statistics Iceland; estimations des services du FMI.  
Note : Dans la plage 1, les actifs des plans de pension sont corrigés d'un impôt estimé de 25 %. IPC = indice des prix à la consommation.

baissé subitement, ce qui a annulé la progression antérieure du patrimoine net des ménages. En parallèle, l'inflation massive et la forte dépréciation de la krona en 2008–09 ont provoqué une brusque augmentation de l'endettement des ménages puisque la quasi-totalité des prêts étaient indexés soit sur l'indice des prix à la consommation (IPC), soit sur le taux de change. Les prêts hypothécaires indexés sur l'IPC dont le ratio prêt/valeur était supérieur à 70 % ont vu leur montant dépasser la valeur du bien hypothéqué par les 26 % d'inflation, combinés à la baisse de 11 % des prix des logements. De même, comme la krona s'était dépréciée de 77 %, les prêts indexés sur le taux de change dont le ratio prêt/valeur était supérieur à 40 % ont aussi dépassé la valeur du bien hypothéqué. L'inflation et la dépréciation ont aussi fait gonfler les paiements du service de la dette, tandis que le revenu disponible stagnait. La conjonction du surendettement et des problèmes de service de la dette a été dévastatrice. Fin 2008, pour 20 % des propriétaires titulaires d'un prêt hypothécaire, la valeur du bien était inférieure à celle du prêt (cette proportion a culminé à 38 % en 2010), tandis que, pour près d'un quart d'entre eux, les paiements du service de la dette étaient supérieurs à 40 % de leur revenu disponible.

### Riposte des pouvoirs publics

Après cette synthèse des facteurs qui ont fait augmenter l'endettement des ménages et déclenché leur désendettement, passons aux mesures adoptées par les autorités pour atténuer les effets négatifs sur l'activité économique. Pour chacun des épisodes, nous commençons par un aperçu des mesures mises en œuvre et du contexte politique dans lequel elles ont été adoptées. Nous analysons ensuite dans quelle mesure ces mesures ont permis de contrer les effets négatifs de l'endettement des ménages sur l'activité économique. Nous examinons notamment si elles ont permis d'empêcher les saisies (en restructurant une part élevée des prêts), de fournir des transferts aux ménages ayant du mal à accéder au crédit et à forte propension marginale à consommer, et de réduire le surendettement. Toutefois, le nombre réduit d'épisodes analysés et le manque de données contrefactuelles compliquent la quantification des effets de ces mesures sur les agrégats macroéconomiques, comme le PIB réel.

Nous commençons par étudier deux cas où les mesures adoptées ont dans l'ensemble permis de régler le problème de l'endettement des ménages — les États-Unis pendant la Grande Dépression et l'Islande depuis la Grande Récession. Nous les comparons ensuite à des expériences moins réussies — la Colombie dans les années 90, et la Hongrie et les États-Unis depuis la Grande Récession. Nous nous penchons enfin sur le cas des pays scandinaves dans les années 90, où, malgré une forte hausse de l'endettement des ménages, les autorités n'ont pas adopté de mesure discrétionnaire de restructuration de ces dettes.

### *Les États-Unis pendant la Grande Dépression*

Cet épisode est un exemple de programme public ambitieux et dans l'ensemble fructueux de restructuration des dettes des ménages qui a été conçu pour éviter les saisies, la HOLC (Home Owners' Loan Corporation). La HOLC a été créée en 1933 après qu'une série de mesures visant à endiguer le nombre croissant de saisies n'avaient eu que peu de résultats (graphique 3.9) : la pression sociale en faveur d'une intervention à grande échelle était élevée<sup>30</sup>. Comme l'explique Harriss (1951), «les coûts sociaux farmineux imposés par cette dépression profonde sont révélés de façon vivante et émouvante dans les dossiers de la Home Owners' Loan Corporation. La population réclamait de manière insistante et quasiment unanime une intervention directe de l'État» (p. 9). En avril 1933, le président Franklin Roosevelt, fraîchement élu, a appelé le Congrès à voter une loi pour empêcher les saisies, et la HOLC a été créée cet été-là<sup>31</sup>.

Pour prévenir les saisies sur les prêts hypothécaires, la HOLC rachetait les prêts compromis aux banques en échange d'obligations à capital et à intérêts garantis par l'État fédéral. Elle restructurait ensuite ces prêts pour les rendre plus abordables pour les em-

prunteurs et travaillait avec les emprunteurs qui n'honoraient plus leurs remboursements ou qui perdaient leur emploi, en les aidant notamment à trouver un emploi (l'encadré 3.1 donne plus de détails concernant ce programme). La HOLC a racheté environ 1 million de prêts hypothécaires compromis menacés de saisie, soit environ un sur cinq. Sur ce million de prêts, environ 200.000 ont débouché sur une saisie quand les emprunteurs ont cessé de rembourser leur prêt renégocié. Le programme de la HOLC a permis de protéger les 800.000 prêts restants, ce qui correspond à 16 % de tous les prêts hypothécaires (tableau 3.1)<sup>32</sup>. Les rachats de prêts de la HOLC ont totalisé 4,75 milliards de dollars (8,4 % du PIB de 1933), et les prêts ont ensuite été revendus au fil du temps, ce qui a rapporté un bénéfice nominal au moment de la liquidation du programme de la HOLC en 1951. La réussite de ce programme, qui a empêché les saisies pour un coût budgétaire réduit, pourrait expliquer pourquoi des universitaires et des figures publiques ont appelé de leurs vœux une démarche semblable pendant la récession récente.

L'une des grandes caractéristiques de la HOLC était de transférer effectivement des fonds vers les ménages confrontés à des problèmes de crédit, dont les bilans étaient compromis et la propension marginale à consommer élevée, ce qui a atténué les effets négatifs sur la demande globale évoqués ci-dessus. L'objectif, mis en exergue par le président Roosevelt dans un message au Congrès, était de soulager «le petit propriétaire ... du fardeau des remboursements excessifs d'intérêts et de capital, contracté pendant la période où les valeurs étaient plus élevées et les revenus supérieurs» (Harriss, 1951, p. 9). Par conséquent, la HOLC a allongé la durée des prêts d'une durée typique de 5 à 10 ans, souvent à taux variable, pour en faire des prêts à taux fixe sur 15 ans, qui étaient parfois allongés à 20 ans (Green et Wachter, 2005). En rendant les remboursements plus abordables, elle a, dans les faits, transféré des fonds vers les ménages dont les prêts étaient compromis et la propension marginale à consommer élevée, fonds qui provenaient de prêteurs dont la propension marginale à consommer était (pro-

<sup>30</sup>Parmi les mesures antérieures figurent une série d'initiatives des États pour imposer des moratoires sur les saisies et le Federal Home Loan Bank (FHLB) Act de 1932, qui avait pour but de développer le crédit bancaire en apportant des financements aux banques manquant de liquidités (seulement 3 demandes d'aide sur 41.000 ont été acceptées pendant ses deux premières années d'existence).

<sup>31</sup>Si l'endettement nominal des ménages avait baissé depuis 1929 à cause des défauts de remboursement, leurs dettes ont continué d'augmenter jusqu'en 1933 en pourcentage de leurs revenus décroissants (graphique 3.9).

<sup>32</sup>Selon Fishback *et al.* (2010) et Courtemanche et Snowden (2011), cette action a soulagé le marché immobilier en protégeant la valeur des logements et la propriété immobilière.

Tableau 3.1. Programmes publics de restructuration de la dette à l'amiable dans les études de cas

Programme	Bénéficiaires	Modifications de la dette	Incitations et partage des charges	Participation (en pourcentage des prêts hypothécaires, sauf mention contraire)
<b>États-Unis 1929</b>				
Home Owners' Loan Corporation	Ménages déjà en défaut de remboursement (ou emprunts à risque détenus par des établissements financiers compromis)	Charges de remboursement réduites encore en allongeant la durée du prêt et en abaissant les taux d'intérêt Réductions de capital pour atteindre un ratio prêt/valeur maximal de 80 %	Aléa moral évité, car le programme était limité aux ménages déjà en cessation de paiement Participation volontaire, mais les prêteurs recevaient des dédommagements supérieurs à ce qu'ils auraient recouvré avec une saisie Les critères d'admissibilité garantissaient que l'emprunteur pourrait assurer le service du nouveau prêt et limitaient les pertes éventuellement subies par les contribuables La charge des réductions de capital était partagée entre les prêteurs et l'État L'État supportait le risque lié aux emprunts restructurés	Total des ménages : 25 millions Ménages ayant contracté un prêt hypothécaire : 5 millions Emprunts éligibles : 50 % Demandes : 38 % Demandes acceptées : 20 % Saisies évitées : 800.000 Budget total autorisé : 4,8 milliards de dollars (8,5 % du produit national brut — PNB) Total des restructurations : 3,1 milliards de dollars (5,5 % du PNB)
<b>Islande 2008</b>				
Lissage des remboursements	Ménages ayant contracté des prêts hypothécaires et des prêts automobiles indexés sur l'indice des prix à la consommation (IPC) ou le taux de change	Service de la dette réduit grâce au rééchelonnement et à l'allongement de la durée	Prêts indexés sur l'IPC : obligation réglementaire Prêts indexés sur le taux de change : accord entre l'État et les créanciers	Total des ménages : 130.000 Ménages ayant contracté un prêt hypothécaire : 85.000 <i>Indicateurs de difficultés financières (hors effet des mesures)<sup>1</sup></i> : Ménages dont la valeur du bien était inférieure à celle du prêt (2010) : 40 % Ménages dont le service de la dette dépassait 40 % du revenu disponible (2010) : 30 % Prêts hypothécaires en défaut de remboursement (2010) : 15 % <i>Participation</i> : Lissage des remboursements indexés sur l'IPC et le taux de change : 50 % Restructurations approuvées et en cours :
Accord sectoriel (restructuration volontaire administrée par les banques)	Ménages dont les créanciers sont multiples et qui connaissent des difficultés de service de la dette, mais qui peuvent assurer le service d'un prêt représentant au moins 70 % de la valeur du logement	Le service de la dette est remis à la hauteur des capacités de remboursement. La dette est réduite à 100 % de la valeur de la garantie si les ménages restent à jour de leurs remboursements réduits pendant trois ans	Accord entre les plus grands prêteurs favorisé par l'État Participation volontaire Si aucun accord n'est trouvé, les débiteurs peuvent déposer une demande devant le Bureau du médiateur des débiteurs ou les tribunaux La charge de la restructuration des prêts incombe aux prêteurs	Restructurations approuvées et en cours : Accord sectoriel : 1,6 % Bureau du médiateur des débiteurs : 3,9 % Réduction de la dette pour les ménages fortement surendettés : 14,9 %
Restructuration volontaire administrée par le Bureau du médiateur des débiteurs	Semblable à l'accord sectoriel, mais permet d'atteindre les ménages moins fortunés. Vise les ménages en quête de conseils et d'assistance dans leurs démarches avec les créanciers	Semblable à l'accord sectoriel, mais permet une réduction temporaire plus drastique du service de la dette. Les procédures sont plus personnalisées et complexes que pour l'accord sectoriel	Cadre réglementaire qui entraîne une restructuration administrée par les tribunaux en cas d'échec des négociations La charge de la restructuration des prêts incombe aux prêteurs	

Programme	Bénéficiaires	Modifications de la dette	Incitations et partage des charges	Participation (en pourcentage des prêts hypothécaires, sauf mention contraire)
<b>Islande 2008</b>				
Réduction du montant des prêts pour les ménages fortement surendettés	Ménages dont le ratio prêt/valeur était supérieur à 110 % en décembre 2010	Le capital était réduit à 110 % de la valeur des actifs nantissables du débiteur	Accord entre les prêteurs hypothécaires et l'État. La participation était volontaire, mais les créanciers ont joué le jeu, car la valeur du prêt réduit était supérieure au montant qu'il serait probablement possible de recouvrer lors d'une faillite L'aléa moral a été évité, car le programme était limité aux ménages dont le ratio prêt/valeur dépassait 110 % en décembre 2010 La charge de la restructuration des prêts incombe aux prêteurs	
<b>États-Unis 2009</b>				
Home Affordable Modification Program (HAMP) <sup>2</sup>	Ménages en défaut de remboursement	Centré sur la réduction de la charge de remboursement grâce à 1) des abaissements de taux d'intérêt, 2) des allongements de durée, 3) des renoncements temporaires et, depuis octobre 2010, des réductions de capital pour les prêts qui ne sont pas détenus par les institutions financières spécialisées d'intérêt public (Fannie Mae, Freddie Mac)	Participation volontaire (sauf pour les bénéficiaires des fonds du Troubled Asset Relief Program) On oblige rarement les prêteurs à accepter des annulations de capital, ce qui augmente la probabilité d'une nouvelle défaillance sur le prêt modifié La restructuration est à l'initiative des agents de recouvrement (pas des créanciers), dont les incitations financières à participer sont extrêmement réduites La titrisation et l'existence de détenteurs de créances de rang inférieur créent des conflits d'intérêts	Nombre total de ménages : 114 millions Ménages ayant contracté un prêt hypothécaire : 51 millions Ménages dont la valeur du bien est inférieure à celle du prêt : 23 % Portée attendue : 6–8 % Essais de modification : 4 % Modifications permanentes : 1,9 % Budget total : 29,9 milliards de dollars (0,2 % du PIB) <sup>3</sup> Budget total consommé : 3,3 milliards de dollars <sup>3</sup>
<b>Hongrie 2011</b>				
Septembre 2011	Emprunteurs en bonne situation financière dont les prêts sont libellés en monnaie étrangère	Réduction de capital liée aux capacités de remboursement anticipé des prêts à des taux d'intérêt préférentiels	Obligation légale La charge de la réduction de la dette incombe aux seuls prêteurs L'obligation de remboursement anticipé limite la possibilité de participer pour les emprunteurs	Nombre de ménages : 4 millions Ménages ayant contracté un prêt hypothécaire : 800.000 Prêts hypothécaires en souffrance : 90.000 Techniquement admissibles : 90 % Admissibles en pratique : 25 % Participation préliminaire : 15 %
<b>Colombie 1999</b>				
1999	Titulaires de prêts hypothécaires	Les banques sont forcées de reprendre le bien dont la valeur était inférieure à celle du prêt et de considérer le prêt totalement remboursé La charge du remboursement est abaissée grâce à une baisse de taux d'intérêt	Participation rendue obligatoire par décision de justice L'aléa moral et la perte de confiance ont entraîné une compression du crédit	Nombre de ménages : ±10 millions Ménages ayant contracté un prêt hypothécaire : ±700.000 Prêts hypothécaires en souffrance : 126.000 (pic en 2002) Logements saisis : 43.000 (1999–2003) Emprunteurs admissibles : ±100 %

<sup>1</sup>L'indexation quasi universelle a fait que les indicateurs des difficultés financières ont atteint leur maximum en 2010, deux ans après le krach.

<sup>2</sup>Le HAMP est le programme-phare de restructuration de la dette. Il existe d'autres initiatives au titre du programme Making Home Affordable (MHA). La description du programme et les chiffres datent de fin 2011.

<sup>3</sup>Source : Daily TARP Update du 30 décembre 2011 (Washington U.S. Treasury). Cela reflète le montant au titre de toutes les initiatives du MHA. Le total pour tous les programmes au titre du TARP est de 45,6 milliards de dollars.

blement) plus faible<sup>33</sup>. Dans un certain nombre de cas, la HOLC a aussi réduit une partie du capital dû, pour s'assurer qu'aucun prêt ne dépassait 80 % de la valeur estimée du logement, ce qui a atténué les effets négatifs du surendettement évoqués ci-dessus.

### *L'Islande pendant la Grande Récession*

Le cas islandais illustre bien en quoi une approche à plusieurs facettes permet d'alléger la dette d'une proportion élevée des ménages et d'endiguer la hausse des défauts de remboursement. La réaction audacieuse de l'Islande était motivée par l'ampleur énorme du problème de l'endettement des ménages (graphique 3.10) et la pression sociale intense en faveur de l'intervention de l'État. Lors de manifestations parmi les plus importantes jamais vues en Islande, des milliers de personnes sont descendues dans la rue pour réclamer des réductions de créances. Sur une période de deux ans, le gouvernement a adopté un cadre permettant de traiter l'endettement des ménages avec, en toile de fond, un programme soutenu par le FMI.

La démarche comportait plusieurs éléments. Au départ, des mesures palliatives ont offert un allègement à court terme pour garantir que les familles ne perdraient pas leur logement à cause de problèmes temporaires et pour éviter une flambée des saisies qui aurait provoqué un effondrement du marché du logement. Parmi ces mesures figuraient un moratoire sur les saisies immobilières, une suspension temporaire du service de la dette pour les prêts indexés sur le taux de change et l'IPC, et un rééchelonnement de ces prêts (lissage des remboursements). Près de la moitié des ménages dont les prêts étaient admissibles a tiré parti du lissage des remboursements, ce qui a réduit les paiements actuels du service de la dette respectivement de 15 à 20 % pour les prêts indexés sur l'IPC et de 30 à 40 % pour ceux indexés sur le taux de change.

Plus tard, on a offert aux ménages de restructurer leur prêt à l'amiable en négociant soit directement avec les prêteurs, soit avec l'aide du Bureau du médiateur des débiteurs qui venait d'être créé pour agir en leur

<sup>33</sup>La HOLC a aussi transformé des prêts hypothécaires à taux ajustable où l'on ne remboursait que des intérêts jusqu'à l'échéance en prêts à taux fixe entièrement amortis. Cela réduisait les incertitudes liées aux obligations futures du service de la dette et signifiait qu'il était moins nécessaire de se constituer une épargne de précaution, tout en aidant les propriétaires à éviter des paiements forfaitaires élevés à l'échéance du prêt.

nom. Si les négociations se font au cas par cas, elles utilisent des modèles élaborés grâce au dialogue entre l'État et les établissements financiers. Ces modèles prévoient des réductions de créances substantielles afin de mettre en adéquation, d'un côté, les prêts garantis et les biens qui servent de garantie et, de l'autre, le service de la dette et les capacités de remboursement. Les négociations au cas par cas protègent les droits de propriété et minimisent l'aléa moral, mais elles prennent du temps. Fin janvier 2012, seulement 35 % des demandes de restructuration de la dette au cas par cas avaient été traitées. Pour accélérer les choses, un plan d'annulation de créances a été mis en œuvre, pour ramener le montant des prêts, quand il est très supérieur à la valeur des biens, à 110 % des actifs nantissables du ménage. De plus, pour une part élevée des prêts, les intérêts sont subventionnés de manière substantielle pendant une période de deux ans, grâce à des taxes temporaires imposées sur le secteur financier. L'encadré 3.2 donne une description détaillée du cadre de restructuration de la dette des ménages<sup>34</sup>.

Les établissements financiers islandais avaient à la fois de bonnes raisons et les capacités financières pour y participer. Après l'effondrement spectaculaire du système bancaire du pays, les trois nouvelles grandes banques qui ont été reconstituées à partir de ce qui restait ont acquis leurs portefeuilles à la juste valeur, ce qui tenait compte de la nécessité de réduire les créances. Cela leur a donné la marge de manœuvre financière nécessaire pour supporter les coûts des réductions de créances, et elles ont fréquemment pris l'initiative de telles mesures. La plupart des coûts de la restructuration des dettes a été supportée indirectement par les créanciers étrangers, qui ont essuyé des pertes considérables quand les banques ont fait faillite. Il a été plus compliqué d'inciter les ménages à participer. Par l'effet combiné de l'indexation des prêts, de l'inflation et de la chute des prix des logements, plus les ménages attendaient, plus la réduction de créances était élevée. Le moratoire sans condition sur les saisies et la suspension du service de la dette ne les ont pas non plus incités à résoudre leurs problèmes d'endettement, et les révisions fréquentes du cadre de restructuration de la dette leur ont fait espérer des offres de plus

<sup>34</sup>Pour une analyse complète de la restructuration des dettes des ménages islandais, voir Karlsdóttir, Kristinsson et Rozwadowski (à paraître).

en plus généreuses. Ce n'est que lorsque l'on a mis en œuvre un cadre global, doté d'une date d'expiration claire, que les réductions de créances se sont réellement développées. En janvier 2012, 15 à 20 % de tous les prêts hypothécaires avaient été réévalués ou étaient en voie de l'être (tableau 3.1).

Dans l'ensemble, même s'il est trop tôt pour se prononcer sur la méthode islandaise, l'action des pouvoirs publics semble porter sur les principaux canaux de transmission des effets négatifs de l'endettement des ménages sur l'économie. Une flambée des saisies immobilières a pu être évitée grâce au moratoire temporaire et à l'effort concerté pour trouver des solutions durables au problème posé par l'endettement des ménages. En permettant à ces derniers de réduire leurs dettes et le service de celles-ci, le cadre de restructuration de la dette transfère des ressources en direction des agents dont la propension marginale à consommer est relativement élevée. La bonification des intérêts financée par le secteur financier joue un rôle semblable. Enfin, la réduction d'une part substantielle des dettes excessives des ménages (en ce sens que leur montant est supérieur aux actifs des ménages) atténue les problèmes liés au surendettement. Il reste à voir dans quelle mesure cette méthode permettra d'atteindre le but ultime, qui est de remettre les ménages en selle tout en minimisant l'aléa moral.

### *La Colombie pendant les années 90*

Cet épisode montre comment une crise du crédit peut être provoquée par des mesures visant à résoudre les problèmes d'endettement des ménages si elles en font porter la charge sur un secteur bancaire fragilisé. Après l'arrêt soudain des entrées de capitaux en 1997, à cause des crises asiatique et russe, et l'augmentation des taux d'intérêt qui l'a accompagné, les défauts de remboursement des ménages se sont multipliés rapidement et les prêteurs hypothécaires ont essuyé des pertes substantielles (Fogafin, 2009). Comme leurs obligations de remboursement avaient augmenté de façon significative, que les prix des logements s'étaient effondrés et que le chômage augmentait, de nombreux emprunteurs sont allés défendre leur cause devant les tribunaux (Forero, 2004). En réaction, les autorités ont entrepris un programme de restructuration des banques en 1999, et la cour constitutionnelle a publié une série d'arrêtés destinés à réduire la charge de la dette hypothécaire des

ménages et à empêcher les saisies. La cour a notamment déclaré que les prêts hypothécaires n'étaient plus pleinement garantis — les ménages avaient maintenant la possibilité de ne plus honorer leurs dettes hypothécaires. Selon la cour, la capitalisation des intérêts sur les prêts impayés était aussi anticonstitutionnelle.

Ces réformes ont conduit à des transferts substantiels vers les ménages dont le bilan était compromis — ceux dont la propension marginale à consommer était probablement élevée —, mais ont infligé de lourdes pertes au secteur financier fragilisé. Elles ont aussi encouragé des ménages qui auraient normalement remboursé leur prêt à cesser leurs remboursements, ce qui a encore aggravé les pertes des prêteurs<sup>35</sup>. De plus, ces décisions de justice ont miné la confiance en ce qui concerne le respect des contrats privés et des droits des créanciers. Une crise du crédit grave et persistante a suivi, et le crédit hypothécaire ne s'est redressé qu'en 2005.

### *La Hongrie pendant la Grande Récession*

Ce cas montre en quoi un programme obligatoire dont les cibles sont mal définies et qui fait porter le fardeau de la restructuration de la dette sur un secteur bancaire fragilisé peut mettre en danger la stabilité du système financier sans atteindre les objectifs économiques escomptés.

La dette des ménages hongrois en monnaie étrangère figure parmi les plus élevées de l'Europe de l'Est, bien que l'endettement total des ménages ait culminé à un niveau relativement modeste, 40 % du PIB, et se concentre sur environ 800.000 ménages (soit 20 % du total)<sup>36</sup>. Du fait de la brusque dépréciation du forint hongrois qui a suivi la crise financière mondiale, les autorités redoutaient que l'augmentation du service de la dette pèse sur la consommation privée et ont été obligées d'aider les ménages endettés en devises étrangères<sup>37</sup>. Après une série de mesures infructueuses (comme un moratoire temporaire sur les saisies et un

<sup>35</sup>Afin de compenser les pertes encourues par les prêteurs à la suite de l'arrêt de la cour, la société nationale de garantie des dépôts a institué en 2000 une ligne de crédit à taux favorables en faveur des prêteurs.

<sup>36</sup>Au moment de la crise en 2008, 100 % des nouveaux prêts et 50 % de l'encours des prêts des ménages étaient libellés en francs suisses et garantis sur les biens immobiliers.

<sup>37</sup>Comme l'explique le FMI (2011a), le service de la dette avait augmenté de plus de 50 % pour les titulaires de prêts libellés en devise étrangère.

dispositif de restructuration volontaire), les autorités ont lancé un programme de restructuration obligatoire de la dette en septembre 2011, sans avoir consulté les parties prenantes au préalable. Pendant une période déterminée (d'environ cinq mois), les banques ont été obligées de permettre à leurs clients de rembourser leur prêts hypothécaires à un taux de change préférentiel, inférieur d'environ 30 % au taux du marché. Toutes les pertes résultant de cette réduction de créances devaient être supportées uniquement par les banques.

Le programme obligatoire de restructuration de la dette semble avoir été bien suivi, au vu des estimations préliminaires — environ 15 % de tous les prêts hypothécaires (tableau 3.1). Il comporte cependant trois limites essentielles. Il est tout d'abord assez mal ciblé pour toucher les ménages en difficulté dont la propension marginale à consommer est élevée. Seuls les ménages aisés peuvent rembourser le solde de leurs prêts avec un paiement unique en forints, ce qui sous-entend une redistribution limitée en direction des consommateurs dont la propension marginale à consommer est élevée. Deuxièmement, le programme obligatoire fait porter tout le fardeau des pertes aux banques, dont certaines sont mal préparées pour absorber de telles pertes. Par conséquent, il pourrait s'ensuivre un désendettement plus poussé des banques ainsi qu'une aggravation de la crise du crédit, avec des pressions sur le taux de change<sup>38</sup>. Enfin, la révision rétroactive implicite des contrats privés, sans que les banques ne soient consultées, est néfaste pour le climat d'investissement général.

### *Les États-Unis depuis la Grande Récession*

Cet épisode, qui est encore en cours, illustre à quel point il est difficile de restructurer complètement la dette des ménages en présence d'un marché hypothécaire complexe et de contraintes politiques. Pendant leurs trois ans d'existence, les grands programmes sont loin d'avoir touché autant de ménages que prévu au départ. Ces carences ont poussé les autorités, en février 2012, à prendre des mesures supplémentaires pour soulager la pression qui pèse sur les bilans des ménages.

Depuis le début de la Grande Récession, un certain nombre de responsables économiques américains ont défendu un programme audacieux de restructuration

<sup>38</sup>Après s'être rendu compte des effets négatifs de cette législation sur le secteur bancaire, les autorités ont pris des mesures supplémentaires en décembre 2011 pour répartir le fardeau (voir FMI, 2011a).

de la dette des ménages, à l'instar de la HOLC de la Grande Dépression<sup>39</sup>. Toutefois, une intervention à grande échelle de l'État sur le marché du logement n'a, jusqu'à présent, joui que d'un soutien limité<sup>40</sup>. Au lieu de cela, les autorités ont mis en œuvre un certain nombre de mesures plus modestes<sup>41</sup>. Nous nous concentrons ici sur le Home Affordable Modification Program (HAMP), le programme-phare de restructuration de la dette des ménages qui visait les ménages déjà en défaut de remboursement ou menacés. Annoncé en février 2009, le but du HAMP était de stabiliser le marché du logement et d'alléger la charge des propriétaires en difficulté en rendant leurs emprunts plus abordables grâce à une modification des prêts de premier rang. Le programme a été amendé en octobre 2010 pour permettre des réductions de capital dans le cadre de la Principal Reduction Alternative (PRA) et encore renforcé en 2012, comme indiqué ci-dessous. Le HAMP fait partie de l'initiative Making Home Af-

<sup>39</sup>On trouve, parmi les propositions spécifiques de politiques de réduction de l'endettement des ménages calquées sur l'HOLC, celles de Blinder (2008) et Hubbard et Mayer (2008). Blinder (2008) a proposé un programme semblable à la HOLC pour refinancer 1 à 2 millions de prêts hypothécaires compromis détenus par des propriétaires-occupants, en empruntant et en prêtant environ 300 milliards de dollars. Hubbard et Mayer (2008) ont proposé de baisser le montant des remboursements et d'éviter les saisies; ils ont estimé que cela stimulerait la consommation à hauteur de 120 milliards de dollars par an, soit 0,8 % du PIB par an. Selon les estimations, l'effet serait dû pour moitié aux effets de richesse — le prix des logements augmente grâce à la baisse des saisies — et pour moitié au transfert de ressources vers les ménages en difficulté («effet HOLC»). Voir Hubbard et Mayer (2008) et Hubbard (2011). L'analyse qui accompagne FMI (2011b, chapitre II) indique que, chaque fois que l'on évite 1 million de saisies, le PIB américain pourrait augmenter de 0,3 à 0,4 points.

<sup>40</sup>Le cas des «adhésions forcées» illustre en quoi des contraintes politiques ont influé sur la riposte des pouvoirs publics. Comme l'explique le FMI (2011b), les autorités ont considéré qu'il serait utile de permettre aux prêts d'être modifiés par les tribunaux (adhésion forcée) pour encourager les modifications volontaires sans aucun coût pour le budget de l'État, tout en remarquant que cette proposition n'avait pas réussi à obtenir le soutien politique nécessaire en 2009. Selon Mian, Sufi et Trebbi (2012), la capacité des créanciers à s'organiser politiquement et à influencer sur la politique publique pourrait expliquer pourquoi ils ont pu mieux protéger leurs intérêts lors de la crise financière récente : «Les débiteurs, d'un autre côté, étaient nombreux et dispersés, et souffraient donc des problèmes typiques de l'action collective.» (p. 20)

<sup>41</sup>Les premières tentatives de règlement du problème de la dette des ménages incluaient le programme Secure de la Federal Housing Administration (FHA), la Hope Now Alliance, le programme Mod in a Box de la Federal Deposit Insurance Corporation et Hope for Homeowners.

fordable (MHA), qui aide les propriétaires en difficulté à obtenir un allègement de leur dette hypothécaire grâce à divers programmes qui permettent de modifier et de refinancer les prêts, de différer les remboursements et de trouver d'autres solutions que la saisie. Parmi les autres possibilités offertes par le MHA figure le Home Affordable Refinance Program (HARP), qui vise aussi à réduire les remboursements mensuels. Les ménages qui sont déjà en cessation de paiement sont toutefois exclus du HARP, et l'impact sur les saisies sera probablement plus limité<sup>42</sup>.

Les ambitions du HAMP étaient considérables, mais il a, pour l'instant, permis de modifier bien moins de prêts que prévu. Des millions de ménages risquent encore de perdre leur logement. Le stock de logements en cours de saisie à la fin de 2011 était d'environ 2,4 millions — presque cinq fois plus qu'avant la crise — et le stock virtuel de prêts compromis indique que ce chiffre pourrait augmenter sensiblement (graphique 3.11). Parallèlement, le nombre de prêts hypothécaires modifiés de façon permanente est de 951.000, soit 1,9 % du total (tableau 3.1)<sup>43</sup>. À l'opposé, 20 % des prêts hypothécaires avaient été modifiés par le programme HOLC pendant la Grande Dépression, et le HAMP était censé toucher 3 à 4 millions de propriétaires (MHA, 2010)<sup>44</sup>. De même, le montant déboursé dans le cadre de la MHA était de seulement 2,3 milliards de dollars

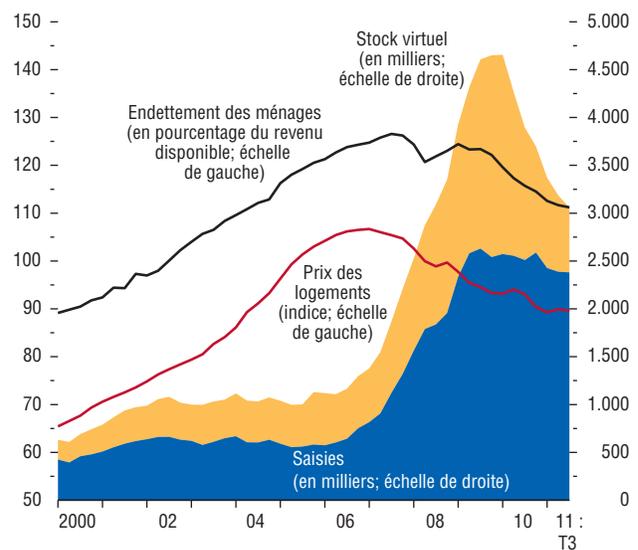
<sup>42</sup>L'initiative MHA comprend aussi le Short Refinance Program de la FHA pour les emprunteurs dont le montant du prêt dépasse la valeur du bien, le Home Affordable Unemployment Program, le Home Affordable Foreclosure Alternatives Program, le Second Lien Modification Program et le Housing Finance Agency Innovation Fund for the Hardest Hit Housing Markets.

<sup>43</sup>Comme l'explique MHA (2012), en janvier 2012, 1,79 millions d'essais avaient été lancés, mais seulement 951.000 avaient réussi à devenir «permanents». (La période d'essai permet à l'agent de recouvrement de mettre à l'épreuve la capacité de l'emprunteur à effectuer les remboursements modifiés avant de finaliser la modification du prêt.) Il est à noter que 200.000 de ces modifications ont été ultérieurement annulées, ce qui laisse 769.000 modifications permanentes *effectives*.

<sup>44</sup>Dans un rapport concernant l'application du programme HAMP, l'Office of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program (SIGTARP) explique que «le Trésor a indiqué que son objectif de 3 à 4 millions de propriétaires n'est pas lié au nombre de propriétaires dont la dette est effectivement allégée de façon durable et qui évitent la saisie, mais plutôt que 3 à 4 millions de propriétaires recevront des offres de modification à l'essai» (SIGTARP, 2010). Selon le rapport, compter les offres de modification à l'essai — plutôt que les saisies évitées grâce à des modifications permanentes — n'est «tout simplement pas particulièrement important».

**Graphique 3.11. Marché du logement américain, 2000–11**

Près de 2,4 millions de logements faisaient l'objet d'une saisie aux États-Unis fin 2011, quasiment cinq fois le niveau d'avant la crise, et le «stock virtuel» de prêts compromis semble indiquer que ce chiffre pourrait continuer d'augmenter.



Sources : Office of the Comptroller of the Currency; Office of Thrift Supervision; Trésor américain, Réserve fédérale; Haver Analytics; calculs des services du FMI.

Note : Le stock virtuel fait référence aux biens qui vont probablement être saisis sur la base de plusieurs suppositions. Il inclut une partie de tous les prêts impayés depuis 90 jours ou plus (d'après la performance observée de ces prêts), une partie des prêts modifiés (d'après le taux de nouvelle défaillance de ces derniers) et une partie des emprunts dont la valeur est supérieure à celle du bien (d'après les taux de défaillance observés). Les données concernant les modifications et les prêts dont la valeur est supérieure à celle du bien ne sont pas disponibles avant le deuxième trimestre de 2008.

en décembre 2011, soit bien moins que sa dotation de 30 milliards de dollars (0,2 % du PIB).

Certains problèmes dans la conception du HAMP permettent d'expliquer cette performance décevante.

Ces points particuliers sont les suivants :

- Le manque d'incitations données aux parties impliquées pour participer au programme et les critères d'admissibilité stricts pour les emprunteurs se sont traduits par une faible participation. Selon la législation initiale, la coopération des créanciers était entièrement volontaire, ce qui a permis à de nombreux créanciers de ne pas participer au programme. Les agents de recouvrement ne sont pas vraiment incités à lancer un processus coûteux de renégociation, car ils sont déjà dédommagés d'une partie des frais (de justice) quand les prêts impayés font l'objet d'une saisie<sup>45</sup>. À cause de la forte probabilité de nouvelle défaillance, les prêteurs et les investisseurs pourraient préférer la renonciation temporaire ou la saisie à une modification du prêt (Adelino, Gerardi et Willen, 2009). La titrisation présente, de plus, des difficultés de coordination et des problèmes juridiques. En outre, des conflits d'intérêts peuvent intervenir, par exemple, quand des détenteurs de prêts de second rang bloquent la restructuration de la dette (FMI, 2011b). Plusieurs facteurs freinent aussi la participation des emprunteurs. Par exemple, une part élevée des dépenses liées au prêt en cours, comme les pénalités de retard et les intérêts courus, est intégrée dans le nouveau prêt modifié. Enfin, de nombreux emprunteurs en difficulté sont effectivement exclus du programme par les critères d'admissibilité stricts. Les chômeurs ne peuvent pas déposer de demande au HAMP (ils sont admissibles à une initiative différente dans le cadre du MHA qui est conçue pour les chômeurs), et les ménages qui ont subi de grosses pertes de revenus ne respectent souvent pas les critères stricts en matière de capacité de remboursement après la modification, surtout si le capital n'est pas diminué.

<sup>45</sup>Comme l'expliquent Kiff et Klyuev (2009), le devoir principal des agents de recouvrement est de collecter les remboursements des emprunteurs et de les transmettre aux détenteurs des prêts (des fonds fiduciaires dans le cas des prêts titrisés). Ils gèrent également les comptes-séquestres qu'ils détiennent pour le compte des emprunteurs afin de payer les impôts sur le patrimoine et les assurances, tout en utilisant diverses techniques d'atténuation des pertes en cas de défaut de remboursement du débiteur. Les agents de recouvrement sont rémunérés pour leurs services.

Dans l'ensemble, le programme ne transfère donc que des fonds limités aux propriétaires en difficulté.

- Dans de nombreux cas, le HAMP n'a pas suffisamment réduit les remboursements mensuels pour qu'ils redeviennent abordables. Il comporte des instructions strictes détaillées concernant la modification d'un prêt, les méthodes principales étant l'abaissement des taux d'intérêt, l'allongement de durée et la renonciation temporaire. Certaines exceptions à ce processus par étapes sont permises. Les prêts qui ne relèvent pas des institutions financières spécialisées d'intérêt public et dont le ratio prêt/valeur dépasse 115 % peuvent aussi être admissibles à des réductions de capital au titre du PRA<sup>46</sup>. À la fin 2011, 11 % des modifications permanentes au titre du HAMP incluait une réduction du capital<sup>47</sup>. Le fait que les institutions financières spécialisées d'intérêt public, qui détiennent environ 60 % des prêts hypothécaires en cours, n'aient pas participé permet d'expliquer ce faible chiffre. Il est à noter que les modifications cherchent surtout à ramener la charge de remboursement du prêt, définie de façon stricte, à 31 % du revenu mensuel brut au lieu de tenir compte de la charge totale des remboursements (y compris les autres prêts à remboursements échelonnés et les prêts hypothécaires de second rang). Par conséquent, la plupart des emprunteurs connaissent encore de graves difficultés après les modifications : la charge totale de remboursement de la dette après modification représente en moyenne 60 % du revenu mensuel brut, et le ratio prêt/valeur augmente parfois après la modification (MHA, 2012). Cela permet d'expliquer le taux élevé de nouvelle défaillance sur les prêts modifiés, actuellement de 27 % en moyenne après 18 mois et jusqu'à 41 % dans les cas où la baisse des remboursements mensuels était inférieure ou égale à 20 % (MHA, 2012).

En réaction à ces lacunes, les autorités ont pris des mesures supplémentaires pour soulager la pression sur les bilans des ménages. En février 2012, elles ont annoncé une extension du HAMP, notamment un

<sup>46</sup>Les institutions financières spécialisées d'intérêt public sont la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) et la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).

<sup>47</sup>Comme l'explique MHA (2012), 47.000 modifications permanentes incluait une réduction du capital (p. 4), ce qui est équivalent à 11 % des 432.000 modifications permanentes entre octobre 2010 et décembre 2011.

assouplissement des critères d'admissibilité et un triplement des incitations données aux prêteurs pour proposer des réductions de capital. De plus, le programme a été prolongé d'un an. Cependant, la participation des institutions financières spécialisées d'intérêt public reste soumise à l'approbation de la Federal Housing Finance Agency. Les réductions de capital devraient faire baisser les taux de saisie et, si elles sont mises en œuvre à grande échelle, devraient considérablement soutenir les prix des logements — ce qui permettra d'éliminer l'incertitude globale qui pèse sur le marché du logement à cause du stock virtuel<sup>48</sup>.

### *La Scandinavie pendant les années 90*

L'exemple des pays scandinaves montre comment des éléments institutionnels, comme un vaste dispositif de protection sociale, peuvent influencer sur l'adoption par les autorités de mesures discrétionnaires visant à restructurer les dettes des ménages. Contrairement aux cas évoqués ci-dessus, il y a eu, pendant ces épisodes, peu d'initiatives publiques qui ciblaient directement l'endettement des ménages. Après que les prix des logements ont atteint un pic à la fin des années 80 et qu'il s'est ensuivi une crise bancaire dans ces pays, les pays scandinaves ont surtout réagi en adoptant des mesures discrétionnaires pour soutenir le système financier.

Ils n'ont pas pris de mesures pour restructurer les dettes des ménages, mais leurs vastes dispositifs de protection sociale ont soutenu les revenus des ménages et leur capacité à assurer le service de leur dette. Cette protection sociale étendue est le fruit d'une tradition de service public, qui sert surtout à promouvoir l'égalité dans ces pays<sup>49</sup>. Par exemple, les allocations

<sup>48</sup>Parmi les autres mesures figurent une vente pilote de biens saisis qui doivent être convertis en locations. La transformation en locations devrait permettre de réduire les effets négatifs des saisies sur les prix des logements. Les autorités ont aussi demandé au Congrès d'étendre l'accès au refinancement prévu par le HARP à tous les prêts hypothécaires, qu'ils soient garantis par les institutions financières spécialisées d'intérêt public ou non; ces mesures permettraient de soutenir la reprise du marché des logements. Elles permettraient notamment de refinancer les prêts qui ne relèvent pas des institutions financières spécialisées d'intérêt public dans le cadre d'un programme simplifié géré par la FHA.

<sup>49</sup>Le FMI (1991) explique par exemple qu'en Norvège, «l'État a traditionnellement cherché à fournir de nombreux services de base dans le domaine de la santé et de l'éducation, surtout pour promouvoir l'équité mais aussi pour des raisons de politique sociale. En outre, les efforts visant à redistribuer les revenus et à réduire les différences entre les régions ont créé un vaste système de transfert.» (p. 19)

de chômage, en pourcentage des salaires précédents, étaient en moyenne de 65 % en Finlande, en Norvège et en Suède en 1991, bien plus que la moyenne de 47 % des autres pays de l'OCDE (OCDE, 1995, p. 61). En Suède, le ratio de remplacement des salaires était de 83 %. Cette assurance offerte par l'État, à l'instar d'autres prestations du dispositif de protection sociale, a beaucoup atténué l'effet des pertes d'emploi sur les ménages dont les bilans étaient sinistrés et leur a permis d'honorer leurs remboursements. En parallèle, les programmes de transferts automatiques, conjugués à la récession, ont entraîné une hausse significative de la dette publique. Le ratio dette publique/PIB est passé de 31 % en moyenne en 1990 à 64 % en 1994 (graphique 3.12)<sup>50</sup>. En réaction, les autorités ont abaissé les prestations sociales dans la deuxième moitié des années 90, dans le cadre d'un rééquilibrage budgétaire pluriannuel (Devries *et al.*, 2011).

En outre, les taux variables qui prévalaient pour les prêts hypothécaires dans ces pays ont permis de traduire rapidement les baisses des taux d'intérêt par des réductions des remboursements. La diminution des taux d'intérêt à court terme a été substantielle après que les pays scandinaves ont abandonné l'arrimage à l'unité de compte européenne en novembre 1992. Par exemple, la fin de l'arrimage a permis aux taux d'intérêt à court terme de baisser, de façon cumulée, de 4 points en Suède (FMI, 1993). À l'inverse, les ménages dans les pays où les taux des prêts hypothécaires restent fixes sur plusieurs années ont dû faire une nouvelle demande de prêt (refinancement) pour tirer parti des nouveaux taux applicables, processus qui peut être rendu difficile par la baisse de la valeur des logements et le fait que le montant du prêt soit supérieur à la valeur du bien.

### **Enseignements à tirer des études de cas**

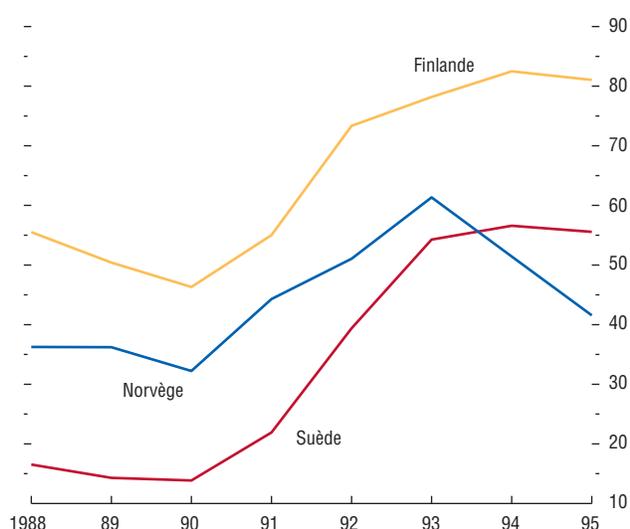
Notre étude des mesures appliquées par les pouvoirs publics pour faire face au problème de l'endettement des ménages pendant les périodes de désendettement de ces derniers nous permet de tirer les enseignements suivants :

- Des programmes audacieux de restructuration de la dette des ménages, comme ceux lancés aux États-

<sup>50</sup>L'augmentation de la dette de l'État résultait aussi du soutien financier apporté au secteur bancaire et de mesures discrétionnaires de relance budgétaire visant à faire baisser le chômage.

**Graphique 3.12. Dette publique dans les pays scandinaves, 1988–95**  
(En pourcentage du PIB)

La Finlande, la Norvège et la Suède ont connu une augmentation subite de leur dette publique à la suite de la crise immobilière et bancaire du début des années 90.



Source : calculs des services du FMI.

Unis dans les années 30 et en Islande de nos jours, peuvent réduire sensiblement le nombre de défauts de paiement des ménages et de saisies immobilières et abaisser considérablement la charge du remboursement de la dette, pour un coût budgétaire relativement faible. Ces programmes permettent d'éviter la création de cycles de baisse des prix des logements et de la demande globale qui s'autorenforcent.

L'expérience islandaise souligne aussi l'importance d'appliquer un cadre global, expliqué clairement à la population et doté d'un calendrier explicite. Ce n'est qu'après la mise en œuvre d'un tel cadre que le processus de restructuration de la dette des ménages a véritablement décollé.

- Il est crucial de garantir la solidité du secteur financier pendant la période de désendettement des ménages. En Islande, c'est parce que les nouvelles banques ont pu acquérir leurs portefeuilles de prêts à la juste valeur qu'une restructuration ambitieuse de la dette des ménages a pu se produire sans que le capital des banques en soit affecté. Cela a aussi incité les banques à commencer à négocier avec les emprunteurs. À l'inverse, en Colombie dans les années 90 et en Hongrie de nos jours, le secteur bancaire sous-capitalisé n'a pas été en mesure d'absorber les pertes liées à la restructuration (obligatoire) de la dette des ménages. En conséquence, l'offre de crédit a été perturbée.
- Les caractéristiques institutionnelles existantes peuvent influencer sur la décision prise par les pouvoirs publics d'appliquer ou non des mesures discrétionnaires pour résoudre les problèmes liés à l'endettement des ménages. Dans les pays scandinaves, malgré une hausse notable des dettes des ménages avant l'éclatement de la bulle immobilière de la fin des années 80, les autorités ont adopté peu de nouvelles mesures concernant l'endettement des ménages. Selon nous, cela s'explique peut-être par l'existence de stabilisateurs automatiques importants dans le dispositif de protection sociale, en plus du fait que les taux variables des prêts hypothécaires ont rapidement transmis les effets de la relance monétaire aux propriétaires immobiliers.
- L'un des aspects importants de l'élaboration de mesures ciblées est de donner aux emprunteurs et aux prêteurs assez de raisons de participer. Par exemple, les mesures de restructuration de la dette doivent proposer aux deux parties une solution pérenne qui

ne soit ni le défaut de remboursement, ni la saisie. Le cas des États-Unis pendant la Grande Dépression démontre en quoi des dispositions spécifiques peuvent être appliquées pour s'assurer que les prêteurs acceptent volontairement les modifications soutenues par les pouvoirs publics. En revanche, l'exemple des États-Unis depuis la Grande Récession, où les prêts modifiés peuvent éventuellement être contestés devant les tribunaux par les investisseurs, illustre bien à quel point des mesures de restructuration de la dette mal conçues peuvent se solder par une faible participation.

- Le soutien des pouvoirs publics aux programmes de restructuration de la dette des ménages implique qu'il y a clairement des gagnants et des perdants. Les tensions provoquées par une telle redistribution peuvent expliquer pourquoi ces programmes ont rarement été appliqués par le passé, sauf quand le problème était très important et que les pressions sociales et politiques qui en découlaient étaient considérables.

### Résumé et implications pour les perspectives

Les crises immobilières précédées par des accumulations plus fortes de dettes brutes par les ménages vont de pair avec des périodes de marasme économique plus profond, des reprises plus faibles et un désendettement des ménages plus prononcé. La baisse de l'activité économique est trop importante pour n'être que le reflet d'une chute plus marquée des prix des logements. Elle n'est pas non plus seulement le fruit des crises bancaires. La gravité de la contraction s'explique plutôt par l'effet combiné de la baisse des prix des logements et de l'effet de levier avant la crise. Ces faits stylisés cadrent avec les prévisions des modèles théoriques récents, selon lesquels l'endettement, puis le désendettement des ménages alimentent des périodes de marasme profond et prolongé.

La politique macroéconomique est un élément crucial des efforts visant à éviter une contraction excessive de l'activité économique pendant les phases de désendettement des ménages. Par exemple, les transferts budgétaires en faveur des ménages sans emploi dans le cadre de la protection sociale peuvent stimuler leurs revenus et améliorer leur capacité à assurer le service de la dette, comme ce fut le cas dans les pays scandinaves dans les années 90. L'assouplissement monétaire dans les

pays où les prêts sont généralement à taux variable peut rapidement réduire les remboursements des prêts hypothécaires et éviter les défauts de paiement des ménages. L'octroi d'une aide au secteur financier peut atténuer le risque que les problèmes de bilan des ménages rendent les banques moins enclines à proposer des crédits. La relance macroéconomique connaît toutefois des limites. La borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux peut empêcher que les baisses de taux d'intérêt soient suffisantes, et l'endettement élevé de l'État peut limiter l'ampleur des transferts financés par le déficit.

Des mesures ciblées de restructuration de la dette des ménages peuvent donner de bons résultats. Elles permettent, pour un coût budgétaire relativement faible, d'atténuer significativement l'effet négatif du désendettement des ménages sur l'activité économique. Des programmes audacieux de restructuration, comme ceux lancés aux États-Unis dans les années 30 et en Islande de nos jours, peuvent réduire notablement le nombre de défauts de paiement des ménages et de saisies immobilières, et abaisser considérablement la charge du remboursement de la dette. Ces programmes évitent ainsi des cycles de baisse des prix des logements et de la demande globale qui s'autorenforcent. Ces mesures sont particulièrement intéressantes pour les pays dont la marge de manœuvre pour mener une politique macroéconomique expansionniste est limitée et où le secteur financier a déjà reçu le soutien des pouvoirs publics.

Cependant, pour être un succès, ces programmes doivent être conçus avec soin. Des critères d'admissibilité trop stricts ou des incitations mal structurées peuvent signifier que les programmes ne produiront qu'une petite partie des effets attendus. Inversement, des programmes excessivement vastes peuvent avoir de graves effets secondaires et mettre à mal la santé du système financier.

### Appendice 3.1. Établissement et sources des données

Les données concernant les bilans des ménages proviennent de diverses sources. Notre source principale est la base de données des comptes financiers de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). Cet ensemble de données contient des informations détaillées concernant les actifs et les passifs des ménages dans 33 pays et couvre

la période 1950–2010, bien que les séries pour la plupart des pays commencent dans les années 90. Nous nous concentrons ici sur le total des passifs financiers du secteur des ménages. Pour de nombreux pays, les séries portant sur les passifs financiers totaux ont été reconstituées à partir de données provenant de sources nationales (Corée, États-Unis, Finlande, Italie, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède). Les séries correspondantes pour l'Allemagne, l'Australie, la Belgique, la France, la Grèce, les Pays-Bas et le Portugal remontant jusqu'en 1980 ont été obtenues dans Cecchetti, Mohanty et Zampolli (2011). Des données plus récentes à propos des bilans des ménages pour plusieurs pays hors OCDE (Bulgarie, Lettonie, Lituanie, Roumanie) proviennent d'Eurostat. Les données concernant les États-Unis antérieures à 1950 proviennent du Bureau of Economic Analysis américain et de *Historical Statistics of the United States*; pour l'Islande, les données concernant les passifs des ménages sont issues de sources nationales.

Les séries restantes utilisées dans le présent chapitre s'inspirent surtout des bases de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) du FMI, des *Indicateurs du développement dans le monde* de la Banque mondiale, d'OECD.Stat et de Haver Analytics. Le revenu disponible des ménages, les prix des logements et le taux de chômage sont notamment tirés d'OECD.Stat et ont été raccordés aux données de Haver Analytics pour élargir la couverture. Les informations concernant les prix des logements en Colombie et en Hongrie proviennent du *Global Property Guide*; pour l'Islande, l'indice des prix des logements est tiré de sources nationales. Les variables macroéconomiques, comme le PIB réel et le PIB nominal, la consommation privée, l'investissement, etc., proviennent de la base de données des PEM.

Les indicateurs concernant l'effondrement des prix de l'immobilier sont tirés de Claessens, Kose et Terrones (2010), qui utilisent l'algorithme de Harding et Pagan (2002) pour déterminer les points d'inflexion du log des prix nominaux des logements. Les indicateurs des récessions sont tirés de Howard, Martin et Wilson (2011), qui définissent une récession comme deux trimestres consécutifs de contraction. Comme notre analyse empirique est fondée sur des données annuelles, nous réaffectons, respectivement, la récession ou l'effondrement de l'immobilier à l'année du

premier trimestre de la récession ou du pic des prix des logements. Les indicateurs concernant les crises financières proviennent de Laeven et Valencia (2010).

## Appendice 3.2. Méthodologie statistique et tests de robustesse

Cet appendice fournit des détails supplémentaires quant aux méthodes statistiques employées dans la première partie du chapitre et à la robustesse des résultats des régressions qui s'y rattachent.

### Spécifications et estimation du modèle

La spécification de référence est un modèle à données de panel, transversal et à effets fixes temps, estimé pour 24 pays de l'OCDE et la province chinoise de Taiwan pendant la période 1980–2011 :

$$\begin{aligned} \Delta Y_{it} = & \mu_i + \lambda_t + \sum_{j=0}^2 \beta_j \Delta Y_{i,t-j} + \sum_{s=0}^2 \beta_s \text{Bust}_{i,t-s} \\ & + \sum_{s=0}^2 \gamma_s \{ \text{Bust}_{i,t-s} \times \text{HiDebt}_{i,t-s-1} \} \\ & + \sum_{s=0}^2 \theta_s \text{HiDebt}_{i,t-s-1} + v_{i,t}, \end{aligned} \quad (3.1)$$

où  $\Delta Y_{it}$  représente la variation de la variable analysée. Nous partons du log de la consommation réelle des ménages, puis nous analysons les composantes du PIB, du chômage, de la dette des ménages et des prix des logements. *Bust* représente une variable indicatrice de l'effondrement des prix des logements dont la valeur est de 1 au début d'une crise immobilière, et *HiDebt* est une variable indicatrice dont la valeur est de 1 si l'augmentation du ratio dette/revenu des ménages pendant les trois ans qui précèdent la crise est «forte». Dans notre spécification de référence, nous déterminons qu'une augmentation est forte si elle est supérieure à la médiane de tous les effondrements de l'immobilier dans tous les pays. Nous effectuons toute une série de tests de robustesse pour cette définition d'une «forte» augmentation et parvenons à des résultats semblables (voir ci-dessous). Nous incluons des effets fixes nationaux et temporels pour tenir compte des chocs mondiaux et des tendances nationales. Nous cumulons les estimations

Tableau 3.2. Consommation réelle après les crises immobilières : tests de robustesse

	Fortement endetté	Faiblement endetté	Différence
Référence	-4,315*** (0,829)	-0,396 (0,791)	-3,918*** (0,970)
Autres échantillons			
En excluant la Grande Récession	-4,098*** (0,987)	-0,425 (1,068)	-3,673*** (1,294)
En excluant les crises financières	-1,757** (0,876)	0,504 (0,735)	-2,261** (1,095)
En excluant les valeurs aberrantes	-2,978*** (0,755)	-0,133 (0,726)	-2,845*** (0,946)
Autres modèles statistiques			
Méthode généralisée des moments	-4,142*** (0,996)	-0,277 (1,015)	-3,865*** (1,301)
Quatre décalages de la variable dépendante	-2,121** (1,071)	0,984 (1,273)	-3,105** (1,310)
Autres définitions du fort et du faible endettement			
Supérieur ou inférieur à la médiane (augmentation de la dette en pourcentage)	-3,675*** (0,779)	-0,543 (0,841)	-3,132*** (0,917)
Quartile supérieur ou inférieur (augmentation de la dette en points de pourcentage)	-5,690*** (1,601)	-0,948 (1,236)	-4,742** (2,332)

Source : calculs des services du FMI.

Note : Ce tableau présente la réponse cumulée estimée de la consommation réelle aux crises immobilières pour l'année  $t = 5$ , pour les épisodes où l'accumulation de dettes par les ménages a été faible ou forte pendant les trois années qui ont précédé la crise. Les erreurs-types robustes, corrigées pour tenir compte de la concentration au niveau du pays, sont indiquées entre parenthèses. \*\*\*, \*\* et \* indiquent respectivement une significativité au niveau de 1 %, 5 % et 10 %.

de l'équation (3.1) pour estimer la réponse du *niveau* de la variable analysée ( $Y$ ) et l'erreur-type (groupée par pays) grâce à la méthode delta.

### Tests de robustesse

Comme le montre le tableau 3.2, la conclusion selon laquelle les effondrements de l'immobilier précédés par une forte accumulation de dettes par les ménages ont tendance à être plus graves résiste à un certain nombre de tests de robustesse. Pour chaque test, nous nous analysons la gravité de la crise immobilière dans le groupes fortement et faiblement endettés sous l'angle de la baisse de la consommation réelle des ménages cinq ans après le début de la crise<sup>51</sup>. Nous effectuons, entre autres, les tests suivants :

- *Définition du groupe «fortement endetté»* : Notre référence classe une crise immobilière dans le groupe fortement endetté si elle est précédée par une augmentation supérieure à la médiane du ratio dette/revenu des ménages dans les trois ans qui précèdent la crise. Il n'est pas déterminant pour les résultats que l'augmentation soit définie en valeur absolue (hausse

du ratio exprimée en points) ou en valeur relative (hausse proportionnelle exprimée en pourcentage). Les résultats sont également semblables si nous définissons le groupe «fortement endetté» comme étant le quartile supérieur et celui «faiblement endetté» comme le quartile inférieur de l'augmentation du ratio dette/revenu.

- *Échantillon temporel* : Les résultats ne sont pas le fait de la Grande Récession. On obtient des résultats semblables si l'on fait cesser l'échantillon en 2006.
- *Valeurs aberrantes et spécification* : Les résultats selon lesquels la contraction de l'activité économique est plus grave s'avèrent robustes si l'on exclut les valeurs aberrantes au moyen de la distance de Cook. (Cela implique d'exclure les données aberrantes dont le résidu est élevé ou l'influence importante.) Les résultats sont également semblables si nous utilisons une spécification dynamique à quatre décalages au lieu de deux comme dans la spécification de référence.
- *Autre procédure d'estimation* : Les résultats sont également similaires si nous effectuons l'estimation au moyen de l'estimateur d'Arellano-Bond (1991). Cette procédure corrige les biais éventuels dus au fait que les effets fixes pays sont corrélés aux variables dépendantes décalées dans l'équation d'autorégression.

<sup>51</sup>On obtient des résultats semblables à des horizons inférieurs à cinq ans, mais nous ne les publions pas ici, pour des questions de place.

### Encadré 3.1. La Home Owners' Loan Corporation (HOLC) américaine

La HOLC, programme de rachat de prêts compromis par l'État, a été créée le 13 juin 1933. Les objectifs explicites de la HOLC, définis dans la loi qui l'a instituée, étaient les suivants : «d'apporter une aide d'urgence au regard de la dette immobilière hypothécaire, de refinancer les emprunts immobiliers hypothécaires, d'offrir une aide aux propriétaires-occupants de logements qui ne peuvent pas amortir leur dette autre part, d'amender le Federal Home Loan Bank Act, d'accroître le marché des obligations des États-Unis et de servir à d'autres fins».

Ce programme prévoyait 1) la remise d'obligations de la HOLC (garanties par l'État fédéral, d'abord à hauteur des intérêts seulement, mais ensuite, à partir du printemps 1934, à hauteur des intérêts et du capital) en échange des prêts immobiliers hypothécaires en souffrance et, dans quelques cas, 2) des prêts au comptant destinés au paiement des impôts et au refinancement des prêts. Les prêts de la HOLC étaient limités aux prêts hypothécaires en défaut de remboursement (ou aux prêts détenus par des institutions financières compromises) et garantis sur des biens non agricoles dont la surface habitable ne dépassait pas celle nécessaire à quatre familles et dont la valeur estimée par les représentants de la HOLC n'excédait pas 20.000 dollars (soit 321.791 dollars de 2008). Les prêts ne pouvaient être supérieurs à 80 % de l'estimation de la HOLC et étaient limités à 14.000 dollars. Ils ne pouvaient produire plus de 5 % d'intérêts et devaient être amortis par des remboursements mensuels sur leur durée de 15 ans, qui a parfois été prolongée jusqu'à 20 ans (Green et Wachter, 2005).

#### *Son fonctionnement*

Les critères d'admissibilité des emprunteurs et des biens ont été appliqués de façon rigoureuse. Au total (entre le 13 juin 1933 et le 27 juin 1935), la HOLC a reçu 1.886.491 demandes de refinancement pour un montant de 6,2 milliards de dollars, soit environ 35 % de l'encours des prêts hypothécaires non agricoles, ou 11 % du produit national brut, un dépassement par rapport à son budget autorisé de 4,75 milliards de dollars. Environ 40 % des ménages admissibles au programme ont déposé une demande,

L'auteur de cet encadré est Deniz Igan.

et 46 % de ces demandes ont été rejetées ou retirées. Les raisons les plus fréquemment évoquées pour rejeter une demande étaient les «garanties inadaptables» et le «manque de difficultés économiques». Certaines de ces demandes étaient retirées à la suite d'accords volontaires bilatéraux entre les candidats et les prêteurs, sur les conseils de la HOLC. Toutefois, la HOLC a racheté et restructuré environ 1 million d'encours compromis menacés de saisie, soit près d'un prêt hypothécaire sur cinq.

Sa réussite dépendait essentiellement de la bonne volonté des prêteurs, qui devaient accepter des obligations de la HOLC en échange de leurs encours. Les prêteurs étaient réticents, car la garantie de l'État était, à l'origine, limitée aux seuls intérêts, sans engagement sur le capital, et car ils étaient convaincus que la HOLC perdrait de l'argent. Le taux d'intérêt relativement faible de 4 % (environ les deux tiers du taux usuel exigé pour les prêts hypothécaires), les restrictions juridiques de certains établissements financiers en matière de politique d'investissement et le manque de confiance envers la solvabilité de l'État les poussaient aussi à ne pas accepter l'échange.

La garantie des intérêts par l'État était toutefois meilleure que la promesse d'un propriétaire en difficulté : un rendement quasiment certain de 4 % était plus attrayant que des intérêts courus à 6 % mais impossibles à recouvrer; il s'entendait aussi sans frais de recouvrement et de service ni dépenses liées à une saisie éventuelle. De plus, les normes d'estimation pouvaient leur permettre de recevoir plus sous forme d'obligations que ce qu'ils auraient obtenu d'une vente après la saisie. Enfin, les obligations étaient exonérées de l'impôt local et d'État sur le patrimoine, et les revenus étaient exonérés de l'impôt normal sur le revenu au niveau local et fédéral. Pour améliorer encore les conditions de l'échange, les restrictions juridiques sur la politique d'investissement ont été levées, la New York Real Estate Securities Exchange a annoncé que les obligations seraient admises aux négociations, le Trésor a autorisé l'utilisation des obligations comme garanties pour les dépôts de fonds publics, la Reconstruction Finance Corporation (RFC) a accepté de prendre les obligations comme garantie jusqu'à 80 % de leur valeur nominale et le Comptroller of the Currency a renversé une de ses positions antérieures pour permettre aux

**Encadré 3.1 (fin)**

administrateurs judiciaires des banques nationales d'accepter les nouvelles obligations. Début 1934, la garantie de l'État a été étendue au capital des obligations, ce qui a sans aucun doute amélioré leur acceptabilité, et la HOLC a annoncé de nouvelles obligations à 18 ans, exigibles après 10 ans et porteuses d'un coupon à 3 %.

Les valeurs estimées étaient cruciales pour inciter les parties impliquées à participer au programme de refinancement tout en garantissant qu'il aurait l'ampleur et le partage de la charge adéquats. Plus l'évaluation des biens était basse, moins le risque était élevé pour la HOLC, mais aussi moins de propriétaires immobiliers pouvaient en bénéficier et plus le sacrifice exigé des anciens créanciers était grand. Les estimations se fondaient sur trois facteurs de pondération égale : «la valeur de marché au moment de l'estimation; le coût d'une parcelle semblable au moment de l'évaluation, plus le coût de reconstruction du bâti, moins l'amortissement; et la valeur des locaux calculée en capitalisant la valeur locative raisonnable sur la période des dix dernières années». Le résultat dépassait souvent la valeur actuelle du marché étant donné la situation du marché du logement.

Quelques complications sont survenues dans le cas de prêts détenus par des banques qui avaient récemment fait faillite et dans le cas d'hypothèques de second rang et autres créances de rang inférieur.

Une opération de gros a été créée pour s'occuper des cas impliquant des banques qui avaient récemment fait faillite : la RFC accorderait un prêt à une banque en difficulté et accepterait les prêts hypothécaires comme garantie, la HOLC transformerait ensuite ces prêts et transférerait ses obligations ou ses actifs au comptant à la banque, qui se chargerait ensuite de rembourser la RFC. Près de 13 % des prêts hypothécaires refinancés par la HOLC entraient dans cette catégorie. La politique vis-à-vis des titulaires de créances de rang inférieur était de limiter les obligations totales pour un bien à 100 % de sa valeur estimée pour s'assurer que les emprunteurs puissent être raisonnablement tenus de s'acquitter de leurs engagements. Le privilège de rang inférieur devait être garanti par une obligation et une hypothèque, ce qui rendait la saisie obligatoire comme méthode de liquidation. (Le consentement de la HOLC était nécessaire avant que le détenteur de l'hypothèque de second rang puisse saisir le bien.)

La HOLC a connu des débuts difficiles : elle a sous-estimé l'ampleur de la tâche et elle était mal organisée. Si son statut d'organisme indépendant lui a donné plus de liberté dans le domaine budgétaire et administratif, le manque de précédents et l'urgence de la situation ont posé des problèmes. Pourtant, en l'espace de quelques années, la HOLC s'était fait une réputation pour la bonne exécution de sa tâche et l'octroi efficace d'une aide bien nécessaire.

### Encadré 3.2. La restructuration de la dette des ménages en Islande

Vu les conséquences désastreuses de la crise financière islandaise de 2008, les autorités ont tenté de protéger les ménages des difficultés économiques à court terme, de les mettre sur le chemin de la solidité financière et d'éviter une vague de saisies immobilières. Leur action politique s'inscrit dans deux grandes catégories : reporter ou rééchelonner la dette et réduire le stock de dette. La tâche a été compliquée par un arrêt de la Cour suprême, intervenu au milieu du processus, stipulant que la plupart des obligations indexées sur le taux de change étaient illégales, en vertu d'une loi de 2001. Cela a bloqué les programmes de réduction de la dette décrits ci-dessous, tout en entraînant une baisse de l'endettement équivalant à 10 % du PIB, baisse qui aurait sinon été rendue partiellement possible par ces programmes<sup>1</sup>. La plupart des coûts liés à la restructuration de la dette ont été supportés indirectement par les créanciers étrangers, qui ont subi des pertes notables quand les banques se sont effondrées.

#### *Reporter ou rééchelonner le service de la dette*

L'objectif immédiat était de protéger les ménages de l'explosion du service de la dette provoquée par son indexation quasi universelle sur l'indice des prix à la consommation (IPC) ou sur le taux de change, qui avaient tous deux fortement augmentés. La première étape a été de suspendre, temporairement, le service de la dette pour tous les prêts indexés sur le taux de change et certains prêts hypothécaires en monnaie locale. Les autorités ont, peu après, mis en œuvre le lissage des remboursements : un mécanisme de rééchelonnement qui lie le service de la dette à un indice qui avait bien moins augmenté que l'IPC ou le taux de change. Le lissage des remboursements a apporté au ménage un allègement immédiat du service de la dette de 15 à 20 % pour les prêts indexés sur l'IPC et de 30 à 40 % pour ceux indexés sur le taux de change. Cet allègement avait pour prix des remboursements plus élevés à l'avenir et la possibilité que la durée des prêts soit allongée. Pour inciter les ménages à participer,

Les auteurs de cet encadré sont Edda Rós Karlsdóttir et Franek Rozwadowski.

<sup>1</sup>Les prêts illégaux ont été recalculés comme s'ils avaient été octroyés dans la monnaie nationale selon les meilleures conditions disponibles à l'époque du prêt d'origine. Une décision de la Cour suprême de février 2012 a modifié ce traitement, mais ses effets ne sont pas encore clairs et ne sont pas évoqués dans cet encadré.

le lissage des remboursements a été choisi comme la solution par défaut pour les prêts indexés sur l'IPC, et une limite de trois ans a été imposée sur les allongements de durée (le solde éventuel restant dû étant annulé). Près de 50 % des prêts hypothécaires ont bénéficié du lissage des remboursements. Ces mesures ont été complétées par un moratoire temporaire sur les saisies de biens résidentiels.

#### *Réduire la dette*

Plusieurs principes ont orienté la démarche islandaise en matière de réduction de la dette. Premièrement, la charge financière devait incomber au secteur financier, qui disposait de volants financiers, plutôt qu'au secteur public, qui était déjà fortement endetté. Deuxièmement, les besoins des ménages en difficulté devaient être mis en regard des droits des créanciers qu'il fallait préserver. Enfin, la rapidité d'action était un facteur important.

La démarche repose sur quatre piliers, dont chacun a été modifié au fil du temps au vu de l'expérience accumulée. Trois d'entre eux prévoient des solutions au cas par cas administrées, respectivement, par les tribunaux, le secteur financier et le Bureau du médiateur des débiteurs. Le quatrième consiste en un accord qui permet des réductions accélérées de créances pour les prêts dont le montant est très supérieur à la valeur du bien.

- *Solutions administrées par les tribunaux* : Les autorités ont modifié la loi sur les faillites pour qu'il soit plus facile et moins coûteux pour les ménages de demander la consolidation de la dette non garantie et de réduire la période d'attente en cas de faillite. Elles ont aussi promulgué la loi sur l'allègement des remboursements des prêts hypothécaires résidentiels, pour toucher les ménages dont le logement avait un prix modéré. Cette loi permet aux prêteurs de réduire le montant des prêts à 110 % de la valeur du bien donné en garantie (le ratio a ensuite été abaissé à 100 %) et de convertir la portion dépréciée en créance non garantie. Ce cadre est contraignant, mais ses éléments de base — des remboursements réduits pendant une période spécifiée, une réduction ultérieure du privilège et une annulation possible de la dette non garantie — ont servi de modèle et de fondement juridique pour les règlements à l'amiable qui ont suivi. Il sert aussi

### Encadré 3.2 (suite)

de filet de sécurité au cas où les négociations à l'amiable échouent.

- *Accord sectoriel* : Les pouvoirs publics ont soutenu un accord sectoriel portant sur un cadre administré par les banques permettant d'accélérer l'allègement amiable de la dette. Cet accord règle bien des problèmes associés à la restructuration de la dette par les tribunaux. Il intègre le traitement de la dette garantie et non garantie et institue des lignes directrices pour les garanties et les sûretés des tiers. Selon ce cadre, les ménages qui cherchent à alléger leurs dettes doivent tout d'abord liquider leurs actifs non essentiels et utiliser les fonds excédentaires pour réduire leurs dettes. Les prêts hypothécaires (ou les prêts automobiles) en cours dont le montant est supérieur à la valeur du bien sont ensuite divisés pour constituer un prêt garanti, égal à 100 % de la valeur de la garantie, et un prêt provisoirement non garanti. La règle générale est que le ménage doit assurer le service de l'intégralité du prêt garanti et utiliser ses «capacités de remboursement» restantes pour effectuer des remboursements partiels au prorata sur tous les emprunts non garantis<sup>2</sup>. Cependant, certaines dispositions prévoient aussi une suspension de trois ans sur un maximum de 30 % du prêt. Si le ménage reste à jour de tous ces remboursements pendant trois ans, le solde de tous les emprunts non garantis est annulé.
- *Médiateur des débiteurs* : Un troisième cadre de règlement au cas par cas a été créé par la loi sous l'égide d'un médiateur des débiteurs et de la structure juridique adéquate. Le médiateur des débiteurs offre aux ménages des conseils juridiques et financiers et nomme un superviseur pour le représenter pendant les négociations. La législation cherche à réduire les retards en imposant des dates limites pour le traitement des demandes; elle donne aussi des incitations aux prêteurs en instituant une procédure formelle pour faire valoir leurs droits et en faisant de la restructuration administrée par les tribunaux la solution de repli (et la menace) si les négociations échouent. La restructuration de la dette administrée par le médiateur des débiteurs a les mêmes caractéristiques essentielles qu'avec

<sup>2</sup>Les capacités de remboursement sont définies comme la différence entre le revenu disponible et le coût «normal» de la vie.

l'accord sectoriel, mais elle peut être plus adaptée aux circonstances individuelles, elle inclut un ensemble plus grand d'emprunteurs et de prêteurs, et elle peut éventuellement entraîner une réduction moins importante des créances non garanties.

- *Réductions de créances accélérées* : Le dernier pilier, créé en décembre 2010, était un accord favorisé par l'État par lequel les créanciers adoptent des règles relativement simples pour ramener le montant des prêts qui dépassent de beaucoup la valeur de marché du bien à 110 % des actifs nantissables. Par cet accord, les ménages n'avaient plus d'incitation à attendre un traitement plus avantageux à l'avenir, car il précisait les dates auxquelles l'emprunt et le bien seraient estimés, ainsi que celle à laquelle l'offre expirerait. Les réductions accélérées de créances ont réduit plus de dettes et touché plus de ménages que tous les autres programmes. Le 31 janvier 2012, près de 15 % des ménages avaient bénéficié des réductions accélérées, par rapport à moins de 6 % de ménages qui avaient fait appel à l'accord sectoriel ou au médiateur des débiteurs. Cela étant, il est possible que les démarches au cas par cas touchent un nombre plus élevé de ménages dont le ratio de service de la dette est élevé puisque un quart seulement des ménages qui bénéficient des réductions accélérées de créances entraient dans cette catégorie (Ólafsson et Vignisdóttir, 2012).

#### Résultats et enseignements

Bien qu'il soit trop tôt pour se prononcer à propos de l'approche islandaise en matière d'endettement des ménages, il est d'ores et déjà possible de tirer un certain nombre de conclusions. Premièrement, des mesures assorties de critères d'admissibilité simples, comme la réduction des emprunts qui dépassent de beaucoup la valeur de marché du bien, peuvent alléger la dette rapidement, avec un ciblage assez grossier. Deuxièmement, les cadres de règlement à l'amiable au cas par cas peuvent aider à renflouer les ménages dont les problèmes sont complexes plus vite que les tribunaux. Pourtant, ces cadres sont également lents : 35 % seulement des demandes reçues avaient été traitées fin janvier 2012. La raison en était partiellement que les grands concepts (comme les «capacités de remboursement») n'étaient pas définis

### Encadré 3.2 (fin)

avec précision. Mais cela est aussi dû au fait que la législation et l'accord sectoriel laissent plus de marge d'appréciation selon les circonstances individuelles que ne le voudrait l'objectif de la réduction accélérée. Enfin et dans la même veine, la structure plus complexe du processus régi par le médiateur des débiteurs contribue à accélérer les délais de traitement.

Il semble qu'il existe un arbitrage entre une résolution rapide et un affinage de l'allègement de la dette pour protéger les droits de propriété et réduire

l'aléa moral. Une façon de minimiser cet arbitrage est d'utiliser plusieurs cadres en parallèle — des mesures générales pour les cas graves où les réductions de créances semblent inévitables et des mesures au cas par cas pour les cas plus complexes. La décision des pouvoirs publics de compléter les cadres d'action au cas par cas par des mesures accélérées pour les prêts qui dépassent de beaucoup la valeur de marché du bien est donc effectivement un pas dans la bonne direction.

## Bibliographie

- Adelino, Manuel, Kristopher Gerardi, and Paul Willen, 2009, "Why Don't Lenders Renegotiate More Home Mortgages? Redefaults, Self-Cures, and Securitization," NBER Working Paper No. 15159 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Arellano, Manuel, and Stephen Bond, 1991, "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," *Review of Economic Studies*, Vol. 58, p. 277–97.
- Blinder, Alan S., 2008, "From the New Deal, a Way Out of a Mess," *The New York Times*, February 24.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (BGFRS), 2012, "The U.S. Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations," staff white paper (Washington, January).
- Buiter, Willem H., 2010, "Housing Wealth Isn't Wealth," *Economics—The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol. 4, No. 22, p. 1–29.
- Campbell, John, Stefano Giglio, and Parag Pathak, 2011, "Forced Sales and House Prices," *American Economic Review*, Vol. 101, No. 5, p. 2108–31.
- Carroll, Christopher, Jiri Slacalek, and Martin Sommer, 2011, "Dissecting Saving Dynamics: Measuring Credit, Wealth and Precautionary Effects" (non publié; Baltimore: Johns Hopkins University Press).
- Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty, and Fabrizio Zampolli, 2011, "The Real Effects of Debt," BIS Working Paper No. 352 (Basel: Bank for International Settlements).
- Cerra, Valerie, and Sweta Saxena, 2008, "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, p. 439–57.
- Claessens, Stijn, Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2010, "Financial Cycles: What? How? When?" in *NBER International Seminar on Macroeconomics*, ed. by Richard Clarida and Francesco Giavazzi (Chicago: University of Chicago Press), p. 303–43.
- Coenen, Günter, Christopher J. Erceg, Charles Freedman, Davide Furceri, Michael Kumhof, René Lalonde, Douglas Laxton, Jesper Lindé, Annabelle Mourougane, Dirk Muir, Susanna Mursula, Carlos de Resende, John Roberts, Werner Roeger, Stephen Snudden, Mathias Trabandt, and Jan in't Veld, 2012, "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 4, No. 1, p. 22–68.
- Courtemanche, Charles, and Kenneth Snowden, 2011, "Repairing a Mortgage Crisis: HOLC Lending and Its Impact on Local Housing Markets," *Journal of Economic History*, Vol. 71, No. 2, p. 307–37.
- Crowe, Christopher W., Giovanni Dell'Ariccia, Deniz Igan, and Pau Rabanal, 2011, "Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Real Estate Booms," IMF Staff Discussion Note No. 11/02 (Washington: International Monetary Fund).
- Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven, and Hui Tong, à paraître, "Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Credit Booms," IMF Staff Discussion Note (Washington: International Monetary Fund).
- Devries, Pete, Jaime Guajardo, Daniel Leigh, and Andrea Pescatori, 2011, "A New Action-Based Dataset of Fiscal Consolidation in OECD Countries," IMF Working Paper No. 11/128 (Washington: International Monetary Fund).
- Dynan, Karen, Jonathan Skinner, and Stephen P. Zeldes, 2004, "Do the Rich Save More?" *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 2, p. 397–444.
- The Economist*, 2011, "The Bursting of the Global Housing Bubble Is Only Halfway Through," Nov. 26. [www.economist.com/node/21540231](http://www.economist.com/node/21540231).
- Eggertsson, Gauti B., and Paul Krugman, 2010, "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach" (non publié; Princeton, New Jersey: Princeton University).
- Erbenova, Michaela, Yan Liu, and Magnus Saxegaard, 2011, "Corporate and Household Debt Distress in Latvia: Strengthening the Incentives for a Market-Based Approach to Debt Resolution," IMF Working Paper No. 11/85 (Washington: International Monetary Fund).
- Fatás, Antonio, 2012, "No Need to Deleverage Gross Debt." <http://fatasmihov.blogspot.com/2012/01/no-need-to-deleverage-gross-debt.html>.
- Fishback, Price V., Alfonso Flores-Lagunes, William H. Rance, Shawn Kantor, and Jaret Treber, 2010, "The Influence of the Home Owners' Loan Corporation on Housing Markets During the 1930s," *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 6, p. 1782–813.
- Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, p. 337–47.
- Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), ed., 2009, *Crisis Financiera Colombiana en los Años Noventa: Origen, Resolución y Lecciones Institucionales*, Universidad Externado de Colombia (Bogotá).
- Fonds monétaire international (FMI), 1991, *Recent Economic Developments*, Norway (Washington).
- , 1993, *Recent Economic Developments*, Sweden (Washington).
- , 2011a, *Hungary: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Proposal for Post-Program Monitoring*. (Washington).

- , 2011b, *United States: Staff Report for the 2011 Article IV Consultation, Country Report No. 11/201* (Washington).
- Foote, Christopher, Kristopher Gerardi, Lorenz Goette, and Paul Willen, 2010, “Reducing Foreclosures: No Easy Answers,” *NBER Macroeconomics Annual 2009*, Vol. 24, p. 89–138.
- Forero, Efrain, 2004, “Evolution of the Mortgage System in Colombia: From the UPAC to the UVR1 System,” paper presented at the XLI Conferencia Interamericana para la Vivienda, Panama City, August 11–13, 2003.
- Glick, Reuven, and Kevin J. Lansing, 2009, “U.S. Household Deleveraging and Future Consumption Growth,” *FRBSF Economic Letter*, May 15.
- , 2010, “Global Household Leverage, House Prices, and Consumption,” *FRBSF Economic Letter*, January 11.
- Green, Richard K., and Susan M. Wachter, 2005, “The American Mortgage in Historical and International Context,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19, No. 4, p. 93–114.
- Guerrieri, Veronica, and Guido Lorenzoni, 2011, “Credit Crises, Precautionary Savings and the Liquidity Trap” (non publié; Chicago: University of Chicago Press).
- Hall, Robert E., 2011, “The Long Slump,” *American Economic Review*, Vol. 101 (April), p. 431–69.
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, No. 2, p. 365–81.
- Harris, C. Lowell, 1951, “Background of Home Owners’ Loan Corporation Legislation,” in *History and Policies of the Home Owners’ Loan Corporation* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Honohan, Patrick, and Luc Laeven, eds., 2005, *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- Howard, Greg, Robert Martin, and Beth Ann Wilson, 2011, “Are Recoveries from Banking and Financial Crises Really So Different?” Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper No. 1037 (Washington, November).
- Hubbard, Glenn, 2011, “Q&A for Hubbard-Mayer Mortgage Refinancing Proposal.” [www.glennhubbard.net/papers/369-qa-for-hubbard-mayer-mortgage-refinancing-proposal.html](http://www.glennhubbard.net/papers/369-qa-for-hubbard-mayer-mortgage-refinancing-proposal.html).
- , and Chris Mayer, 2008, “First, Let’s Stabilize Home Prices,” *The Wall Street Journal*, October 2. <http://online.wsj.com/article/SB122291076983796813.html>.
- Iacoviello, Matteo, 2005, “House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle,” *American Economic Review*, Vol. 95, No. 3, p. 739–64.
- Igan, Deniz, and Prakash Loungani, à paraître, “Global Housing Cycles,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Immergluck, Dan, and Geoff Smith, 2005, “There Goes the Neighborhood: The Effect of Single-Family Mortgage Foreclosures on Property Values” (non publié; Chicago: Woodstock Institute).
- , 2006, “The Impact of Single Family Mortgage Foreclosures on Neighborhood Crime,” *Housing Studies*, Vol. 21, No. 6, p. 851–66.
- Isaksen, Jacob, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen, and Søren Vester Sørensen, 2011, “Household Balance Sheets and Debt—An International Country Study,” Danmarks Nationalbank, *Monetary Review*, 4th Quarter 2011.
- Jordà, Òscar, Moritz H.P. Schularick, and Alan M. Taylor, 2011, “When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises,” NBER Working Paper No. 17621 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Karlsdóttir, Edda Rós, Yngvi Örn Kristinsson, and Franek Rozwadowski, à paraître, “Responses to Household Financial Distress in Iceland,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Kiff, John, and Vladimir Klyuev, 2009, “Foreclosure Mitigation Efforts in the United States: Approaches and Challenges,” IMF Staff Position Note No. 09/02 (Washington: International Monetary Fund).
- King, Mervyn, 1994, “Debt Deflation: Theory and Evidence,” *European Economic Review*, Vol. 38, No. 3–4, p. 419–45.
- Krishnamurthy, Arvind, 2010, “Amplification Mechanisms in Liquidity Crises,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 3, p. 1–30.
- Krugman, Paul, 2011, “Debt Is (Mostly) Money We Owe to Ourselves.” <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/12/28/debt-is-mostly-money-we-owe-to-ourselves>.
- Kumhof, Michael et Romain Rancière, 2010, «Endettement et inégalités», *Finances & Développement*, Vol. 47, No. 4, p. 28–31.
- Laeven, Luc, and Thomas Laryea, 2009, “Principles of Household Debt Restructuring,” IMF Staff Position Note No. 09/15 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2010, “Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly,” IMF Working Paper 10/146 (Washington: International Monetary Fund).
- Lorenzoni, Guido, 2008, “Inefficient Credit Booms,” *Review of Economic Studies*, Vol. 75, No. 3, p. 809–33.
- Making Home Affordable Program (MHA), 2010, “Refinements to Existing Administration Programs Designed to Help Unemployed, Underwater Borrowers While Helping Administration Meet Its Goals” (Washington: Department

- of the Treasury, Department of Housing and Urban Development, and White House). [www.makinghomeaffordable.gov/about-mha/latest-news/Pages/pr\\_03262010.aspx](http://www.makinghomeaffordable.gov/about-mha/latest-news/Pages/pr_03262010.aspx)
- , 2012, “January 2012 Making Home Affordable Report and Servicer Assessments for Fourth Quarter 2011” (Washington: Department of the Treasury, Department of Housing and Urban Development, and White House). [www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/results/MHA-Reports/Pages/default.aspx](http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/results/MHA-Reports/Pages/default.aspx).
- Mayer, Christopher J., 1995, “A Model of Negotiated Sales Applied to Real Estate Auctions,” *Journal of Urban Economics*, Vol. 38, No. 1, p. 1–22.
- McKinsey Global Institute (McKinsey), 2010, *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences* (Seoul, San Francisco, London, and Washington).
- , 2012, *Debt and Deleveraging: Uneven Progress on the Path to Growth* (Seoul, San Francisco, London, and Washington).
- Melzer, Brian, 2010, “Debt Overhang: Reduced Investment by Homeowners with Negative Equity,” Kellogg School of Management Working Paper (Chicago).
- Mian, Atif, Kamalesh Rao, and Amir Sufi, 2011, “Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump,” University of Chicago Booth School of Business Working Paper (Chicago).
- Mian, Atif, and Amir Sufi, 2011, “Consumers and the Economy, Part II: Household Debt and the Weak U.S. Recovery,” *FRBSF Economic Letter*, January 18.
- , 2012, “What Explains High Unemployment? The Aggregate Demand Channel,” NBER Working Paper No. 17830 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Mian, Atif, Amir Sufi, and Francesco Trebbi, 2010, “The Political Economy of the U.S. Mortgage Default Crisis,” *American Economic Review*, Vol. 95, p. 587–611.
- , 2012, “Resolving Debt Overhang: Political Constraints in the Aftermath of Financial Crises,” NBER Working Paper No. 17831 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Minsky, Hyman, 1986, *Stabilizing an Unstable Economy* (New Haven, Connecticut: Yale University Press).
- Modigliani, Franco, 1986, “Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations,” *American Economic Review*, Vol. 76, No. 3, p. 297–313.
- Myers, Stewart C., 1977, “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 2, p. 147–75.
- Nakagawa, Shinobu, and Yosuke Yasui, 2009, “A Note on Japanese Household Debt: International Comparison and Implications for Financial Stability,” BIS Paper No. 46 (Basel: Bank for International Settlements).
- Ólafsson, Tjörvi, and Karen Á. Vignisdóttir, 2012, “Households’ Position in the Financial Crisis in Iceland,” Central Bank of Iceland Working Paper (Reykjavik).
- Olney, Martha L., 1999, “Avoiding Default: The Role of Credit in the Consumption Collapse of 1930,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 1, p. 319–35.
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 1995, *Economic Survey, Sweden* (Paris).
- , 2009, *Economic Survey, Iceland* (Paris).
- Philippon, Thomas, 2009, “The Macroeconomics of Debt Overhang,” paper presented at the 10th Jacques Polak Annual Research Conference, November 5–6.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, 1998, “Financial Dependence and Growth,” *American Economic Review*, Vol. 88 (June), p. 559–86.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff, 2009, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Rogoff, Kenneth, 2011, “Understanding the Second Great Contraction: An Interview with Kenneth Rogoff,” *McKinsey Quarterly* (October). [www.mckinseyquarterly.com/Understanding\\_the\\_Second\\_Great\\_Contraction\\_An\\_interview\\_with\\_Kenneth\\_Rogoff\\_2871](http://www.mckinseyquarterly.com/Understanding_the_Second_Great_Contraction_An_interview_with_Kenneth_Rogoff_2871).
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, 1992, “Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach,” *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 4, p. 1343–66.
- , 2010, “Fire Sales in Finance and Macroeconomics,” NBER Working Paper No. 16642 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Slok, Torsten, 2012, “Global Home Prices—Several Countries Still Overvalued,” presentation, Deutsche Bank Securities (New York).
- Snowden, Kenneth, Jr., 2010, “The Anatomy of a Residential Mortgage Crisis: A Look Back to the 1930s,” in *The Panic of 2008: Causes, Consequences and Proposals for Reform*, ed. by Lawrence Mitchell and Arthur Wilmarth (Northampton, Massachusetts: Edward Elgar).
- Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program (SIGTARP), 2010, “Factors Affecting Implementation of the Home Affordable Modification Program,” SIGTARP-10-005 (Washington, March 25).
- Tobin, James, 1980, *Asset Accumulation and Economic Activity: Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory* (Oxford: Basil Blackwell).
- U.S. Office of the Comptroller of the Currency (OCC), 2011, *Mortgage Metrics Report, Third Quarter* (Washington).
- Woodford, Michael, 2010, “Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier,” NBER Working Paper No. 15714 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Comment les fluctuations des cours des produits de base influent-elles sur les exportateurs de ces produits et comment ces derniers doivent-ils réagir? Ces questions sont à nouveau soulevées par la conjonction de la faiblesse de l'économie mondiale et de la résistance des marchés des produits de base après leur affaissement dans les années 80 et 90. Ce chapitre réexamine les résultats macroéconomiques des exportateurs de produits de base pendant les cycles des cours de ces produits. Il fait ressortir le parallélisme entre résultats et cycles. Lorsque les cours des produits de base sont déterminés par l'évolution de l'économie mondiale, l'effet économique sur les exportateurs est très marqué. Les politiques budgétaires anticycliques — qui consistent à accumuler des marges de manœuvre pendant les phases de hausse pour les utiliser quand des baisses se produisent — peuvent protéger les petits exportateurs de produits de base exposés à la volatilité induite par ces variations. Toutefois, lorsque les hausses prennent un caractère permanent, une progression des investissements publics couplée à une baisse des impôts sur le travail et le capital est susceptible d'accroître la productivité du secteur privé et la prospérité. Dans le contexte actuel, caractérisé à la fois par des niveaux de cours proches des records et par l'incertitude inhabituelle des perspectives générales, la priorité des exportateurs de produits de base est de perfectionner leur cadre d'actions et leurs institutions, tout en constituant des marges de manœuvre budgétaires. Mais si les cours restent élevés, il sera judicieux de suivre une démarche prudente : maintien des marges de manœuvre budgétaires et intégration graduelle de nouvelles informations pour permettre un ajustement en douceur à des niveaux de cours peut-être durablement supérieurs.

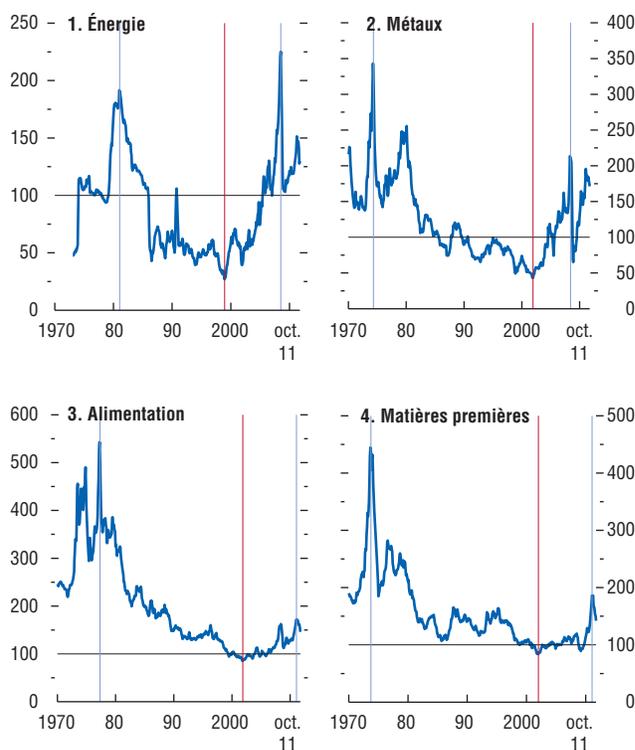
On assiste depuis une dizaine d'années à une vive poussée des cours des produits de base que la crise financière mondiale n'a que brièvement interrompue. À la fin de 2011, les cours moyens en termes réels de l'énergie et des métaux de base, multipliés par trois en seulement dix ans, approchaient ou dépassaient leurs niveaux

Les auteurs principaux de ce chapitre sont John Bluedorn, Rupa Duttagupta (chef d'équipe), Andrea Pescatori et Stephen Snudden, qui ont bénéficié du concours de Murad Omoev, Katherine Pan et Marina Rousset. Julia Bersch et Susan Yang ont également contribué au chapitre.

## Graphique 4.1. Cours mondiaux des produits de base, 1970–2011

(En termes réels)

Une hausse générale des cours des produits de base a été observée pendant la dernière décennie.



Source : calculs des services du FMI.

Note : L'indice des cours réels d'une catégorie de produits de base est la moyenne pondérée de leurs cours mondiaux en dollars déflatée par l'indice des prix américains à la consommation et normalisée pour être à 100 en 2005. Les lignes verticales en bleu indiquent les points culminants des cycles longs et les lignes rouges les points bas. Les dates exactes de ces points de retournement sont, pour l'énergie : 1981 : M1, 1998 : M12, 2008 : M7; pour les métaux : 1974 : M4, 2001 : M12, 2008 : M6; pour l'alimentation : 1977 : M4, 2001 : M11, 2011 : M2; pour les matières premières : 1973 : M9, 2002 : M1, 2011 : M2. Voir l'appendice 4.1 pour une description complète des données sous-jacentes.

records des quarante dernières années (graphique 4.1). Les cours de l'alimentation et des matières premières ont aussi beaucoup augmenté, mais en restant bien inférieurs aux maximums atteints dans les années 70. De nombreux experts attribuent le renchérissement des cours des produits de base à la croissance soutenue des pays émergents au cours de la décennie écoulée<sup>1</sup>.

À l'avenir, les exportateurs de produits de base pourraient connaître une phase de retournement en raison de la mollesse de l'économie mondiale et des risques accrus qui pèsent sur les perspectives à court terme (voir chapitre 1). Si les risques se concrétisaient, ces pays exportateurs, dont la plupart sont émergents ou en développement (graphique 4.2), pourraient être confrontés à des problèmes encore plus grands. À l'inverse, en cas de confirmation des aléas géopolitiques concernant le pétrole, son cours pourrait s'élever temporairement, mais le freinage général de l'expansion qui en résulterait pourrait faire baisser les cours des autres produits de base. Le présent chapitre traite ces problèmes en posant les questions suivantes :

- Quelle est l'influence des cycles des cours des produits de base sur les résultats économiques de leurs exportateurs? Comment les indicateurs standards — comme la croissance du PIB réel, la progression du crédit ainsi que les soldes extérieurs et budgétaires — se comportent-ils au cours de ces cycles?
- Quelle est l'incidence sur les exportateurs de produits de base des fluctuations de leurs cours entraînées par des changements inattendus de l'activité mondiale?
- Comment les petits exportateurs ouverts doivent-ils protéger leur économie de l'instabilité des cours? Quel est le rôle de la politique budgétaire? Quelle doit être l'interaction des politiques budgétaires et monétaires? Quelle est l'influence sur les choix de politique économique du niveau préexistant de la dette publique et d'autres caractéristiques structurelles, telles que le poids des exportations de produits de base dans l'économie?

Ce chapitre contribue au débat de plusieurs manières. D'abord, il montre que la sensibilité des exportateurs aux cycles des cours des produits de

base peut différer selon leur nature : énergie, métaux, alimentation et matières premières agricoles. Il est noté aussi que toutes les variations des cours des produits de base n'ont peut-être pas les mêmes effets et explique l'incidence des chocs sur les marchés de produits de base induits par l'activité mondiale<sup>2</sup>. Enfin, en utilisant le modèle monétaire et budgétaire mondial intégré du FMI (GIMF), il évalue la réaction optimale de la politique budgétaire aux fluctuations générales des cours pour les exportateurs de petite taille et ouverts. Cette analyse par modèle vient en complément d'autres études sur la politique budgétaire dans les pays exportateurs de produits de base en établissant une distinction entre les conséquences des chocs mondiaux sur leurs cours selon qu'ils découlent de la demande ou de l'offre. Il en ressort aussi que la réaction budgétaire appropriée dépend des autres politiques en vigueur, des caractéristiques structurelles de l'exportateur de produits de base et de l'incidence de ces mesures à vocation interne sur la stabilité économique mondiale<sup>3</sup>.

Il convient de souligner que la stabilisation macroéconomique face à la volatilité des cours des produits de base n'est que l'une des nombreuses priorités des pays émergents et en développement qui les exportent. Les autres problèmes sont le caractère épuisable de ces ressources, l'équité entre les générations et le risque du « syndrome néerlandais », lié à leur découverte. La hiérarchie des priorités dépend des spécificités du pays, notamment sa dotation en produits de base, ses moyens institutionnels et son niveau de développement<sup>4</sup>. Même si nous étudions aussi les effets des changements permanents des cours, une étude complète des politiques optimales dépasse le cadre de ce chapitre en raison de la multiplicité d'objectifs cycliques et à plus long terme des exportateurs.

<sup>2</sup>Nous employons une variante de la stratégie de recherche suivie par Kilian (2009), Kilian, Rebucci et Spatafora (2009) ainsi que Kilian et Murphy (2010) pour estimer l'effet de chocs émanant de la demande mondiale et de la production de produits de base sur les cours du pétrole brut, du cuivre, du café et du coton.

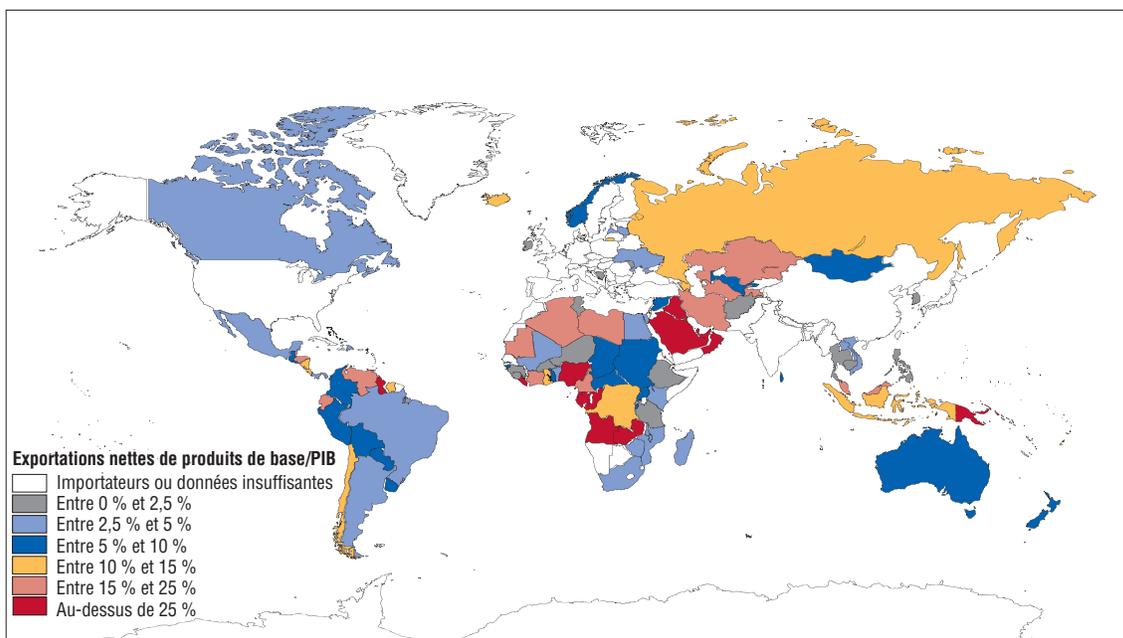
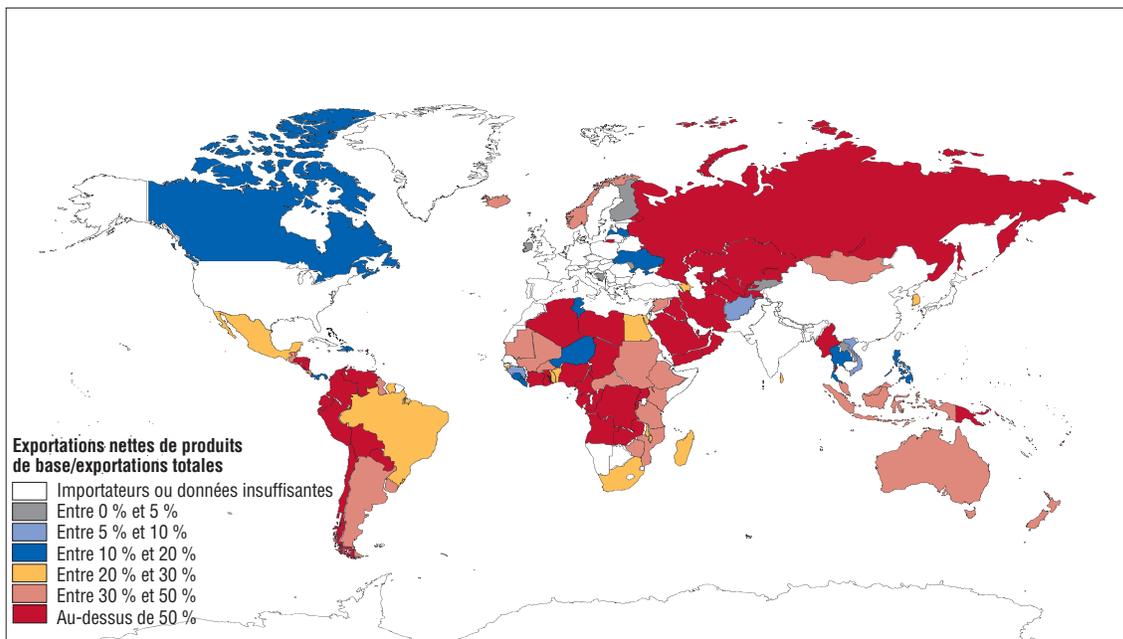
<sup>3</sup>Voir FMI (2009) et Baunsgaard *et al.*, (à paraître) à propos du rôle que jouent les institutions budgétaires des exportateurs de produits de base pour assurer la stabilisation macroéconomique face aux chocs sur les cours de ces produits.

<sup>4</sup>Certains de ces problèmes sont évoqués dans Baunsgaard *et al.*, (à paraître), Medas et Zakharova (2009), Deaton (1999), Collier et Goderis (2007) et dans Eyzaguirre *et al.* (2011).

<sup>1</sup>Voir Heap (2005) et certains chapitres des éditions antérieures des *Perspectives de l'économie mondiale* (chapitre 5 de septembre 2006, chapitre 5 d'avril 2008 et chapitre 3 d'octobre 2008).

**Graphique 4.2. Part des exportations nettes de produits de base dans les exportations totales et le PIB**  
(En pourcentage)

Dans de nombreux pays émergents et en développement, les exportations nettes de produits de base représentent une proportion notable des exportations totales de marchandises et du PIB.



Source : calculs des services du FMI.

Note : Les cartes montrent les moyennes pour les différents pays au moyen des données annuelles disponibles couvrant la période 1962–2010. On trouvera à l'appendice 4.1 une description complète des données sous-jacentes.

Les principales conclusions de l'analyse sont les suivantes :

- Les résultats macroéconomiques des exportateurs de produits de base tendent à évoluer parallèlement aux cycles de leurs cours. L'activité ainsi que les soldes extérieurs et budgétaires se dégradent (s'améliorent) pendant les phases de baisse (de hausse), que celles-ci soient durables ou qu'il s'agisse de fluctuations se limitant à quelques années. Le phénomène est généralement plus marqué pour les exportateurs d'énergie et de métaux que pour ceux d'alimentation et de matières premières; c'est peut-être parce que les cours de l'énergie et des métaux sont plus sensibles au cycle conjoncturel mondial et parce qu'ils représentent généralement une part plus élevée des exportations totales et du PIB.
- L'origine d'une variation des cours importe aussi, en raison de ses effets économiques sur les exportateurs de ces produits. On constate en particulier que les niveaux de cours déterminés par des changements inattendus de l'activité mondiale (demande) ont une incidence notable sur l'activité réelle des exportateurs ainsi que sur leurs soldes extérieurs et budgétaires, alors que les effets produits par des changements non anticipés de la production mondiale de produits de base (offre) n'ont pas toujours des effets significatifs. L'effet est en général plus marqué sur les exportateurs de pétrole que sur ceux d'autres produits de base.
- Pour les petits exportateurs de produits de base, la réaction budgétaire optimale aux fluctuations de cours consiste à adopter une orientation anticyclique : épargner le surcroît de recettes lié à une hausse pendant la durée de celle-ci et s'en servir en période de baisse. Ce mode de gestion budgétaire atténue l'instabilité macroéconomique due aux fluctuations des cours des produits de base.
- Toutefois, l'efficacité des mesures anticycliques dépend aussi de deux autres facteurs : d'abord le degré d'autonomie de la politique monétaire — la politique budgétaire est plus efficace en régime de ciblage de l'inflation et de flexibilité de taux de change, car la politique monétaire atténue la volatilité de l'inflation; ensuite, le montant de la dette publique nette — s'il est élevé, sa réduction doit devenir prioritaire pour faire baisser la prime de risque souverain et établir la crédibilité. En outre,

face à certains chocs sur les marchés de produits de base et dans certaines circonstances, une réaction moins anticyclique des principaux exportateurs de produits de base peut être préférable dans une optique d'action collective.

- Si la variation des cours des produits de base revêt un caractère permanent, la question centrale devient celle de l'ajustement optimal à un niveau de recettes budgétaires émanant des produits de base constamment supérieur ou inférieur. Dans le cas d'une hausse durable, une progression des investissements publics couplée à un allègement des impôts sur le travail et le capital bénéficie à la productivité du secteur privé et au bien-être. Mais il n'est pas facile de faire la distinction entre les variations temporaires et permanents des cours des produits de base. Cela montre bien la nécessité d'améliorer le cadre de politique économique et de dégager des marges budgétaires, tout en intégrant graduellement de nouvelles informations sur le caractère permanent des cours.

Qu'indiquent ces conclusions aux producteurs de produits de base? Les médiocres perspectives de l'économie mondiale laissent penser que les cours des produits de base n'augmenteront sans doute pas au rythme observé pendant la décennie écoulée. En fait, selon les projections du scénario de référence des *Perspectives de l'économie mondiale*, ils fléchiraient quelque peu en 2012–13 (voir le chapitre 1). Les risques non négligeables qui pèsent sur la croissance mondiale pourraient aussi entraîner un recul plus marqué de ces cours. Par ailleurs, si les cours du pétrole s'envolaient en raison d'une aggravation des craintes concernant l'offre, cela pourrait affaiblir de manière inattendue la demande mondiale et faire finalement baisser tous les autres produits de base. À supposer qu'un fléchissement cyclique se produise, l'expérience passée montre que les exportateurs de ces produits seraient probablement touchés. Un certain nombre d'entre eux sont prêts à faire face à une situation de ce type, parce qu'ils ont renforcé leurs cadres de politique économique au fil du temps ou déjà adopté des principes opératoires pour guider la politique budgétaire. Les autres devraient profiter du niveau élevé des cours pour réduire la dette publique, améliorer les institutions et dégager des marges d'action budgétaire permettant de prendre des mesures anticycliques en temps opportun dans l'hypothèse d'une baisse des cours des produits de base.

Quelles leçons tirer pour le plus long terme? Il est possible que les cours des produits de base connaissent une phase de hausse prolongée et se maintiennent à proximité des points culminants atteints dans le passé<sup>5</sup>. Mais il est aussi envisageable qu'ils reculent en réaction à une plus grande efficacité de la part des usagers et à la suppression des contraintes antérieures sur l'offre. Face à un degré d'incertitude inhabituel et à la difficulté de prévoir l'évolution des marchés de produits de base en temps réel, il est préférable de faire preuve de prudence en constituant des volants de sécurité pour faire face à l'instabilité cyclique et en intégrant progressivement de nouvelles informations de façon à permettre un ajustement en douceur à des niveaux de cours qui pourraient être en permanence supérieurs<sup>6</sup>.

Le chapitre s'ordonne de la façon suivante. La première section présente des faits stylisés concernant le comportement des indicateurs économiques internes quand les cours des produits de base fluctuent. La deuxième évoque les effets des chocs sur les marchés de produits de base. La troisième examine les réactions optimales de la politique économique aux variations des cours de ces produits. Enfin, la dernière section résume et conclut.

## Fluctuations des cours des produits de base et résultats macroéconomiques

Quelle est la relation entre les résultats économiques des exportateurs de produits de base et les cours de ces derniers<sup>7</sup>? La réponse à cette question comporte deux parties. D'abord, nous examinons les résultats obtenus pendant les deux récentes périodes les plus notables de hausse soutenue des cours — le début des années 70 et les années 2000 — ainsi qu'au cours des phases intermédiaires de chute des

<sup>5</sup>Voir la partie sur l'évolution des produits de base au chapitre 1 ainsi que Erten et Ocampo (2012).

<sup>6</sup>Ces conclusions ne sont pas nouvelles. Frankel (2011) souligne que les exportateurs de produits de base doivent se garder de mener une politique budgétaire procyclique accentuant l'instabilité économique. Selon Baunsgaard *et al.*, (à paraître), il faut absolument concevoir des cadres budgétaires aptes à intégrer progressivement de nouvelles informations.

<sup>7</sup>Nous définissons les exportateurs de produits de base comme les pays où les exportations nettes d'un produit (ou d'une catégorie de produits) représentent au moins 10 % des exportations totales de marchandises. On trouvera des précisions à l'appendice 4.1.

années 80 et 90<sup>8</sup>. Cet exercice montre le rapport qui existe entre les résultats des exportateurs de produits de base et les niveaux des cours. Ensuite, nous étudions les fluctuations et les cycles réguliers de ces cours depuis 50 ans. Cela permet de détecter d'éventuels parallélismes entre la situation économique des exportateurs et les cycles de cours, quelles que soient leurs tendances sous-jacentes. Ces analyses descriptives révèlent des corrélations utiles entre les cycles mondiaux des cours de produits de base et les indicateurs internes sans impliquer un rapport de causalité. Des différences apparaissent entre les quatre catégories distinctes de produits — l'énergie, les métaux, l'alimentation (et les boissons) et les matières premières agricoles. Elles portent sur de nombreux aspects — la structure de base des marchés sous-jacents, la nature du produit (par exemple les ressources renouvelables par opposition aux ressources épuisables) et leurs liens avec l'activité mondiale (ainsi, comme les métaux et l'énergie sont plus importants pour l'industrialisation et l'édification d'infrastructures, leurs cours sont peut-être plus fortement corrélés au cycle conjoncturel mondial que ceux de l'alimentation et des matières premières agricoles). Nous nous intéressons aussi à un produit important appartenant à chacune des quatre catégories — le pétrole brut (énergie), le cuivre (métaux), le café (alimentation) et le coton (matières premières) — afin de voir si les grandes tendances constatées pour ces catégories de produits de base se vérifient aussi pour chacun d'entre eux<sup>9</sup>.

## Résultats économiques en phase d'envolée et de chute des cours des produits de base

Les exportateurs de produits de base ont obtenu de meilleurs résultats macroéconomiques dans les

<sup>8</sup>Nous nous concentrons sur trois épisodes prolongés d'évolution des cours des produits de base depuis 50 ans (voir graphique 4.1 et Radetzki, 2006) : celle précédant le point haut atteint au milieu des années 70 (les cours de l'énergie ont culminé dans les années 80); la rechute qui a suivi jusqu'en 2001 (les cours de l'énergie ont touché leur point le plus bas en 1998); enfin, le rebond ultérieur.

<sup>9</sup>Ces produits de base présentent aussi un intérêt particulier au sein de leurs catégories parce qu'ils comptent le plus grand nombre d'exportateurs de l'échantillon (il s'agit du nombre le plus élevé d'exportateurs de produits de base ayant une part d'au moins 10 % des exportations nettes de ces produits dans les exportations totales de marchandises).

**Tableau 4.1. Performance économique moyenne des exportateurs nets de produits de base, 1970–2010**

	Hausse des années 70	Chute de 1980–2000	Hausse des années 2000	Moyenne 1960–2010
<b>Croissance du PIB réel</b> (points de pourcentage)				
Exportateurs nets d'énergie	5,6	2,5	4,6	4,3
Exportateurs nets de métaux	5,6	2,2	6,4	3,5
Exportateurs nets d'alimentation	5,1	2,9	4,5	4,0
Exportateurs nets de produits bruts	5,0	3,3	5,3	4,3
<b>Écart de croissance du PIB réel avec les pays émergents et en développement n'exportant pas de produits de base</b> (points de pourcentage)				
Exportateurs nets d'énergie	1,1	-0,8	-0,8	0,5
Exportateurs nets de métaux	2,0	-1,8	0,5	-0,4
Exportateurs nets d'alimentation	0,6	-0,8	-0,6	0,2
Exportateurs nets de produits bruts	1,4	-0,6	0,2	0,5
<b>Ratio dette publique/PIB</b> (en pourcentage du PIB)				
Exportateurs nets d'énergie	31,3	63,9	24,1	44,4
Exportateurs nets de métaux	36,2	52,7	27,3	52,4
Exportateurs nets d'alimentation	21,9	78,7	37,4	50,0
Exportateurs nets de produits bruts	33,6	80,2	34,5	57,4
<b>Variation du ratio dette publique/PIB</b> (en points de pourcentage, hausse = dégradation)				
Exportateurs nets d'énergie	0,7	1,1	-4,5	-0,4
Exportateurs nets de métaux	1,5	1,2	-4,0	-0,4
Exportateurs nets d'alimentation	0,8	1,5	-3,9	0,4
Exportateurs nets de produits bruts	0,1	1,7	-5,9	-0,3
<b>Inflation moyenne</b> (en points de pourcentage)				
Exportateurs nets d'énergie	8,6	14,4	6,6	12,5
Exportateurs nets de métaux	8,4	22,5	9,2	16,1
Exportateurs nets d'alimentation	6,4	13,2	7,3	10,7
Exportateurs nets de produits bruts	4,6	12,4	6,8	10,1

Source : calculs des services du FMI.

Note : Les chiffres indiquent la valeur médiane des moyennes des pays pendant la période couverte, à l'exception du ratio dette publique/PIB qui est la valeur médiane en fin de période, sauf indication contraire. Les exportateurs de produits de base sont les pays où le rapport entre les exportations nettes de produits d'une certaine catégorie et les exportations totales de marchandises est supérieur ou égal à 10 %. Les pays non exportateurs de produits de base sont ceux où le rapport entre les exportations nettes de produits d'une certaine catégorie et les exportations totales de marchandises est inférieur ou égal à zéro. On trouvera au graphique 4.1 les dates exactes qui marquent les différentes périodes de cycle long pour les catégories de produits de base mentionnées ici. Comme les données du tableau ci-dessus sont annuelles, les dates sont arrondies à la dernière année.

années 70 et 2000, époques où les cours des produits de base étaient élevés en termes réels, que dans les années 80 et 90 pendant lesquelles ils étaient bas (tableau 4.1)<sup>10</sup>. En comparaison avec la période intermédiaire, la croissance du PIB réel de l'exportateur médian de produits de base a été supérieure de 1½ à 3½ points pendant les années 70 et de 2 à 4 points pendant les années 2000<sup>11</sup>. En outre, malgré

la hausse de ces cours, l'inflation mesurée par l'indice des cours à la consommation (IPC) a été moindre au cours des deux périodes de hausse que dans l'intervalle, au cours duquel de nombreux exportateurs ont connu des crises et peiné à atteindre la stabilité macroéconomique et financière.

Il s'avère que les exportateurs d'énergie et de métaux ont fait plutôt mieux pendant la dernière décennie qu'au cours des années 70. Ils ont bénéficié d'une nette accélération de la croissance du PIB réel et d'un sensible recul de l'inflation au cours des années 2000. Cela résulte peut-être de son ciblage dans les pays émergents et en développement, dont ceux qui exportent des produits de base (Afrique du Sud, Brésil,

<sup>10</sup>Pour toute la période étudiée, nous nous référons aux cours réels des produits de base, c'est-à-dire les cours mondiaux libellés en dollars américains et déflatés par l'IPC des États-Unis. On trouvera des précisions à l'appendice 4.1.

<sup>11</sup>Pour chaque indicateur, nous prenons la valeur médiane des moyennes nationales dans l'ensemble de l'échantillon.

**Tableau 4.2. Performance macroéconomique des exportateurs nets de produits de base dans les années 2000**

	2001	2005	2010	Moyenne 2001–2010
		<b>Ratio dette/PIB</b> (en pourcentage)		
Exportateurs nets d'énergie	59,8	38,7	20,7	41,1
Exportateurs nets de métaux	52,7	41,1	36,4	47,6
Exportateurs nets d'alimentation	78,7	65,8	37,4	54,5
Exportateurs nets de produits bruts	80,2	52,9	34,5	53,9
		<b>Variation du ratio dette publique/PIB</b> (en points de pourcentage)		
Exportateurs nets d'énergie	-1,0	-6,7	-1,8	-4,2
Exportateurs nets de métaux	-7,1	-7,6	-0,8	-3,0
Exportateurs nets d'alimentation	1,5	-5,4	-0,4	-3,4
Exportateurs nets de produits bruts	-1,0	-6,5	-0,3	-4,8
		<b>Solde budgétaire global</b> (en pourcentage du PIB)		
Exportateurs nets d'énergie	-0,9	0,7	-1,3	-0,7
Exportateurs nets de métaux	-1,8	0,8	-0,4	-0,9
Exportateurs nets d'alimentation	-3,4	-2,1	-2,1	-1,8
Exportateurs nets de produits bruts	-2,6	-2,4	-2,3	-2,1
		<b>Solde budgétaire structurel</b> (en pourcentage du PIB potentiel)		
Exportateurs nets d'énergie	2,5	0,3	-2,2	-0,9
Exportateurs nets de métaux	0,8	-0,2	-3,1	-1,6
Exportateurs nets d'alimentation	-3,2	-2,6	-2,6	-3,2
Exportateurs nets de produits bruts	-4,8	-1,6	-3,1	-2,6
		<b>Inflation</b> (en points de pourcentage)		
Exportateurs nets d'énergie	4,9	7,4	4,7	7,5
Exportateurs nets de métaux	8,4	7,9	6,9	8,6
Exportateurs nets d'alimentation	5,7	7,2	4,8	7,7
Exportateurs nets de produits bruts	5,1	6,9	5,3	7,0
		<b>Log de la variation du taux de change effectif réel</b> (multipliée par 100)		
Exportateurs nets d'énergie	3,2	1,5	0,3	1,5
Exportateurs nets de métaux	1,3	2,9	1,5	0,8
Exportateurs nets d'alimentation	1,6	2,2	-2,1	0,9
Exportateurs nets de produits bruts	1,6	0,4	-2,8	1,0

Source : calculs des services du FMI.

Note : Les cycles indiquent la valeur médiane de l'année concernée au sein de l'échantillon, sauf indication contraire. Les exportateurs de produits de base sont les pays où le rapport entre les exportations nettes de produits de base d'une certaine catégorie et les exportations totales de marchandises est supérieur ou égal à 10 %.

Chili, Colombie et Thaïlande par exemple)<sup>12</sup>. Ces pays ont aussi beaucoup plus réduit leurs dettes publiques au cours des années 2000 que pendant la période de hausse des années 70<sup>13</sup>. Enfin, ce n'est qu'au cours

<sup>12</sup>Voir Heenan, Peter et Roger (2006) et Roger (2010) pour des données internationales sur l'adoption du ciblage de l'inflation. Batini et Laxton (2005) constatent que les pays émergents et en développement ayant choisi cette voie ont sensiblement progressé en matière d'ancrage de l'inflation et d'anticipations.

<sup>13</sup>Nous employons la variation du ratio dette publique/PIB pour représenter la situation budgétaire, sachant que le solde primaire corrigé des variations cycliques est indisponible dans de nombreux pays pendant la période 1960-2010. De plus, nous ne disposons pas des chiffres sur le PIB réel hors produits de base pour tous les

des années 2000 qu'on a observé un redressement des soldes budgétaires moyens, représentés par l'évolution du ratio dette publique/PIB, des exportateurs de toutes les catégories de produits de base, alors qu'il n'y en avait eu aucun dans les années 70.

Les politiques macroéconomiques des exportateurs de produits de base ont continué à s'améliorer dans les années 2000. Nous examinons le comportement de leurs indicateurs économiques à trois moments précis

exportateurs figurant sur l'échantillon, alors qu'ils pourraient permettre de mieux mesurer les résultats économiques en dehors du secteur des produits de base.

de la dernière décennie, au début de la période de hausse, au milieu de la décennie, et à la fin de celle-ci (tableau 4.2)<sup>14</sup>. Malgré la Grande Récession, les taux d'inflation et la dette publique ont fortement diminué pendant cette décennie. En revanche, les soldes budgétaires globaux et corrigés des variations cycliques se sont redressés jusqu'au milieu de la décennie, mais dégradés jusqu'à son terme. La dégradation observée en 2010 est probablement due aux mesures budgétaires prises en réponse à la crise mondiale. De plus, l'interaction des politiques et des situations économiques a abouti à une certaine diminution de la dette des exportateurs de produits de base à la fin de la décennie en dépit de l'évolution négative des soldes budgétaires<sup>15</sup>.

### Résultats économiques pendant des fluctuations plus brèves des cours des produits de base

Des éléments indiquant une correspondance positive entre les résultats macroéconomiques, d'une part, et les hausses et les chutes des cours des produits de base, d'autre part, nous examinons maintenant les conséquences des cycles plus brèves des cours de ces produits. À cette fin, nous distinguons les points de retournement des cours réels au sein de chaque catégorie de produits de 1957 à octobre 2011<sup>16</sup>. On obtient ainsi plus

<sup>14</sup>On remarque que les cours de l'énergie et des métaux ont culminé en 2008, tandis que ceux de l'alimentation et des produits agricoles ont culminé en 2010.

<sup>15</sup>L'analyse empirique de la gestion budgétaire des producteurs de produits de base pendant les cycles de leurs cours est relativement récente (comparativement aux études qui évaluent la procyclicité de la politique budgétaire avec la production). Voir le chapitre 3 de l'édition de septembre 2011 des *Perspectives économiques régionales — Hémisphère occidental*; Medina (2010) et Kaminsky (2010) sur la procyclicité des politiques budgétaires des producteurs latino-américains, surtout dans les pays à revenu faible et moyen. Toutefois, Céspedes et Velasco (2011) constatent que les politiques budgétaires des exportateurs de produits de base (englobant une catégorie plus nombreuse) sont devenues moins procycliques dans les années 2000.

<sup>16</sup>En s'inspirant de Cashin, McDermott et Scott (2002), nous recourons à la méthodologie d'Harding et Pagan (2002) pour distinguer les points hauts et bas dans le cheminement temporel des cours réels des produits de base. Un point de retournement éventuel peut être défini comme un maximum ou un minimum local si le cours pendant le mois considéré est supérieur ou inférieur à celui des deux mois antérieurs et des deux mois postérieurs. Il faut ensuite établir une séquence des points de retournement possibles pour faire alterner points hauts et points bas. En outre, chaque phase (de hausse ou de baisse) définie par les points de retournement doit être d'une durée d'au moins 12 mois. On trouvera des précisions à l'appendice 4.2.

de 300 cycles complets pour 46 produits, la durée médiane (moyenne) d'une phase de hausse étant de 2 (2½) années et celle d'une phase de baisse de 2½ (3) années. Dans une phase de baisse moyenne, les cours réels reculent (du point haut au point bas) de 38 à 52 %, les variations étant plus fortes pour ceux de l'énergie et des métaux (voir appendice 4.2). On résume ci-dessous les relations entre les principaux indicateurs économiques pendant les phases de hausse et de baisse.

À quelques exceptions près, les indicateurs des résultats économiques des exportateurs de produits de base tendent à évoluer parallèlement aux cycles des cours de ces produits — ils s'améliorent lors des phases de hausse et se dégradent lors des phases de baisse. On observe ce phénomène pour chacune des quatre catégories de produits de base. De plus, les différences de résultats économiques entre périodes de hausse et de baisse s'amplifient en général lorsque les cycles durent plus longtemps et/ou lorsqu'ils s'accompagnent de variations des cours supérieures à la moyenne. Plus précisément<sup>17</sup> :

- *Le PIB réel* (graphique 4.3, pages 1 et 2) : dans les quatre catégories d'exportateurs de produits de base, la croissance médiane du PIB réel est inférieure d'½ à 1¼ de point au cours des phases de baisse comparativement aux périodes de hausse.
- *La progression du crédit* est de 1 à 2 points moins forte dans une phase de baisse typique que dans une phase de hausse pour les exportateurs d'énergie et de métaux; la différence est plus marquée pour les exportateurs de denrées alimentaires, puisqu'elle atteint 6 points (graphique 4.3, pages 3 et 4)<sup>18</sup>.
- *Les soldes extérieurs* (graphique 4.3, pages 5 et 6) : le solde courant se dégrade lors d'une baisse comparativement à ce qui se passe pendant une hausse. L'écart est le plus marqué pour les exportateurs d'énergie, dont le solde courant passe d'un excédent

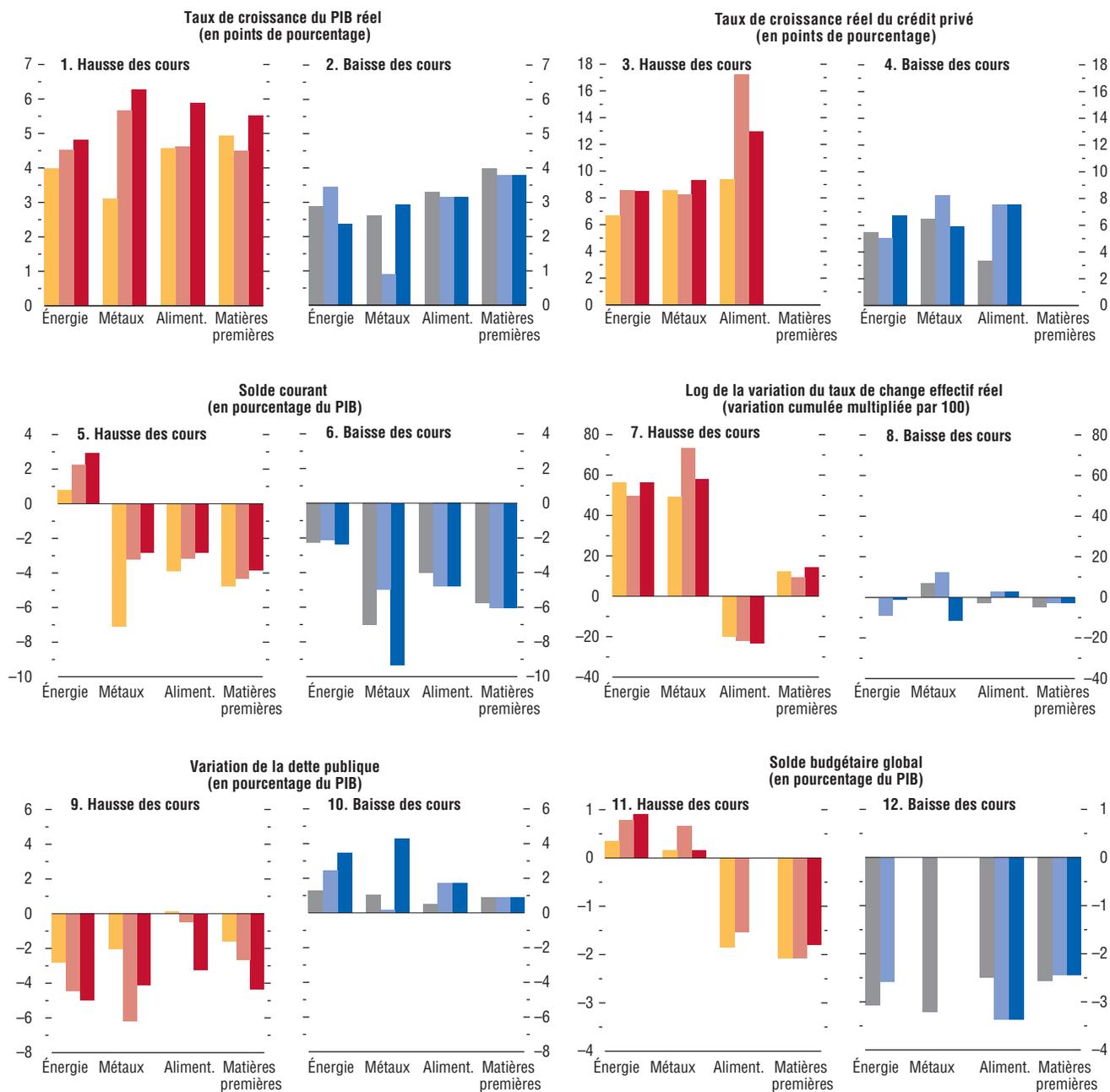
<sup>17</sup>Pour chaque phase (de hausse ou de baisse), nous étudions les variables économiques au moyen de trois mesures : la médiane internationale pour la totalité de la phase, la médiane quand la phase se situe dans le quartile supérieur sur le plan de la durée (fluctuations prolongées) et la médiane quand la phase se situe dans le quartile supérieur sur le plan de l'amplitude (fortes fluctuations). Nous comparons aussi les valeurs moyennes (au lieu des valeurs médianes) des indicateurs macroéconomiques pour différentes fluctuations des cours des produits de base. La configuration est la même avec des différences de variation un peu supérieures entre les hausses et les baisses.

<sup>18</sup>Nous n'avons pas assez de données en ce qui concerne la progression du crédit chez les exportateurs de matières premières.

### Graphique 4.3. Performance macroéconomique des exportateurs de produits de base lors des fluctuations des cours de ces produits

Les résultats économiques des exportateurs de produits de base évoluent parallèlement aux variations des cours de ces produits.

■ Hausse des cours   
 ■ Hausse durable   
 ■ Forte hausse   
 ■ Baisse des cours   
 ■ Baisse durable   
 ■ Forte baisse



Source : calculs des services du FMI.

Note : Chaque barre montre la valeur médiane des moyennes des pays au sein de l'échantillon de la variable concernée. Il n'y a de barres que si l'on dispose d'au moins trois années de données pour au moins trois pays. On trouvera à l'appendice 4.1 une description complète des données sous-jacentes.

**Tableau 4.3. Rapport entre les fluctuations des cours des produits de base et les crises bancaires chez les exportateurs nets de ces produits**

(Nombre d'observations)

	Exportateurs nets d'énergie		
	Pas de crise bancaire	Crise bancaire	Total
Hausse	409	67	476
Baisse	399	77	476
Total	808	144	952

	Exportateurs nets de métaux		
	Pas de crise bancaire	Crise bancaire	Total
Hausse	262	25	287
Baisse	340	49	389
Total	602	74	676

	Exportateurs nets d'alimentation		
	Pas de crise bancaire	Crise bancaire	Total
Hausse	433	83	516
Baisse	825	168	993
Total	1.258	251	1.509

	Exportateurs nets de matières premières		
	Pas de crise bancaire	Crise bancaire	Total
Hausse	520	46	566
Baisse	492	105	597
Total	1.012	151	1.163

Source : calculs des services du FMI.

Note : Les tableaux croisent l'indice des cours des produits de base indiqué avec les crises bancaires dans la catégorie correspondante d'exportateurs nets de produits de base. L'indicateur de crise bancaire est tiré de Laeven et Valencia (2008, 2010). On trouvera à l'appendice 4.1 une description complète des données.

de ¾ % du PIB lors d'une phase de hausse à un déficit de 2¼ % du PIB lors d'une phase de baisse. Chez tous les exportateurs de produits de base, les différences sont plus accentuées quand la phase de variation des cours est plus durable ou plus marquée que d'ordinaire. Ainsi, la dégradation des termes de l'échange découlant d'un recul des cours à l'exportation d'un produit de base fait plus que compenser l'éventuel effet positif de ce recul sur la demande.

- *Les soldes budgétaires* (graphique 4.3, pages 9–12) : la situation budgétaire est moins bonne dans les périodes de baisse que dans celles de hausse. Nous en présentons deux mesures : la variation du ratio dette publique/PIB et le solde budgétaire global<sup>19</sup>. Elles indiquent une dégradation du solde de ½ à 4 points de PIB dans les périodes de baisse comparativement à celles de hausse, avec une plus grande variation chez les exportateurs d'énergie et de métaux.

<sup>19</sup>On dispose de données plus complètes pour l'évolution de la dette publique que pour le solde budgétaire global.

- *La stabilité financière* : chez les exportateurs de produits de base, les crises bancaires vont plus souvent de pair avec des baisses de leurs cours qu'avec des hausses (tableau 4.3).
- *Le taux de change effectif réel (TCER)* est généralement plus ferme au cours d'une phase de hausse des cours des produits de base que lors d'une baisse (graphique 4.3, pages 7 et 8). Sa variation cumulée en pourcentage pendant une phase de hausse (du point le plus bas au point culminant) dépasse habituellement ce que l'on observe lors d'une phase de baisse (du point culminant au point le plus bas). La variation est particulièrement remarquable pour les exportateurs d'énergie et de métaux, alors qu'on ne l'observe pas chez les exportateurs de denrées alimentaires<sup>20</sup>.

Le synchronisation cyclique entre indicateurs économiques et cours des produits de base devient moins claire pour les produits de base considérés individuellement au sein de leurs catégories (graphique 4.4).

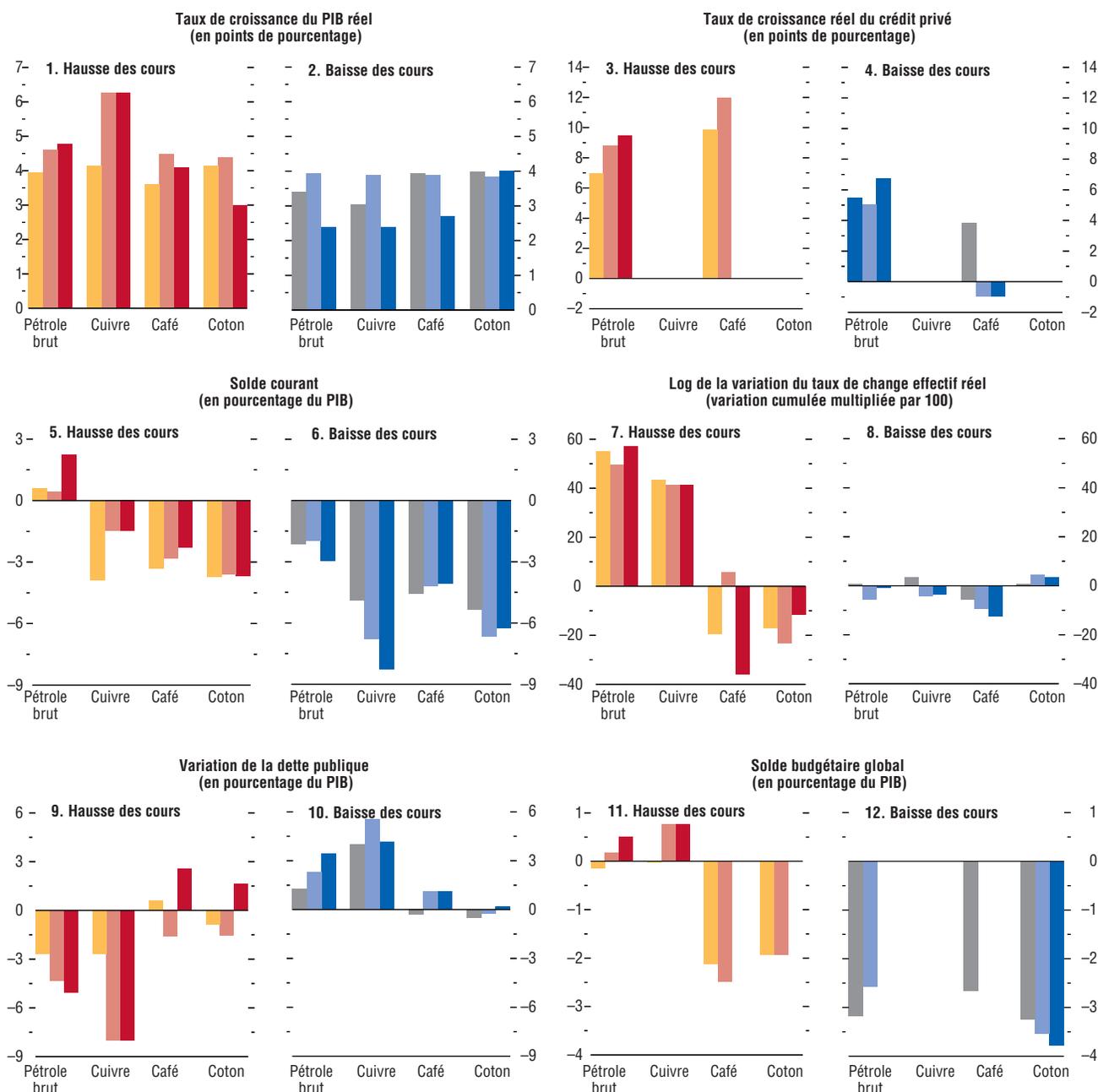
- *Activité* : la procyclicité de la croissance du PIB réel est plus remarquable chez les exportateurs de pétrole et de cuivre que chez ceux de café et de coton. Le parallélisme plus accentué entre activité économique et cycles des cours pourrait résulter du poids supérieur du pétrole et du cuivre dans l'activité économique de leurs exportateurs — le ratio moyen exportations nettes/PIB dépasse 20 % chez les exportateurs de pétrole et 10 % chez ceux de cuivre. Chez les exportateurs de café et de coton, il est de 3 % à 4 % en moyenne.
- *Solde extérieur* : le solde courant est procyclique chez tous les exportateurs de produits, les différences entre phases de hausse et de baisse étant amplifiées quand le cycle sous-jacent est plus durable ou quand les variations des cours sont supérieures.

<sup>20</sup>Cela correspond aux études empiriques. Chen, Rogoff et Rossi (2010), par exemple, constatent que les taux de change réels des exportateurs de produits de base sont plus élevés dans les périodes de hausse de leurs cours. Toutefois, la croissance moyenne du TCER lors d'une hausse ne se situe pas toujours au-dessus de la croissance moyenne observée lors d'une baisse (on ne l'indique pas ici), ce qui est un peu surprenant. Nous proposons deux explications possibles. D'abord, le TCER (comme toutes les variables) ne réagit pas seulement aux variations des cours des produits de base, mais aussi aux politiques en vigueur et à d'autres facteurs; or, l'exercice ne recense aucun de ces éléments et n'en élimine pas les effets. Ensuite, un certain surajustement du TCER peut avoir lieu au début d'une phase de hausse, suivie d'une correction, de sorte que la croissance moyenne du TCER n'est pas forcément plus marquée lors d'une hausse que lors d'une baisse.

### Graphique 4.4. Performance macroéconomique des exportateurs de quatre grands produits de base lors des fluctuations des cours de ces produits

Le parallélisme entre cycles des cours de produits de base et indicateurs économiques est plus marqué pour les exportateurs de pétrole et de cuivre que pour ceux de café et de coton.

■ Hausse des cours   
 ■ Hausse durable   
 ■ Forte hausse   
 ■ Baisse des cours   
 ■ Baisse durable   
 ■ Forte baisse

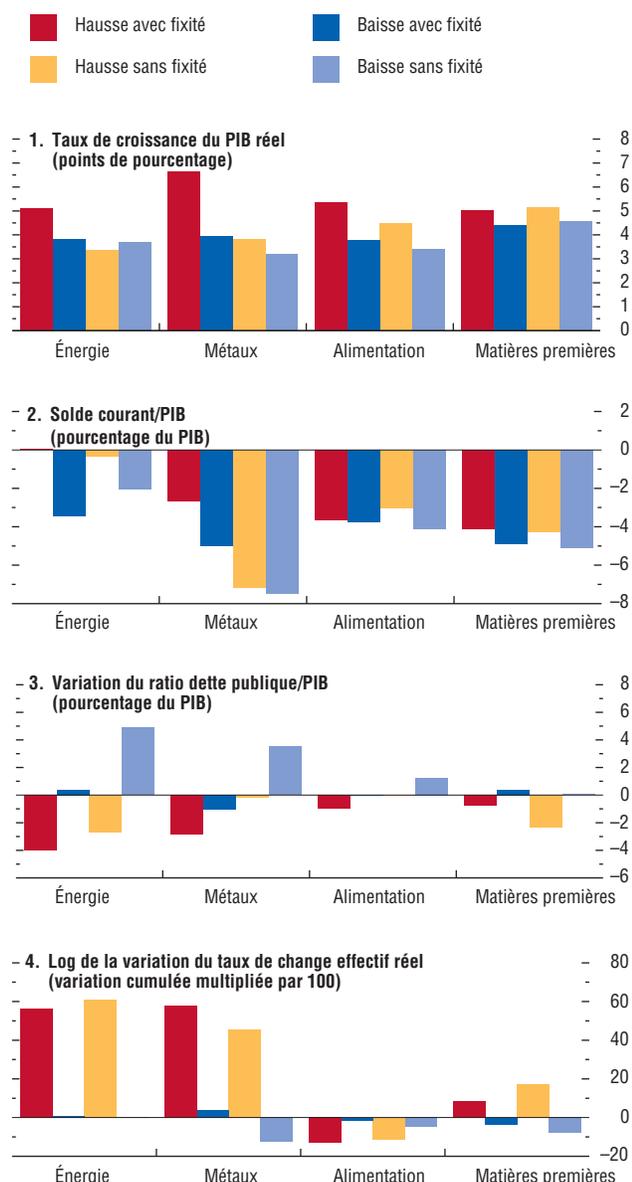


Source : calculs des services du FMI.

Note : Chaque barre montre la valeur médiane des moyennes des pays au sein de l'échantillon de la variable concernée. Les variations durables se situent dans le quartile supérieur par durée, les variations fortes par amplitude. Il n'y a de barres que si l'on dispose de au moins trois années de données pour au moins trois pays. On trouvera à l'appendice 4.1 une description complète des données sous-jacentes.

### Graphique 4.5. Régime de change et performance des exportateurs lors des fluctuations des cours des produits de base

Dans les pays exportateurs d'énergie et de pétrole, le parallélisme entre cycles des cours de produits de base et indicateurs économiques est amplifié par la fixité du taux de change.



Source : calculs des services du FMI.

Note : Chaque barre montre la valeur médiane des moyennes des pays au sein de l'échantillon de la variable concernée. Il n'y a de barres que si l'on dispose d'au moins trois années de données pour au moins trois pays. Les régimes de change correspondent au classement « grossier » de Ilzetzki, Reinhart et Rogoff (2008), actualisé en 2010. On trouvera à l'appendice 4.1 une description complète des données sous-jacentes.

- *Solde budgétaire* : le parallélisme entre les soldes budgétaires et les cycles des produits de base est plus frappant chez les exportateurs de pétrole brut et de cuivre que chez les exportateurs d'alimentation et de matières premières.

### Cycles des cours des produits de base et politique économique

Après avoir démontré le parallélisme entre la situation économique interne des exportateurs de produits de base et les cycles de leurs cours, nous recherchons si ce parallélisme est atténué ou accentué par différentes politiques économiques. Nous nous intéressons en particulier à la nature du régime de change (fixité ou non) et au degré d'ouverture du compte de capital (relativement poussé ou limité). Comme auparavant, il ne faut pas interpréter à tort ces corrélations de base comme un lien de causalité entre les caractéristiques structurelles, d'une part, et le parallélisme entre situation économique et cours des produits de base, d'autre part.

#### Régime de change

La variabilité cyclique des indicateurs macroéconomiques est légèrement plus forte en régime de change fixe qu'en régime flexible, surtout pour les exportateurs d'énergie et de métaux (graphique 4.5). Dans le cadre d'un régime de change fixe, la croissance de la production fléchit plus nettement pendant les phases de baisse chez tous les exportateurs de matières premières, tandis que les différences sur le plan du solde courant sont supérieures pour les exportateurs de métaux et d'énergie. La fixité du taux de change peut théoriquement réduire la volatilité économique en limitant les fluctuations; néanmoins, elle ne peut amortir les chocs externes, notamment ceux liés aux variations des cours réels des produits de base. Peu de données indiquent une domination du deuxième effet chez les exportateurs d'énergie et de métaux<sup>21</sup>.

#### Ouverture du compte de capital

Si le compte de capital est très ouvert, le parallélisme entre indicateurs macroéconomiques et cycles des

<sup>21</sup>On trouvera chez Rafiq (2011) des données tangibles émanant des exportateurs de pétrole du Conseil de coopération du Golfe, tandis qu'Adler et Sosa (2011) présentent des données relatives à ceux d'Amérique latine.

cours des produits de base est supérieur pour les exportateurs d'énergie et de métaux, mais pas pour ceux des autres produits de base (graphique 4.6). Globalement, il peut y avoir compensation de divers facteurs. Les pays pouvant plus facilement accéder aux capitaux internationaux devraient être mieux en mesure de lisser la volatilité de la production lorsque les cours des produits de base fluctuent, par exemple en empruntant sur ces marchés en phase de baisse des cours. Toutefois, il est possible que les marchés jouent un rôle procyclique chez certains, les flux de capitaux augmentant en période de hausse des cours des produits de base et diminuant quand ils baissent<sup>22</sup>. Le second facteur semble dominer chez les exportateurs d'énergie et de métaux, mais pas chez les exportateurs d'alimentation et de matières premières.

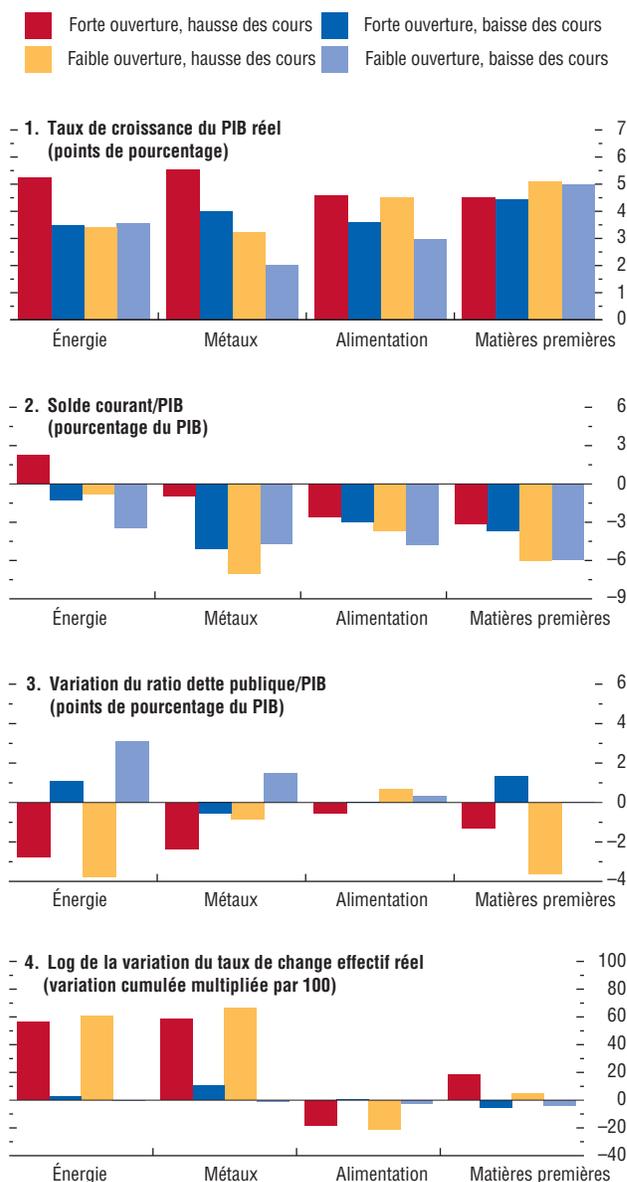
Pour résumer, les résultats macroéconomiques des exportateurs de produits de base sont étroitement liés à l'évolution des cours. Ce comportement procyclique vis-à-vis des cours est accentué quand leurs fluctuations sont de longue durée ou de grande ampleur. Mais on relève des différences profondes entre les exportateurs de produits de base. Ceux d'énergie et de métaux collent habituellement davantage aux à-coups des cours des produits de base que ceux de denrées alimentaires et de matières premières, le phénomène tendant à être plus prononcé en régime de change fixe et avec une grande ouverture du compte de capital.

Le fait que les différences de résultats macroéconomiques entre phases de hausse et de baisse soient en général plus grandes chez les exportateurs d'énergie et de métaux que chez ceux de produits alimentaires et agricoles s'explique peut-être en partie par des variations des cours plus marquées chez les premiers que chez les seconds. Mais, de façon plus générale, les corrélations mentionnées ci-dessus ne tiennent pas compte des mesures susceptibles d'atténuer ou d'accentuer le parallélisme entre situations économiques et cycles des produits de base. Pour l'énergie et les métaux, par exemple, les royalties sont le plus souvent supérieures à celles que rapportent d'autres produits de base, ce qui est de nature à renforcer le parallélisme entre indicateurs économiques et fluctuations des cours si elles sont dépensées pendant les phases de hausse.

<sup>22</sup>Adler et Sosa (2011) trouvent des preuves de cette procyclicité chez les exportateurs latino-américains de produits de base.

### Graphique 4.6. Ouverture du compte de capital et performance des exportateurs lors des fluctuations des cours des produits de base

Dans les pays exportateurs d'énergie et de pétrole, il semble y avoir un plus grand parallélisme entre cycles des cours de produits de base et indicateurs économiques quand le compte de capital est très ouvert.



Source : calculs des services du FMI.  
 Note : Chaque barre montre la valeur médiane des moyennes des pays au sein de l'échantillon de la variable concernée. Il n'y a de barres que si l'on dispose d'au moins trois années de données pour au moins trois pays. Un pays est classé comme ayant une forte ouverture si sa mesure d'ouverture du compte de capital selon Chinn et Ito (2010) est supérieure ou égale à la médiane de l'échantillon. Dans le cas contraire, il est classé comme ayant une faible ouverture. On trouvera à l'appendice 4.1 une description complète des données sous-jacentes.

**Tableau 4.4. Effets dynamiques des chocs mondiaux sur les marchés des produits de base**

Produit de base	Choc	Production de produits de base		Activité mondiale		Cours réel des produits de base	
		Lors de l'impact	À 3 ans	Lors de l'impact	À 3 ans	Lors de l'impact	À 3 ans
Pétrole	Production	0,488†	0,263	0,024	0,059	-1,098	1,975
	Activité mondiale	0,128†	-0,080	0,610†	0,215	3,526†	3,693†
Cuivre	Production	0,949†	0,696†	-0,031	-0,076	-0,873	-2,106
	Activité mondiale	0,305†	0,229	0,752†	0,475†	2,414†	0,693
Café	Production	6,933*** (0,731)	1,767 (1,175)	-0,144 (0,156)	-0,163 (0,321)	-1,050* (0,557)	-1,481 (1,252)
	Activité mondiale	...	2,393* (1,263)	1,041*** (0,110)	1,162*** (0,328)	0,517 (0,544)	-1,466 (1,319)
Coton	Production	4,149*** (0,437)	0,095 (1,059)	0,370*** (0,132)	0,425 (0,345)	-0,038 (0,369)	-0,296 (0,536)
	Activité mondiale	...	-3,005** (1,178)	0,848*** (0,089)	1,320*** (0,373)	0,693* (0,361)	1,410** (0,614)

Source : calculs des services du FMI.

Note : Comme les modèles des marchés du pétrole et du cuivre sont à fréquence mensuelle, on montre pour ces produits de base l'effet moyen sur l'année correspondante. † est accolé à la statistique si 50 % au moins des données sont individuellement significatives au niveau de 10 %. Les erreurs-types sont entre parenthèses sous l'estimation correspondante. Le niveau de significativité est donné par \* = 10 %, \*\* = 5 %, \*\*\* = 1 %. L'expérimentation par la pensée est une hausse de 1 écart-type de la production mondiale du produit ou une hausse de 1 écart-type de l'activité mondiale à la fréquence en question. Aucune valeur n'est indiquée lorsque le choc n'a aucun effet contemporain. Voir appendice 4.3 pour plus d'informations.

## Les déterminants des marchés de produits de base et leurs effets macroéconomiques

Comment une dégradation inattendue des perspectives économiques mondiales influence-t-elle sur les cours des produits de base et sur leurs exportateurs? Pour répondre à cette question, la présente section montre d'abord la manière dont les chocs sur l'activité mondiale se répercutent sur les cours des produits de base, puis estime l'incidence macroéconomique sur les exportateurs de ces produits.

### Les déterminants des marchés de produits de base

En utilisant un modèle autorégressif vectoriel (VAR) des marchés mondiaux des produits de base appliqué au pétrole brut, au cuivre, au coton et au café, nous faisons apparaître la contribution aux fluctuations des cours des produits de base des chocs sur l'activité mondiale et sur la production de ces produits. Les variations de cours (non expliquées) qui subsistent découlent d'autres facteurs impossibles à identifier avec précision; mais il s'agit probablement d'une conjonction de facteurs de demande propres à chaque produit et d'anticipations à propos de l'évolution future de la production et de la demande mondiales<sup>23</sup>.

<sup>23</sup>Pour le pétrole et le cuivre, les modèles VAR sont estimés avec une fréquence mensuelle, tandis que, pour le café et le coton, ils fonctionnent avec des données annuelles en raison de l'insuffisance des données. On trouvera à l'appendice 4.3 des précisions sur le modèle de référence et les contrôles de robustesse. On peut citer

Les chocs sur la demande globale ont un effet positif sur les cours de tous les produits de base à l'exception du café (tableau 4.4). Un choc positif sur la demande globale de 1 écart-type (égal à une hausse de 0,6 % de l'indice mensuel de la production industrielle mondiale pour le pétrole et de 0,75 % pour le cuivre) fait augmenter le cours réel dans l'année impactée de 3,5 % pour le pétrole et de 2,4 % pour le cuivre. S'agissant du coton, une hausse de la demande mondiale de 1 écart-type, représentée par une progression de 0,8 % du PIB réel mondial, élève le cours du coton

comme exemples de chocs sur la production les accidents climatiques imprévisibles tels que les inondations et la sécheresse, qui pénalisent les rendements (pour l'alimentation et les matières premières); les perturbations de la production résultant de défaillances des équipements ou d'interruptions du travail inattendues (pour l'énergie et les métaux); les progrès technologiques imprévus qui stimulent la production. Un choc sur l'activité mondiale peut consister en une contraction soudaine due à des difficultés inattendues dans un pays ayant une importance systémique. Les chocs propres à un produit de base peuvent consister, par exemple, en un changement de goût au profit du café et au détriment du thé (ce qui s'est produit pendant la décennie écoulée), en une intensification progressive de l'usage d'un produit ainsi qu'en un changement des anticipations sur la production future et l'activité mondiale. Les variations de la production ou de l'activité entièrement ou partiellement anticipées feraient donc partie de la composante non expliquée du cours, qui interviendrait au moment où l'on reçoit les nouvelles à propos du changement à venir plutôt qu'à celui où il se produit effectivement. La situation récente de la Libye pourrait illustrer ce type de choc anticipé sur la production : on s'attendait à ce que l'agitation politique perturbe la production de pétrole, et donc l'offre mondiale de ce produit, ce qui a fait monter les cours à l'avance. De même, une hausse anticipée de la demande de produits de base due à l'essor actuel de l'immobilier en Chine ferait monter à l'avance les cours des produits de base.

de 0,7 %. L'effet positif du choc sur la demande mondiale reste significatif même trois ans après l'impact pour les cours du pétrole brut et du coton.

En revanche, même si les chocs sur la production mondiale entraînent des mouvements de cours de sens opposé, il n'y a d'effet significatif sur aucun produit de base sauf le café. Un choc positif de 1 écart-type sur la production la fait augmenter à l'échelle mondiale de 7 % pour le café et de 4 % pour le coton la même année. Les hausses moyennes de la production mensuelle de pétrole et de cuivre s'élèvent respectivement à 0,5 % et 1 %. L'incidence négative de cette augmentation de la production sur les cours n'est significative que pour le café, dont le cours baisse de 1 % dans l'immédiat, mais elle ne l'est pas pour les autres produits. Le résultat est contraire aux conclusions des études économiques selon lesquelles les chocs passés sur les cours du pétrole étaient largement imputables à l'offre globale<sup>24</sup>. Cela signifie sans doute que les perturbations passées de l'offre sur les marchés pétroliers étaient largement anticipées. À l'inverse, les chocs sur l'offre liés aux conditions climatiques pourraient être plus difficiles à prévoir que ceux sur l'offre d'énergie et de métaux, d'où des effets plus significatifs sur les cours de produits agricoles tels que le café<sup>25</sup>.

Il ressort de ces constatations que tous les effets sur les cours des produits de base ne sont pas semblables et que beaucoup dépendent de l'origine du choc et de la nature du produit. Plus important encore : les cours des produits de base peuvent varier sensiblement du fait de variations non anticipées de l'activité mondiale.

### Les effets macroéconomiques internes des chocs mondiaux sur les marchés de produits de base

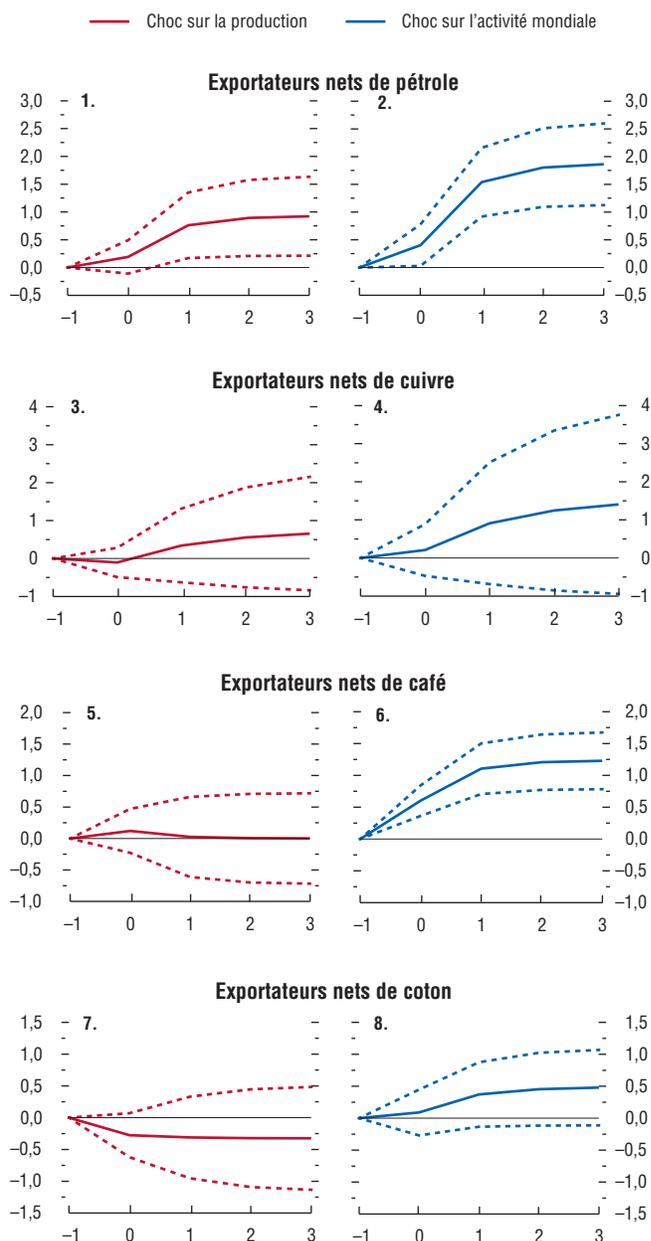
Comment les chocs sur les marchés de produits de base générés par l'activité mondiale influent-ils sur les exportateurs? Nous répondons à cette question en estimant un modèle dynamique de panel sur les effets économiques de différents déterminants des marchés de produits de base pour les exportateurs de chacun

<sup>24</sup>Voir par exemple Hamilton (2011). Toutefois, Kilian (2009) ainsi que Kilian et Murphy (2010) soutiennent le point de vue contraire.

<sup>25</sup>Le fait que la demande globale n'influe pas sensiblement sur les cours du café pourrait découler de leur sensibilité supérieure aux préférences en matière de boissons et d'une faible élasticité par rapport aux revenus (Bond, 1987).

**Graphique 4.7. Effets sur la production réelle des chocs sur les marchés de produits de base**  
(Réaction en pourcentage)

Les chocs générés par la demande mondiale peuvent avoir des répercussions économiques significatives sur les exportateurs de produits de base.



Source : calculs des services du FMI.

Note : L'abscisse indique le nombre d'années écoulées, 0 étant l'année où le choc s'est produit. L'échantillon se compose d'exportateurs nets des produits de base, le rapport entre les exportations nettes du produit et les exportations totales de marchandises étant d'au moins 10 %. Les lignes en pointillé montrent les intervalles de confiance à 90 %. Les magnitudes des chocs sont de 1 écart-type de baisse de la production mondiale et de hausse de l'activité mondiale. On trouvera à l'appendice 4.3 une description du modèle d'autorégression vectorielle utilisé pour estimer l'activité mondiale sous-jacente et les chocs sur la production.

**Tableau 4.5. Effets macroéconomiques des chocs mondiaux sur les marchés des produits de base**

Produit de base	Choc	PIB réel		Solde courant/PIB		Variation du ratio dette publique/PIB	
		Lors de l'impact	À 3 ans	Lors de l'impact	À 3 ans	Lors de l'impact	À 3 ans
Pétrole	Production	0,191 (0,182)	0,923** (0,432)	0,510 (0,329)	2,802 (1,851)	-1,990*** (0,671)	-4,316*** (1,043)
	Activité mondiale	0,404* (0,228)	1,862*** (0,448)	0,840*** (0,230)	5,458*** (0,980)	-1,333*** (0,395)	-3,269*** (0,433)
Cuivre	Production	-0,104 (0,235)	0,658 (0,908)	0,098 (0,287)	-1,253** (0,576)	0,984 (0,675)	-0,094 (1,077)
	Activité mondiale	0,210 (0,412)	1,406 (1,428)	1,049** (0,549)	2,486*** (0,952)	0,338 (0,752)	-0,851 (1,191)
Café	Production	0,121 (0,212)	0,001 (0,437)	0,220 (0,237)	0,532 (0,560)	2,873* (1,657)	0,860 (1,090)
	Activité mondiale	0,603*** (0,146)	1,229*** (0,270)	0,364* (0,217)	1,589* (0,915)	4,579 (4,192)	6,128 (5,895)
Coton	Production	-0,275 (0,210)	-0,325 (0,491)	-0,399 (0,324)	-1,153 (1,124)	2,854 (3,718)	1,697 (2,176)
	Activité mondiale	0,090 (0,218)	0,479 (0,359)	1,258* (0,648)	4,110*** (1,588)	0,469 (2,074)	-0,435 (1,464)

Source : calculs des services du FMI.

Note : Les erreurs-types sont entre parenthèses sous l'estimation correspondante. Le niveau de significativité est donné par \* = 10 %, \*\* = 5 %, \*\*\* = 1 %. L'expérimentation par la pensée est une baisse de 1 écart-type de la production mondiale du produit ou une hausse de 1 écart-type de l'activité mondiale. Pour le pétrole et le cuivre, il s'agit de la moyenne des chocs intervenus sur une année, qui figure dans le modèle sous-jacent du tableau 4.4, décrit à l'appendice 4.3. Les effets dynamiques indiqués ici sont évalués à leur moyenne de l'échantillon de la mesure de l'exposition aux produits (exportations nettes du produit/PIB) : 22,9 % pour le pétrole, 10,3 % pour le cuivre, 4,2 % pour le café et 3,2 % pour le coton.

d'entre eux<sup>26</sup>. Comme on l'a mentionné ci-dessus, nous pouvons distinguer deux types de chocs sous-jacents qui font varier les cours de ces produits : les chocs sur l'activité mondiale (demande) et les chocs sur la production globale de produits (offre). Le modèle de panel suivant est estimé par produit de base pour chaque catégorie d'exportateurs<sup>27</sup> :

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \delta Y_{i,t-1} + \sum_{k=0}^1 \sum_{j=0}^2 (\beta_{k,j} u_{t-k,j} + \theta_k W_{i,t-k} + \varphi_{k,j} W_{i,t-k} u_{t-k,j}) + \eta_{i,t} \quad (4.1)$$

où  $Y_{i,t}$  est la variable macroéconomique intéressante pour l'économie  $i$  au moment  $t$  (nous nous concentrons sur le PIB réel, le ratio solde des paiements courants/PIB et l'évolution du ratio dette publique/PIB).  $\alpha_i$  est un effet fixe propre à cette économie,  $u_{i,t}$  est le  $j^{\text{e}}$  choc sur les marchés de produits de base au moment  $t$ ,  $W_{i,t}$  représente l'exposition aux produits de base de l'économie  $i$  au moment  $t$ , exprimée comme une moyenne mobile retardée sur trois ans du rapport entre les exportations nettes du produit de base et le PIB

<sup>26</sup>Les mouvements des cours des produits de base peuvent aussi avoir des conséquences sérieuses sur les importateurs de ces produits, dont beaucoup sont des pays à faible revenu (PFR). Le chapitre porte principalement sur les exportateurs, mais l'encadré 4.1 présente un synopsis des effets variables sur les PFR de majorations des cours de l'alimentation et du pétrole.

<sup>27</sup>Dans l'échantillon, chaque part moyenne nette de l'exportateur de produits de base dans les exportations totales de marchandises sur toute la période de l'échantillon est d'au moins 10 %.

de l'économie, et  $\eta_{i,t}$  est un terme d'erreur à zéro de moyenne. Les termes d'interaction permettent que les effets des variables des marchés des produits de base se modifient parallèlement à la dépendance de l'économie aux exportations de ces produits.

Les résultats confirment que les chocs sur les produits de base déterminés par la demande mondiale ont une incidence économique significative sur les exportateurs (graphique 4.7; tableau 4.5). Ce n'est pas surprenant puisque les évolutions imprévues de l'activité mondiale sont susceptibles d'influer sur la demande de tous les biens. Un exportateur diversifié de produits de base sera donc confronté à une augmentation de la demande de toutes ses exportations. En particulier :

- Un choc positif sur l'activité mondiale améliore la situation économique de tous les exportateurs de produits de base par la voie de la croissance du PIB, des soldes extérieurs ou des deux. S'agissant du pétrole, un choc ordinaire sur la demande mondiale fait augmenter le PIB réel des exportateurs nets de près de 0,4 % dans l'année en question, alors que la hausse est de 0,6 % pour le café (tableau 4.5)<sup>28</sup>.

<sup>28</sup>On remarque qu'un choc habituel sur la demande (ou la production) mondiale représente dans le cas des cours du pétrole et du cuivre la moyenne annuelle des chocs structurels mensuels dans le modèle VAR mensuel. On trouvera à l'appendice 4.3 des précisions sur les moyens d'utiliser ces résultats pour obtenir une estimation des élasticités implicites du PIB réel par rapport aux augmentations des cours à une fréquence annuelle.

Les effets sur le PIB réel des exportateurs de pétrole et de café s'amplifient au cours des trois années suivantes en restant positifs et significatifs. Dans les autres cas, l'incidence sur la croissance des chocs sur la demande est négligeable. Toutefois, le solde courant de tous les exportateurs de produits de base s'améliore sensiblement, et cet effet reste significatif même au bout de trois ans pour les exportateurs de tous ces produits. Les chocs sur la demande mondiale ne sont bénéfiques aux soldes budgétaires que pour les exportateurs de pétrole, cet effet s'amplifiant à un horizon de trois ans.

- En revanche, il n'est pas surprenant qu'un choc négatif mondial sur la production d'un produit de base, qui en augmente le cours, n'ait pas toujours un effet économique significatif. La raison en est qu'un événement de cette nature peut découler en partie d'un choc négatif sur la production intérieure ou entraîner éventuellement une chute du PIB mondial, laquelle est susceptible de compenser en tout ou partie l'incidence positive de l'amélioration des termes de l'échange (comme on l'observe pour le cuivre et le coton).

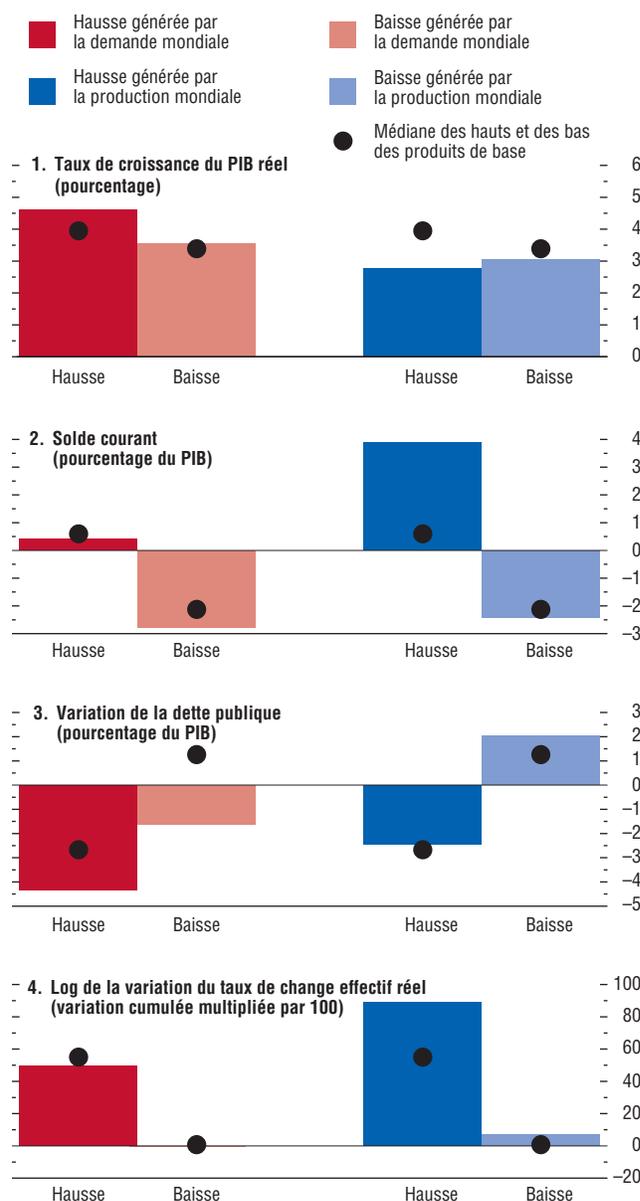
Comment les effets économiques susmentionnés de l'activité ou de la production mondiales se manifestent-ils pendant la durée totale d'une phase de hausse ou de baisse des cours des produits de base? Pour le savoir, nous nous servons du modèle VAR qui permet de séparer les hausses de cours du pétrole générées surtout par la demande mondiale de celles principalement imputables aux variations de la production mondiale<sup>29</sup>. Les résultats sont résumés au graphique 4.8.

- L'effet économique cyclique des fluctuations des cours du pétrole est un peu plus important quand elles découlent de la demande mondiale. La différence de croissance du PIB réel entre une hausse et une baisse ordinaires est de 1 point pour un cycle des cours du pétrole lié à la demande au lieu de 0,5 point en moyenne pour tous les cycles de ces cours. La variation des soldes courants et l'appréciation cumulée du TCER au cours d'une phase de montée des cours du pétrole déterminée par la

<sup>29</sup>Cette séparation claire entre les cycles de cours tirés par la demande et la production n'est pas possible pour les autres produits de base. On trouvera des précisions à l'appendice 4.3.

### Graphique 4.8. Déterminants des cours du pétrole, cycles et performance des exportateurs nets de pétrole

Les cycles des cours du pétrole générés par la demande mondiale accentuent l'instabilité macroéconomique.



Source : calculs des services du FMI.

Note : Les cercles noirs indiquent le niveau médian de l'échantillon dans les phases de hausse et de baisse sans tenir compte de leurs déterminants. Il y a deux fluctuations des cours du pétrole déterminées par la production et quatre par la demande. Celles déterminées par la production sont une baisse de M1 : 1996 à M12 : 1998 et une hausse de M1 : 1999 à M9 : 2000. Les fluctuations générées par la demande sont deux baisses de M10 : 1990 à M12 : 1993 et de M10 : 2000 à M12 : 2001 ainsi que deux hausses de M1 : 1994 à M10 : 1996 et de M1 : 2002 à M7 : 2008. On trouvera à l'appendice 4.1 une description complète des données sous-jacentes. L'appendice 4.3 présente le modèle d'autorégression vectorielle employé pour estimer l'activité mondiale et les chocs sur la production.

demande, relativement à une phase de baisse, sont en moyenne similaires à celles observées pour tous les cycles de ces cours.

- La situation budgétaire progresse moins pendant les hausses du cours du pétrole tirées par la demande que pendant les baisses de même origine. Le solde budgétaire, représenté par la variation annuelle du ratio dette publique/PIB, s'améliore de quelque 2½ points de PIB au cours d'une hausse générée par la demande mondiale (contre une amélioration de près de 4 points de PIB en moyenne pour tous les cycles des cours du pétrole). Ce phénomène résulte peut-être de la tendance des exportateurs de pétrole à réagir sur le plan budgétaire de façon moins anticyclique (ou plus procyclique) aux chocs sur la demande mondiale qu'aux autres; et, par suite, il pourrait expliquer pourquoi les cycles des cours du pétrole liés à la demande entraînent de plus grandes variations économiques intérieures.

Il est important de distinguer les sources des fluctuations des cours des produits de base, car ces facteurs n'ont pas les mêmes effets sur les cours et la situation macroéconomique des exportateurs de différents produits de base. Globalement, les chocs sur l'activité mondiale ont une incidence économique significative sur les exportateurs de produits de base. Elle est la plus forte pour le pétrole brut, mais se vérifie aussi pour les exportateurs d'autres produits. Chez les exportateurs de pétrole, la variation de l'activité réelle entraînée par les cycles de cours du pétrole liés à la demande mondiale est un peu supérieure à celle résultant des autres cycles de ces cours. Toutefois, ces conclusions ne permettent pas de dire comment les exportateurs de produits de base devraient réagir aux chocs mondiaux sur ces produits de façon à réduire le plus possible les retombées économiques internes. Ces questions sont traitées dans la section suivante.

### Les ripostes budgétaires optimales aux chocs sur les marchés de produits de base

Comment les exportateurs de produits de base doivent-ils réagir aux fluctuations des cours? Pour eux, la politique macroéconomique pourrait jouer un rôle plus important de réduction de l'instabilité compte tenu de la persistance et de la volatilité des variations des cours des produits de base. Comme on l'a noté, une

phase ordinaire de baisse des cours réels du pétrole et des métaux peut durer de deux à trois ans, être d'une amplitude de 40 % à 50 % entre le point haut et le point bas, et freiner la croissance du PIB réel de ½ à 1 point. La politique budgétaire peut donc jouer un rôle essentiel en raison de l'effet direct des cours des produits de base sur les recettes publiques et, du fait de l'action des pouvoirs publics, sur le reste de l'économie<sup>30</sup>.

Cette section est consacrée à la riposte budgétaire optimale aux fluctuations des cours des produits de base dans un pays exportateur, de petite taille et ouvert, ainsi qu'à l'interaction avec la politique monétaire à travers le choix du système de change. Bien que le modèle soit calibré pour le pétrole, comme on l'explique ci-dessous, les résultats qualitatifs s'appliquent également à d'autres produits de base. On analyse comment le choix de la meilleure politique budgétaire possible dépend de l'origine des fluctuations des cours des produits en question, des différences entre les situations macroéconomiques et des caractéristiques structurelles du pays exportateur. Tout en reconnaissant les limites de la modélisation, nous évoquons aussi les arbitrages possibles entre les politiques optimales, au niveau national par opposition au niveau mondial, pour les grands exportateurs de produits de base en raison de leurs éventuelles répercussions. Nous recherchons aussi la riposte budgétaire optimale aux changements permanents des cours des produits de base. Enfin, nous nous demandons quelle est la meilleure orientation concevable pour les exportateurs de ces produits face à l'incertitude qui règne actuellement sur l'évolution future de leurs cours.

### Modalités

Nous employons une version bi-régionale du modèle monétaire et budgétaire mondial intégré (GIMF) comprenant un exportateur de pétrole de petite taille

<sup>30</sup>Toutefois, les données empiriques indiquent que les politiques budgétaires sont procycliques, ce qui accentue l'instabilité intérieure. Ainsi, Husain, Tazhibayeva et Ter-Martirosyan (2008) constatent que les réactions aux chocs sur les cours du pétrole augmentent l'instabilité intérieure en termes réels. Comme on l'a indiqué, Frankel (2011) soutient que les exportateurs de produits de base ont une gestion macroéconomique trop procyclique. Pour leur part, Céspedes et Velasco (2011) trouvent que les exportateurs de produits de base ont peut-être eu moins recours à des politiques budgétaires procycliques ces dernières années.

et ouvert ainsi que le reste du monde, lequel est un importateur *net* de ce produit<sup>31</sup>. Le petit exportateur ouvert considère le cours mondial du pétrole comme une donnée de fait. Il écoule la plus grande part de sa production, ses exportations nettes équivalant à 18 % de son PIB et représentant 45 % de ses exportations<sup>32</sup>. Dans ces conditions, un choc généré par la demande mondiale l'affecterait non seulement du fait de la variation du cours du pétrole, mais aussi de celle de la demande des autres produits qu'il vend à l'étranger (on tient compte des effets de type syndrome hollandais). La population de l'exportateur se compose de ménages à générations imbriquées et de ménages subissant une contrainte de liquidité, afin d'appréhender de façon plus réaliste l'incidence de la politique budgétaire. L'État peut emprunter sur les marchés de capitaux internationaux, mais il supporte une prime de risque qui augmente parallèlement au montant de sa dette extérieure nette<sup>33</sup>. Dans le scénario de référence, nous supposons aussi que 1) la production de pétrole est largement contrôlée par l'État, qui s'approprie la plus grande part de la rente (au moyen de royalties); 2) que la dette publique nette est relativement réduite et que la prime de risque souverain est peu sensible à ses variations; 3) que la politique monétaire est régie par un système de ciblage de l'inflation couplé au flottement du taux de change nominal. Ces hypothèses sont assouplies dans les analyses de robustesse qui suivent.

On modélise la conduite de la politique budgétaire au moyen de règles qui ciblent le solde du budget de l'État de façon à réduire le plus possible la volatilité de la production et de l'inflation. Plus précisément, l'autorité budgétaire utilise pendant chaque période un instrument en réaction aux écarts des recettes fiscales non pétrolières et des royalties par rapport à leurs niveaux à long terme. Si, par exemple, le cours mondial du pétrole et les recettes fiscales connaissent temporairement une hausse inattendue, les royalties s'élèvent momentanément au-dessus de leur niveau de long terme et l'autorité réagit éventuellement en ajustant l'instrument budgétaire. Il s'agit spécifiquement

<sup>31</sup>Voir l'appendice 4.4 pour plus de détails.

<sup>32</sup>Ce qui est similaire aux parts moyennes des exportateurs de pétrole dans l'échantillon (voir appendice 4.1).

<sup>33</sup>L'endettement net tient compte d'une éventuelle position créditrice en actifs étrangers (liée par exemple à l'existence d'un fonds souverain).

du taux de la taxe sur la main-d'œuvre, choisi par souci de simplicité sans que cela constitue une recommandation. Les conclusions en la matière ne dépendent pas non plus de ce choix. Nous retenons trois grandes orientations :

- *Une règle d'équilibre budgétaire* : en vertu de cette règle, le budget de l'État est équilibré dans chaque période, de sorte qu'il y a redistribution immédiate aux ménages de toutes les royalties et recettes fiscales exceptionnelles par abaissement des taux d'imposition. Cette règle est procyclique par définition, mais maintient le solde budgétaire et la dette publique nette au niveau des cibles à long terme.
- *Une règle d'excédent structurel* : en vertu de cette règle, les royalties et les recettes fiscales exceptionnellement élevées sont épargnées, alors que leurs montants exceptionnellement bas entraînent une désépargne (on ne majore donc pas les taux d'imposition pour compenser le manque à gagner). Cette règle implique une variation à due concurrence du solde budgétaire global et de la dette publique en réponse aux écarts des royalties et des recettes fiscales par rapport à leurs valeurs de long terme. Elle est cycliquement neutre puisqu'elle n'a pas pour effet d'augmenter ou de diminuer la demande globale.
- *Une règle anticyclique* : en vertu de cette règle, l'autorité budgétaire ne se contente pas d'épargner les royalties et les recettes publiques exceptionnellement élevées; elle majore aussi les impôts pour atténuer la stimulation exercée sur la demande globale par le surcroît de revenus pétroliers revenant au secteur privé. Si les royalties et les recettes fiscales sont exceptionnellement faibles, on allège temporairement les impôts. Cette règle a pour corollaire des variations supérieures des soldes budgétaires et de la dette publique en réaction aux fluctuations des cours du pétrole. Elle a toutefois un caractère anticyclique en améliorant (dégradant) le solde structurel pendant les périodes de fermeté (de faiblesse) des cours du pétrole et/ou de l'activité économique.

En pratique, la politique budgétaire d'un certain nombre d'exportateurs de produits de base est influencée par des règles de ce type. Le Chili et la Norvège ont même adopté des règles spécifiques analogues à celles utilisées dans les simulations du modèle. Le Chili suit une règle d'excédent structurel qui laisse jouer les stabilisateurs automatiques. La règle

en vigueur en Norvège cible un solde structurel non pétrolier tout en ménageant la possibilité de réactions anticycliques sur toute la durée du cycle conjoncturel<sup>34</sup>.

### Réactions aux chocs temporaires sur les cours des produits de base

Pour comparer les effets des trois types de politique budgétaire, nous analysons les résultats de simulations basées sur deux scénarios où les cours du pétrole augmentent. Dans le premier, ils s'élèvent sous l'effet d'un accroissement inattendu de l'activité mondiale. Dans le second, la hausse est due à un choc négatif sur la production mondiale de ce produit. Dans les deux scénarios, les chocs sont calibrés de façon à entraîner des augmentations comparables des cours du pétrole (de près de 20 % au bout d'un an). En outre, ces augmentations perdurent trois ans environ, ce qui est conforme à la distribution de la durée des cycles des cours pétroliers dans l'analyse empirique.

Nous constatons que les effets sur l'économie intérieure des hausses des cours pétroliers diffèrent selon que les hausses sont provoquées par la demande ou par l'offre extérieures, ce qui correspond aux résultats empiriques.

Dans le cas d'une hausse résultant de l'offre extérieure, une contraction temporaire de la production de pétrole dans le reste du monde fait augmenter son cours réel de 20 % la première année. Il fléchit graduellement au cours des deux années suivantes (graphique 4.9). La demande extérieure réelle de tous les produits vendus par le petit exportateur ouvert de pétrole baisse parallèlement au PIB du reste du monde. Toutefois, ce recul est compensé par la progression de la valeur réelle des exportations de pétrole qui améliore sa balance commerciale. Malgré la hausse de l'inflation globale entraînée par la majoration du cours du pétrole, l'affaiblissement de la demande mondiale réduit les cours réels des biens finaux et génère en fait un recul de l'inflation hors alimentation et énergie. Cela est en partie atténué par une politique monétaire un peu plus stimulante.

<sup>34</sup>Depuis une vingtaine d'années, la politique budgétaire suit de plus en plus des règles qui se réfèrent à un certain concept de solde ou à ses composantes (recettes et/ou charges) et/ou au montant de la dette publique. Plus de 65 pays appliquent actuellement des règles budgétaires sous une forme ou sous une autre. Voir FMI (2009).

Dans le cas d'une hausse des cours suscitée par la demande extérieure, un gonflement temporaire de la liquidité dans le monde stimule l'activité et fait monter le cours réel du pétrole de quelque 20 % dans les trois années suivantes, après quoi la demande mondiale ralentit. Les cours du pétrole suivent aussi un cycle de hausse et de baisse. À la différence d'un choc résultant de l'offre de pétrole, l'essor de l'activité mondiale fait augmenter la demande et les cours de toutes les exportations du petit pays exportateur ouvert.

Pour les deux catégories de chocs, une politique budgétaire visant à équilibrer le solde accentue l'instabilité macroéconomique par rapport aux actions structurelles et anticycliques (graphiques 4.9 et 4.10). Avec une règle d'équilibre, le surcroît de recettes fiscales et de royalties pétrolières résultant de la hausse des cours est dépensé en allégeant la taxe sur la main-d'œuvre. Réciproquement, lorsque la montée des cours du pétrole prend fin, la baisse des recettes fiscales et des royalties est compensée par une majoration des impôts sur le travail. Dans l'un et l'autre cas, l'écart de production et l'inflation deviennent plus instables. Quand on opte pour la règle de l'excédent structurel, le surcroît de recettes et de royalties découlant de l'envolée des cours est épargné, de sorte que les impôts sur le travail ne changent pas et que le ratio dette publique/PIB diminue. De même, on laisse ces rentrées publiques tomber en deçà de leur montant potentiel lorsque les cours cessent de monter. Dans les deux cas, la règle de l'excédent structurel contribue à atténuer la volatilité de l'inflation et de la production par rapport à la règle d'équilibre<sup>35</sup>. Avec une règle anticyclique, le taux des impôts sur le travail s'élève pendant la hausse des cours, ce qui freine la demande et l'inflation. À l'inverse, il diminue quand la hausse prend fin, ce qui amortit la contraction de la demande. Ainsi, une règle anticyclique réduit davantage l'instabilité de l'écart de production et de l'inflation qu'une règle d'excédent structurel dans les deux types de chocs cycliques sur les cours des produits de base; elle constitue la riposte budgétaire optimale à l'un comme à l'autre. Dans les simulations, l'amplitude des réactions anticycliques

<sup>35</sup>C'est conforme aux conclusions de Kumhof et Laxton (2010), qui constatent qu'une règle d'excédent structurel peut atténuer l'instabilité macroéconomique dans un petit exportateur de cuivre comme le Chili.

au niveau temporairement élevé des royalties est très modérée. Cela résulte de l'hypothèse selon laquelle l'essentiel des royalties étant versé à l'État, il suffit pour l'essentiel d'isoler l'économie des variations des recettes pétrolières pour assurer la stabilisation macroéconomique.

### Autres cadres de politique économique et autres caractéristiques structurelles

Le caractère optimal d'une politique budgétaire anticyclique est un résultat généralement robuste à d'autres hypothèses concernant les cadres de politique économique et les caractéristiques structurelles. Il convient néanmoins d'apporter certaines nuances (graphique 4.11).

#### Fixité du taux de change

Dans un régime de taux de change fixe, la riposte budgétaire anticyclique aux chocs sur les cours pétroliers doit être plus agressive. C'est surtout parce que la politique budgétaire n'a pas le soutien de la politique monétaire qui, à la différence de ce qui se passerait avec un ciblage de l'inflation, ne réagit pas de façon complémentaire, mais bien procyclique aux chocs sur les cours des produits de base. Dans le cas, par exemple, d'une hausse inattendue des cours du pétrole, la politique monétaire est assouplie pour compenser la tendance à la hausse du taux de change nominal. Cette situation rappelle l'observation empirique suivante : l'évolution de l'économie intérieure colle davantage au cycle des cours des produits de base si le taux de change est fixe, comme indiqué précédemment<sup>36</sup>.

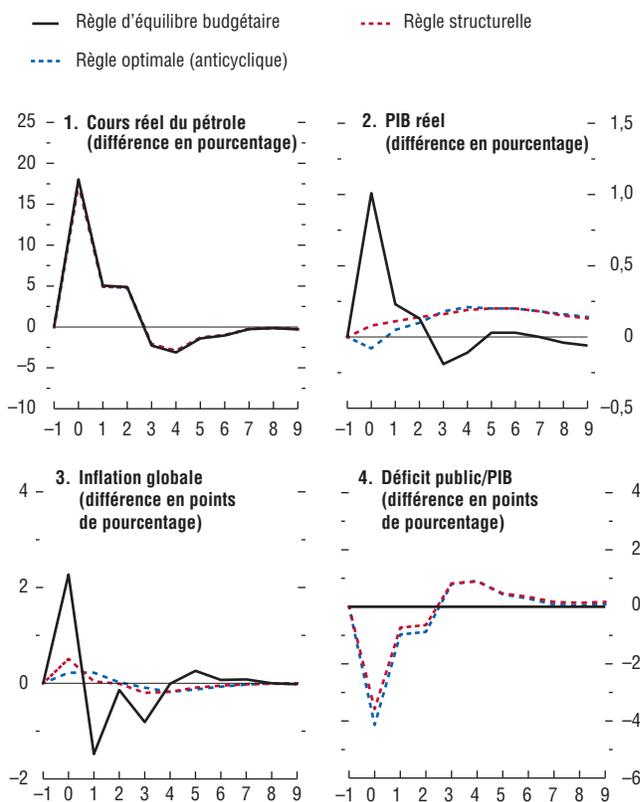
#### Niveau initial de la dette publique

L'ampleur de la riposte anticyclique pourrait aussi être fonction du montant initial de la dette publique nette, selon le degré de réactivité de la prime de risque souverain à son évolution. Dans une autre simulation avec un niveau initial de la dette nette de 100 % du PIB (au lieu de 30 % dans le scénario de référence), les variations de la dette dues aux mesures anticycliques peuvent faire évoluer sensiblement la prime de risque souverain, et donc les taux d'intérêt intérieurs. Si, par exemple, les cours du pétrole chutaient inopinément,

<sup>36</sup>Voir aussi Broda (2004); ou Rafiq (2011).

### Graphique 4.9. Effets dynamiques d'une réduction temporaire de l'offre de pétrole dans le reste du monde sur un petit exportateur ouvert de pétrole

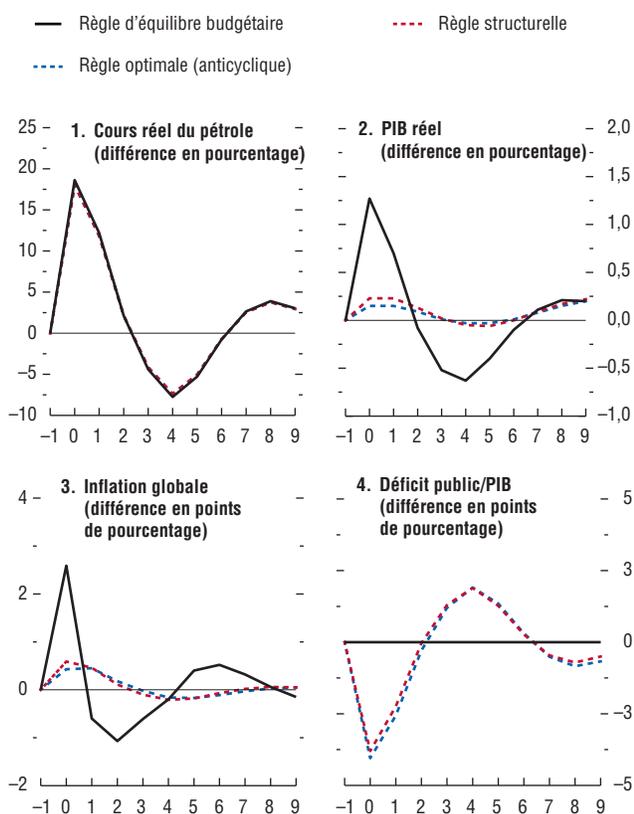
Une politique d'équilibre budgétaire en réaction à une hausse du cours du pétrole générée par l'offre mondiale augmente l'instabilité macroéconomique interne dans le pays exportateur. Une riposte budgétaire anticyclique est le meilleur moyen d'atténuer cette instabilité.



Source : FMI, modèle monétaire et budgétaire mondial intégré du FMI (GIMF).  
 Note : L'abscisse montre le nombre d'années écoulées, zéro étant l'année où le choc se produit. On trouvera à l'appendice 4.4 une description du modèle.

### Graphique 4.10. Effets dynamiques de l'augmentation temporaire de la liquidité dans le reste du monde sur un petit exportateur ouvert de pétrole

L'instabilité économique interne induite par une hausse du cours du pétrole résultant de la demande mondiale est encore plus forte que celle induite par une hausse résultant de l'offre mondiale. Dans les deux cas, une politique anticyclique est préférable à la politique d'équilibre du solde pour réduire le plus possible l'instabilité.



Source : FMI, modèle monétaire et budgétaire mondial intégré du FMI (GIMF).

Note : L'abscisse montre le nombre d'années écoulées, zéro étant l'année où le choc se produit. On trouvera à l'appendice 4.4 une description du modèle.

une forte riposte anticyclique ferait augmenter substantiellement la prime de risque à cause du gonflement de la dette publique nette, d'où une vive contraction de la demande intérieure privée. Cet effet pourrait être assez fort pour compenser totalement l'effet initialement expansionniste de la riposte budgétaire<sup>37</sup>. C'est pourquoi, à un niveau élevé de dette nette, on doit donner plutôt la priorité à sa réduction et à l'établissement de la crédibilité budgétaire qu'à une riposte budgétaire anticyclique.

### Structure différente de l'actionnariat dans le secteur pétrolier

Si l'actionnariat privé occupe une plus grande place dans le secteur pétrolier, le comportement d'épargne des ménages est important<sup>38</sup>. En supposant qu'une proportion supérieure des royalties pétrolières du secteur privé bénéficie à des ménages qui peuvent lisser leur consommation en épargnant plus (comparativement au cas de l'actionnariat public dans lequel l'État distribue les recettes de façon à peu près similaire à tous les ménages, qu'ils lisent ou non leur consommation), il y a une moindre volatilité de la production et de l'inflation que dans le scénario de référence. Toutefois, une riposte budgétaire anticyclique, atténuant l'instabilité de l'inflation plus que les autres règles budgétaires, reste optimale.

### Part élevée du pétrole dans la production

Si le secteur pétrolier représente une proportion élevée de la production<sup>39</sup>, la solution optimale est de n'apporter une riposte budgétaire anticyclique qu'aux variations des recettes fiscales, tout en épargnant le surcroît de royalties pétrolières. Même si les recettes pétrolières ont des répercussions sur le secteur non pé-

<sup>37</sup>Voir aussi Demirel (2010), qui conclut qu'une politique budgétaire et monétaire procyclique (anticyclique) est optimale en présence (en l'absence) d'une prime de risque nationale. FMI (2009) constate que, pour un échantillon de pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), les règles budgétaires sont efficaces lorsque les ratios de dette publique sont inférieurs à un certain seuil.

<sup>38</sup>Dans ce scénario, on suppose que le secteur privé contrôle 90 % de la production de pétrole comparativement au scénario de référence dans lequel il n'en possède que 10 %.

<sup>39</sup>Dans ce scénario, la part des exportations nettes de pétrole dans le PIB total s'élève à 36 %, comme chez certains membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), au lieu de 18 % dans le scénario de référence.

trilier, celui-ci contribue moins aux fluctuations de la demande globale que dans le scénario de référence. En outre, comme le secteur pétrolier domine l'économie, une riposte budgétaire anticyclique vigoureuse à l'augmentation des royalties peut faire baisser la production. C'est pourquoi épargner la différence de montant des royalties perçues par l'État pourrait suffire à assurer la stabilisation macroéconomique.

### Subventions à la consommation de pétrole

De nombreux producteurs de pétrole subventionnent implicitement la consommation d'essence et de produits pétroliers, ce qui limite la répercussion de l'évolution des cours pétroliers sur l'inflation globale. Pourtant, les fluctuations de la production sont similaires à celles du modèle de référence en raison des variations du montant des royalties et de leur effet sur l'économie non pétrolière. Une règle budgétaire anticyclique demeure donc préférable à une règle structurelle pour lisser la volatilité de la production. Une analyse approfondie du caractère souhaitable de ces subventions devrait prendre en compte leur viabilité à long terme, ce qui dépasse le cadre de ce chapitre.

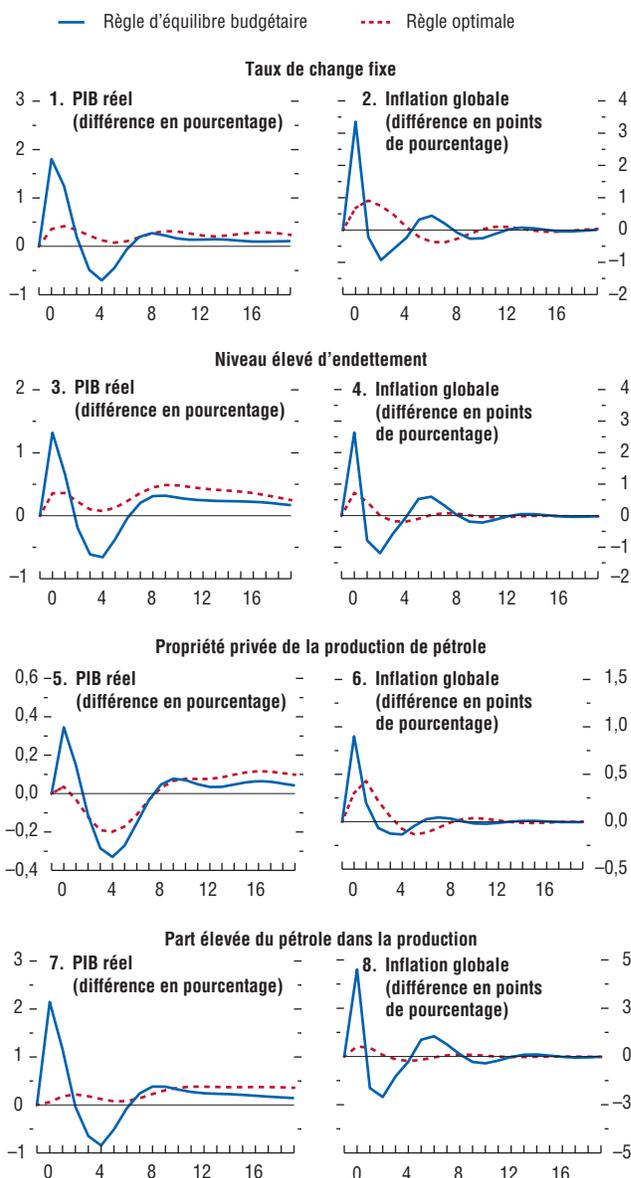
### Produits de base autres que le pétrole

Les résultats du modèle sont facilement applicables à des produits de base autres que le pétrole. Bien que l'on ait choisi dans les simulations des valeurs de paramètres spécifiques pour reproduire les caractéristiques des exportateurs de pétrole, rien dans la structure de ce modèle ne limite sa portée à ce produit<sup>40</sup>. En ce qui concerne le cuivre au Chili, nos résultats sont par exemple similaires à ceux de Kumhof et Laxton (2010). La principale différence est que les chocs sur les cours du pétrole ont peut-être des effets supérieurs sur l'inflation globale à ceux sur le cuivre et les autres matières premières à usage industriel,

<sup>40</sup>Quand il s'agit de quantifier la riposte budgétaire optimale aux fluctuations cycliques des cours des produits de base, la structure des pays exportateurs est, bien sûr, importante pour les raisons suivantes : différences d'élasticité des cours à la demande et à l'offre, hétérogénéité des cours de ces produits selon les régions et niveau des rentes liés à la production. En outre, les pays les plus diversifiés en matière de produits de base connaissent de moindres variations intérieures sous l'effet des chocs sur l'offre mondiale que sous celui des chocs sur la demande mondiale. Enfin, les caractéristiques structurelles, comme la forte intensité en produits de base de la production et le contrôle de l'État, s'appliquent davantage aux métaux et au pétrole qu'aux produits agricoles.

### Graphique 4.11. Gestion budgétaire optimale dans différents cadres de politique économique et avec différentes caractéristiques structurelles

Les graphiques ci-dessous comparent la règle budgétaire optimale à la règle d'équilibre dans le contexte d'un gonflement temporaire de la liquidité (similaire au graphique 4.10). Une politique anticyclique est toujours optimale dans des situations macroéconomiques diverses ou avec des caractéristiques différentes des exportateurs de produits de base, sauf quand la prime de risque est très sensible au montant de la dette souveraine, auquel cas la riposte optimale est plus proche d'une règle structurelle.



Source : modèle monétaire et budgétaire mondial intégré du FMI (GIMF).

Note : L'abscisse montre le nombre d'années écoulées, zéro étant l'année où le choc se produit. Les pages 1 et 2 indiquent la situation de fixité du taux de change. Les pages 3 et 4 indiquent la situation où la dette publique nette est égale à 100 % du PIB. Les pages 5 et 6 indiquent la situation où des intérêts privés contrôlent 90 % de la production de pétrole. Les pages 7 et 8 indiquent la situation où le ratio exportations nettes de pétrole/PIB est égal à 36 %.

puisque le pétrole pèse plus dans le panier des biens de consommation. Pour l'alimentation, en revanche, la différence en ce qui concerne l'effet sur l'inflation globale pourrait être encore plus marquée. Intuitivement, l'amplitude optimale de la riposte budgétaire anticyclique augmente donc parallèlement à la part du produit concerné dans le panier de consommation.

Ces résultats montrent bien l'importance d'une politique budgétaire anticyclique chez les exportateurs de produits de base pour atténuer la volatilité interne induite par des chocs mondiaux temporaires sur leurs cours. Une politique budgétaire anticyclique est préférable, que le taux de change soit fixe ou flexible, mais doit être plus active en régime de fixité quand la politique monétaire devient procyclique. En outre, pour que l'action anticyclique soit efficace et crédible, la dette publique nette doit être de faible montant. Lorsque les produits de base représentent une grande part de la valeur ajoutée du pays, l'amplitude de la riposte budgétaire anticyclique est plus proche de celle découlant d'une règle d'excédent structurel.

Au regard de ce qui précède, que peut-on dire de la politique économique des exportateurs de produits de base? En général, ils évoluent dans le bon sens, surtout depuis une dizaine d'années en réduisant leur endettement et en renforçant leurs soldes budgétaires. Toutefois, les pays diffèrent beaucoup en ce qui concerne leur capacité macroéconomique et institutionnelle à appliquer des politiques budgétaires axées sur la stabilisation. Certains opèrent effectivement dans le cadre d'une règle budgétaire structurelle ou anticyclique ou de lois de responsabilité budgétaire (Botswana, Chili) et/ou ont perfectionné leur cadre de politique monétaire en ciblant l'inflation (Afrique du sud, Indonésie et plusieurs pays d'Amérique latine). Certains ont beaucoup diminué leur endettement (cas de nombreux pays de l'OPEP) ou sont en train de parfaire leurs institutions budgétaires<sup>41</sup>. À ceux qui doivent encore lancer des réformes, la fermeté actuelle des cours des produits de base offre une bonne occasion de constituer des marges budgétaires supplémentaires ainsi que de préparer les institutions budgétaires et monétaires à tout changement cyclique imprévu en ce domaine.

<sup>41</sup>Voir Céspedes et Velasco (2011); FMI (2009); De Gregorio et Labbé (2011); Ossowski *et al.* (2008); Roger (2010).

## Répercussions mondiales des politiques nationales des pays exportateurs de produits de base

Pourrait-il y avoir des arbitrages entre la réaction optimale à des chocs temporaires sur les cours des produits de base considérée du point de vue de chaque pays et la réaction optimale vue sous l'angle de la stabilité économique générale? Dans ce chapitre, on a analysé les politiques optimales en supposant que les exportateurs de produits de base sont de petite taille et que leurs politiques n'influent pas sur l'activité dans le reste du monde, pas même sur les marchés de produits de base. S'il s'agit d'une hypothèse raisonnable pour la plupart de ces exportateurs et de leurs produits, elle n'est peut-être pas réaliste pour les plus grands. Ainsi, il y a des exportateurs de pétrole qui représentent une proportion substantielle de l'absorption mondiale, de la richesse et des capacités de production inutilisées de ce produit. Lorsqu'un pays exportateur de produits de base est de grande taille, ses politiques peuvent avoir des retombées sur d'autres pays. De même, des réactions à peu près identiques d'un groupe d'exportateurs de produits de base ayant un poids relativement élevé peuvent avoir des répercussions notables. Il faut donc se demander si ces répercussions pourraient modifier les conseils concernant les ripostes optimales aux variations des cours des produits de base.

Une analyse complète de la gestion optimale des grands exportateurs de produits de base dépasse le cadre de ce chapitre, car elle nécessiterait d'étudier non seulement les différents types de chocs, mais aussi les politiques d'autres grands pays, y compris celles des importateurs de ces produits. Au lieu de cela, cette section s'intéresse aux conflits éventuels entre les mesures qui sont optimales pour les grands exportateurs de pétrole dans une optique nationale et celles qui le sont d'un point de vue mondial dans le cas d'un choc temporaire sur l'offre de pétrole. Cette interrogation s'inscrit dans le contexte des inquiétudes actuelles à propos de la montée des risques géopolitiques qui pèsent sur l'offre de pétrole et, partant, sur l'économie mondiale. La riposte des grands exportateurs de pétrole est donc à prendre très sérieusement en considération dans la riposte mondiale à de tels chocs (voir chapitre 1).

Un choc temporaire sur l'offre de pétrole aurait des effets asymétriques sur les exportateurs pour lesquels il

est le principal produit vendu à l'extérieur, comparativement aux importateurs et aux autres exportateurs de pétrole. Dans les pays dont le pétrole est le produit d'exportation dominant, l'amélioration des termes de l'échange due à son renchérissement en réaction à un choc sur l'offre l'emporterait sur l'éventuel effet négatif de la baisse de la demande extérieure. La riposte budgétaire optimale aux recettes exceptionnelles d'un exportateur de petite taille et ouvert (qui ne subit pas le choc sur l'offre) serait anticyclique. Chez les grands exportateurs, en revanche, cette réaction ne permettrait pas de compenser les effets négatifs directs pour les importateurs de pétrole du choc sur la demande mondiale. Dans ces conditions, la croissance de la production mondiale pourrait ralentir ou diminuer davantage qu'en l'absence d'une politique de cette nature dans les pays exportateurs de pétrole<sup>42</sup>. En temps normal, toutefois, la hausse de l'épargne des grands exportateurs pourrait faire baisser les taux d'intérêt réels à l'échelle mondiale et stimuler les composantes de la demande globale sensibles aux taux dans les pays importateurs.

Ces répercussions des actions des grands exportateurs de pétrole conduisent-elles à modifier les conseils de politique économique? Pas nécessairement. Dans de nombreux cas, la riposte budgétaire anticyclique de ces pays a toujours de bonnes chances d'être optimale. Les importateurs peuvent répondre aux chocs sur l'offre par leurs propres mesures anticycliques. Néanmoins, dans certaines circonstances, d'autres choix peuvent mieux convenir. C'est le cas quand la marge de manœuvre des importateurs est limitée ou quand la récession mondiale est si forte ou si durable que la chute consécutive de la demande risque finalement de déprimer les cours de tous les produits de base, pétrole compris. Dans une situation de ce type, il se peut que la riposte anticyclique ne soit pas optimale pour les grands exportateurs.

Quelles sont alors les possibilités d'action? La meilleure (dans une perspective mondiale) serait une hausse de la production des exportateurs de pétrole non touchés par les perturbations initiales de l'offre, à

<sup>42</sup>L'arbitrage entre stabilité économique intérieure et mondiale peut seulement avoir lieu quand les effets des chocs sur les produits de base sont asymétriques dans les différents pays. Il ne peut donc y en avoir lorsque les cours de ces produits sont déterminés par l'activité mondiale, laquelle influe de façon similaire sur les exportateurs de ces produits et sur le reste du monde.

condition qu'ils aient des capacités inemployées. Cela compenserait le choc et stabiliserait les cours mondiaux du pétrole. Si l'on ne pouvait pas augmenter l'offre de pétrole, la conjonction d'une riposte moins anticyclique des grands exportateurs et d'une politique de soutien à l'activité des principaux importateurs (là où ce serait possible) atténuerait aussi l'incidence négative de la hausse des cours du pétrole sur la production mondiale. Quelle pourrait être l'importance de cet effet? Si les principaux exportateurs de pétrole décidaient de dépenser en importations la totalité des recettes exceptionnelles dues à une hausse de 50 % du cours du pétrole, la demande réelle dans le reste du monde s'élèverait d'un maximum de  $\frac{3}{4}$  de point, soit un montant non négligeable<sup>43</sup>.

### Riposte budgétaire face à une hausse permanente des cours du pétrole

Outre les fluctuations cycliques, les cours des produits de base suivent des tendances à long terme. Même s'il est difficile de les prévoir, il est possible que certains chocs sur les cours aient une composante permanente. La principale différence avec les poussées temporaires est qu'un relèvement permanent des cours du pétrole exerce un effet également permanent sur les *royalties potentielles* et même éventuellement sur la *production potentielle*. Cela conduit naturellement à s'interroger sur les moyens les plus efficaces d'utiliser cette manne permanente dans le but de maximiser la production potentielle et la prospérité globale.

Une hausse permanente des cours du pétrole soulève de nombreuses questions pour les pouvoirs publics, dont celle de l'équité entre les générations; les analyser en profondeur dépasse le cadre du chapitre<sup>44</sup>. Néan-

<sup>43</sup>Ces calculs présentent la limite supérieure des effets positifs de dépenses accrues des grands exportateurs de pétrole assurant plus d'un tiers de la production mondiale (par exemple, la majorité des producteurs de l'OPEP considérés ensemble). Nous supposons que leurs recettes budgétaires progressent proportionnellement à la montée des cours du pétrole et qu'ils recyclent dans le reste du monde la totalité des rentrées exceptionnelles en augmentant leurs importations. On trouvera dans Beidas-Strom (2011) une analyse sur les effets de répercussion des dépenses budgétaires globales de l'Arabie saoudite.

<sup>44</sup>Parmi ces questions figurent le caractère épuisable des ressources, les effets du syndrome hollandais, les objectifs de transmission ainsi que les besoins institutionnels et de développement des pays exportateurs. L'encadré 4.2 traite certains de ces sujets.

moins, en employant le modèle GIMF, nous pouvons rechercher l'instrument budgétaire le plus efficace pour maximiser la production et la prospérité. En explorant une gamme relativement large d'instruments, nous complétons les travaux antérieurs qui ont porté principalement sur le caractère souhaitable du placement de l'épargne en actifs étrangers (Davis *et al.*, 2001; Barnett et Ossowski, 2003; Bems et de Carvalho Filho, 2011) ou de son affectation à des investissements publics (Takizawa, Gardner et Ueda, 2004; Berg *et al.*, à paraître). Il convient de souligner que cette analyse s'applique à un exportateur de pétrole, mais, comme on l'a indiqué, les résultats valent aussi pour d'autres produits de base.

Les options de politique budgétaire en réaction à une augmentation des royalties pétrolières sont les suivantes : accroissement des investissements publics (par exemple en infrastructures), majoration des transferts en faveur des ménages, baisse des taux d'imposition générateurs de distorsions (par exemple ceux frappant les revenus du travail et du capital), réduction de la dette publique ou développement des investissements de l'État à l'étranger. La caractéristique majeure de ce modèle est l'hypothèse selon laquelle augmenter l'investissement et diminuer les impôts stimule la demande de main-d'œuvre, alors que majorer les transferts amenuise l'offre de main-d'œuvre, ce qui correspond aux données empiriques<sup>45</sup>. Pour évaluer ces différentes options, nous examinons leurs effets sur le nouvel équilibre à long terme du modèle, comparé à l'équilibre à long terme antérieur au choc. Comme la rapidité de la transition vers le nouvel équilibre diffère selon les choix de politique budgétaire, les résultats incluent aussi la valeur actuelle nette de chacun d'entre eux sous forme d'utilité pour les ménages (tableau 4.6). Mais il faut bien garder à l'esprit que les résultats dépendent du choix des paramètres du modèle. Bien que les paramètres employés dans ce modèle suivent étroitement ceux des ouvrages spécialisés, les résultats peuvent varier en fonction des caractéristiques propres aux différents pays.

C'est la progression des investissements publics qui a le plus d'effet sur la production (voir aussi Takizawa, Gardner et Ueda, 2004). Mais il importe de souligner

<sup>45</sup>Voir Eissa et Hoynes (2004) et Keane (2010). On fait aussi implicitement l'hypothèse que l'équilibre initial ne correspondait pas déjà à des niveaux optimaux de capital et de production en raison des distorsions de l'économie, ce qui paraît raisonnable pour la plupart des pays en développement.

que les simulations ne tiennent pas compte d'une gouvernance médiocre et des goulets d'étranglement, ces éléments étant de nature à gêner sérieusement une conversion efficace des ressources en capital public (voir encadré 4.2). En outre, les avantages des investissements publics ne se manifestent que lentement, car il faut du temps pour les réaliser. La valeur actuelle nette du flux anticipé d'utilité est donc moindre qu'avec certains autres choix, bien que ce résultat dépende du degré d'actualisation opéré par les responsables de la politique économique. Plus eux-mêmes et les citoyens se montrent patients, plus l'option en faveur des investissements publics devient bénéfique<sup>46</sup>. Une majoration des transferts généraux aux ménages — même si elle accroît leurs revenus et donc la consommation privée — a un effet négatif sur l'offre de main-d'œuvre, d'où une diminution à long terme du nombre total d'heures ouvrées et de la production.

Toutefois, des arbitrages sont possibles entre la maximisation de la production et celle de la prospérité, le choix définitif de l'instrument dépendant des préférences nationales. Ainsi, une majoration des transferts généraux aux ménages augmente la valeur actuelle nette de l'utilité (du fait du développement de la consommation et des loisirs) davantage qu'une progression des investissements publics, même si la première solution a moins d'effets sur la production. L'affectation des recettes publiques au remboursement de la dette n'a des avantages significatifs pour la population que si son montant initial est élevé et que si sa réduction fait sensiblement baisser la prime de risque. Dans ce cas, le principal avantage est de réduire le risque souverain, ce qui permet à l'État d'emprunter à des taux d'intérêt inférieurs pour financer des investissements et assurer le service de la dette (voir, par exemple, Venables, 2010). Le fait d'emprunter à moindre coût stimule la demande, tandis que l'allègement du service de la dette élargit les marges budgétaires. En revanche, rembourser moins de dettes et accumuler des actifs (par exemple au moyen d'un fonds souverain) procure un rendement relativement faible sous forme de revenus de placement dans des actifs internationaux sûrs. Ce pourrait être une option judicieuse en réaction à des exigences sur le plan de la politique prudentielle et de l'équité intergénéra-

<sup>46</sup>Nous faisons l'hypothèse d'un facteur d'actualisation de 5 %.

**Tableau 4.6. Comparaison des instruments de politique économique pour gérer une hausse permanente des royalties pétrolières**

	PIB réel (en pourcentage)	Consommation réelle (en pourcentage)	Solde courant (en points de pourcentage)	Ratio dette/PIB (en points de pourcentage)	VAN de l'utilité (en pourcentage)
Réduction des impôts sur le travail	1,7	9,7	0,8	0,0	24,6
Réduction des impôts sur le capital	12,2	11,9	-0,6	0,0	25,1
Majoration des transferts à caractère général	-0,6	6,5	0,2	0,0	21,8
Hausse des investissements publics	53,7	31,6	0,3	0,0	19,0
Réduction de la dette nette à partir d'un niveau initial bas	4,1	12,6	5,5	-109,0	12,8
Réduction de la dette nette à partir d'un niveau initial élevé	15,4	21,5	7,6	-109,0	20,1

Source : modèle monétaire et budgétaire mondial intégré du FMI (GIMF).

Note : Les quatre premières colonnes montrent la différence entre le nouveau et l'ancien niveau à long terme de la variable indiquée. La dernière colonne indique la valeur actuelle nette (VAN) de l'utilité pour les ménages évaluée pendant la durée de la transition vers le nouvel état stationnaire.

tionnelle. Néanmoins, avec ce modèle où il n'y a pas d'incertitude, l'acquisition d'actifs étrangers à faible rendement présente de moindres avantages sur le plan de la production comme de la prospérité.

Que les cours montent ou baissent, les divers instruments de la politique budgétaire ont à peu près les mêmes effets. Cela plaide en faveur d'une diminution des transferts à caractère général pour réduire au minimum les effets sur la production d'un recul permanent des cours du pétrole, le modèle faisant l'hypothèse que leur majoration fait baisser l'offre de main-d'œuvre. Toutefois, si l'on cherche à optimiser la valeur actuelle nette de l'utilité en satisfaisant des besoins sociaux, diminuer les transferts ne sera pas une solution optimale. À supposer que l'économie ait démarré avec un endettement public relativement faible, on pourrait aussi choisir de détenir moins d'actifs, ce qui pénaliserait relativement peu la production et le bien-être des ménages. À l'inverse, tailler dans les investissements en infrastructures publiques est la réaction budgétaire la moins souhaitable si l'on cherche à limiter le plus possible la contraction de la production découlant d'une baisse permanente des cours des produits de base.

## Conclusions et leçons

Ce chapitre montre de façon tangible la vulnérabilité des exportateurs de produits de base aux fluctuations de leurs cours. Dans le passé, les résultats macroéconomiques de ces pays ont suivi les cycles des cours des produits de base, s'améliorant pendant les phases de hausse et se dégradant pendant les phases de baisse. Le parallélisme entre la situation économique

intérieure et les cycles des cours des produits de base s'amplifie quand ces derniers sont plus longs ou plus marqués que de coutume. Après avoir distingué les facteurs des variations des cours, nous constatons que les chocs sur les marchés de produits de base générés par la demande mondiale ont un effet positif et significatif sur l'activité et le solde extérieur des exportateurs. Pour les exportateurs de pétrole, les indicateurs économiques nationaux tendent à suivre les cycles des cours de ce produit déterminés par la demande mondiale.

Quelles en sont les leçons pour les exportateurs de produits de base? Si toutes les fluctuations des cours des produits de base étaient temporaires, la riposte budgétaire optimale pour un petit exportateur serait anticyclique : il épargnerait les recettes fiscales et les royalties exceptionnelles en période de hausse et les dépenserait lors des baisses, afin d'atténuer l'instabilité macroéconomique induite par les cycles de ces produits. Ces politiques sont souhaitables tant avec un régime de change fixe qu'avec un régime flexible, mais plus efficaces avec une conjonction de flexibilité du change et de ciblage de l'inflation, la politique monétaire complétant alors l'action budgétaire en réduisant la volatilité de l'inflation. Toutefois, en présence d'une dette publique élevée, la priorité doit être de la réduire et de faire baisser la prime de risque souverain pour établir la crédibilité avant d'adopter des mesures budgétaires anticycliques. Pour les grands exportateurs de produits de base, dont les politiques ont des répercussions sur les autres pays, la riposte optimale peut dépendre de la nature du choc et de l'état de l'économie mondiale. Ainsi, quand la demande mondiale est faible et quand les marges de manœuvre sont limitées dans le

reste du monde, une riposte budgétaire moins anticyclique peut se justifier.

En cas de hausse permanente des cours des produits de base, il s'agit principalement de trouver les moyens d'utiliser au mieux le surcroît de royalties dans le but de maximiser la prospérité. Les dépenses consacrées aux investissements publics ont l'effet le plus puissant sur la production en augmentant la productivité du secteur privé (par exemple au moyen de l'amélioration de l'éducation, de la santé et des infrastructures), puis en faisant progresser le capital privé, les revenus du travail et des entreprises ainsi que la consommation. Si, à l'inverse, les cours connaissent une baisse permanente, réduire les transferts à caractère général peut être la meilleure façon de limiter le recul de la production, même s'il faut tenir compte des conséquences sociales de ces coupes.

Que doivent conclure les exportateurs de produits de base de ces constatations? À court terme, ils sont confrontés à la faiblesse de l'économie mondiale. Si les risques qui pèsent sur les perspectives mondiales se concrétisent, il est possible que les cours des produits de base continuent à baisser. Il est encore plus difficile de prévoir leur évolution à plus long terme. Ils peuvent rester à leurs niveaux actuels en termes réels si la croissance rapide, et demandeuse de ces produits, des pays en développement se poursuit. Mais ils peuvent aussi reculer sous l'effet d'une plus grande efficacité de la part des usagers et de la levée des contraintes antérieures sur l'offre. Face à cette incertitude plus grande que de coutume et à la difficulté de prévoir en temps réel les perspectives des marchés de produits de base, la meilleure solution est d'opter pour la prudence. Il faut perfectionner les cadres de politique économique et les institutions, ainsi que dégager des marges pour répondre à l'instabilité cyclique, tout en intégrant progressivement de nouvelles informations qui permettent de lisser l'ajustement à des niveaux de cours peut-être constamment supérieurs.

## Appendice 4.1. Description des données

### Cours réels des produits de base

Les données mensuelles relatives aux cours des produits de base émanent principalement du système de suivi des cours des produits de base du FMI (PCPS). Il s'agit de moyennes de périodes représentatives des cours des marchés mondiaux, déterminées par le plus grand exportateur de chaque produit. La principale exception est la série mensuelle des cours du pétrole, qui est celle des cours à l'importation de brut acquittés par les raffineries et relevés par les services américains d'information sur l'énergie (EIA) de janvier 1974 à août 2011. Cette série est rétropolée jusqu'en 1973 en se référant aux calculs effectués par Barsky et Kilian (2002). Tous les cours sont libellés en dollars, comme dans d'autres travaux (par exemple ceux de Cashin, McDermott et Scott, 2002) et déflatés par l'indice des cours à la consommation (IPC) des États-Unis pour obtenir les cours réels des produits de base (l'IPC provient de la base de données de la Banque de réserve fédérale de St. Louis, série CPIAUCSL). Ces cours réels sont ensuite normalisés de sorte que leur moyenne en 2005 soit égale à 100. On calcule les données annuelles sur les cours des produits de base en prenant la moyenne mensuelle de l'année correspondante.

### Exportations et importations par produit de base

Les données annuelles sur les importations et les exportations utilisées dans le chapitre sont tirées de la base de données ONU-NBER sur les flux commerciaux bilatéraux de produits de base qui couvre la période 1962–2000 (Feenstra *et al.*, 2005). Elles sont prolongées de 2001 à 2010 par les données COMTRADE de l'ONU, en suivant la méthodologie décrite dans Feenstra *et al.*, (2005) et en s'appuyant sur la deuxième version de la classification-type pour le commerce international (CTCI) pour définir les échanges de chaque produit. Les données sont ensuite agrégées pour calculer les exportations et les importations totales par pays ainsi que par produit de base.

### Indices des cours des produits de base

Les indices de cours des quatre catégories de produits de base (énergie, métaux, alimentation et bois-

sons, matières premières) sont des moyennes pondérées de leurs cours réels. La pondération de chaque produit est la moyenne mobile sur trois ans du total des exportations mondiales divisée par les exportations mondiales de tous les produits de base de la catégorie.

### Variables macroéconomiques par pays

Elles émanent en grande partie de la base de données des Perspectives de l'économie mondiale (PEM) : production réelle (série NGDP\_R), production nominale en dollars (série NGDPD), solde courant en dollars courants (série BCA), solde budgétaire global (GGXOFB) et solde budgétaire corrigé des variations cycliques en pourcentage du PIB potentiel (série GGCB). La variation du ratio dette publique/PIB est tirée de la base de données du FMI sur la dette publique (Abbas *et al.*, 2011). Le taux de change effectif réel vient de la série EREER de la base de données du Système des avis d'information (INS) du FMI pour la période allant de 1980 jusqu'à maintenant. Nous construisons une série comparable couvrant les années antérieures à 1980 en combinant les pondérations INS avec les taux de change nominaux bilatéraux historiques. Nous prenons le taux de croissance de cette série construite et interpolons la série INS d'origine en utilisant ce taux aussi loin que possible dans le passé. Les données relatives à la croissance réelle du crédit privé sont le montant du crédit bancaire au secteur privé exprimé en unités de monnaie locale de valeur courante tirées de la ligne 22 de la base de données des Statistiques financières internationales du FMI (SFI). La série sur le crédit privé est réajustée chaque fois que l'on observe une discontinuité ou une rupture. Les données sont déflatées au moyen de l'IPC du pays concerné pour obtenir le crédit privé en termes réels. L'indicateur du régime de change provient de Ilzetzki, Reinhart et Rogoff (2008). Nous transformons ce classement approximatif en un indicateur binaire, les catégories 1 et 2 étant regroupées dans la rubrique «fixe» et les catégories 3 et 4 dans la rubrique «flexible». Pour prolonger l'indicateur jusqu'à la période actuelle, nous prenons la valeur de 2008 pour chaque pays et supposons qu'elle ne change pas de 2009 à 2011. L'indicateur d'ouverture du compte de capital (importante par opposition à faible) est calculé par référence à la mesure d'ouverture de Chinn et Ito (2006, 2008)

intitulée KAOPEN. Pour le prolonger, nous prenons la dernière valeur pour chaque pays et la projetons jusqu'à la période actuelle. Nous prenons ensuite la médiane de cette mesure et qualifions une observation d'élevée si elle dépasse cette médiane et de basse si elle lui est inférieure. L'indicateur des crises bancaires émane de Laeven et Valencia (2008, 2010). Il prend une valeur de 1 si l'on juge que le pays connaît une crise bancaire systémique et de zéro autrement.

### Production et stocks de produits de base

Les quatre principaux produits de base étudiés dans ce chapitre sont le pétrole brut, le cuivre, le café et le coton. Les statistiques relatives à leur production émanent de sources diverses.

Les données mensuelles relatives à la production de pétrole sont tirées de la série *International Energy Statistics* établie par l'EIA, qui couvre la production mondiale de pétrole (en milliers de barils par jours) de janvier 1974 à août 2011. Ces données sont rétro-polées jusqu'en 1973 en utilisant les calculs de Barsky et Kilian (2002). Les stocks mensuels mondiaux de pétrole sont représentés par ceux de l'OCDE, qui proviennent aussi des statistiques internationales sur l'énergie de l'EIA, et sont mesurés en millions de barils en fin de période. Pour les périodes antérieures à 1988, nous suivons les méthodes de Kilian et Murphy (2010) en rétro-polant les stocks de l'OCDE jusqu'en 1970 au moyen du taux de croissance mensuel des stocks américains (également de source EIA).

Les données mensuelles sur la production de cuivre ont deux origines. À partir de janvier 1995, la production mondiale émane du World Bureau of Metal Statistics — WBMS (qui se base sur le US Geological Survey). Pour retrouver une mesure mensuelle de la production mondiale de cuivre antérieure à 1995, il faut procéder en deux temps. D'abord, nous prenons le taux de croissance mensuel de la production des États-Unis fourni par le Commodity Research Bureau (CRB), les statistiques remontant jusqu'en 1955. On s'en sert pour rétro-poler la série WBMS. Ensuite, nous ajoutons les séries prolongées obtenues aux séries de la production extérieure aux États-Unis émanant du CRB, qui remontent jusqu'en 1955 (elles émanaient à l'origine de l'American Bureau of Metal Statistics). Nous calculons alors le taux de croissance de la série de pro-

duction mondiale ainsi obtenue et nous l'utilisons pour rétropoler la série de production mondiale du cuivre WBMS de 1995 à 1955. Les stocks mensuels mondiaux de cuivre sont la somme des stocks enregistrés par le London Metal Exchange, par COMEX (qui fait partie du New York Mercantile Exchange) et par le marché des métaux de Shanghai. Les données, exprimées en milliers de tonnes métriques, nous ont été aimablement communiquées par la Comisión Chilena del Cobre.

Les données annuelles relatives à la production de café et de coton émanent du service étranger du ministère américain de l'agriculture (USDA). Nous faisons correspondre l'année de la récolte à l'année calendaire pendant laquelle la plus grande partie de la production a eu lieu. Les stocks de ces produits de base sont des montants en fin d'année qui proviennent aussi de l'USDA.

### Activité mondiale

À la fréquence mensuelle, on mesure l'activité mondiale comme la variation du logarithme naturel d'un indice de la production industrielle mondiale. On utilise l'indice établi par le Bureau néerlandais d'analyse des politiques économiques (CPB) pour la période allant de 1991 jusqu'à maintenant. Pour la période antérieure à 1991, on a rétropolé les données du CPB au moyen du taux de croissance de l'indice SFI de la production industrielle des économies avancées. À la fréquence annuelle, l'activité mondiale est mesurée comme la variation du logarithme naturel du PIB réel mondial, que l'on prend dans la base de données des PEM. Pour contrôler la robustesse de l'autorégression vectorielle à la fréquence mensuelle, nous avons utilisé l'indice d'activité mondiale de Kilian (2009). Il s'agit d'un indice des coûts réels du fret maritime, épurés de la tendance, dans le monde entier.

### Erreur de prévision des cours du pétrole

Les prévisions des cours du pétrole utilisées à l'appendice 4.3 sont les projections à 12 mois du cours en dollars du brut de type West Texas Intermediate (WTI), tirées de l'enquête faite en mars/avril par Consensus Economics. L'erreur de prévision correspond à la différence entre le log de cette projection et le log du cours moyen réel au comptant du WTI en mars/avril de l'année suivante.

### Erreur de prévision du PIB mondial

La prévision de croissance du PIB mondial utilisée à l'appendice 4.3 est la moyenne pondérée des prévisions de croissance des sept économies du G-7 plus le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie. Il s'agit des projections à 12 mois, à partir de mars/avril, effectuées par Consensus Economics. Les pondérations des PIB en parités de pouvoir d'achat pour 2011 proviennent de la base de données des PME. L'erreur de prévision est calculée comme la différence entre cette prévision et la moyenne pondérée de façon similaire des taux de croissance effectifs des pays en question.

### Échantillon

L'échantillon se compose de pays émergents et en développement exportateurs de produits de base; on choisit celles qui ont une population d'au moins 1 million et dont les exportations nettes de produits de base (pour la catégorie ou le produit concernés) représentent au moins 10 % en moyenne des exportations totales de biens pendant toutes les années disponibles (tableau 4.7).

### Appendice 4.2. Propriétés statistiques des cycles de cours des produits de base

Afin de distinguer les points de retournement (points hauts et points bas) dans le cheminement temporel des cours des produits de base, nous adoptons la méthodologie de datation des cycles conjoncturels d'Harding et Pagan (2002)<sup>47</sup>. Un cycle complet des cours réels des produits de base se compose d'une

<sup>47</sup>Les études économiques consacrées aux cycles conjoncturels font traditionnellement la distinction entre cycles classiques et cycles de croissance. Dans le premier cas, les variables intéressantes ne sont pas pré-traitées ou transformées avant l'identification des points de retournement. Dans le deuxième cas, les variables sont filtrées avant l'analyse de datation — ainsi, on choisit les points de retournement de façon à appréhender les périodes de croissance supérieure ou inférieure à la tendance. Comme nous ne nous prononçons pas à propos de la présence éventuelle de tendances dans les cours des produits de base, nous nous concentrons sur les niveaux en séparant périodes d'expansion et de contraction. Chose plus importante encore : en retenant le cycle classique, on n'est pas obligé de choisir entre les différentes méthodes de filtrage ou d'épuration de la tendance, dont on sait qu'elles introduisent des changements de phase fallacieux qui faussent l'algorithme des points de retournement.

**Tableau 4.7. Intensité en produits de base des exportations**
*(Rapport entre les exportations nettes de produits de base et les exportations totales de marchandises multiplié par 100)*

	Code SFI	Code Banque mondiale	Tous produits de base	Groupes de produits de base			Principaux produits de base				
				Énergie	Métaux	Alimentation	Matières premières	Pétrole	Cuivre	Café	Coton
Afghanistan, Rép. islam. d'	512	AFG					23,5				
Afrique du Sud	199	ZAF	24,1		12,5						
Algérie	612	DZA	60,5	68,4				53,7			
Angola	614	AGO	80,9	65,6		15,5		68,0		13,4	
Arabie saoudite	456	SAU	82,6	86,3				84,0			
Argentine	213	ARG	37,3			35,3					
Azerbaïdjan	912	AZE	27,8	38,1			13,5	45,2			13,0
Bénin	638	BEN	27,7				32,5				31,3
Bolivie	218	BOL	61,4	22,0	26,1						
Brésil	223	BRA	29,0			29,4				14,4	
Burkina Faso	748	BFA	33,6				47,1				43,0
Burundi	618	BDI	70,7			64,4				63,2	
Cambodge	522	KHM					25,2				
Cameroun	622	CMR	78,8	22,8		33,5	19,4	33,0		13,7	
Chili	228	CHL	51,2		48,5				48,9		
Colombie	233	COL	56,1	16,7		42,3		12,0		36,2	
Congo, Rép. dém. du	636	COD	58,9	11,7	34,7			14,3	32,8		
Congo, Rép. du	634	COG	75,9	54,5			17,2	56,2			
Costa Rica	238	CRI	48,4			51,9				20,2	
Côte d'Ivoire	662	CIV	61,9			49,6	19,6			17,5	
Égypte	469	EGY	29,4	31,1			12,7	30,2			15,6
El Salvador	253	SLV	39,4			39,9				39,1	
Émirats arabes unis	466	ARE	65,5	67,7				69,9			
Équateur	248	ECU	74,3	28,8		49,7		29,6			
Éthiopie	644	ETH	38,7			40,5				53,9	
Géorgie	915	GEO			12,7						
Ghana	652	GHA	62,8			46,9					
Guatemala	258	GTM	44,6			41,2				29,2	
Haïti	263	HTI	12,9			14,7				17,8	
Honduras	268	HND	56,8			50,3				15,4	
Inde	534	IND				10,6					
Indonésie	536	IDN	49,1	32,1			10,6	24,3			
Iran, Rép. islam. d'	429	IRN	77,8	85,4				85,0			
Iraq	433	IRQ	61,1	89,8				93,5			
Kazakhstan	916	KAZ	69,0	44,1	19,0			42,8			
Kenya	664	KEN	30,2			39,8				23,6	
Koweït	443	KWT	67,0	69,5				67,7			
Lettonie	941	LVA	15,4				13,2				
Libéria	668	LBR	19,4				14,5				
Libye	672	LBY	88,1	90,2				88,9			
Madagascar	674	MDG	26,7			29,1				20,4	
Malaisie	548	MYS	36,0				25,5				
Malawi	676	MWI	23,2			25,0					
Mali	678	MLI	43,4				57,5				55,0
Maurice	684	MUS	37,5			42,2					
Mauritanie	682	MRT	49,8		26,0	22,5					
Mexique	273	MEX	23,5	15,0				16,1			
Moldova	921	MDA			13,8						
Mongolie	948	MNG	34,0		16,3		12,7		15,8		
Mozambique	688	MOZ	40,3		15,9	13,6	10,2				
Myanmar	518	MMR	59,6			26,2	28,8				
Nicaragua	278	NIC	56,0			41,1	17,9			21,1	16,6
Niger	692	NER	19,0			10,7					
Nigéria	694	NGA	87,8	80,5				79,1			
Oman	449	OMN	85,1	89,3				86,4			

Tableau 4.7. Intensité en produits de base des exportations (suite)

	Code SFI	Code Banque mondiale	Tous produits de base	Groupes de produits de base				Principaux produits de base			
				Énergie	Métaux	Alimentation	Matières premières	Pétrole	Cuivre	Café	Coton
Ouganda	746	UGA	77,5			69,1	10,3			65,8	
Ouzbékistan	927	UZB	53,6	11,1			41,8				41,7
Panama	283	PAN	12,2			27,7					
Papouasie-Nouvelle-Guinée	853	PNG	72,7		22,7	24,3	11,5	19,9	25,6	11,3	
Paraguay	288	PRY	58,5			40,1	22,8				13,3
Pérou	293	PER	54,3		31,2	16,0			18,6		
Philippines	566	PHL	12,2			10,2					
République arabe syrienne	463	SYR	49,7	50,5			10,1	51,0			
République centrafricaine	626	CAF	43,8			15,8	28,5			15,9	12,9
République dém. pop. lao	544	LAO					32,6			13,8	
République dominicaine	243	DOM	19,8			17,9					
République kirghize	917	KGZ					12,0				
Russie	922	RUS	55,5	34,8	12,1			28,7			
Rwanda	714	RWA	63,6			57,0				51,5	
Sierra Leone	724	SLE	11,4			12,5					
Soudan	732	SDN	47,9	14,3			33,8	39,0			32,3
Sri Lanka	524	LKA	26,3			24,4					
Tadjikistan	923	TJK	65,3		43,1		30,3				29,9
Tanzanie	738	TZA	34,9			24,1	13,5			20,1	11,7
Tchad	628	TCD	83,0	13,9			70,0	68,2			68,5
Thaïlande	578	THA	16,0			20,6					
Togo	742	TGO	27,1			18,9	10,3			11,1	
Tunisie	744	TUN	12,6	12,2				14,5			
Turkménistan	925	TKM	68,8	48,2			23,9				23,3
Ukraine	926	UKR	15,4		34,9						
Uruguay	298	URY	35,6			26,3					
Venezuela	299	VEN	59,5	58,1				57,3			
Vietnam	582	VNM						16,1			
Yémen, Rép. du	474	YEM	67,0	80,4				79,4			
Zambie	754	ZMB	72,3		71,7				72,9		
Zimbabwe	698	ZWE	33,3		19,0						
Maximum			88,1	90,2	71,7	69,1	70,0	93,5	72,9	65,8	68,5
Moyenne			47,9	47,8	27,1	31,8	23,5	50,1	35,8	26,8	29,2
Médiane			49,4	46,2	22,7	28,4	19,5	51,0	29,2	20,2	26,6
Écart-type			21,8	28,0	15,9	15,5	14,4	26,6	21,7	17,2	17,6
Nombre d'économies			78	30	17	40	32	29	6	22	14

Source : calculs des services du FMI.

Note : Les données ne figurent pas si la part est inférieure à 10, chiffre qui correspond au critère utilisé pour définir l'échantillon. Le tableau montre les moyennes de chaque part calculées à partir des données disponibles sur la période 1962–2010. Pour les groupes de produits de base, la part moyenne est calculée pour chaque composante, puis ces moyennes sont agrégées. La catégorie tous produits de base comprend l'or et l'argent. Voir l'appendice 4.1 pour plus de détails sur les données source.

phase ascendante — du point bas au point culminant — et d'une phase descendante — du point culminant au point bas. En s'inspirant de Cashin, McDermott et Scott (2002), on distingue comme point de retournement possible un maximum et un minimum local si le cours pendant ce mois est supérieur ou inférieur à celui relevé deux mois auparavant et deux mois plus tard. L'ensemble des points de retournement sélectionnés doit ensuite donner une

alternance de points hauts et de points bas. En outre, chacune des phases (ascendantes ou descendantes) définies par les points de retournement doit durer au moins 12 mois de façon à donner un cycle complet de 24 mois au minimum.

Avec cet exercice, on obtient pour 46 produits de base plus de 300 cycles complets d'une durée moyenne de cinq ans (tableau 4.8). La durée moyenne (médiane) des phases ascendantes et des-

cependantes est respectivement de l'ordre de 2½ (2) ans et de 3 (2½) ans (graphique 4.12). Il existe toutefois des variations significatives de la distribution au sein des catégories de produits de base et entre elles. Ainsi, une phase de baisse du pétrole brut dure en moyenne 31 mois au lieu de 33 mois pour une phase de hausse. Pour les autres produits de base, les phases descendantes sont en général plus longues que les phases ascendantes, en particulier pour les cours de l'alimentation et des matières premières. Il est possible que ces derniers subissent l'effet de certains facteurs négatifs persistants en rapport avec les conditions climatiques, les maladies des plantes, etc., qui n'influent généralement pas sur les cours de l'énergie et des métaux. À l'exception du pétrole brut et de quelques métaux, les phases de baisse des cours sont d'amplitude un peu plus grande que celles de hausse (graphique 4.13).

Ces constats rejoignent les conclusions des travaux économiques sur le sujet (Cashin, McDermott et Scott, 2002) et des études antérieures qui constatent que les cours des produits de base agricoles sont caractérisés par de longues périodes de marasme entrecoupées de courtes «pointes» de hausse (Deaton et Laroque, 1992). Pour le café et le coton, toutefois, les différences de durée entre hausses et baisses sont faibles. Cela pourrait être dû au fait que, s'agissant de produits pouvant être stockés, les stocks contribuent sans doute beaucoup à lisser les cours dans les deux sens.

### Appendice 4.3. Description du modèle d'autorégression vectorielle

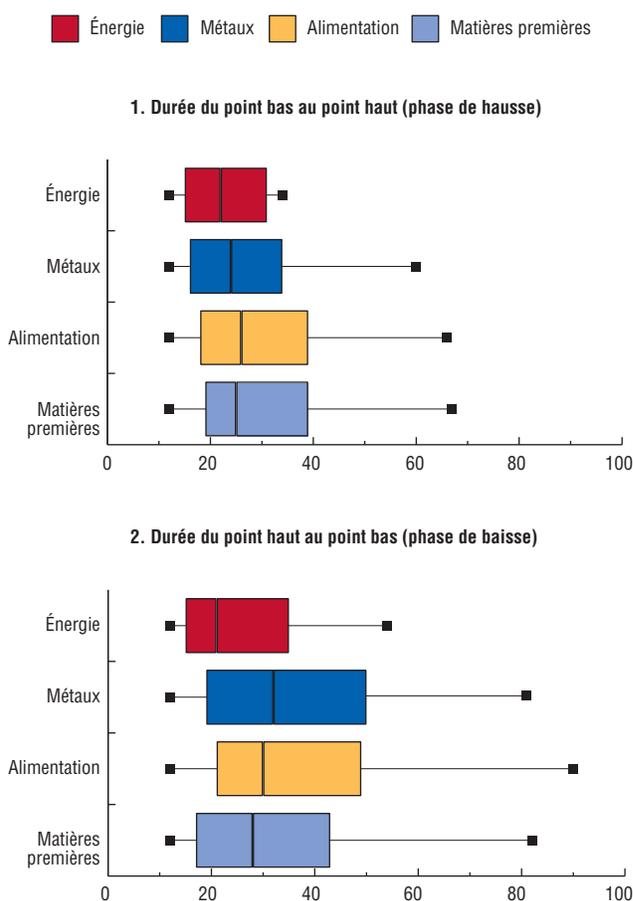
Dans cet appendice, nous décrivons le modèle des marchés mondiaux de produits de base employé pour trouver les sources des fluctuations des cours de ces produits évoquées dans la section consacrée aux déterminants des marchés de produits de base et à leurs effets macroéconomiques.

### Modèle structurel d'autorégression vectorielle (VAR) des marchés mondiaux de produits de base

En nous inspirant des travaux de Kilian (2009) sur le marché mondial du pétrole, nous estimons un modèle structurel VAR du marché mondial des produits de base pour chacun des quatre produits d'importance

**Graphique 4.12. Durée des phases de hausse et de baisse des cours des produits de base (En mois)**

Pour la plupart des catégories des produits de base, à l'exception de l'énergie, les baisses durent un peu plus longtemps que les hausses.

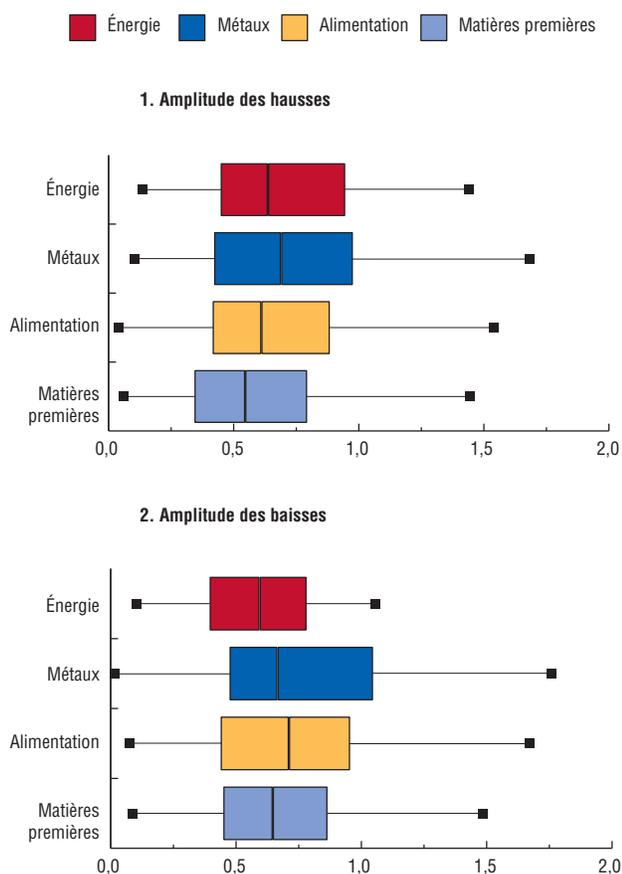


Source : calculs des services du FMI.

Note : Dans chaque cadre, la ligne verticale interne est la durée médiane au sein de la catégorie, tandis que les parties droite et gauche indiquent les quartiles supérieur et inférieur. La distance à partir des carrés noirs (valeurs adjacentes) aux deux extrémités indique l'étendue de la distribution dans cette catégorie de produits à l'exclusion des valeurs aberrantes. On trouvera à l'appendice 4.2 une description de l'algorithme des points de retournement utilisé pour distinguer les points hauts et bas.

**Graphique 4.13. Amplitude des phases de hausse et de baisse des cours des produits de base**  
(Log de la variation du cours réel)

Sauf pour l'énergie, l'amplitude des baisses est généralement supérieure à celle des hausses.



Source : calculs des services du FMI.

Note : Dans chaque cadre, la ligne verticale intérieure est l'amplitude médiane au sein de la catégorie, tandis que les parties droite et gauche indiquent les quartiles supérieur et inférieur. La distance à partir des carrés noirs (valeurs adjacentes) aux deux extrémités indique l'étendue de la distribution dans cette catégorie de produits à l'exclusion des valeurs aberrantes. On trouvera à l'appendice 4.2 une description de l'algorithme des points de retournement utilisé pour distinguer les points hauts et bas.

majeure : pétrole brut, cuivre, café et coton. Chaque VAR comprend l'ensemble des variables suivantes :

$$z'_{i,t} = (\Delta q_{i,t}, \Delta y_t, \Delta k_{i,t}, \Delta s_t, \Delta p_{i,t}), \quad (4.1)$$

où  $t$  est l'indice du temps,  $\Delta q_{i,t}$  la variation du log de la production mondiale du produit  $i$ ,  $\Delta y_t$  représente les variations de l'activité économique mondiale,  $\Delta k_{i,t}$  est le changement du log des stocks mondiaux du produit  $i$ ,  $\Delta s_t$  la variation du log du taux de change effectif réel du dollar (TCER) et  $\Delta p_{i,t}$  la variation du log du cours réel du produit  $i$ <sup>48</sup>. Pour chaque produit  $i$ , le modèle VAR structurel prend la forme suivante :

$$z_{i,t} = \alpha_i + \sum_{m=1}^{M_i} A_{m,i} z_{i,t-m} + e_{i,t}, \quad (4.2)$$

où  $e_{i,t}$  est un vecteur d'innovation ( $5 \times 1$ ) de moyenne zéro et sans corrélation sérielle,  $\alpha_i$  est un vecteur de constantes ( $5 \times 1$ ), et  $A_{m,i}$  est une matrice de coefficients ( $5 \times 5$ ) des variables au retard  $m$  pour un total de  $M_i$  retards. Nous supposons que les innovations peuvent être exprimées comme  $e_{i,t} = A_{0,i} \varepsilon_{i,t}$ , où  $\varepsilon_{i,t}$  est un vecteur des chocs structurels sans corrélation spatiale et sérielle avec une variance 1 et  $A_{0,i}$  est une matrice des coefficients qui caractérise les chocs structurels par rapport aux chocs contemporains de la forme réduite. Pour identifier les chocs sur la demande et la production, nous élaborons des hypothèses concernant la structure de la matrice  $A_{0,i}$ .

En particulier, nous supposons que la variation de la production mondiale d'un produit de base ( $\Delta q_{i,t}$ ) ne réagit pas aux autres chocs instantanément, mais seulement avec un certain délai. Cela signifie que l'innovation estimée de l'équation de production représente le choc structurel sur la production. En d'autres termes, les changements de la courbe de demande des produits de base dus aux chocs sur l'activité mondiale ou à d'autres facteurs n'influent pas sur la production pendant la même période, mais peuvent le faire peu après et ultérieurement. Cette hypothèse semble justifiable avec les données mensuelles dont nous disposons pour le pétrole brut et le cuivre. S'agissant du café et du

<sup>48</sup>Pour les VAR du cuivre et du pétrole, nous prenons l'indice de la production industrielle mondiale comme mesure de l'activité mondiale. Pour les produits de base agricoles, nous prenons le taux de croissance du PIB mondial, car les VAR sont estimés avec une fréquence annuelle. Dans un contrôle de la robustesse des résultats à fréquence mensuelle, nous testons la mesure différente de l'activité mondiale proposée par Kilian (2009).

Tableau 4.8. Propriétés statistiques des cours réels des produits de base

Produit de base	Date de début de la série (année; mois)	Nombre de phases du point haut au point bas	Nombre de phases du point bas au point haut	Durée moyenne du point haut au point bas	Durée moyenne du point bas au point haut	Amplitude moyenne du point haut au point bas	Amplitude moyenne du point bas au point haut	Durée moyenne du cycle	Amplitude entre la dernière observation disponible et la dernière phase point haut/point bas	Durée de la dernière période
Énergie	1973 : M2	7	6	31,0	33,0	0,7	0,9	65,3	0,1	17
Charbon	1993 : M12	4	5	25,0	20,4	0,6	0,7	45,0	-0,1	9
Pétrole brut	1973 : M2	7	6	31,3	32,7	0,8	0,9	65,3	0,2	15
Gaz naturel	1992 : M1	6	6	16,7	18,5	0,4	0,5	36,6	0,6	25
Alimentation	1970 : M1	7	8	37,9	26,0	0,5	0,4	60,9	-0,2	8
Cacao	1957 : M1	9	10	38,8	28,5	0,9	0,8	63,2	-0,3	22
Café	1957 : M1	7	8	36,1	40,0	0,9	0,8	77,6	-0,2	6
Thé	1957 : M1	10	10	35,7	29,0	0,7	0,6	65,3	0,1	6
Seigle	1975 : M1	7	8	34,0	24,5	0,7	0,6	57,1	0,0	3
Maïs	1957 : M1	9	10	39,2	27,9	0,6	0,6	66,6	-0,2	6
Riz	1957 : M1	9	8	40,7	33,6	0,8	0,8	76,0	0,2	16
Blé	1957 : M1	10	10	35,6	26,8	0,6	0,5	64,0	0,6	16
Bœuf	1957 : M1	7	7	58,6	31,7	0,5	0,5	81,9	-0,1	6
Agneau	1957 : M1	7	8	39,4	39,5	0,5	0,4	72,1	-0,1	11
Volaille	1980 : M1	6	6	21,5	40,2	0,2	0,2	67,2	0,0	8
Porc	1980 : M1	6	7	37,0	22,1	1,1	0,9	46,3	-0,1	2
Poissons	1979 : M1	4	5	64,5	25,2	0,9	0,6	82,5	-0,7	6
Crevettes	1957 : M1	12	11	24,3	31,2	0,6	0,5	49,5	0,2	18
Huile de noix de coco	1957 : M1	12	13	25,8	25,5	0,9	0,9	51,0	-0,6	8
Huile d'olive	1978 : M9	4	4	34,5	44,3	0,6	0,5	84,5	-0,8	79
Huile de palme	1957 : M1	10	11	27,6	27,7	0,8	0,8	53,7	-0,3	8
Farine de soja	1965 : M1	9	10	32,6	25,4	0,7	0,7	55,6	-0,1	4
Huile de soja	1957 : M1	9	10	37,3	27,9	0,8	0,7	65,4	-0,1	8
Graines de soja	1965 : M1	8	8	41,3	25,5	0,7	0,7	70,3	0,2	20
Huile de tournesol	1960 : M7	6	7	51,8	39,0	1,0	0,9	89,8	-0,1	4
Bananes	1975 : M1	6	6	40,0	31,5	0,8	0,8	69,3	-0,1	8
Farine de poisson	1957 : M1	9	10	28,4	37,2	0,7	0,7	67,1	-0,4	18
Arachides	1980 : M1	5	6	37,6	26,5	0,8	0,6	62,0	0,0	3
Oranges	1978 : M1	6	5	43,7	23,2	0,9	0,9	69,6	0,3	10
Sucre	1957 : M1	7	7	52,9	39,4	1,3	1,2	87,1	-0,1	9
Métaux	1970 : M1	8	8	33,0	28,5	0,7	0,6	60,1	-0,1	8
Aluminium	1972 : M5	6	7	37,5	33,6	0,8	0,7	56,0	-0,2	6
Cuivre	1957 : M1	8	9	42,8	32,8	0,7	0,7	69,0	-0,3	8
Plomb	1957 : M1	9	10	35,1	26,9	0,9	0,9	59,1	-0,3	6
Nickel	1979 : M12	5	6	34,6	27,8	1,1	1,2	57,4	-0,4	8
Acier	1987 : M1	4	5	37,3	27,6	0,6	0,7	65,3	-0,1	8
Étain	1957 : M1	8	9	44,3	25,0	0,6	0,6	68,0	-0,4	6
Uranium	1980 : M1	4	4	39,0	34,0	0,8	1,0	81,0	0,2	19
Zinc	1957 : M1	10	11	34,0	26,7	0,7	0,7	58,7	-0,3	8
Or	1968 : M4	6	5	39,0	30,4	0,6	0,7	61,2	1,6	126
Argent	1976 : M1	7	7	27,3	32,4	0,8	0,9	57,3	-0,3	6
Matières premières	1970 : M1	5	6	48,6	40,3	0,6	0,5	56,4	-0,3	8
Bois dur	1980 : M1	6	6	21,7	32,7	0,6	0,7	59,0	0,5	18
Bois dur scié	1980 : M1	5	6	23,2	37,3	0,5	0,6	61,2	0,0	4
Bois tendre	1975 : M1	5	6	45,4	32,3	0,6	0,4	70,4	-0,1	5
Bois tendre scié	1975 : M1	6	6	35,7	34,0	0,5	0,4	72,6	0,1	8
Coton	1957 : M1	12	13	24,9	24,8	0,6	0,5	48,7	-0,7	7
Cuir et peaux	1957 : M1	7	7	58,1	33,9	1,0	1,0	55,7	-0,1	7
Caoutchouc	1957 : M1	8	9	41,1	33,9	0,8	0,8	55,3	-0,4	8
Laine	1957 : M1	9	9	42,4	29,8	0,7	0,7	69,7	-0,3	4

Source : calculs des services du FMI.

Note : Toutes les séries prennent fin en octobre 2011 (2011 : M10), sauf celle du pétrole brut, qui se termine en août 2011 (2011 : M8). Les points hauts et les points bas sont déterminés selon l'algorithme de Harding et de Pagan (2002) dans les conditions décrites à l'appendice 4.2. La longueur ou durée d'une phase est donnée en mois. L'amplitude d'une phase est donnée en unités en logarithme naturel. On trouve à l'appendice 4.1 une description complète des données.

coton, seules les données annuelles de production mondiale sont disponibles, mais l'hypothèse semble encore pouvoir être validée, parce que leurs cycles de production sont relativement longs<sup>49</sup>. Parmi les exemples de chocs  $t$  sur la production figurent les accidents climatiques imprévisibles qui nuisent au rendement, comme les inondations ou la sécheresse (pour les produits de base agricoles), les perturbations imputables à des incidents techniques ou à des arrêts de travail non anticipés (pour le pétrole et les métaux) ou encore les avancées technologiques imprévues qui stimulent la production.

Nous supposons aussi que l'activité mondiale ( $\Delta y_t$ ) puisse être influencée instantanément par un choc structurel sur la production, mais seulement avec retard par les autres chocs. Cela signifie que l'innovation estimée à partir de l'équation sur l'activité mondiale, après prise en compte de l'effet du choc sur la production, représente le choc structurel sur l'activité mondiale. Là encore, ces hypothèses semblent justifiables avec une fréquence mensuelle. Même lorsque les données sous-jacentes sont annuelles, les hypothèses semblent encore raisonnables tant que le produit de base considéré contribue relativement peu au PIB mondial. Néanmoins, il convient d'interpréter avec précaution les résultats concernant les produits de base agricoles<sup>50</sup>.

Considérées ensemble, ces hypothèses impliquent ce qui suit :

$$e_{i,t} = A_{0,t} \varepsilon_{i,t}$$

$$\begin{pmatrix} e_{i,t}^{\Delta q} \\ e_{i,t}^{\Delta y} \\ e_{i,t}^{\Delta k} \\ e_{i,t}^{\Delta s} \\ e_{i,t}^{\Delta p} \end{pmatrix} = \begin{bmatrix} . & 0 & 0 & 0 & 0 \\ . & . & 0 & 0 & 0 \\ . & . & . & . & . \\ . & . & . & . & . \\ . & . & . & . & . \end{bmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{i,t}^{\Delta q} \\ \varepsilon_{i,t}^{\Delta y} \\ \varepsilon_{i,t}^3 \\ \varepsilon_{i,t}^4 \\ \varepsilon_{i,t}^5 \end{pmatrix}, \quad (4.3)$$

où 0 indique que le choc structurel n'a pas d'effet sur le choc de forme réduite correspondant, tandis que le point montre qu'il n'y a pas de restrictions à la corrél-

<sup>49</sup>Il faut plus de cinq ans aux nouveaux caféiers pour arriver à maturité (Wellman, 1961). Pour le coton, dont le cycle de récolte est d'un an environ, l'hypothèse retenue n'est peut-être pas aussi évidente (Smith et Cothren, 1999).

<sup>50</sup>Dans le cas de la fréquence annuelle, le problème plus important se pose du fait que les variations réelles des cours des biens peuvent être corrélées avec d'autres facteurs qui déterminent le PIB mondial, mais ne sont pas incluses dans le système VAR. Cela peut générer le biais de variable omise, ce qui influence l'interprétation des résultats.

lation. Répétons qu'avec les restrictions indiquées ici, nous ne pouvons trouver que les chocs structurels sur la production et l'activité mondiale ( $\varepsilon_{i,t}^{\Delta q}$  et  $\varepsilon_{i,t}^{\Delta y}$ ).

On remarquera que nous intégrons dans le modèle les variations des stocks des produits de base et du log du TCER des États-Unis, car on sait que ces deux variables améliorent les projections des cours et de la production du pétrole, des métaux et des autres produits de base<sup>51</sup>. En outre, comme ces variables peuvent réagir rapidement à d'autres données, elles intègrent probablement des informations prospectives sur le marché des produits de base considéré (dans le cas des stocks) et sur l'activité mondiale (dans le cas des stocks et du TCER) allant au-delà de ce que contiennent la production, l'activité et les cours. De ce fait, les chocs identifiés sur la production et la demande mondiale sont plus précis dans notre modèle VAR à cinq variables que dans un modèle VAR à trois variables sans le TCER et les stocks.

Les fluctuations de cours non expliquées par les chocs sur la demande ou la production découlent d'une conjonction de facteurs que nous ne pouvons isoler. Ils comprennent des chocs propres à certains produits de base, mais aussi la diffusion d'informations à propos de l'évolution future des marchés de ces produits<sup>52</sup>. Dans ces conditions, les variations de la production totalement ou partiellement anticipées apparaissent dans la composante inexpliquée du cours au moment où l'information concernant l'évolution à venir devient connue plutôt qu'au moment où elle se produit effectivement. On pourrait citer comme illustration de ce type de choc anticipé sur la production le cas récent de la Libye où l'on s'attendait à ce que l'agitation politique perturbe la production de pétrole, et donc l'offre globale de ce produit, provoquant à l'avance une hausse des cours<sup>53</sup>. Nos résultats confirment également ceux de

<sup>51</sup>Voir De Gregorio, González et Jaque (2005) pour le rôle du TCER américain dans la formation des cours du cuivre ainsi que Kilian et Murphy (2010) pour celui des stocks de pétrole brut dans la formation des cours de ce produit.

<sup>52</sup>Il y a différents exemples de ces chocs spécifiques. On peut citer celui d'un changement de goût du consommateur au profit du café et au détriment du thé (ce qui s'est produit pendant la décennie écoulée), ce choc étant pris en compte par notre composante résiduelle. Il y a d'autres exemples : les progrès technologiques qui influent sur l'intensité d'utilisation du pétrole, le recours à une source d'énergie de substitution ou un essor/effondrement mondial du secteur du logement qui modifie la demande de cuivre.

<sup>53</sup>La financiarisation des marchés de produits de base a peut-être accentué la sensibilité de leurs cours aux informations portant sur

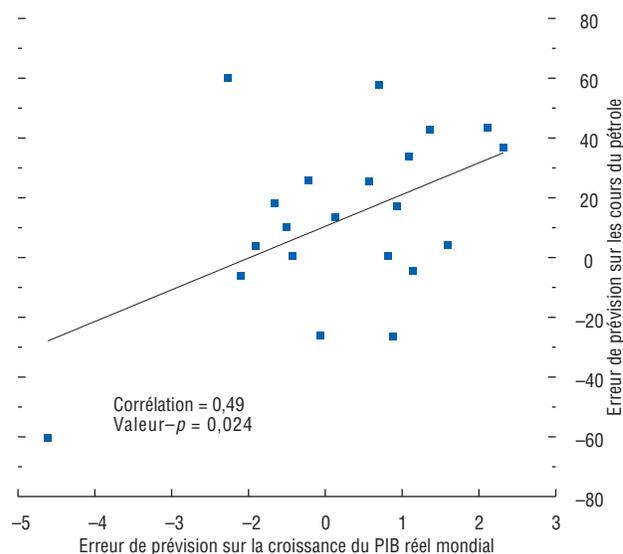
Kilian (2009) pour les autres produits de base. On peut en conclure que les chocs sur la demande expliquent mieux les fluctuations des cours des produits de base que les chocs non anticipés sur la production.

Un autre exercice auquel nous nous sommes livrés laisse penser que les chocs sur la demande ont plus d'importance que ceux sur la production, ce qui corrobore les résultats de nos modèles VAR (dans le cas du pétrole). Nous notons une corrélation positive et significative entre les révisions des prévisions de cours des produits de base et celles du PIB réel mondial, d'où il semble ressortir que les cours du pétrole sont déterminés par l'activité mondiale (graphique 4.14). En fait, si les révisions des prévisions de cours du pétrole sont étroitement liées aux chocs négatifs sur la production des produits de base, qui pèsent sur le PIB mondial, il devrait y avoir une corrélation négative entre les révisions portant sur les prévisions de cours et celles portant sur l'activité économique mondiale. Nous n'avons pu procéder à cette analyse pour d'autres produits de base en raison de l'absence de séries temporelles sur les prévisions de Consensus Economics pour leurs cours.

À quel degré de variation du PIB des exportateurs de produits de base peut-on s'attendre en réaction aux évolutions des cours réels de ces produits entraînées par des chocs sur la demande ou la production mondiales? Pour répondre à cette question dans le cas du cuivre et du pétrole, nous devons rendre les chocs sur la demande et la production mondiales du modèle VAR mensuel comparables aux chocs utilisés dans la régression de panel, qui sont à une fréquence annuelle. Pour cela, nous faisons l'hypothèse d'une série de chocs pour les 12 premiers mois dont chacun est égal au choc d'un écart-type employé dans la régression annuelle. Pour le pétrole, le résultat est une hausse de 12,2 % de son cours réel pendant l'année concernée du fait d'un choc annuel sur la demande mondiale et une hausse de 3,8 % du fait d'un choc (négatif) sur la production mondiale de pétrole. Pour le cuivre, on obtient une hausse de quelque 8 % de son cours réel sous l'effet de 1 choc sur la demande mondiale et une hausse de 3 % sous l'effet d'un choc (négatif) sur la production mondiale de cuivre. Ainsi, l'élasticité du

**Graphique 4.14. Corrélation entre la croissance du PIB réel mondial et les erreurs de prévision des cours du pétrole**

Les évolutions inattendues des cours mondiaux du pétrole sont corrélées positivement à celles de l'activité mondiale.



Sources : Consensus Economics; calculs des services du FMI.

Note : Les erreurs de prévision sont calculées comme la valeur effective moins la valeur prévue. L'erreur de prévision sur la croissance du PIB réel mondial est exprimée en points de pourcentage, alors que celle sur les prix réels du pétrole est en logarithme multiplié par 100. La ligne indique la ligne de régression du meilleur ajustement par les moindres carrés. On trouvera à l'appendice 4.1 une description complète des données sous-jacentes.

les perspectives des marchés (on trouvera au chapitre 1 des *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2011 un examen de l'influence de la financiarisation sur les cours des produits de base).

PIB réel des exportateurs en réaction aux variations des cours peut maintenant être obtenue à partir de leurs effets sur le PIB réel pendant un an (voir tableau 4.5). S'agissant du pétrole, par exemple, l'élasticité implicite du PIB réel à un changement du cours de ce produit entraîné par la demande mondiale s'élève à 0,03 dans l'année de l'impact et à 0,15 trois ans après. Bien que l'élasticité à un changement du cours du pétrole suscité par la production mondiale soit d'importance comparable (0,05 lors de l'impact et -0,14 trois ans après), l'effet du choc sur le PIB d'un exportateur n'est pas statistiquement significatif (comme on le voit au tableau 4.4).

### Robustesse

Nous avons effectué plusieurs contrôles de robustesse de notre modèle VAR de référence, à savoir : 1) utilisation du log des cours réels des produits de base et du log du TCER américain en niveaux plutôt qu'en différences, puisqu'il n'y a pas de raison manifeste de croire que ces variables devraient être non stationnaires; 2) recours à l'indice d'activité mondiale réelle de Kilian (2009) dans les modèles VAR avec des données mensuelles au lieu de la variation du log de la production industrielle mondiale; 3) emploi d'un déflateur de substitution pour les cours des produits de base se référant à l'indice pondéré des cours de gros en DTS au lieu de l'IPC américain. De manière générale, les résultats sont qualitativement inchangés pour tous les produits de base.

### Recensement des phases de variation des cours déterminées par la demande mondiale et de celles déterminées par la production

Nous considérons qu'une phase est déterminée par la demande mondiale si la contribution à l'amplitude de cette phase de la composante demande mondiale est d'au moins 25 % et dépasse la contribution de la composante production mondiale — et vice versa pour une phase générée par la production. Pour le pétrole, cela aboutit à distinguer quatre phases déterminées par la demande mondiale, dont deux de baisse (octobre 1990–décembre 1993 et octobre 2000–décembre 2001) ainsi que deux de hausse (janvier 1994–octobre 1996 et janvier 2002–juillet 2008). Elles figurent au graphique 4.8. Les

phases générées par la production comprennent une baisse (janvier 1996–décembre 1998) et une hausse (janvier 1999–septembre 2000).

### Appendice 4.4. Principales caractéristiques du modèle GIMF et application à un exportateur de pétrole de petite taille et ouvert

Le modèle monétaire et budgétaire mondial intégré (GIMF) est un modèle général d'équilibre dynamique plurisectoriel et plurinationnel qui comporte une large gamme de types de friction réels et nominaux considérés comme intéressants par les études macroéconomiques récentes<sup>54</sup>. Nous employons dans ce chapitre une version bi-régionale du GIMF incluant un pays exportateur de petite taille et ouvert ainsi que le reste du monde, lequel est un importateur *net* de pétrole. Le secteur pétrolier est modélisé selon les modalités décrites au chapitre 3 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2001. Les emprunts à l'étranger de ce pays sont modélisés de façon telle que la prime de risque souverain s'élève parallèlement au niveau de la dette publique nette. Avec le calibrage retenu ici, qui est un niveau d'endettement de 100 % du PIB, une diminution (augmentation) de 20 points de la dette entraîne une baisse (hausse) de 53 (103) points de base de la prime de risque. En revanche, si la dette représente 30 % du PIB, une diminution/augmentation de 20 points de pourcentage entraîne une baisse (hausse) de 11 (16 points) de la prime de risque.

### Politique budgétaire

La règle de politique budgétaire est définie comme un simple objectif numérique assigné au ratio solde budgétaire de l'État/PIB, qui a pour but de stabiliser la dette à proximité de la cible à long terme tout en limitant le plus possible l'instabilité de la production et de l'inflation. Elle prend la forme suivante :

$$gS_t = gS^* + d^{tax} \frac{(\tau_t - \tau_t^{pot})}{PIB_t} + d^{com} \frac{(c_t - c_t^{pot})}{PIB_t}, \quad (4.4)$$

<sup>54</sup>On trouvera une description intégrale du modèle GIMF dans Kumhof *et al.*, (2010), ainsi que dans Kumhof et Laxton (2009a).

où  $g_t$  est le ratio excédent budgétaire/PIB;  $g^*$  est l'objectif à long terme portant sur ce ratio;  $\tau_t$  et  $c_t$  sont respectivement les recettes fiscales non pétrolières et les royalties pétrolières;  $\tau_t^{pot}$  et  $c_t^{pot}$  sont les niveaux potentiels des recettes fiscales et des royalties<sup>55</sup>. Les différences entre les valeurs réelles et potentielles sont les écarts («gaps»). Les coefficients  $d^{tax}$  et  $d^{com}$  déterminent le type de règle adopté<sup>56</sup>. Le choix de  $d^{tax}$  et de  $d^{com}$  assure une continuité des règles dont

<sup>55</sup>Plus précisément, les recettes fiscales correspondent à la somme des prélèvements sur le travail et le capital opérés sur le secteur non pétrolier, à quoi s'ajoutent les taxes sur la consommation et les transferts. On définit les recettes potentielles comme les taux actuels d'imposition multipliés par l'assiette en situation d'équilibre à long terme. Les recettes pétrolières potentielles sont calculées à partir des valeurs à long terme de la production et des cours de ce produit.

<sup>56</sup>Par construction, on est certain que les ratios excédent budgétaire/PIB et dette/PIB atteignent finalement leurs objectifs à long terme, car tous les écarts disparaissent quand les chocs temporaires sont résorbés. Kumhof et Laxton (2009b) montrent que cette catégorie de règles convient particulièrement pour appréhender les périodes de haute (basse) conjoncture et se montre donc efficace pour stabiliser les fluctuations du cycle conjoncturel.

trois formes sont évoquées dans ce chapitre : 1) règle d'équilibre budgétaire quand  $d^{tax}$  et  $d^{com}$  sont égaux à zéro, 2) règle d'excédent structurel quand  $d^{tax}$  et  $d^{com}$  sont égaux à 1; 3) règle anticyclique quand  $d^{tax}$  et  $d^{com}$  sont supérieurs à 1<sup>57</sup>.

Pour appliquer le ratio excédent/PIB prescrit par la règle, le gouvernement dispose en principe d'une panoplie d'instruments budgétaires utilisables. Toutefois, par souci de simplicité, nous supposons qu'il la respecte en modifiant le taux de la taxe sur la main-d'œuvre. Comme on l'a mentionné plus haut, les résultats qualitatifs ne changent pas si l'on se sert d'un autre instrument budgétaire pour se conformer à la règle. Pour déterminer la règle optimale, on évalue les différents paramètres de façon à trouver la fonction minimum de perte des écarts-types de l'inflation et de la production. Nous évaluons la valeur actuelle nette de l'utilité actualisée des ménages dans le cadre de l'analyse des variations permanentes des cours du pétrole.

<sup>57</sup>On trouvera dans Snudden (à paraître) une présentation plus détaillée de la règle budgétaire et du secteur des administrations.

### Encadré 4.1. Effets macroéconomiques des chocs sur les cours des produits de base dans les pays à faible revenu

Les chocs sur les cours des produits de base peuvent avoir d'importantes conséquences économiques, sociales et politiques sur les pays à faible revenu, qu'ils en soient importateurs ou exportateurs. La plupart de ces pays sont importateurs nets d'alimentation et de pétrole, beaucoup acquittant en particulier une lourde facture pétrolière. En même temps, les produits de base représentent plus de la moitié des exportations de marchandises d'un tiers environ d'entre eux; les fluctuations des cours peuvent donc entraîner des variations marquées des soldes extérieurs, les uns étant gagnants et les autres perdants en fonction de la structure des échanges et de la nature des produits dont les cours évoluent. Les chocs mondiaux sur les cours des produits de base suscitent aussi en général de l'inflation et des tensions sociales dans les pays à faible revenu. En effet, les cours de l'alimentation, qui y représentent près de la moitié du panier du consommateur, sont fortement corrélés à ceux des autres produits de base<sup>1</sup>. La ponction qui en résulte sur les revenus réels des ménages peut aggraver la pauvreté et susciter des pressions politiques en faveur de mesures budgétaires de compensation, elles-mêmes susceptibles de peser sur les finances publiques.

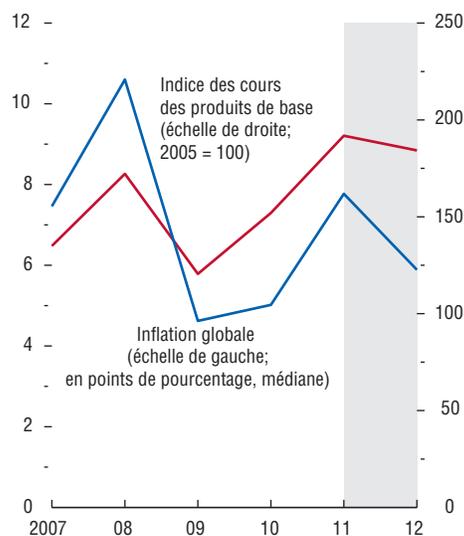
L'expérience récente montre bien l'importance des cours des produits de base pour les pays à faible revenu. La poussée des cours de l'alimentation et du pétrole en 2007–08 a été à l'origine de tensions inflationnistes (graphique 4.1.1) jusqu'en 2009 lorsque les cours des produits de base ont chuté sous l'effet de la crise financière mondiale. À la fin de 2010 et au début de 2011, les pays à faible revenu ont été confrontés à une résurgence générale de ces cours. À cette occasion, le mouvement de hausse a été plus général qu'en 2007–08, ce qui a amorti le choc sur les pays à faible revenu exportateurs de produits de base non pétroliers. En outre, l'accélération de l'inflation a été davantage conte-

L'auteur de cet encadré est Julia Bersch, qui s'est inspirée de FMI (2011a). Les pays à faible revenu dont il est question dans cet encadré sont ceux qui ont droit à des financements assortis de conditions avantageuses du FMI dans le cadre du Fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et la croissance, à l'exception de la Somalie, qui en a été exclue faute de pouvoir fournir des données.

<sup>1</sup>En revanche, la part de l'alimentation dans les paniers de consommation est inférieure à 20 % dans les pays de l'OCDE.

#### Graphique 4.1.1. Inflation globale dans les pays à faible revenu et indice des cours mondiaux des produits de base

En 2011, l'inflation globale n'a que peu accéléré dans la plupart des pays à bas revenu.



Sources : *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2011; estimations des services du FMI.

nue dans la plupart des cas, parfois grâce à de bonnes récoltes. À peu près la moitié des pays à faible revenu ont pris des mesures budgétaires, dont on estime le coût médian à plus de 1 point de PIB, pour atténuer l'impact du choc sur le plan social et sur l'inflation. Il s'est agi de subventions à l'alimentation et/ou aux produits pétroliers (quelques-unes seulement ciblant les pauvres), de mesures de protection sociale ainsi que d'allègements des impôts et des droits à l'importation.

#### Simulation des effets macroéconomiques d'une nouvelle poussée des cours mondiaux des produits de base

Nous examinons les conséquences éventuelles d'un nouveau choc mondial sur les cours des produits de base au moyen du cadre d'analyse de la vulnérabilité des pays à faible revenu récemment mis au point par le FMI<sup>2</sup>. Le scénario est construit par référence

<sup>2</sup>On trouvera des précisions dans FMI (2011a).

**Encadré 4.1 (suite)**

aux anticipations des marchés intégrées aux contrats d'options sur les produits de base, tandis que les chocs sur les différents produits sont harmonisés sur la base de cours se situant dans les 7 % les plus élevés de la distribution anticipée des probabilités<sup>3</sup>. Nous simulons les effets du choc pays par pays, en tenant compte de l'expérience des chocs antérieurs ainsi que des différences internationales dans la composition des échanges et les paniers de consommation.

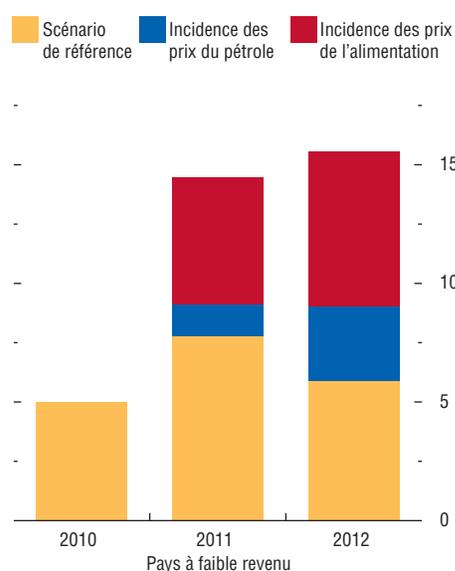
L'analyse par scénario montre qu'une nouvelle envolée des cours des produits de base pourrait avoir de graves retombées macroéconomiques et sociales. L'incidence sur la croissance serait modeste, mais le choc sur les cours ferait passer 31 millions de personnes sous le seuil de pauvreté en raison surtout de l'accélération de l'inflation et de l'absence d'une protection sociale efficace (graphique 4.1.2). Des mesures budgétaires de compensation, modélisées sur la base des expériences antérieures, pourraient entraîner une dégradation du solde budgétaire médian de plus de 1 point de PIB en 2012, dont à peu près les trois quarts seraient imputables à la hausse des cours du pétrole et le dernier quart à celle des prix de l'alimentation (graphique 4.1.3).

L'incidence extérieure du scénario des cours des produits de base pénaliserait la grande majorité des pays à faible revenu, la dégradation médiane de la balance commerciale atteignant près de 3 % du PIB (graphique 4.1.4). Elle résulterait principalement de la montée des cours du pétrole et, à moindre degré, de celle des prix de l'alimentation. Seuls les exportateurs nets de pétrole seraient gagnants. Les exportateurs nets d'alimentation ne feraient qu'un peu mieux que les importateurs nets, car les uns comme les autres souffriraient de la majoration des cours du pétrole. Les pays à faible revenu subissant un choc négatif sur les termes de l'échange verraient leurs besoins de financement externes augmenter de quelque 9 milliards de dollars, dont l'essentiel au titre de quelques grands pays n'exportant pas de produits de base.

<sup>3</sup>Dans ce scénario spécifique, on suppose que les cours de l'alimentation augmentent de 25 % en 2011 et de 31 % en 2012 par rapport à la prévision de référence; les cours du pétrole augmenteraient de 21 % en 2011 et de 48 % en 2012, ceux des métaux de 21 % en 2011 et de 36 % en 2012.

**Graphique 4.1.2. Effet sur l'inflation de la hausse des cours des produits de base dans les pays à faible revenu en 2011 et 2012**  
(Points de pourcentage, médiane)

Dans le scénario de hausse des cours mondiaux des produits de base, l'inflation pourrait doubler dans les pays à faible revenu par rapport à la projection de référence, surtout sous l'effet de la hausse des prix de l'alimentation.



Sources : *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2011; calculs des services du FMI.

Note : Le scénario simulait l'incidence d'une hausse des prix mondiaux de l'alimentation et du pétrole (de 25 % et 31 % en 2011 et 2012 pour l'alimentation ainsi que de 21 % et 28 % pour le pétrole comparativement au scénario de référence).

**Riposte face aux chocs sur les cours des produits de base et mesures destinées à établir une capacité de résistance**

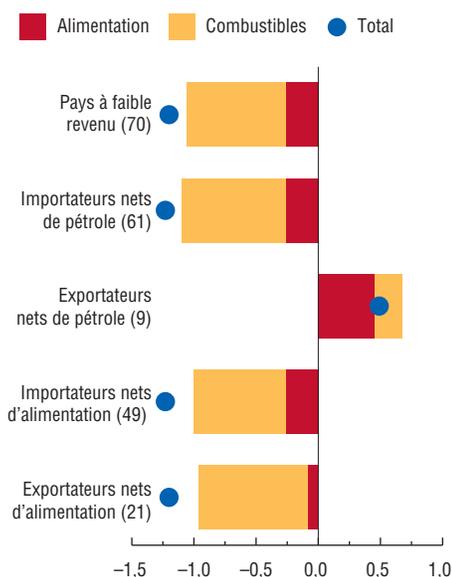
Comme beaucoup de pays à faible revenu ont utilisé une partie de leur marge de manœuvre macroéconomique pendant la récente crise, un nouveau choc mondial sur les cours des produits de base pourrait présenter des difficultés<sup>4</sup>. Le meilleur conseil habituel

<sup>4</sup>On trouvera dans FMI (2010) une analyse détaillée de la manière dont les pays à faible revenu ont traversé la crise mondiale.

### Encadré 4.1 (suite)

**Graphique 4.1.3. Effet direct d'une hausse des cours des produits de base sur le solde budgétaire des pays à faible revenu en 2012**  
(En pourcentage du PIB, médiane)

Le solde budgétaire du pays médian à faible revenu se dégraderait de plus de 1 point de PIB en 2012 surtout à cause du renchérissement du pétrole.



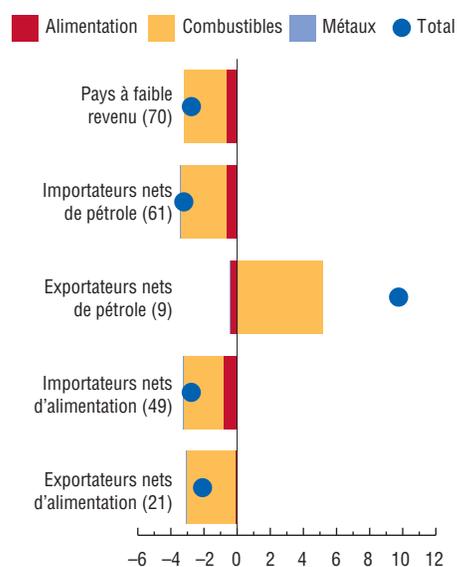
Sources : *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2011; calculs des services du FMI

Note : L'incidence budgétaire est estimée au moyen des élasticités des recettes et des charges par rapport aux variations des prix mondiaux de l'alimentation et du pétrole, tout en faisant l'hypothèse d'une riposte similaire à celle observée pendant la phase 2007-08 d'augmentation générale de ces prix. Les calculs étant basés sur la médiane des différences, la somme des composantes peut différer du total. Les chiffres entre parenthèses indiquent la taille de l'échantillon (nombre de pays).

de politique budgétaire, c'est-à-dire répercuter la hausse des cours sur les consommateurs, ne conviendrait peut-être pas à la plupart des pays à faible revenu, parce qu'ils ne disposent pas d'un système complet de protection sociale permettant d'aider les catégories vulnérables. Mais il est aussi difficile de trouver des solutions optimales de second rang, pragmatiques et efficaces par rapport à leur coût, compte tenu des moyens budgétaires limités de ces pays. La conduite

**Graphique 4.1.4. Effet direct d'une hausse des cours des produits de base sur le solde commercial des pays à faible revenu en 2012**  
(En pourcentage du PIB de 2010, médiane)

Certains pays profiteraient de la hausse mondiale des cours des produits de base, mais le solde commercial du pays médian à bas revenu se dégraderait en 2012 de près de trois points de PIB, surtout à cause du pétrole.



Sources : *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2011; calculs des services du FMI.

Note : Le scénario simulait l'incidence d'une hausse des prix mondiaux de l'alimentation, des métaux (à l'exception de l'or et de l'uranium) et du pétrole (respectivement à hauteur de 31 %, 36 % et 48 % au dessus du scénario de référence). Les calculs étant basés sur la médiane des différences, la somme des composantes peut différer du total. Les chiffres entre parenthèses indiquent la taille de l'échantillon (nombre de pays).

de la politique monétaire en réaction aux chocs sur les cours des produits de base, en particulier ceux de l'alimentation, est également loin d'aller de soi, puisque les autorités doivent choisir entre accompagner une inflation supérieure et procéder à un resserrement qui fait augmenter les coûts réels. Mais, même si l'effet direct d'une hausse des prix alimentaires sur l'inflation globale est habituellement plus marqué dans les pays à faible revenu que dans les pays avancés, l'inertie

**Encadré 4.1 (fin)**

de l'inflation est relativement faible. Une politique monétaire accommodante est donc moins susceptible de conduire à une inflation persistante<sup>5</sup>.

S'il est important de réagir judicieusement aux chocs, les pays peuvent prendre des mesures avant

<sup>5</sup>On trouvera au chapitre 3 des *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2011 une analyse des conséquences pour la politique monétaire d'une inflation induite par les cours des produits de base dans les économies avancées et émergentes. Ces travaux soulignent à quel point il est important de « cibler ce que l'on peut atteindre » pour établir la crédibilité de la politique monétaire et obtenir de meilleurs résultats macroéconomiques.

même qu'une crise ne se produise pour y être moins exposés ou pour se ménager une marge de manœuvre en prévision de chocs futurs. Outre la constitution de marges de manœuvre pendant les périodes de prospérité, les pays à faible revenu peuvent 1) renforcer leurs budgets sur le plan structurel, 2) mettre en place des systèmes de protection sociale plus solides et plus flexibles, 3) opérer des réformes visant à encourager l'épargne interne et à approfondir le système financier, 4) rechercher des mesures permettant de diversifier davantage leur production et leurs exportations.

#### Encadré 4.2. La volatilité des cours des produits de base et le défi du développement dans les pays à faible revenu

La conjonction des récentes découvertes de ressources naturelles dans de nombreux pays à faible revenu et de l'instabilité des cours des produits de base leur offre de grandes possibilités, mais pose aussi de sérieux problèmes. L'horizon de la production étant souvent limité, ils ne disposent que d'un court laps de temps pour mettre ces ressources exceptionnelles au service du développement<sup>1</sup>. En même temps, le fait de vouloir faire trop et trop vite est en soi une source de difficultés.

Les obstacles sont en partie analytiques. La recommandation habituelle, qui repose sur l'hypothèse du revenu permanent, est de placer l'essentiel des revenus tirés des ressources naturelles dans un fonds souverain composé d'actifs financiers à faible rendement (par exemple, Davis *et al.*, 2001; Barnett et Ossowski, 2003; Bems et de Carvalho Filho, 2011). Cela permet de préserver cette richesse, d'assurer l'équité entre les générations et de maintenir la stabilité.

Toutefois, cette démarche ignore les besoins de développement à plus long terme de ces pays qui disposent de peu de capitaux et font face à des contraintes en matière de crédit. En général, l'analyse ci-dessus ajoute à l'hypothèse de revenu permanent celle que le compte de capital soit ouvert et que le rendement des fonds, y compris des placements publics, soit égal aux taux d'intérêt mondiaux. Or, il ressort de nombreuses données empiriques que le taux de rendement des investissements publics dans les pays à faible revenu pourrait être bien supérieur aux taux d'intérêt mondiaux<sup>2</sup>. Il est possible qu'à cause de leur accès limité aux marchés de capitaux mondiaux et de la faiblesse de leur système fiscal, ils ne soient pas en mesure d'exploiter cette possibilité avant un essor des exportations de ressources naturelles. Plusieurs études, qui recourent à des modèles intégrant les investissements, concluent d'ailleurs

qu'il peut être optimal d'effectuer en priorité des investissements publics productifs (Takizawa, Gardner et Ueda, 2004; van der Ploeg et Venables, 2011; Araujo *et al.*, 2012).

Malgré l'attrait théorique de l'investissement par les pays à faible revenu du produit de leurs ressources naturelles, l'expérience dément généralement l'idée selon laquelle leur abondance favorise la croissance économique; c'est ce que l'on appelle la malédiction des ressources naturelles<sup>3</sup>. Ainsi, l'expérience de quatre pays d'Amérique latine (Bolivie, Équateur, Mexique, Venezuela) dans les années 70 ne montre pas de façon évidente des effets sur l'offre au-delà de la période d'augmentation exceptionnelle des ressources (Sachs et Warner, 1999).

Tout cela laisse penser que les pays à faible revenu devraient tenter d'investir le produit des ressources naturelles, mais avec prudence. Compte tenu de la volatilité des cours des produits de base, le fait d'utiliser les revenus correspondants au moment où on les perçoit a pour résultat un cheminement chaotique des dépenses publiques qui aggrave l'instabilité économique et rend plus difficile une exécution efficace des projets d'investissement. En outre, dépenser en interne des entrées exceptionnelles de devises peut entraîner une appréciation du taux de change réel de nature à nuire au secteur des biens échangés (syndrome hollandais). Comme les pays à faible revenu souffrent souvent d'une gouvernance médiocre et de goulets d'étranglement dans la production, un accroissement rapide des investissements publics est aussi susceptible d'entraîner des inefficiences liées à la fois à la conversion des revenus tirés des ressources naturelles en capital public et aux contraintes en matière de capacité d'absorption.

Dans le but de remédier à ces éventuelles difficultés, Berg *et al.*, (2012) proposent un concept d'«investissement soutenable», qui consiste à utiliser un fonds dédié pour épargner une partie de ces revenus et la hausse éventuelle des recettes fiscales non liées aux

L'auteur de cet encadré est Susan Yang.

<sup>1</sup>Le Ghana, par exemple, a commencé à produire du pétrole en 2011 et ses réserves résultant de découvertes récentes devraient être épuisées au début de 2020 (projection des services du FMI).

<sup>2</sup>Ainsi, le taux de rendement annuel médian de l'ensemble des projets de la Banque mondiale est passé de quelque 12 % en 1987–88 à 24 % en 2005–07 (Banque mondiale, 2010).

<sup>3</sup>L'enquête de van der Ploeg (2011) montre que de nombreux pays, comme le Botswana et le Chili, ont échappé à cette malédiction, bien qu'une corrélation négative moyenne existe entre la croissance et la part des ressources naturelles dans les exportations.

**Encadré 4.2 (fin)**

ressources naturelles<sup>4</sup>. On accroît progressivement les investissements publics en tenant compte des contraintes en matière d'institutions et de capacité d'absorption. Cette manière de procéder peut beaucoup limiter l'incidence de la volatilité des cours des produits de base sur l'économie nationale, atténuer les effets du syndrome hollandais et réduire le coût des contraintes sur le plan de la capacité d'absorption. Quand l'augmentation des investissements dépasse le rendement du fonds de placement, de nouveaux ajustements budgétaires s'imposent. Cette démarche revient à préserver la richesse momentanée que représentent les ressources naturelles sous la forme d'un capital public permettant d'améliorer la productivité

<sup>4</sup>Collier *et al.* (2010) proposent également d'investir dans un fonds souverain liquide, qui aurait pour vocation principale de lisser l'évolution des investissements publics. On peut considérer la création d'un fonds distinct comme une construction intellectuelle permettant d'appréhender la dynamique d'une politique budgétaire appropriée. En pratique, des facteurs institutionnels pourraient aller à l'encontre d'une division sous la forme d'un fonds séparé, mais les conclusions concernant la trajectoire de l'épargne et des dépenses de l'État resteraient valides.

de la production privée. Comme il y a aussi élévation permanente de la consommation, elle est largement conforme au principe du revenu permanent.

L'expérience récente des pays à faible revenu montre que la grande majorité d'entre eux ne s'est pas inspirée de l'hypothèse du revenu permanent dans la gestion des revenus tirés des ressources naturelles (voir appendice II dans Baunsgaard *et al.*, à paraître). Au Tchad, par exemple, lors de l'envolée des cours du pétrole, les dépenses en capital à financement intérieur sont passées de 2,1 % du PIB non pétrolier en 2003 à 12,6 % en 2008–10 (FMI, 2011b). Le Timor-Leste, en revanche, pratique depuis assez longtemps une stratégie de type HRP. Après le démarrage de sa production de pétrole au début de 2000, il a constitué un fonds pétrolier de dimension importante qui a atteint, en 2011, 88,6 % du PIB hors pétrole (FMI, 2012). Les investissements sont restés faibles avant 2011, mais le gouvernement a récemment adopté une stratégie de développement qui prévoit d'importantes dépenses en infrastructures qui seront financées en partie par des prélèvements sur le fonds pétrolier.

## Bibliographie

- Abbas, S. M. Ali, Nazim Belhocine, Asmaa A. ElGanainy, and Mark A. Horton, 2010, "A Historical Public Debt Database," IMF Working Paper 10/245 (Washington : International Monetary Fund).
- Adler, Gustavo, and S. Sebastián Sosa, 2011, "Commodity Price Cycles : The Perils of Mismanaging the Boom," IMF Working Paper 11/283 (Washington : International Monetary Fund).
- Araujo, Juliana, Bin Grace Li, Marcos Poplawski-Ribeiro, and Luis-Felipe Zanna, 2012, "Current Account Norms in Natural Resource Rich and Capital Scarce Economies" (non publié; Washington : International Monetary Fund).
- Banque mondiale, 2010, *Cost-Benefit Analysis in World Bank Projects* (Washington).
- Barnett, Steven, and Rolando Ossowski, 2003, "Operational Aspects of Fiscal Policy in Oil-Producing Countries," in *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries*, ed. by Jeffrey M. Davis, Rolando Ossowski, and Analisa Fedelino (Washington : International Monetary Fund).
- Barsky, Robert B., and Lutz Kilian, 2002, "Do We Really Know That Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative," *NBER Macroeconomics Annual 2001*, p. 137–83.
- Batini, Nicoletta, and Douglas Laxton, 2005, "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets," paper presented at "Monetary Policy Under Inflation Targeting," Ninth Annual Conference of the Central Bank of Chile (Santiago), October 20–21.
- Baungsgaard, M. Thomas, Mauricio Villafuerte, M. Marcos Poplawski-Ribeiro, and C. Christine Richmond, à paraître, "Fiscal Frameworks for Natural-Resource-Intensive Developing Countries," IMF Staff Discussion Note (Washington : International Monetary Fund).
- Beidas-Strom, Samya, 2011, "Economic Policy Spillovers : Saudi Arabia in the Global Economy," Chapter 6 in *Gulf Cooperation Council Countries : Enhancing Economic Outcomes in an Uncertain Global Economy*, ed. by Samya Beidas-Strom, Tobias N. Rasmussen, and David O. Robinson (Washington : International Monetary Fund), p. 81–93.
- Bems, Rudolfs, and Irineu de Carvalho Filho, 2011, "The Current Account and Precautionary Savings for Exporters of Exhaustible Resources," *Journal of International Economics*, Vol. 84, No. 1, p. 48–64.
- Berg, Andrew, Rafael Portillo, Susan Yang, and Luis-Felipe Zanna, à paraître, "Public Investment in Resource Abundant, Low-Income Countries," IMF Working Paper (Washington : International Monetary Fund).
- Bond, Marion E., 1987, "An Econometric Study of Primary Commodity Exports from Developing Country Regions to the World," *IMF Staff Papers*, Vol. 34, No. 2, p. 199–227.
- Broda, Christian, 2004, "Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries," *Journal of International Economics*, Vol. 63, No. 1, p. 31–58.
- Cashin, Paul, C. John McDermott, and Alasdair Scott, 2002, "Booms and Slumps in World Commodity Prices," *Journal of Development Economics*, Vol. 69, No. 1, p. 277–96.
- Céspedes, Luis Felipe, and Andrés Velasco, 2011, "Was This Time Different? Fiscal Policy in Commodity Republics," BIS Working Paper No. 365 (Basel : Bank for International Settlements).
- Chen, Yu-Chin, Kenneth S. Rogoff, and Barbara Rossi, 2010, "Can Exchange Rates Forecast Commodity Prices?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, No. 3, p. 1145–94.
- Chinn, Menzie, and Hiro Ito, 2006, "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81, No. 1, p. 163–92.
- , 2008, "A New Measure of Financial Openness," *Journal of Comparative Policy Analysis*, Vol. 10, No. 3, p. 307–20.
- Collier, Paul, and Benedikt Goderis, 2007, "Commodity Prices, Growth, and the Natural Resource Curse : Reconciling a Conundrum," CSAE Working Paper No. 2007–15 (Oxford : University of Oxford, Center for the Study of African Economies).
- Collier, Paul, Frederick van der Ploeg, Michael Spence, and Anthony J. Venables, 2010, "Managing Resource Revenues in Developing Economies," *IMF Staff Papers*, Vol. 57, No. 1, p. 84–118.
- Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski, James Daniel, and Steven Barnett, 2001, *Stabilizing and Saving Funds for Non-Renewable Resources : Experience and Fiscal Policy Implications*, IMF Occasional Paper No. 205 (Washington : International Monetary Fund).
- Deaton, Angus, 1999, "Commodity Prices and Growth in Africa," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 3, p. 23–40.
- , and Guy Laroque, 1992, "On the Behaviour of Commodity Prices," *Review of Economic Studies*, Vol. 59, No. 1, p. 1–23.
- De Gregorio, José, Hermann González, and Felipe Jaque, 2005, "Fluctuations in the Dollar, Copper Price, and Terms of Trade," Working Paper No. 310 (Santiago : Central Bank of Chile).
- De Gregorio, José, and Felipe Labbé, 2011, "Copper, the Real Exchange Rate, and Macroeconomic Fluctuations in Chile," in *Beyond the Curse : Policies to Harness the Power of Natural Resources*, ed. by Rabah Arezki, Amadou N. R. Sy, and Thorvaldur Gylfason (Washington : International Monetary Fund).
- Demirel, Ufuk Devrim, 2010, "Macroeconomic Stabilization in Developing Economies : Are Optimal Policies Procyclical?" *European Economic Review*, Vol. 54, No. 3, p. 409–28.

- Eissa, Nada, and Hilary Williamson Hoynes, 2004, "Taxes and the Labor Market Participation of Married Couples : The Earned Income Tax Credit," *Journal of Public Economics*, Vol. 88, Nos. 9–10, p. 1931–58.
- Erten, Bilge, and José Antonio Ocampo, 2012, "Super-Cycles of Commodity Prices Since the Mid-Nineteenth Century," DESA Working Paper No. 110 (New York : United Nations Department of Economic and Social Affairs, February).
- Eyzaguirre, Nicolás, Martin Kaufman, Steven Phillips, and Rodrigo Valdés, 2011, "Managing Abundance to Avoid a Bust in Latin America," IMF Staff Discussion Note 11/07 (Washington : International Monetary Fund).
- Feenstra, Robert, Robert Lipsey, Haiyan Deng, Alyson Ma, and Hengyong Mo, 2005, "World Trade Flows : 1962–2000," NBER Working Paper No. 11040 (Cambridge, Massachusetts : National Bureau of Economic Research).
- Fonds monétaire international (FMI), 2009, "Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances," SM/09/274 (Washington). [blog-pfm.imf.org/files/paper.pdf](http://blog-pfm.imf.org/files/paper.pdf)
- , 2010, "Emerging from the Global Crisis : Macroeconomic Challenges Facing Low-Income Countries," Policy Paper (Washington).
- , 2011a, *Managing Global Growth Risks and Commodity Price Shocks—Vulnerabilities and Policy Challenges for Low-Income Countries*, Policy Paper (Washington).
- , 2011b, *Chad : Staff Report for the 2011 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 11/302 (Washington).
- , 2012, *Democratic Republic of Timor-Leste : 2011 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 12/24 (Washington).
- Frankel, Jeffrey, 2011, "How Can Commodity Exporters Make Fiscal and Monetary Policy Less Pro-Cyclical?" Harvard Kennedy School Faculty Research Working Paper No. 11-015 (Cambridge, Massachusetts : Harvard Kennedy School).
- Hamilton, James D., 2011, "Historical Oil Shocks," in *Handbook of Major Events in Economic History*, ed. by Randall E. Parker and Robert M. Whaples (New York : Routledge).
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, "Dissecting the Cycle : A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, No. 2, p. 365–81.
- Heap, Alan, 2005, *China—The Engine of a Commodities Super-Cycle* (New York : Citigroup Smith Barney).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter, and Scott Roger, 2006, "Implementing Inflation Targeting : Institutional Arrangements, Target Design, and Communications," IMF Working Paper 06/278 (Washington : International Monetary Fund).
- Husain, Aasim M., Kamilya Tazhibayeva, and Anna Ter-Martirosyan, 2008, "Fiscal Policy and Economic Cycles in Oil-Exporting Countries," IMF Working Paper 08/253 (Washington : International Monetary Fund).
- Ilzetzki, Ethan, Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, 2008, "The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements in the 21st Century : Which Anchor Will Hold?" (non publié; College Park, Maryland : University of Maryland).
- Kaminsky, Graciela L., 2010, "Terms of Trade Shocks and Fiscal Cycles," NBER Working Paper No. 15780 (Cambridge, Massachusetts : National Bureau of Economic Research).
- Keane, Michael P., 2010, "Labor Supply and Taxes : A Survey," Working Paper No. 160 (Sydney : University of Technology, School of Finance and Economics).
- Kilian, Lutz, 2009, "Not All Oil Price Shocks Are Alike : Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market," *American Economic Review*, Vol. 99, No. 3, p. 1053–69.
- Kilian, Lutz, and Dan Murphy, 2010, "The Role of Inventories and Speculative Trading in the Global Market for Crude Oil," CEPR Discussion Paper No. 7753 (London : Centre for Economic Policy Research).
- Kilian, Lutz, Alessandro Rebucci, and Nikola Spatafora, 2009, "Oil Shocks and External Balances," *Journal of International Economics*, Vol. 77, No. 2, p. 181–94.
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2009a, "Fiscal Deficits and Current Account Deficits," IMF Working Paper 09/237 (Washington : International Monetary Fund).
- , 2009b, "Simple, Implementable Fiscal Policy Rules," IMF Working Paper 09/76 (Washington : International Monetary Fund).
- , 2010, "Chile's Structural Fiscal Surplus Rule : A Model-Based Evaluation," *Journal Economía Chilena* (The Chilean Economy), Vol. 13, No. 3, p. 5–32.
- , Dirk Muir, and Susanna Mursula, 2010, "The Global Integrated Monetary Fiscal Model (GIMF)—Theoretical Structure," IMF Working Paper No. 10/34 (Washington : International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises : A New Database," IMF Working Paper No. 08/224 (Washington : International Monetary Fund).
- , 2010, "Resolution of Banking Crises : The Good, the Bad, and the Ugly," IMF Working Paper 10/146 (Washington : International Monetary Fund).
- Medas, Paulo, and Daria Zakharova, 2009, "A Primer on Fiscal Analysis in Oil-Producing Countries," IMF Working Paper 09/56 (Washington : International Monetary Fund).
- Medina, Leandro, 2010, "The Dynamic Effects of Commodity Prices on Fiscal Performance in Latin America," IMF Working Paper 10/192 (Washington : International Monetary Fund).
- Ossowski, Rolando, Mauricio Villafuerte, Paolo A. Medas, and Theo Thomas, 2008, *Managing the Oil Revenue Boom : The Role of Fiscal Institutions*, IMF Occasional Paper No. 260 (Washington : International Monetary Fund).

- Radetzki, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms," *Resources Policy*, Vol. 31, No. 1, p. 56–64.
- Rafiq, M. Sohrab, 2011, "Sources of Economic Fluctuations in Oil-Exporting Economies : Implications for Choice of Exchange Rate Regimes," *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 16, No. 1, p. 70–91.
- Roger, Scott, 2010, «Ciblage de l'inflation : 20 ans déjà», *Finances & Développement*, Vol. 47, No. 1, p. 46–49.
- Sachs, Jeffrey D., and Andrew M. Warner, 1999, "The Big Push, Natural Resource Booms and Growth," *Journal of Development Economics*, Vol. 59, No. 1, p. 43–76.
- Smith, C. Wayne, and J. Tom Cothren, eds., 1999, *Cotton : Origin, History, Technology, and Production* (New York : Wiley).
- Snudden, Stephen, à paraître, "Designing Fiscal Rules for Oil-Exporting Countries," IMF Working Paper (Washington : International Monetary Fund).
- Takizawa, Hajime, Edward Gardner, and Kenichi Ueda, 2004, "Are Developing Countries Better Off Spending Their Oil Wealth Upfront?" IMF Working Paper 04/141 (Washington : International Monetary Fund).
- van der Ploeg, Frederick, 2011, "Natural Resources : Curse or Blessing?" *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, No. 2, p. 366–420.
- , and Anthony J. Venables, 2011, "Harnessing Windfall Revenues : Optimal Policies for Resource-Rich Developing Economies," *Economic Journal*, Vol. 121, No. 551, p. 1–30.
- Venables, Anthony J., 2010, "Economic Geography and African Development," *Papers in Regional Science*, Vol. 89, No. 3, p. 469–83.
- Wellman, Frederick L., 1961, *Coffee : Botany, Cultivation, and Utilization* (London : Leonard Hill, and New York : Interscience Publishers).

## EXAMEN DES PERSPECTIVES PAR LE CONSEIL D'ADMINISTRATION DU FMI, MARS 2012

*Observations du Président par intérim du Conseil d'administration à l'issue de la séance consacrée à l'examen des Perspectives de l'économie mondiale le 30 mars 2012*

Les administrateurs notent que les perspectives de l'économie mondiale s'améliorent progressivement de nouveau, mais que la reprise reste fragile et qu'il subsiste clairement des risques de détérioration. La hausse de l'activité aux États-Unis et les mesures prises dans la zone euro ont réduit la menace d'un ralentissement marqué de l'économie mondiale. Cependant, les progrès récents sont très fragiles, et bon nombre de pays et de banques restent sous forte pression. Le calme actuel offre une occasion idéale de surmonter enfin la crise. Les dirigeants doivent continuer d'opérer les changements fondamentaux qui sont nécessaires pour stabiliser durablement la situation, une condition préalable pour réaliser une croissance saine à moyen terme. Comme les écarts de production restent élevés dans les pays avancés, il convient aussi de calibrer les politiques économiques en vue de soutenir une croissance qui reste faible à court terme.

Les administrateurs conviennent qu'il y aura de nouveau une faible reprise dans les principaux pays avancés, et que l'activité devrait rester relativement vigoureuse dans la plupart des pays émergents et des pays en développement. Néanmoins, les projections de croissance pour la plupart des régions ont été révisées à la baisse par rapport à l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*, principalement à cause des répercussions des problèmes souverains et bancaires dans la zone euro. Il reste prévu que la zone euro connaîtra une légère récession en 2012. La création d'emplois dans les pays avancés restera probablement anémique. Dans les pays émergents et les pays en développement, la croissance devrait ralentir aussi en 2012, mais devrait s'accélérer de nouveau en 2013, grâce à l'assouplissement des politiques macroéconomiques et au renforcement de la demande extérieure.

Les administrateurs notent que les mesures prises récemment ont été cruciales pour stabiliser les marchés financiers dans la zone euro. Cependant, ils mettent en garde que les risques souverains demeurent élevés et que les pressions sur les banques européennes subsistent, notamment à cause des risques souverains, de la faiblesse de la croissance dans la zone euro, des besoins élevés de refinancement et de la nécessité de renforcer les volants de fonds propres. Toutes ces pressions ont incité de manière plus générale à réduire la taille des bilans. Si une bonne partie du désendettement des banques de la zone euro prendra probablement la forme de génération de capital ou de vente de titres et autres actifs non fondamentaux, une partie entraînera probablement une réduction de l'offre de crédit à l'économie réelle. Les administrateurs conviennent qu'une nouvelle diminution des bilans des banques européennes est saine, mais que les éventuelles conséquences négatives d'un désendettement synchronisé à grande échelle restent un sujet de préoccupation.

Les administrateurs conviennent de manière générale que le risque le plus immédiat est qu'une nouvelle aggravation de la crise dans la zone euro provoque une fuite devant le risque plus généralisée et un désendettement désordonné de la part des banques européennes. Ils prennent note des simulations des services du FMI qui indiquent que la réapparition de problèmes de financement comparables à ceux observés pendant l'automne 2011 pourrait avoir des répercussions considérables sur l'offre de crédit dans la zone euro et ailleurs.

Les administrateurs soulignent que d'autres risques de dégradation continuent de planer. L'incertitude géopolitique pourrait provoquer une forte hausse des cours du pétrole. Des politiques macroéconomiques excessivement rigoureuses pourraient aussi plonger

un autre grand pays dans une déflation soutenue. Parmi les autres risques figurent une perturbation des marchés d'obligations et de change mondiaux (le niveau élevé des déficits budgétaires et des dettes entraînant de fortes hausses des taux d'intérêt) et un ralentissement marqué de l'activité dans certains pays émergents. Cependant, la croissance pourrait aussi être plus élevée que prévu si les politiques macroéconomiques continuaient de s'améliorer, que les conditions de financement se desserraient encore et que les tensions géopolitiques s'atténuaient.

Les administrateurs s'accordent à dire que les dirigeants européens devraient s'appuyer sur les progrès récents et l'amélioration récente de la situation sur les marchés pour exécuter les réformes arrêtées et mener à terme leur programme d'action. À court terme, la priorité absolue est de mettre en place en Europe un pare-feu suffisant, robuste et crédible afin de prévenir la contagion. De nouveaux progrès en matière de restructuration et de règlement des faillites de banques devraient compléter les augmentations des fonds propres et des provisions qui sont déjà en cours. Il est tout aussi important d'opérer des réformes institutionnelles en profondeur qui corrigent les failles de la conception de l'union économique et monétaire qui ont contribué à la crise, y compris des mesures d'intégration qui renforcent la stabilité financière. En ce qui concerne la politique macroéconomique, un rééquilibrage budgétaire suffisant est opéré, et le rythme des plans d'ajustement à court terme doit être calibré de manière à ne pas peser excessivement sur la demande à court terme, sans compromettre la viabilité des finances publiques. Comme les multiplicateurs budgétaires seront probablement élevés dans la médiocre conjoncture actuelle, un ajustement graduel mais régulier est préférable à un ajustement concentré en début de période, aussi longtemps que le financement le permet. Une inflation intérieure très faible étant prévue, les taux directeurs devraient être abaissés si possible et les mesures de soutien non conventionnelles devraient être maintenues ou élargies lorsque des marchés sont mis sous forte pression.

Les administrateurs notent qu'il reste urgent de mettre en place des programmes solides et durables de rééquilibrage budgétaire à moyen terme aux États-Unis et au Japon. En outre, un nouvel assouplissement monétaire sera peut-être nécessaire au Japon pour

que l'objectif d'inflation soit atteint à moyen terme. Un assouplissement supplémentaire serait nécessaire aussi aux États-Unis si l'activité menaçait d'être inférieure aux prévisions. De manière plus générale, étant donné les médiocres perspectives de croissance dans les principaux pays, les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire peuvent réexaminer le rythme de leur rééquilibrage. Les autres doivent laisser les stabilisateurs automatiques opérer librement aussi longtemps qu'ils peuvent facilement financer des déficits plus élevés. Cependant, pour réaliser une croissance durable, il reste indispensable d'assainir les finances publiques à moyen terme. Étant donné l'incertitude élevée qui règne, il est important aussi d'appliquer des stratégies de communication globales et préventives afin de renforcer la confiance et la crédibilité.

Les administrateurs soulignent que, au-delà du court terme, les pays avancés doivent améliorer leurs médiocres perspectives de croissance à moyen terme. La réforme du secteur financier doit s'attaquer aux nombreuses lacunes mises en évidence par la crise financière, notamment les problèmes liés aux établissements jugés trop grands ou trop complexes pour faire faillite, le système bancaire parallèle et la collaboration internationale entre les autorités de contrôle bancaire. Les progrès dans la conception et l'exécution de programmes d'ajustement crédibles à moyen terme s'accélèrent, mais il reste beaucoup à faire, notamment dans les plus grands pays. La réforme des programmes de droits à prestation ainsi que la poursuite du renforcement des cadres budgétaires sont cruciaux pour réduire fortement les dépenses futures, sans peser notablement sur la demande aujourd'hui, et peuvent contribuer à regagner la confiance des marchés dans la viabilité des finances publiques. Il convient aussi d'opérer des réformes structurelles propices à la croissance sur de nombreux fronts.

Les administrateurs notent que, pour les pays émergents et les pays en développement, l'enjeu principal à court terme consiste à bien calibrer la politique macroéconomique pour faire face aux risques de dégradation considérables qui sont liés aux pays avancés, tout en maîtrisant les risques de surchauffe résultant de la vigueur de l'activité, de la croissance élevée du crédit et de la hausse des prix de l'énergie. La riposte appropriée variera d'un pays à l'autre. Pour les pays qui ont déjà normalisé leur politique macro-

économique, l'accent doit être mis à court terme sur la riposte aux effets de contagion et à la baisse de la demande extérieure des pays avancés, ainsi qu'à la volatilité des flux de capitaux. Les autres pays doivent continuer à reconstituer leur marge de manœuvre macroéconomique, qui s'est réduite en 2008–09, et à renforcer leurs politiques et dispositifs prudentiels. Il est approprié que l'ajustement budgétaire prévu en 2012 dans les pays émergents soit plus lent étant donné l'affaiblissement de la croissance et la relative solidité de leur position budgétaire. Les autorités monétaires doivent veiller à ce que les hausses des cours du pétrole ne se traduisent pas par des tensions inflationnistes plus générales, et la politique budgétaire doit limiter la dégradation des bilans publics en utilisant les subventions uniquement pour venir en aide aux ménages les plus vulnérables.

Les administrateurs conviennent que les derniers développements donnent à penser que les déséquilibres mondiaux des transactions courantes ne devraient plus s'aggraver, après leur forte réduction pendant la Grande Récession. Cela s'explique dans une large mesure par le fait que la croissance excessive de la consommation dans les pays dégageant des déficits extérieurs élevés avant la crise a pris fin et n'a pas été compensée par une hausse de la consommation

dans les pays en excédent. En conséquence, l'économie mondiale a connu une perte de demande et de croissance dans toutes les régions par rapport aux années d'expansion avant la crise. Un rééquilibrage de l'activité dans les principaux pays en excédent au profit d'une hausse de la consommation, favorisé par l'application de taux de change qui seraient davantage déterminés par le marché, contribuerait à renforcer leurs perspectives, ainsi que celles du reste du monde.

Les administrateurs soulignent que l'austérité à elle seule ne peut guérir le malaise économique dans les principaux pays avancés. Il faut aussi faciliter les ajustements et mieux cibler les problèmes fondamentaux (ménages en difficulté aux États-Unis et pays en difficulté dans la zone euro) en s'appuyant sur les ressources de ceux qui sont en meilleure santé. Les dirigeants doivent se garder d'exagérer les risques liés aux mesures de soutien monétaires non conventionnelles et de limiter ainsi la marge de manœuvre des banques centrales. Si les mesures non conventionnelles ne peuvent remplacer une réforme fondamentale, elles peuvent limiter le risque qu'un autre grand pays tombe dans un piège dette-déflation, ce qui pourrait gravement compromettre les perspectives d'une amélioration des politiques économiques et d'une accélération de la croissance mondiale.

## APPENDICE STATISTIQUE

Cet appendice présente des données rétrospectives et des projections. Il comprend cinq sections : hypothèses, modifications récentes, données et conventions, classification des pays et tableaux statistiques.

La première section résume les hypothèses sur lesquelles reposent les estimations et projections pour 2012–13 et celles du scénario à moyen terme pour la période 2014–17. La deuxième rappelle brièvement les modifications apportées à la base de données et aux tableaux de l'appendice statistique. La troisième donne une description générale des données et des conventions utilisées pour calculer les chiffres composites pour chaque groupe de pays. La quatrième section, enfin, résume la classification des pays par sous-groupes types.

La dernière et principale section regroupe les tableaux statistiques, établis sur la base des informations disponibles début avril 2012. (L'appendice statistique A est inclus dans la version papier, les tableaux B1 à B26 sont disponibles en ligne, en anglais.) Par souci de commodité uniquement, les chiffres portant sur 2012 et au-delà sont présentés avec le même degré de précision que les chiffres rétrospectifs, mais, en tant que projections, ils n'ont pas nécessairement le même degré d'exactitude.

### Hypothèses

Les *taux de change* effectifs réels des pays avancés demeureront constants à leur niveau moyen de la période 13 février–12 mars 2012. Pour 2012 et 2013, ces hypothèses se traduisent par les taux moyens de conversion suivants : 1,543 et 1,544 pour le taux dollar/DTS, 1,315 et 1,316 pour le taux dollar/euro, et 79,7 et 79,9 pour le taux dollar/yen.

Le *prix du baril de pétrole* sera en moyenne de 114,71 dollars en 2012 et de 110 dollars en 2013.

Les *politiques* nationales menées à l'heure actuelle ne changeront pas. Les hypothèses plus spécifiques sur

lesquelles sont fondées les projections relatives à un échantillon de pays sont décrites dans l'encadré A1.

S'agissant des *taux d'intérêt*, le taux interbancaire offert à Londres à six mois en dollars s'établira en moyenne à 0,7 % en 2012 et à 0,8 % en 2013; le taux moyen des dépôts à trois mois en euros se chiffrera à 0,8 % en 2012 et en 2013, tandis que le taux moyen des dépôts à six mois au Japon sera de 0,6 % en 2012 et de 0,1 % en 2013.

En ce qui concerne l'euro, le Conseil de l'Union européenne a décidé le 31 décembre 1998 qu'à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999, les taux de conversion des monnaies des États membres qui ont adopté l'euro sont irrévocablement fixés comme suit :

1 euro	=	15,6466	couronnes estoniennes <sup>1</sup>
	=	30,1260	couronnes slovaques <sup>2</sup>
	=	1,95583	deutsche mark
	=	340,750	drachmes grecques <sup>3</sup>
	=	200,482	escudos portugais
	=	2,20371	florins néerlandais
	=	40,3399	francs belges
	=	6,55957	francs français
	=	40,3399	francs luxembourgeois
	=	0,42930	lire maltaise <sup>4</sup>
	=	1.936,27	lires italiennes
	=	0,585274	livre chypriote <sup>4</sup>
	=	0,787564	livre irlandaise
	=	5,94573	marks finlandais
	=	166,386	pesetas espagnoles
	=	13,7603	schillings autrichiens
	=	239,640	tolars slovénien <sup>5</sup>

<sup>1</sup>Taux de conversion établi le 1<sup>er</sup> janvier 2011.

<sup>2</sup>Taux de conversion établi le 1<sup>er</sup> janvier 2009.

<sup>3</sup>Taux de conversion établi le 1<sup>er</sup> janvier 2001.

<sup>4</sup>Taux de conversion établi le 1<sup>er</sup> janvier 2008.

<sup>5</sup>Taux de conversion établi le 1<sup>er</sup> janvier 2007.

Pour plus de détails sur les taux de conversion de l'euro, se reporter à l'encadré 5.4 de l'édition d'octobre 1998 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

## Modifications récentes

- Comme dans l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les données sur les finances publiques et la dette extérieure de la Libye sont exclues pour 2011 et au-delà en raison de l'incertitude entourant la situation politique.
- Les données de la République arabe syrienne sont exclues pour 2011 et au-delà en raison de l'incertitude entourant la situation politique.
- Comme dans l'édition de septembre 2011 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les données du Soudan pour 2011 excluent le Soudan du Sud après le 9 juillet. Les projections pour 2012 et au-delà portent sur le Soudan actuel.
- À compter de l'édition d'avril 2012 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les données sur les réserves qui figuraient dans le tableau A15 de l'appendice statistique ne sont plus disponibles. Pour des données rétrospectives, veuillez consulter les *International Financial Statistics*.

## Données et conventions

La base statistique des *Perspectives de l'économie mondiale*, ci-après appelée base de données des *Perspectives*, repose sur des données et projections portant sur 184 pays. Les données sont établies conjointement par le Département des études et les départements géographiques du FMI, ces derniers préparant régulièrement des projections par pays actualisées à partir d'un ensemble cohérent d'hypothèses mondiales.

Les services nationaux des statistiques sont la source essentielle des données rétrospectives et des définitions, mais les institutions internationales participent également aux travaux statistiques afin d'harmoniser les méthodes d'établissement des statistiques nationales, notamment les cadres d'analyse, concepts, définitions, classifications et méthodes d'évaluation. La base de données des *Perspectives* incorpore des renseignements communiqués aussi bien par les organismes nationaux que par les institutions internationales.

Pour la plupart des pays, les données macroéconomiques présentées dans les *Perspectives* sont dans l'ensemble conformes à la version de 1993 du *Système de comptabilité nationale* (SCN). Les normes des statistiques sectorielles du FMI — la cinquième édition

du *Manuel de la balance des paiements* (MBP5), le *Manuel de statistiques monétaires et financières* (MSMF 2000) et le *Manuel de statistiques de finances publiques* 2001 (MSFP 2001) — ont toutes été alignées sur cette version. Elles reflètent l'intérêt particulier porté par l'institution aux positions extérieures des pays, à la stabilité de leur secteur financier et à la position budgétaire de leur secteur public. L'adaptation des statistiques nationales aux nouvelles normes commence véritablement avec la publication des manuels. Il faut toutefois noter que l'ensemble des statistiques ne peut être pleinement conforme à ces définitions que si les statisticiens nationaux communiquent des données révisées. En conséquence, les estimations des *Perspectives* ne sont que partiellement adaptées aux définitions des manuels. Dans de nombreux pays, toutefois, les effets de la conversion aux normes à jour sur les principaux soldes et agrégats seront faibles. Beaucoup d'autres pays ont partiellement adopté les normes les plus récentes dont ils poursuivront la mise en application au fil des années.

Conformément aux recommandations du SCN de 1993, plusieurs pays ont abandonné leur méthode traditionnelle de calcul des variables macroéconomiques réelles et de la croissance, qui reposait sur une *année de base fixe*, pour passer à une méthode de calcul de la croissance agrégée à *bases enchaînées*. Cette méthode met fréquemment à jour les pondérations des indicateurs de prix et de volume. Elle permet aux pays de mesurer la croissance du PIB avec plus de précision en réduisant ou en éliminant les biais à la baisse des séries en volume fondées sur des indices qui établissent la moyenne des composantes en volume à partir de pondérations d'une année assez récente.

Les chiffres composites pour les groupes de pays qui figurent dans les *Perspectives* correspondent soit à la somme, soit à la moyenne pondérée des chiffres des différents pays. Sauf indication contraire, les moyennes des taux de croissance sur plusieurs années sont les taux de variation annuelle composés<sup>1</sup>. Les moyennes sont des moyennes arithmétiques pondérées dans le groupe des pays émergents et en développement, sauf

<sup>1</sup>Les moyennes du PIB réel et de ses composantes, de l'emploi, du PIB par habitant, de l'inflation, de la productivité des facteurs, du commerce et des cours des produits de base sont calculées sur la base des taux de variation annuelle composés, sauf pour le taux de chômage, qui repose sur une moyenne arithmétique simple.

en ce qui concerne l'inflation et l'expansion monétaire, pour lesquelles il s'agit de moyennes géométriques. Les conventions suivantes s'appliquent :

- Les chiffres composites relatifs aux taux de change, aux taux d'intérêt et à l'expansion des agrégats monétaires sont pondérés par le PIB converti en dollars sur la base des cours de change du marché (moyenne des trois années précédentes) en pourcentage du PIB du groupe de pays considéré.
- Les chiffres composites portant sur d'autres données de l'économie intérieure, qu'il s'agisse de taux de croissance ou de ratios, sont pondérés par le PIB calculé selon la parité de pouvoir d'achat (PPA) en pourcentage du PIB mondial ou de celui du groupe considéré<sup>2</sup>.
- Les chiffres composites portant sur les données de l'économie intérieure pour la zone euro (il s'agit des 17 pays membres pour toute la période, sauf indication contraire) sont des données agrégées provenant de sources nationales établies à l'aide de coefficients de pondération du PIB. Les données annuelles ne sont pas corrigées des effets calendrier. Pour les données antérieures à 1999, les agrégations des données se rapportent aux taux de change de l'écu de 1995.
- Les chiffres composites pour les données budgétaires sont les sommes des données nationales après conversion en dollars aux taux de change moyens du marché pour les années indiquées.
- Les taux composites de chômage et de croissance de l'emploi sont pondérés par la population active des pays, exprimée en pourcentage de la population active du groupe considéré.
- Pour ce qui est des statistiques du secteur extérieur, les chiffres composites représentent la somme des données pour chaque pays, après conversion en dollars aux cours de change moyens des années indiquées pour la balance des paiements et aux cours en fin d'année pour la dette libellée en monnaies autres que le dollar.

<sup>2</sup>Voir l'encadré A2 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2004 pour une récapitulation des coefficients de pondération PPA révisés et l'annexe IV des *Perspectives* de mai 1993; voir aussi Anne-Marie Gulde et Marianne Schulze-Ghattas, «Purchasing Power Parity Based Weights for the *World Economic Outlook*», dans *Staff Studies for the World Economic Outlook* (Fonds monétaire international, décembre 1993), pages 106–23.

- En ce qui concerne toutefois les volumes et les prix du commerce extérieur, les chiffres composites représentent la moyenne arithmétique des pourcentages de variation enregistrés par les différents pays, pondérée par la valeur en dollars de leurs exportations ou importations respectives exprimées en pourcentage des exportations ou des importations au niveau mondial ou pour le groupe considéré (enregistrées l'année précédente).
- Sauf indication contraire, les chiffres composites sont calculés pour les groupes de pays s'ils représentent au moins 90 % des pondérations du groupe.

## Classification des pays

### Résumé

Les pays sont répartis en deux groupes principaux : pays avancés, et pays émergents et en développement<sup>3</sup>. Loin d'être fixée en fonction de critères immuables, économiques ou autres, cette classification évolue au fil des années. Elle a pour but de faciliter l'analyse en permettant d'organiser les données de manière aussi significative que possible. Le tableau A donne un aperçu de la classification des pays, avec le nombre de pays appartenant à chaque groupe par région ainsi que des indicateurs de la taille de leur économie (PIB calculé sur la base des PPA, total des exportations de biens et de services et population).

Un certain nombre de pays ne figurent pas actuellement dans cette classification et ne sont pas inclus dans l'analyse. Anguilla, Cuba, la République populaire démocratique de Corée, Montserrat et le Soudan du Sud ne sont pas membres du FMI, qui, en conséquence, n'assure aucun suivi de leur économie. Saint-Marin est exclu du groupe des pays avancés parce que sa base de données n'est pas complète. De même, les îles Marshall, les États fédérés de Micronésie, Palaos et la Somalie sont omis des agrégats du groupe des pays émergents et en développement parce que leurs données sont limitées.

<sup>3</sup>Dans la présente étude, les termes «pays» et «économie» ne se rapportent pas nécessairement à une entité territoriale constituant un État au sens où l'entendent le droit et les usages internationaux. Il s'applique aussi à certaines entités territoriales qui ne sont pas des États, mais qui établissent indépendamment des statistiques distinctes.

## Caractéristiques générales et composition des différents groupes de pays

### *Pays avancés*

Le tableau B donne la composition du groupe des pays avancés (34 pays). Les sept pays de ce groupe dont les PIB sont les plus importants — États-Unis, Japon, Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni et Canada — forment ensemble le sous-groupe dit des *principaux pays avancés*, souvent appelé le Groupe des Sept, ou G-7. Les pays membres de la *zone euro* et les *nouvelles économies industrielles d'Asie* constituent d'autres sous-groupes. Les chiffres composites figurant dans les tableaux sous la rubrique «zone euro» se rapportent aux pays qui en font actuellement partie, et cela vaut pour toutes les années, bien que le nombre des États membres ait augmenté au fil du temps.

Le tableau C donne la liste des pays membres de l'Union européenne, qui ne sont pas tous classés parmi les pays avancés dans les *Perspectives*.

### *Pays émergents et en développement*

Le groupe des pays émergents et en développement (150 pays) rassemble tous les pays qui ne sont pas des pays avancés.

Les pays émergents et en développement sont *regroupés par région* : *Afrique subsaharienne* (AfSS), *Amérique latine et Caraïbes* (ALC), *Asie en développement*, *Communauté des États indépendants* (CEI), *Europe centrale et orientale*, et *Moyen-Orient et Afrique du Nord* (MOAN).

Les pays émergents et en développement sont aussi subdivisés en fonction de *critères analytiques*. La classification analytique subdivise les pays de la façon suivante : selon la source de leurs recettes d'exportation et autres revenus provenant de l'étranger et selon des critères financiers qui distinguent les pays créanciers (net) des pays débiteurs (net); les pays débiteurs sont eux-mêmes répartis en sous-groupes selon la principale source de financement extérieur et la situation du service de leur dette. Les tableaux D et E donnent le

détail de la composition des pays émergents et en développement, classés par région et en fonction de critères analytiques.

La classification des pays selon le critère analytique, par *source de recettes d'exportation*, distingue deux catégories : les *combustibles* (Classification type pour le commerce international — CTCI, section 3) et les *autres produits*, dont les *produits de base autres que les combustibles* (CTCI, sections 0, 1, 2, 4 et 68). Les pays sont classés dans l'un ou l'autre de ces groupes lorsque leur principale source de recettes d'exportation dépasse 50 % de leurs exportations, en moyenne, entre 2006 et 2010.

La classification en fonction de critères financiers distingue les *pays créanciers nets*, les *pays débiteurs nets* et les *pays pauvres très endettés* (PPTE). Les pays sont classés parmi les débiteurs nets lorsque le solde courant qu'ils ont accumulé entre 1972 (ou une année antérieure si des données sont disponibles) et 2010 est négatif. Les pays débiteurs nets sont répartis en deux sous-groupes en fonction de deux autres critères, le *financement extérieur public* et la *situation du service de la dette*<sup>4</sup>. Les pays appartiennent au premier sous-groupe lorsque 66 % au moins de leur endettement moyen entre 2006 et 2010 est financé par des créanciers publics.

Le groupe des PPTE comprend tous les pays qui, selon le FMI et la Banque mondiale, peuvent participer à l'initiative PPTE en vue de ramener leur dette extérieure à un niveau viable dans un délai relativement bref<sup>5</sup>. Nombre de ces pays ont déjà bénéficié d'un allègement de dette et ont pu sortir de l'initiative.

<sup>4</sup>Pendant la période 2006–10, 40 pays ont accumulé des arriérés de paiements extérieurs ou ont conclu des accords de rééchelonnement de leur dette avec des créanciers officiels ou des banques commerciales. Ce groupe de pays est désigné sous le nom de *pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2006 et 2010*.

<sup>5</sup>Voir David Andrews, Anthony R. Boote, Syed S. Rizavi et Sukwinder Singh, *Allègement de la dette des pays à faible revenu — L'initiative renforcée en faveur des pays pauvres très endettés*, brochure du FMI n° 51 (Washington, Fonds monétaire international, novembre 1999).

**Tableau A. Classification par sous-groupes types et parts des divers sous-groupes dans le PIB global, le total des exportations de biens et de services et la population mondiale en 2011<sup>1</sup>**

(En pourcentage du total pour le groupe considéré ou du total mondial)

	Nombre de pays	PIB		Exportations de biens et de services		Population	
		Pays avancés	Monde	Pays avancés	Monde	Pays avancés	Monde
<b>Pays avancés</b>	<b>34</b>	<b>100,0</b>	<b>51,1</b>	<b>100,0</b>	<b>62,4</b>	<b>100,0</b>	<b>14,9</b>
États-Unis		37,4	19,1	15,3	9,5	30,4	4,5
Zone euro	17	27,9	14,3	41,5	25,9	32,2	4,8
Allemagne		7,7	3,9	13,1	8,2	8,0	1,2
France		5,5	2,8	5,6	3,5	6,2	0,9
Italie		4,6	2,3	4,6	2,9	5,9	0,9
Espagne		3,5	1,8	3,3	2,0	4,5	0,7
Japon		11,0	5,6	6,8	4,2	12,5	1,9
Royaume-Uni		5,6	2,9	5,7	3,5	6,1	0,9
Canada		3,5	1,8	3,9	2,4	3,4	0,5
Autres pays avancés	13	14,5	7,4	26,9	16,8	15,4	2,3
<i>Pour mémoire</i>							
Principaux pays avancés	7	75,3	38,5	54,9	34,2	72,4	10,8
Nouvelles économies industrielles d'Asie	4	7,7	3,9	15,3	9,5	8,3	1,2
		Pays émergents et en développement	Monde	Pays émergents et en développement	Monde	Pays émergents et en développement	Monde
<b>Pays émergents et en développement</b>	<b>150</b>	<b>100,0</b>	<b>48,9</b>	<b>100,0</b>	<b>37,6</b>	<b>100,0</b>	<b>85,1</b>
<b>Par région</b>							
Europe centrale et orientale	14	7,2	3,5	9,2	3,4	3,0	2,6
Communauté des États indépendants <sup>2</sup>	13	8,8	4,3	10,7	4,0	4,9	4,2
Russie		6,2	3,0	6,9	2,6	2,4	2,1
Asie, pays en développement d'	27	51,2	25,1	42,6	16,0	61,5	52,3
Chine		29,3	14,3	25,1	9,4	23,1	19,6
Inde		11,6	5,7	5,0	1,9	20,7	17,6
Chine et Inde non comprises	25	10,4	5,1	12,6	4,7	17,7	15,1
Amérique latine et Caraïbes	32	17,8	8,7	14,7	5,5	9,9	8,4
Brésil		5,9	2,9	3,5	1,3	3,3	2,8
Mexique		4,3	2,1	4,4	1,6	1,9	1,7
Moyen-Orient et Afrique du Nord	20	10,0	4,9	17,3	6,5	6,7	5,7
Afrique subsaharienne	44	5,0	2,5	5,5	2,1	14,0	11,9
Afrique du Sud et Nigéria non compris	42	2,5	1,2	2,9	1,1	10,4	8,9
<b>Classification analytique</b>							
<b>Source des recettes d'exportation</b>							
Combustibles	27	17,8	8,7	28,5	10,7	11,5	9,8
Autres produits	123	82,2	40,2	71,5	26,9	88,5	75,3
Dont : produits primaires	22	2,5	1,2	2,7	1,0	5,1	4,4
<b>Source de financement extérieur</b>							
Pays débiteurs (net)	121	48,2	23,6	38,9	14,7	60,7	51,6
Dont : financement public	29	2,2	1,1	1,5	0,6	8,8	7,5
<b>Situation du service de la dette</b>							
Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2006 et 2010	40	4,8	2,4	4,2	1,6	9,4	8,0
Autres pays débiteurs (net)	81	43,4	21,2	34,7	13,1	51,3	43,6
<b>Autres groupes</b>							
Pays pauvres très endettés	38	2,3	1,1	1,9	0,7	10,7	9,1

<sup>1</sup>Les parts de PIB sont fondées sur le calcul des PIB des pays à parité des pouvoirs d'achat (PPA). Le nombre de pays indiqué pour chaque groupe correspond à ceux dont les données sont incluses dans le total.

<sup>2</sup>La 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.

**Tableau B. Pays avancés classés par sous-groupes**

<b>Principales zones monétaires</b>		
États-Unis		
Zone euro		
Japon		
<b>Zone euro</b>		
Allemagne	Finlande	Malte
Autriche	France	Pays-Bas
Belgique	Grèce	Portugal
Chypre	Irlande	Rép. slovaque
Espagne	Italie	Slovénie
Estonie	Luxembourg	
<b>Nouvelles économies industrielles d'Asie</b>		
Corée	Singapour	
Hong Kong (RAS) <sup>1</sup>	Taiwan, province chinoise de	
<b>Principaux pays avancés</b>		
Allemagne	France	Royaume-Uni
Canada	Italie	
États-Unis	Japon	
<b>Autres Pays avancés</b>		
Australie	Israël	Suède
Corée	Norvège	Suisse
Danemark	Nouvelle-Zélande	Taiwan, province chinoise de
Hong Kong (RAS) <sup>1</sup>	Rép. tchèque	
Islande	Singapour	

<sup>1</sup>Le 1<sup>er</sup> juillet 1997, Hong Kong, dont le territoire a été rétrocédé à la République populaire de Chine, est devenue une région administrative spéciale de la Chine.

**Tableau C. Union européenne**

Allemagne	France	Pays-Bas
Autriche	Grèce	Pologne
Belgique	Hongrie	Portugal
Bulgarie	Irlande	Rép. slovaque
Chypre	Italie	Rép. tchèque
Danemark	Lettonie	Roumanie
Espagne	Lituanie	Royaume-Uni
Estonie	Luxembourg	Slovénie
Finlande	Malte	Suède

**Tableau D. Pays émergents et en développement classés par région et par principale source de recettes d'exportation**

	Combustibles	Autres produits, dont produits primaires
<b>Communauté des États indépendants<sup>1</sup></b>		
	Azerbaïdjan	Mongolie
	Kazakhstan	Ouzbékistan
	Russie	
	Turkménistan	
<b>Asie, pays en développement d'</b>		
	Brunéi Darussalam	Papouasie-Nouvelle-Guinée
	Timor-Leste	Îles Salomon
<b>Amérique latine et Caraïbes</b>		
	Équateur	Bolivie
	Trinité-et-Tobago	Chili
	Venezuela	Guyana
		Pérou
		Suriname
<b>Moyen-Orient et Afrique du Nord</b>		
	Algérie	Mauritanie
	Arabie saoudite	
	Bahreïn	
	Émirats arabes unis	
	Iran, Rép. islam. d'	
	Iraq	
	Koweït	
	Libye	
	Oman	
	Qatar	
	Soudan	
	Yémen, Rép. du	
<b>Afrique subsaharienne</b>		
	Angola	Burkina Faso
	Congo, Rép. du	Burundi
	Gabon	Congo, Rép. dém. du
	Guinée équatoriale	Guinée
	Nigéria	Guinée-Bissau
	Tchad	Malawi
		Mali
		Mozambique
		République centrafricaine
		Sierra Leone
		Zambie
		Zimbabwe

<sup>1</sup>La Mongolie, qui n'est pas membre de la Communauté des États indépendants, est incluse dans ce groupe pour des raisons de géographie et de similitude de structure économique.

**Tableau E. Pays émergents et en développement classés par région, par position extérieure nette et appartenance au groupe des pays pauvres très endettés**

	Position extérieure nette		Pays pauvres très endettés <sup>2</sup>		Position extérieure nette		Pays pauvres très endettés <sup>2</sup>
	Créancier net	Débiteur net <sup>1</sup>			Créancier net	Débiteur net <sup>1</sup>	
<b>Europe centrale et orientale</b>				Indonésie	*		
Albanie		*		Kiribati		•	
Bosnie-Herzégovine		*		Malaisie	*		
Bulgarie		*		Maldives		*	
Croatie		*		Myanmar		*	
Hongrie		*		Népal		*	
Kosovo		*		Pakistan		*	
Lettonie		*		Papouasie-Nouvelle-Guinée	*		
Lituanie		*		Philippines		*	
Macédoine, ex-Rép. youg. de		*		République dém. pop. lao		*	
Monténégro		*		Samoa		*	
Pologne		*		Sri Lanka		*	
Roumanie		*		Thaïlande	*		
Serbie		*		Timor-Leste	*		
Turquie		*		Tonga		*	
<b>Communauté des États indépendants<sup>3</sup></b>				Tuvalu		•	
Arménie		*		Vanuatu		*	
Azerbaïdjan	*			Vietnam		*	
Bélarus		*		<b>Amérique latine et Caraïbes</b>			
Géorgie		*		Antigua-et-Barbuda		*	
Kazakhstan		*		Argentine		*	
Moldova		*		Bahamas		*	
Mongolie		•		Barbade		*	
Ouzbékistan	*			Belize		*	
République kirghize		•		Bolivie	*		•
Russie	*			Brésil		*	
Tadjikistan		•		Chili		*	
Turkménistan	*			Colombie		*	
Ukraine		*		Costa Rica		*	
<b>Asie, pays en développement d'</b>				Dominique		*	
Afghanistan, Rép. islam. d'		•	•	El Salvador		*	
Bangladesh		•		Équateur		•	
Bhoutan		*		Grenade		*	
Brunéi Darussalam	*			Guatemala		*	
Cambodge		*		Guyana		•	•
Chine	*			Haiti		•	•
Fidji, Rép. de		*		Honduras		*	•
Îles Salomon		*		Jamaïque		•	
Inde		*		Mexique		*	
				Nicaragua		*	•

Tableau E (fin)

	Position extérieure nette		Pays pauvres très endettés <sup>2</sup>		Position extérieure nette		Pays pauvres très endettés <sup>2</sup>
	Créancier net	Débiteur net <sup>1</sup>			Créancier net	Débiteur net <sup>1</sup>	
Panama		*		Burkina Faso		•	•
Paraguay		*		Burundi		•	•
Pérou		*		Cameroun		*	•
République dominicaine		*		Cap-Vert		*	
Saint-Kitts-et-Nevis		*		Comores		•	*
Saint-Vincent-et-les Grenadines		•		Congo, Rép. dém. du		•	•
Sainte-Lucie		*		Congo, Rép. du		•	•
Suriname		•		Côte d'Ivoire		*	*
Trinité-et-Tobago	*			Érythrée		•	*
Uruguay		*		Éthiopie		•	•
Venezuela	*			Gabon	*		
<b>Moyen-Orient et Afrique du Nord</b>				Gambie		*	•
Algérie	*			Ghana		•	•
Arabie saoudite	*			Guinée		*	*
Bahreïn	*			Guinée équatoriale		*	
Djibouti		*		Guinée-Bissau		•	•
Égypte		*		Kenya		*	
Émirats arabes unis	*			Lesotho		*	
Iran, Rép. islam. d'	*			Libéria		*	•
Iraq	*			Madagascar		*	•
Jordanie		*		Malawi		•	•
Koweït	*			Mali		•	•
Liban		*		Maurice		*	
Libye	*			Mozambique		*	•
Maroc		*		Namibie	*		
Mauritanie		*	•	Niger		*	•
Oman	*			Nigéria	*		
Qatar	*			Ouganda		*	•
République arabe syrienne		•		République centrafricaine		•	•
Soudan		*	*	Rwanda		•	•
Tunisie		*		São Tomé-et-Príncipe		•	•
Yémen, Rép. du		*		Sénégal		*	•
<b>Afrique subsaharienne</b>				Seychelles		*	
Afrique du Sud		*		Sierra Leone		*	•
Angola	*			Swaziland		*	
Béni		*	•	Tanzanie		*	•
Botswana	*			Tchad		*	*
				Togo		•	•
				Zambie		*	•
				Zimbabwe		*	

<sup>1</sup>La présence d'un rond au lieu d'un astérisque indique que la principale source de financement extérieur du pays est publique.

<sup>2</sup>La présence d'un rond au lieu d'un astérisque indique que le pays a atteint le point d'achèvement.

<sup>3</sup>La 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.

## Encadré A1. Hypothèses de politique économique retenues pour les projections

### *Hypothèses de politique budgétaire*

Les hypothèses de politique budgétaire à court terme retenues dans les *Perspectives de l'économie mondiale* reposent sur les budgets ou lois de finances annoncés par les autorités et corrigés de manière à tenir compte des différences entre les hypothèses macroéconomiques et les projections des services du FMI et des autorités nationales. Les mesures dont l'application est jugée probable sont incluses dans les projections budgétaires à moyen terme. Lorsque les services du FMI ne disposent pas d'informations suffisantes pour évaluer les intentions gouvernementales et les perspectives de mise en œuvre des mesures décidées, le solde primaire structurel est censé rester inchangé, sauf indication contraire. Les hypothèses retenues pour certains pays avancés figurent ci-dessous. (Voir aussi, en ligne et en anglais, les tableaux B5 à B9 de l'appendice statistique pour des données sur la capacité/le besoin de financement et les soldes structurels<sup>1</sup>.)

*Afrique du Sud* : Les projections budgétaires reposent sur le budget 2012 et les intentions des autorités telles qu'elles sont énoncées dans l'examen du budget publié le 22 février 2012.

*Allemagne* : Les estimations pour 2011 sont des estimations préliminaires de l'Office fédéral des

<sup>1</sup>L'écart de production correspond à la différence entre la production effective et la production potentielle, en pourcentage de cette dernière. Les soldes structurels sont exprimés en pourcentage de la production potentielle. Le solde structurel correspond à la différence entre le solde capacité/besoin de financement effectif et l'impact de la production potentielle sur la production conjoncturelle, après correction pour tenir compte de facteurs ponctuels ou autres, comme les cours des actifs et des produits de base et les effets de composition de la production; par conséquent, ses variations incluent les effets des mesures budgétaires temporaires, l'impact des fluctuations de taux d'intérêt et du coût du service de la dette, ainsi que d'autres fluctuations non cycliques du solde capacité/besoin de financement. Le calcul du solde structurel repose sur l'estimation par les services du FMI du PIB potentiel et des élasticités des recettes et des dépenses (voir les *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 1993, annexe I). La dette nette correspond à la différence entre la dette brute et les actifs financiers des administrations publiques, lesquels comprennent les actifs détenus par le système de sécurité sociale. Les estimations de l'écart de production et du solde budgétaire structurel comportent une marge d'incertitude significative.

statistiques. À compter de 2012, les projections des services du FMI intègrent le plan budgétaire de base de l'État fédéral adopté par les autorités, après prise en compte des différences concernant le cadre macroéconomique des services du FMI et de leurs hypothèses sur l'évolution des finances publiques des Länder et des collectivités locales, le système d'assurance sociale et les fonds spéciaux. Les projections incluent aussi le projet de réduction des impôts pour 2013–14. L'estimation de la dette brute inclut la liquidation de portefeuilles d'actifs compromis et d'activités non essentielles qui avaient été transférés à des institutions, ainsi que d'autres opérations d'aide au secteur financier et à l'UE.

*Arabie saoudite* : Les autorités fondent leur budget sur une hypothèse prudente pour le cours du pétrole, des ajustements des ressources affectées aux dépenses étant envisagés au cas où les recettes dépassent les montants inscrits au budget. Les projections des services du FMI pour les recettes pétrolières reposent sur les cours du pétrole qui servent de référence dans les *Perspectives*, réduits d'environ 5 % du fait de la forte teneur en soufre du brut saoudien. Pour ce qui est des dépenses, on suppose que les salaires progressent à un taux naturel à moyen terme, avec des ajustements pour les modifications annoncées récemment dans la structure des salaires. En 2013 et en 2016, un 13<sup>e</sup> mois de salaire est payé sur la base du calendrier lunaire. Les transferts ont augmenté en 2011, principalement en raison d'un transfert exceptionnel au profit des établissements de crédit spécialisés. Les paiements d'intérêts devraient fléchir, les autorités étant décidées à réduire l'encours de la dette publique. Les dépenses d'équipement correspondent aux priorités établies dans le neuvième plan de développement des autorités, et les dépenses d'équipement récemment annoncées en matière de logement devraient débiter en 2012 et se poursuivre à moyen terme.

*Argentine* : Les prévisions de 2012 reposent sur les résultats de 2011 et les hypothèses des services du FMI. Pour les années ultérieures, les services du FMI supposent que la politique économique ne sera pas changée.

*Australie* : Les projections budgétaires reposent sur les projections des services du FMI et le budget de 2011–12, les perspectives économiques et budgétaires

## Encadré A1 (suite)

du milieu de l'année pour 2011–12 et le Bureau australien des statistiques.

*Autriche* : Les projections tiennent compte du cadre financier fédéral 2013–16, ainsi que des besoins et risques liés à son exécution.

*Belgique* : Les projections des services du FMI pour 2012 et au-delà reposent sur des politiques inchangées.

*Brésil* : Pour 2012, les projections reposent sur la loi de finances et les mises à jour ultérieures des plans annoncés par les autorités. Pour les exercices à compter de 2012, les services du FMI supposent que l'objectif primaire annoncé sera tenu et que, conformément à leur intention, les autorités continueront d'augmenter l'investissement public.

*Canada* : Les projections s'appuient sur les prévisions de référence du Plan d'action économique pour 2012 («Emplois, croissance et prospérité à long terme»), présenté le 29 mars 2012. Les services du FMI ajustent ces prévisions pour tenir compte des différences dans les projections macroéconomiques. Les projections du FMI incluent également les données les plus récentes de Finances Canada (la revue financière de janvier 2012, mise à jour le 29 mars 2012) et de Statistique Canada, y compris les chiffres des budgets fédéral, provinciaux et territoriaux jusqu'à la fin du quatrième trimestre de 2011.

*Chine* : Pour 2011, le gouvernement est censé poursuivre et compléter le programme de relance qu'il a annoncé fin 2008. Le retrait des mesures de relance est censé commencer en 2011, avec pour effet une impulsion budgétaire négative d'environ 1½ % du PIB. Pour 2012, il est supposé que le gouvernement ralentit le rééquilibrage budgétaire; l'impulsion budgétaire est censée être neutre.

*Corée* : Les projections budgétaires supposent que la politique budgétaire sera appliquée en 2012 comme annoncé par le gouvernement. Les projections des dépenses pour 2012 correspondent au budget. Les projections de recettes reflètent les hypothèses macroéconomiques des services du FMI, corrigées des mesures discrétionnaires portant sur les recettes incluses dans les plans de révision fiscale de 2009–11. Les projections à moyen terme supposent que le gouvernement poursuivra son plan d'assainissement des finances publiques et équilibrera le budget (hors

caisses de sécurité sociale) en 2013, conformément à l'objectif à moyen terme du gouvernement.

*Danemark* : Les estimations pour 2012–13 sont alignées sur les plus récentes estimations budgétaires officielles, corrigées, le cas échéant, pour tenir compte des hypothèses macroéconomiques des services du FMI. Pour 2014–17, les projections incluent les principaux éléments du programme budgétaire à moyen terme, tels qu'énoncés dans le programme de convergence soumis en 2011 à l'Union européenne.

*Espagne* : Les chiffres de 2011 reposent sur les estimations des autorités pour les administrations publiques. À compter de 2012, les projections reposent sur les mesures appliquées en 2012 et l'objectif fixé pour le déficit 2012 par les autorités. Le projet de budget pour 2012 n'était pas disponible lorsque les services du FMI ont établi leurs prévisions.

*États-Unis* : Les projections budgétaires reposent sur le scénario de référence de janvier 2012 du Congressional Budget Office, corrigé de manière à tenir compte des hypothèses macroéconomiques et autres des services du FMI. Parmi les principales hypothèses à court terme figurent une prolongation de l'allègement des impôts sur les salaires en 2012, une prolongation des allocations de chômage d'urgence jusqu'en 2013 (un an au-delà de ce qui est prévu par la loi actuelle) et une amputation automatique des dépenses à compter de 2013 (la Commission conjointe sur la réduction du déficit n'ayant pas conclu d'accord en novembre dernier). À moyen terme, les services du FMI supposent que le Congrès continuera d'ajuster régulièrement les paramètres de l'impôt minimum de remplacement et des paiements de Medicare (DocFix), et prolongera certains programmes traditionnels (tels que le crédit d'impôt pour la recherche et le développement). Il est prévu que les réductions d'impôt pour la classe moyenne adoptées pendant la présidence de George W. Bush deviendront permanentes, mais qu'on laissera expirer celles pour les revenus plus élevés en 2014 (un an plus tard que prévu dans la loi actuelle). Les projections budgétaires qui en résultent sont ajustées de manière à tenir compte des prévisions des services du FMI pour les principales variables macroéconomiques et financières et d'un traitement comptable différent de l'aide au secteur financier, et sont converties en base administrations publiques.

**Encadré A1 (suite)**

*France* : Les estimations pour 2011 reposent sur les données préliminaires de l'administration centrale uniquement. Les projections pour 2012 et au-delà correspondent au budget pluriannuel des autorités pour 2011–14, corrigé pour tenir compte de deux ensembles de mesures budgétaires et des différences dans les hypothèses concernant les variables macroéconomiques et financières, et les projections des recettes.

*Grèce* : Les projections macroéconomiques, monétaires et budgétaires pour 2012 et à moyen terme sont compatibles avec les politiques convenues entre le FMI et les autorités dans le cadre de la facilité élargie de crédit. Les données incluent les révisions des données budgétaires pour 2006–09. Ces révisions rectifient plusieurs lacunes des statistiques antérieures. Premièrement, les entreprises publiques dont les ventes représentent moins de 50 % des coûts de production ont été reclassées dans le secteur des administrations publiques, conformément aux directives d'Eurostat. Dix-sept entreprises de ce type ont été identifiées et reclassées, parmi lesquelles plusieurs entités de grande taille non rentables. Par conséquent, la dette de ces entités (7¼ % du PIB) est maintenant incluse dans les données sur la dette des administrations publiques et leurs pertes annuelles accroissent le déficit annuel (dans la mesure où leurs garanties mobilisées n'étaient pas déjà prises en compte). Deuxièmement, les révisions s'expliquent par une meilleure information sur les arriérés (notamment ceux de remboursements d'impôts, de paiements forfaitaires aux fonctionnaires à la retraite et de paiements aux prestataires de soins de santé), ainsi que par la correction des soldes de la sécurité sociale en raison d'ajustements de paiements d'intérêts imputés, d'un double comptage de recettes et d'autres inexactitudes. Enfin, de nouvelles informations sur les contrats d'échange sont disponibles et aident à expliquer la révision à la hausse des données sur la dette.

*Hong Kong (RAS)* : Les projections reposent sur les projections budgétaires à moyen terme des autorités.

*Hongrie* : Les projections budgétaires incluent les projections des services du FMI concernant le cadre macroéconomique et l'effet des mesures législatives récentes et des projets budgétaires annoncés fin décembre 2011.

*Inde* : Les données historiques reposent sur les données relatives à l'exécution de la loi de finances. Les projections sont fondées sur les informations disponibles ayant trait aux programmes budgétaires des autorités, avec certains ajustements pour tenir compte des hypothèses des services du FMI. Les données internationales sont prises en compte avec un retard pouvant aller jusqu'à deux ans; les données sur l'ensemble des administrations publiques sont donc finales longtemps après celles de l'administration centrale. Les présentations du FMI et des autorités diffèrent, notamment en ce qui concerne le produit de la cession de participations de l'État et de l'adjudication de licences, l'enregistrement net/brut des recettes dans certaines catégories peu importantes et certains prêts au secteur public.

*Indonésie* : Le déficit de l'administration centrale a été inférieur aux prévisions (1,1 % du PIB) en 2011, les dépenses n'ayant pas atteint le montant prévu, en particulier pour l'investissement public. Pour 2012, il est estimé à 1,0 % du PIB, contre une prévision révisée de 1,5 % dans le budget. Cela s'explique par le projet de relèvement de 33 % des prix intérieurs des carburants. Cependant, la hausse des cours du pétrole aura un effet négatif sur le budget faute d'une réforme en profondeur des subventions aux carburants. Le faible déficit prévu tient aussi à des problèmes dans l'exécution du budget. Les projections budgétaires pour 2013–17 reposent sur les principales réformes nécessaires pour soutenir la croissance économique, notamment le renforcement de l'exécution du budget pour assurer l'efficacité de la politique budgétaire, la réduction des subventions à l'énergie en relevant progressivement les prix administrés et des efforts permanents de mobilisation des recettes afin de disposer d'une marge de manœuvre pour développer les infrastructures.

*Irlande* : Les projections budgétaires reposent sur le budget de 2012 et la déclaration budgétaire à moyen terme (publiée en novembre 2011), qui prévoit un rééquilibrage de 12,4 milliards d'euros sur la période 2012–15. Les projections budgétaires sont ajustées de manière à tenir compte des différences entre les projections macroéconomiques des services du FMI et celles des autorités irlandaises.

*Italie* : Les projections budgétaires tiennent compte des effets de l'ajustement budgétaire annoncé par

## Encadré A1 (suite)

le gouvernement (mesures de juillet 2010 pour 2011–13, de juillet–août 2011 pour 2011–14 et de décembre 2011 pour 2012–14). Les estimations pour 2011 sont préliminaires. Les projections des services du FMI reposent sur les estimations par les autorités du scénario envisagé (établi en partie par les services du FMI), notamment les programmes à moyen terme de rééquilibrage des finances publiques susmentionnés, ajustés pour prendre en compte principalement les différences dans les hypothèses macroéconomiques et des hypothèses moins optimistes sur les retombées des mesures d'administration des recettes. Après 2014, un solde primaire cycliquement ajusté (net des postes ponctuels) est censé être constant.

*Japon* : Les projections reposent sur les mesures budgétaires déjà annoncées par le gouvernement (sauf pour les hausses des taxes sur la consommation) et des dépenses de reconstruction brutes suite au tremblement de terre. Les projections à moyen terme supposent que les recettes et les dépenses des administrations publiques seront ajustées conformément aux tendances démographiques et économiques sous-jacentes actuelles (hors relance budgétaire et dépenses de reconstruction).

*Mexique* : Les projections budgétaires pour 2012 sont plus ou moins conformes au budget approuvé, alors que, dans les projections pour 2013 et au-delà, il est supposé que la règle de l'équilibre budgétaire est observée.

*Nouvelle-Zélande* : Les projections budgétaires reposent sur la loi de finances pour 2011 et les estimations des services du FMI. Depuis l'exercice 2007/08, les comptes budgétaires suivent les normes internationales d'information financière. Des données rétrospectives ont été publiées en remontant jusqu'en 1997.

*Pays-Bas* : Les projections budgétaires pour 2011–15 reposent sur les projections budgétaires du Bureau d'analyse de la politique économique, corrigées des différences dans les hypothèses macroéconomiques. Pour 2016–17, il est supposé que le rééquilibrage budgétaire se poursuit plus ou moins au même rythme qu'en 2015.

*Portugal* : Les projections reflètent les engagements pris par les autorités dans le cadre du programme appuyé par l'UE et le FMI pour 2012–13 et les projections des services du FMI pour les années ultérieures.

*Royaume-Uni* : Les projections budgétaires reposent sur la loi de finances pour 2012 publiée en mars 2012 et les perspectives économiques et budgétaires de l'Office for Budget Responsibility publiées avec la loi de finances. Elles intègrent les plans de rééquilibrage à moyen terme qui ont été annoncés pour 2012 et les exercices suivants. Elles sont corrigées de manière à tenir compte des différences dans les prévisions des variables macroéconomiques et financières, et excluent les effets temporaires des interventions dans le secteur financier et l'effet du transfert du Royal Mail Pension Plan au secteur public sur l'investissement net du secteur public en 2012–13.

*Russie* : Les projections pour 2012–14 reposent sur le déficit non pétrolier (en pourcentage du PIB) découlant du budget 2012–14 et des projections des recettes des services du FMI. Les services du FMI supposent que le solde non pétrolier de l'État fédéral restera inchangé en pourcentage du PIB sur la période 2015–17.

*Singapour* : Pour l'exercice 2012/13, les projections reposent sur les chiffres de la loi de finances. Pour le reste de la période, les services du FMI supposent que la politique économique ne sera pas changée.

*Suède* : Les projections budgétaires pour 2012 sont plus ou moins conformes aux projections des autorités. L'effet de l'évolution conjoncturelle sur les comptes budgétaires est calculé à l'aide de la plus récente semi-élasticité de l'OCDE.

*Suisse* : Les projections pour 2010–17 reposent sur les calculs des services du FMI, qui prennent en compte les mesures visant à rétablir l'équilibre des comptes fédéraux et à renforcer les finances de la sécurité sociale.

*Turquie* : Les projections budgétaires supposent que les dépenses courantes seront conformes au programme à moyen terme pour 2012–14 des autorités, mais que les dépenses d'équipement seront supérieures étant donné les projets engagés en 2011.

### Hypothèses de politique monétaire

Les hypothèses de politique monétaire reposent sur le cadre établi dans chaque pays pour cette politique. Ce cadre suppose le plus souvent une politique de non-accompagnement de la conjoncture durant le cycle : les taux d'intérêt officiels augmentent lorsque,

**Encadré A1 (fin)**

d'après les indicateurs économiques, il semble que l'inflation va passer au-dessus du taux ou de la fourchette acceptable et diminuent lorsqu'il semble qu'elle ne va pas les dépasser, que le taux de croissance escompté est inférieur au taux potentiel et que les capacités inemployées sont importantes. En conséquence, on suppose que le taux interbancaire offert à Londres (LIBOR) sur les dépôts en dollars à six mois sera en moyenne de 0,7 % en 2012 et de 0,8 % en 2013 (voir tableau 1.1), le taux moyen des dépôts en euros à trois mois de 0,8 % en 2012 et en 2013, et le taux des dépôts en yen à six mois de 0,6 % en 2012 et de 0,1 % en 2013.

*Afrique du Sud* : Les projections de politique monétaire reposent sur l'hypothèse selon laquelle les autorités suivent une fonction de réaction estimée.

*Arabie saoudite* : Les projections de politique monétaire reposent sur la poursuite du rattachement au dollar.

*Australie* : Les hypothèses de politique monétaire correspondent aux attentes des marchés.

*Bésil* : Les hypothèses de politique monétaire reposent sur la politique actuelle et correspondent avec une inflation qui converge progressivement vers le milieu de la fourchette cible d'ici la fin de 2012.

*Canada* : Les hypothèses de politique monétaire sont conformes aux anticipations des marchés.

*Chine* : Le durcissement monétaire inclus dans le scénario de référence est conforme à la prévision des autorités d'une croissance de 14 % de M2 sur un an en 2012.

*Corée* : Les hypothèses de politique monétaire incorporent un relèvement des taux de 25 points de base au second semestre de 2012 et deux relèvements de 25 points de base chacun en 2013.

*Danemark* : La politique monétaire a pour but de maintenir le rattachement à l'euro.

*États-Unis* : Étant donné les perspectives d'inflation et de croissance anémique, les services du FMI s'attendent à ce que l'objectif fixé pour le taux des fonds fédéraux reste proche de zéro jusqu'au quatrième trimestre de 2014. Cette hypothèse correspond à la déclaration du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale après sa réunion de janvier 2012

(et à sa réunion de février), selon laquelle la situation économique justifiera probablement le maintien d'un taux des fonds fédéraux exceptionnellement bas au moins jusqu'à fin 2014.

*Hong Kong (RAS)* : Les services du FMI supposent que le système de caisse d'émission reste inchangé et prévoit la croissance de la monnaie au sens large sur la base de sa relation avec le PIB nominal par le passé.

*Inde* : L'hypothèse du taux directeur repose sur la moyenne des prévisions des marchés.

*Indonésie* : Il est prévu que la banque centrale utilisera une combinaison de mesures macroprudentielles et de relèvements du taux directeur pour limiter la deuxième vague d'effets des hausses proposées des prix des carburants.

*Japon* : Les conditions monétaires actuelles sont maintenues pour la période couverte par les projections, et aucun autre durcissement ou assouplissement n'est supposé.

*Mexique* : Les hypothèses de politique monétaire sont compatibles avec l'objectif d'inflation.

*Royaume-Uni* : Les projections supposent des taux directeurs inchangés jusqu'à la fin de 2013 et un assouplissement quantitatif modeste en 2012, ce qui correspond plus ou moins aux attentes des marchés.

*Russie* : Les projections monétaires reposent sur des politiques inchangées, comme indiqué dans des communiqués récents de la banque centrale. En particulier, il est supposé que les taux directeurs restent aux niveaux actuels, avec des interventions limitées sur les marchés des changes.

*Suède* : Les projections monétaires correspondent aux projections de la banque centrale.

*Suisse* : Les variables de la politique monétaire correspondent aux données rétrospectives des autorités nationales et du marché.

*Turquie* : La monnaie au sens large et le rendement des obligations à long terme reposent sur les projections des services du FMI. Le taux des dépôts à court terme devrait évoluer en maintenant un écart constant par rapport au taux d'un instrument américain similaire.

*Zone euro* : Les hypothèses de politique monétaire sont conformes aux anticipations des marchés.

## Liste des tableaux

### Production mondiale

A1. Production mondiale : récapitulation	202
A2. Pays avancés : PIB réel et demande intérieure totale	203
A3. Pays avancés : composantes du PIB réel	204
A4. Pays émergents et en développement : PIB réel	206

### Inflation

A5. Inflation : récapitulation	210
A6. Pays avancés : prix à la consommation	211
A7. Pays émergents et en développement : prix à la consommation	212

### Politiques financières

A8. Principaux pays avancés : solde budgétaire et dette des administrations publiques	216
---	-----

### Commerce extérieur

A9. État récapitulatif du commerce mondial : volume et prix	217
---	-----

### Transactions courantes

A10. État récapitulatif des soldes des transactions courantes	219
A11. Pays avancés : soldes des transactions courantes	221
A12. Pays émergents et en développement : soldes des transactions courantes	222

### Balance des paiements et financement extérieur

A13. Pays émergents et en développement : flux nets de capitaux	226
A14. Pays émergents et en développement : flux de capitaux privés	227

### Flux de ressources

A15. Origines et emplois de l'épargne mondiale : récapitulation	228
---	-----

### Scénario de référence à moyen terme

A16. Ensemble du monde — Scénario de référence à moyen terme : récapitulation	232
---	-----

**Tableau A1. Production mondiale : récapitulation<sup>1</sup>***(Variations annuelles en pourcentage)*

	Moyennes										Projections		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
<b>Monde</b>	<b>3,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	
<b>Pays avancés</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	
États-Unis	3,3	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,4	3,3	
Zone euro	2,2	2,2	1,7	3,3	3,0	0,4	-4,3	1,9	1,4	-0,3	0,9	1,7	
Japon	0,9	2,4	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,4	-0,7	2,0	1,7	1,1	
Autres pays avancés <sup>2</sup>	3,8	4,1	3,4	3,9	4,2	0,8	-2,2	4,5	2,5	2,1	3,0	3,3	
<b>Pays émergents et en développement</b>	<b>4,4</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>6,0</b>	<b>2,8</b>	<b>7,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	
<b>Par région</b>													
Afrique subsaharienne	4,0	7,1	6,2	6,4	7,1	5,6	2,8	5,3	5,1	5,4	5,3	5,5	
Amérique latine et Caraïbes	2,5	6,0	4,7	5,7	5,8	4,2	-1,6	6,2	4,5	3,7	4,1	4,0	
Asie, pays en développement d'	7,0	8,5	9,5	10,3	11,4	7,8	7,1	9,7	7,8	7,3	7,9	7,9	
Communauté des États indépendants <sup>3</sup>	0,6	8,2	6,7	8,8	9,0	5,4	-6,4	4,8	4,9	4,2	4,1	4,2	
Europe centrale et orientale	3,4	7,3	5,9	6,4	5,4	3,2	-3,6	4,5	5,3	1,9	2,9	4,0	
Moyen-Orient et Afrique du Nord	3,9	6,2	5,6	6,1	5,6	4,7	2,7	4,9	3,5	4,2	3,7	4,4	
<i>Pour mémoire</i>													
Union européenne	2,6	2,6	2,2	3,6	3,4	0,5	-4,2	2,0	1,6	0,0	1,3	2,1	
<b>Classification analytique</b>													
<b>Source des recettes d'exportation</b>													
Combustibles	2,4	8,0	6,8	7,6	7,4	5,0	-1,3	4,6	4,5	4,8	4,1	4,1	
Autres produits	4,9	7,4	7,4	8,4	9,1	6,3	3,8	8,1	6,6	5,9	6,5	6,8	
Dont : produits primaires	3,8	5,6	6,3	6,2	6,8	6,3	1,8	7,1	6,6	5,7	5,7	5,7	
<b>Source de financement extérieur</b>													
Pays débiteurs (net)	3,6	6,5	6,0	6,8	6,9	4,7	0,9	6,9	5,2	4,3	4,9	5,5	
Dont : financement public	3,4	6,4	6,4	6,0	5,9	6,3	5,2	5,5	7,1	5,8	5,8	5,9	
<b>Pays débiteurs (net), selon le service de la dette</b>													
Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2006 et 2010	2,6	7,1	7,8	7,7	7,6	5,8	1,9	6,9	6,1	4,1	4,4	5,0	
<i>Pour mémoire</i>													
<b>Taux de croissance médian</b>													
Pays avancés	3,3	4,0	3,1	4,0	3,8	0,8	-3,5	2,3	1,8	0,8	2,0	2,4	
Pays émergents et en développement	4,1	5,3	5,6	5,7	6,3	5,1	1,8	4,5	4,3	4,1	4,1	4,4	
<b>Production par habitant</b>													
Pays avancés	2,1	2,4	1,9	2,3	2,0	-0,7	-4,3	2,6	1,0	0,8	1,5	2,1	
Pays émergents et en développement	3,1	6,4	6,1	7,1	7,5	4,9	1,6	6,3	5,3	4,7	5,1	5,3	
<b>Croissance mondiale sur la base des cours de change</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>1,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	
<b>Production mondiale (valeur en milliards de dollars)</b>													
Aux cours de change	31.416	42.136	45.571	49.342	55.678	61.167	57.761	63.075	69.660	71.897	75.522	94.028	
Sur la base de la parité des pouvoirs d'achat	39.234	52.658	56.794	61.638	66.755	70.030	70.139	74.604	78.897	82.647	87.251	111.088	

<sup>1</sup>PIB réel.<sup>2</sup>Dans ce tableau, il s'agit des pays avancés hors États-Unis, zone euro et Japon.<sup>3</sup>La 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.

**Tableau A2. Pays avancés : PIB réel et demande intérieure totale<sup>1</sup>***(Variations annuelles en pourcentage)*

	Moyennes										Projections			4 <sup>e</sup> trimestre <sup>2</sup>		
	1994-2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	Projections			
													2011 : T4	2012 : T4	2013 : T4	
<b>PIB réel</b>																
<b>Pays avancés</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	
États-Unis	3,3	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,4	3,3	1,6	2,0	2,6	
Zone euro	2,2	2,2	1,7	3,3	3,0	0,4	-4,3	1,9	1,4	-0,3	0,9	1,7	0,7	-0,2	1,4	
Allemagne	1,5	0,7	0,8	3,9	3,4	0,8	-5,1	3,6	3,1	0,6	1,5	1,3	2,0	0,9	1,6	
France	2,2	2,3	1,9	2,7	2,2	-0,2	-2,6	1,4	1,7	0,5	1,0	2,0	1,3	0,5	1,4	
Italie	1,7	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,8	0,4	-1,9	-0,3	1,2	-0,4	-2,0	0,7	
Espagne	3,6	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,1	0,7	-1,8	0,1	1,8	0,3	-2,5	1,3	
Pays-Bas	2,9	2,2	2,0	3,4	3,9	1,8	-3,5	1,6	1,3	-0,5	0,8	1,9	-0,3	0,5	1,0	
Belgique	2,5	3,3	1,7	2,7	2,9	1,0	-2,8	2,3	1,9	0,0	0,8	1,7	1,0	0,4	0,6	
Autriche	2,3	2,6	2,4	3,7	3,7	1,4	-3,8	2,3	3,1	0,9	1,8	1,8	1,4	1,4	1,8	
Grèce	3,5	4,4	2,3	4,6	3,0	-0,1	-3,3	-3,5	-6,9	-4,7	0,0	2,9	-4,5	-4,5	3,2	
Portugal	2,7	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,9	1,4	-1,5	-3,3	0,3	1,5	-2,6	-2,3	1,3	
Finlande	3,8	4,1	2,9	4,4	5,3	0,3	-8,4	3,7	2,9	0,6	1,8	2,0	1,4	0,3	2,6	
Irlande	7,5	4,5	5,3	5,3	5,2	-3,0	-7,0	-0,4	0,7	0,5	2,0	2,9	1,0	1,6	2,2	
République slovaque	4,4	5,1	6,7	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,2	3,3	2,4	3,1	3,6	3,4	2,0	3,7	
Slovénie	4,1	4,4	4,0	5,8	6,9	3,6	-8,0	1,4	-0,2	-1,0	1,4	2,0	-3,2	2,3	1,3	
Luxembourg	4,4	4,4	5,4	5,0	6,6	0,8	-5,3	2,7	1,0	-0,2	1,9	3,1	-0,4	1,0	2,5	
Estonie	5,7	6,3	8,9	10,1	7,5	-3,7	-14,3	2,3	7,6	2,0	3,6	4,0	5,1	2,9	3,2	
Chypre	4,3	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,1	0,5	-1,2	0,8	3,0	-1,2	0,5	0,8	
Malte	...	-0,5	3,7	2,9	4,3	4,1	-2,7	2,3	2,1	1,2	2,0	2,3	0,1	3,1	1,2	
Japon	0,9	2,4	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,4	-0,7	2,0	1,7	1,1	-0,6	2,0	1,8	
Royaume-Uni	3,5	3,0	2,1	2,6	3,5	-1,1	-4,4	2,1	0,7	0,8	2,0	2,8	0,5	1,5	2,3	
Canada	3,5	3,1	3,0	2,8	2,2	0,7	-2,8	3,2	2,5	2,1	2,2	2,2	2,2	2,0	2,3	
Corée	5,7	4,6	4,0	5,2	5,1	2,3	0,3	6,3	3,6	3,5	4,0	4,0	3,4	4,9	2,8	
Australie	3,8	4,1	3,1	2,7	4,7	2,5	1,4	2,5	2,0	3,0	3,5	3,5	2,3	3,2	3,4	
Taiwan, prov. chinoise de	4,7	6,2	4,7	5,4	6,0	0,7	-1,8	10,7	4,0	3,6	4,7	5,0	2,5	4,6	3,9	
Suède	3,2	3,7	3,2	4,6	3,4	-0,8	-4,8	5,8	4,0	0,9	2,3	2,4	1,2	3,0	0,4	
Hong Kong (RAS)	2,7	8,5	7,1	7,0	6,4	2,3	-2,6	7,0	5,0	2,6	4,2	4,4	2,9	4,9	2,7	
Suisse	1,3	2,5	2,6	3,6	3,6	2,1	-1,9	2,7	1,9	0,8	1,7	1,9	1,2	0,9	2,1	
Singapour	5,4	9,2	7,4	8,8	8,9	1,7	-1,0	14,8	4,9	2,7	3,9	4,0	3,6	5,4	2,7	
République tchèque	...	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,7	2,7	1,7	0,1	2,1	3,5	0,6	0,7	2,4	
Norvège	3,2	4,0	2,6	2,4	2,7	0,0	-1,7	0,7	1,7	1,8	2,0	2,1	1,8	1,3	2,5	
Israël	4,3	4,8	4,9	5,6	5,5	4,0	0,8	4,8	4,7	2,7	3,8	3,5	3,7	2,9	3,6	
Danemark	2,4	2,3	2,4	3,4	1,6	-0,8	-5,8	1,3	1,0	0,5	1,2	1,8	0,7	0,3	2,3	
Nouvelle-Zélande	3,7	4,5	3,3	1,0	2,8	-0,1	-2,1	1,2	1,4	2,3	3,2	2,3	1,8	2,2	4,5	
Islande	3,4	7,8	7,2	4,7	6,0	1,3	-6,8	-4,0	3,1	2,4	2,6	2,9	2,7	1,1	3,3	
<i>Pour mémoire</i>																
Principaux pays avancés	2,6	2,8	2,3	2,6	2,2	-0,4	-4,0	3,0	1,4	1,5	1,9	2,5	1,1	1,5	2,1	
Nouv. écon. industrielles d'Asie	5,1	5,9	4,8	5,8	5,9	1,8	-0,7	8,5	4,0	3,4	4,2	4,3	3,1	4,8	3,1	
<b>Demande intérieure réelle totale</b>																
<b>Pays avancés</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	
États-Unis	3,8	3,9	3,2	2,6	1,2	-1,5	-4,4	3,4	1,6	2,0	2,3	3,5	1,5	1,9	2,6	
Zone euro	...	1,9	1,8	3,1	2,8	0,3	-3,7	1,1	0,5	-1,1	0,4	1,4	-0,5	-0,6	0,9	
Allemagne	1,1	0,0	-0,2	2,7	1,9	1,3	-2,6	2,4	2,3	0,7	1,0	1,2	1,8	0,7	1,1	
France	2,2	2,6	2,6	2,7	3,1	0,1	-2,4	1,3	1,7	-0,2	0,7	1,9	0,5	0,4	0,9	
Italie	1,9	1,4	0,9	2,1	1,4	-1,2	-4,4	2,1	-0,9	-3,4	-1,0	1,0	-3,3	-2,6	-0,1	
Espagne	3,8	4,8	5,0	5,2	4,1	-0,5	-6,2	-1,0	-1,7	-3,7	-0,3	1,4	-2,9	-2,8	1,0	
Japon	0,8	1,5	1,0	0,9	1,1	-1,3	-4,0	2,7	0,1	2,4	1,4	1,1	0,5	1,7	1,8	
Royaume-Uni	3,7	3,4	2,1	2,4	3,3	-1,8	-5,4	2,9	-0,8	0,7	1,5	2,9	-0,7	1,4	1,5	
Canada	3,1	3,9	4,6	4,2	3,8	2,7	-2,9	5,2	3,2	2,3	2,4	1,8	2,5	2,9	2,3	
Autres pays avancés <sup>3</sup>	3,7	4,7	3,4	4,0	4,9	1,5	-2,8	5,6	2,7	2,3	3,2	3,4	1,6	4,1	2,2	
<i>Pour mémoire</i>																
Principaux pays avancés	2,7	2,9	2,3	2,4	1,7	-0,9	-4,0	3,0	1,2	1,4	1,7	2,6	0,9	1,4	1,9	
Nouv. écon. industrielles d'Asie	4,1	4,8	2,9	4,2	4,5	1,4	-3,0	7,4	2,4	2,5	3,4	4,1	0,9	5,0	1,7	

<sup>1</sup>Lorsque les pays ne sont pas classés par ordre alphabétique, ils sont placés d'après la taille de leur économie.<sup>2</sup>Par rapport au quatrième trimestre de l'année précédente.<sup>3</sup>Dans ce tableau, il s'agit des pays avancés hors G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni) et zone euro.

**Tableau A3. Pays avancés : composantes du PIB réel***(Variations annuelles en pourcentage)*

	Moyennes										Projections	
	1994–2003	2004–13	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Dépenses de consommation privée</b>												
<b>Pays avancés</b>	<b>3,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>
États-Unis	3,8	1,8	3,3	3,4	2,9	2,3	-0,6	-1,9	2,0	2,2	2,2	2,6
Zone euro	...	0,7	1,5	1,8	2,1	1,7	0,4	-1,2	0,9	0,2	-0,6	0,4
Allemagne	1,2	0,6	0,4	0,2	1,5	-0,2	0,6	-0,1	0,6	1,5	0,5	0,8
France	2,2	1,2	1,5	2,4	2,4	2,3	0,2	0,2	1,3	0,3	0,1	0,7
Italie	1,7	0,0	0,7	1,2	1,4	1,1	-0,8	-1,6	1,2	0,2	-2,1	-1,1
Espagne	3,3	1,1	4,2	4,1	4,0	3,5	-0,6	-4,3	0,8	-0,1	-0,9	0,6
Japon	1,1	0,8	1,2	1,5	1,1	0,9	-0,9	-0,7	2,6	0,0	1,1	1,6
Royaume-Uni	3,9	0,7	3,0	2,1	1,8	2,7	-1,5	-3,5	1,2	-1,2	0,5	1,6
Canada	3,2	2,9	3,3	3,7	4,2	4,6	3,0	0,4	3,3	2,2	2,1	2,1
Autres pays avancés <sup>1</sup>	4,0	2,9	3,7	3,5	3,7	4,7	1,2	0,2	3,8	2,8	2,4	3,2
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	2,8	1,4	2,4	2,5	2,3	1,9	-0,4	-1,4	1,9	1,3	1,3	1,8
Nouv. écon. industrielles d'Asie	4,8	3,1	3,0	3,9	4,0	4,8	1,0	0,3	4,7	3,4	2,7	3,7
<b>Consommation publique</b>												
<b>Pays avancés</b>	<b>2,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,9</b>
États-Unis	1,9	0,4	1,4	0,6	1,0	1,3	2,2	2,0	0,9	-1,2	-1,6	-2,7
Zone euro	...	1,2	1,6	1,6	2,1	2,2	2,3	2,6	0,5	0,1	-0,8	-0,2
Allemagne	1,4	1,3	-0,6	0,3	0,9	1,4	3,1	3,3	1,7	1,4	0,6	0,7
France	1,1	1,3	2,1	1,3	1,5	1,5	1,2	2,3	1,2	0,9	0,5	0,3
Italie	0,9	0,4	2,5	1,9	0,5	1,0	0,6	0,8	-0,6	-0,9	-0,7	-0,9
Espagne	3,3	1,9	6,2	5,5	4,6	5,6	5,9	3,7	0,2	-2,2	-7,6	-2,4
Japon	3,0	1,2	1,5	0,8	0,0	1,1	-0,1	2,3	2,1	2,1	2,3	-0,5
Royaume-Uni	2,2	1,0	3,4	2,2	1,5	0,6	1,6	-0,1	1,5	0,1	0,0	-1,1
Canada	1,4	2,3	2,0	1,4	3,0	2,7	4,4	3,6	2,4	1,2	1,4	1,3
Autres pays avancés <sup>1</sup>	2,9	2,4	1,9	2,1	3,0	3,0	2,9	3,3	2,6	1,7	1,8	1,7
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	1,9	0,8	1,6	0,9	1,0	1,3	1,8	2,0	1,2	-0,1	-0,3	-1,4
Nouv. écon. industrielles d'Asie	3,6	3,0	2,4	2,4	3,7	3,9	3,2	4,6	3,1	1,9	2,9	2,2
<b>Formation brute de capital fixe</b>												
<b>Pays avancés</b>	<b>3,6</b>	<b>0,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>2,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-12,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>
États-Unis	5,3	0,7	6,3	5,3	2,5	-1,4	-5,1	-15,2	2,0	3,7	4,8	5,9
Zone euro	...	0,2	2,2	3,2	5,7	4,7	-1,0	-12,1	-0,5	1,4	-1,5	0,9
Allemagne	0,4	1,8	-0,2	0,8	8,2	4,7	1,7	-11,4	5,5	6,4	1,5	1,7
France	2,9	1,2	3,0	4,4	4,2	6,3	0,2	-8,9	-1,3	3,0	0,6	1,0
Italie	3,0	-1,5	2,0	1,3	3,4	1,8	-3,7	-11,7	2,1	-1,9	-5,5	-1,5
Espagne	6,0	-2,0	5,1	7,1	7,1	4,5	-4,7	-16,6	-6,3	-5,1	-7,5	-1,0
Japon	-1,0	-0,7	0,4	0,8	1,5	0,3	-4,1	-10,6	-0,2	0,5	4,7	0,9
Royaume-Uni	4,6	1,2	5,1	2,4	6,4	8,1	-4,8	-13,4	3,1	-1,2	3,3	5,2
Canada	5,0	4,0	7,7	9,3	7,0	3,6	2,0	-13,2	10,0	6,9	4,7	4,1
Autres pays avancés <sup>1</sup>	4,1	3,4	6,4	4,9	5,6	6,5	-0,1	-6,0	7,8	2,5	3,1	4,2
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	3,4	0,7	4,2	3,8	3,6	1,2	-3,5	-13,2	2,2	2,9	3,4	3,8
Nouv. écon. industrielles d'Asie	3,5	2,5	6,2	2,2	3,8	4,4	-3,1	-4,3	11,3	-0,5	2,2	3,4

Tableau A3. Pays avancés : composantes du PIB réel (fin)

	Moyennes										Projections	
	1994–2003	2004–13	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Demande intérieure finale</b>												
<b>Pays avancés</b>	<b>2,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>
États-Unis	3,8	1,4	3,5	3,3	2,5	1,4	-1,0	-3,6	1,8	1,8	1,9	2,3
Zone euro	...	0,7	1,7	2,0	2,9	2,4	0,5	-2,8	0,5	0,4	-0,8	0,3
Allemagne	1,1	0,9	0,1	0,3	2,6	1,1	1,3	-1,7	1,7	2,4	0,8	1,0
France	2,0	1,2	2,0	2,5	2,5	2,9	0,4	-1,1	0,8	0,9	0,3	0,7
Italie	1,8	-0,2	1,3	1,3	1,6	1,2	-1,2	-3,2	1,0	-0,4	-2,5	-1,1
Espagne	3,9	1,1	4,0	4,8	5,2	5,0	4,1	-0,7	-6,1	-1,0	-3,6	-0,3
Japon	0,9	0,6	1,0	1,2	1,0	0,8	-1,5	-2,3	2,0	0,5	2,0	1,0
Royaume-Uni	3,6	0,8	3,4	2,2	2,4	3,1	-1,4	-4,4	1,6	-0,9	0,8	1,6
Canada	3,1	3,0	3,9	4,4	4,6	4,0	3,0	-2,1	4,5	3,0	2,5	2,4
Autres pays avancés <sup>1</sup>	3,7	2,9	3,9	3,5	3,9	4,8	1,2	-0,7	4,4	2,5	2,4	3,2
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	2,7	1,1	2,6	2,5	2,3	1,6	-0,6	-3,0	1,8	1,4	1,4	1,6
Nouv. écon. industrielles d'Asie	4,2	3,0	3,7	3,2	3,9	4,6	0,4	-0,2	5,8	2,2	2,6	3,4
<b>Formation de stocks<sup>2</sup></b>												
<b>Pays avancés</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
États-Unis	0,0	0,0	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,8	1,6	-0,2	0,1	0,1
Zone euro	...	0,0	0,2	-0,2	0,2	0,4	-0,1	-0,9	0,6	0,1	-0,4	0,0
Allemagne	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	0,8	0,0	-0,8	0,6	-0,1	-0,1	0,0
France	0,1	0,0	0,6	0,1	0,2	0,2	-0,3	-1,3	0,5	0,8	-0,5	0,0
Italie	0,0	-0,1	0,0	-0,4	0,5	0,2	0,0	-1,1	1,1	-0,5	-0,6	0,1
Espagne	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Japon	0,0	0,0	0,5	-0,3	-0,1	0,3	0,2	-1,6	0,8	-0,5	0,3	0,4
Royaume-Uni	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	-0,4	-1,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Canada	0,1	0,0	0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,8	0,6	0,1	-0,3	0,0
Autres pays avancés <sup>1</sup>	0,0	0,0	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	-1,9	1,0	0,2	0,0	0,0
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	0,0	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,3	-1,0	1,2	-0,2	0,0	0,1
Nouv. écon. industrielles d'Asie	-0,1	0,0	0,8	-0,2	0,3	-0,1	0,8	-2,5	1,4	0,1	-0,1	0,0
<b>Solde extérieur<sup>2</sup></b>												
<b>Pays avancés</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
États-Unis	-0,5	0,1	-0,7	-0,3	-0,1	0,6	1,2	1,1	-0,5	0,0	0,0	-0,1
Zone euro	...	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,1	-0,6	0,8	1,0	0,8	0,5
Allemagne	0,3	0,4	1,1	0,8	1,1	1,5	-0,1	-2,8	1,4	0,8	-0,1	0,6
France	0,0	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	-0,9	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,7	0,3
Italie	-0,2	0,3	0,3	0,0	0,1	0,3	0,0	-1,2	-0,4	1,4	1,6	0,7
Espagne	-0,4	0,4	-1,7	-1,7	-1,4	-0,8	1,5	2,8	0,9	2,5	1,9	0,4
Japon	0,1	0,3	0,8	0,3	0,8	1,1	0,2	-1,5	1,7	-0,8	-0,3	0,3
Royaume-Uni	-0,3	0,2	-0,6	-0,2	0,1	-0,1	0,8	1,1	-0,5	1,0	0,0	0,5
Canada	0,3	-1,1	-0,8	-1,6	-1,4	-1,5	-2,1	0,2	-2,2	-0,8	-0,3	-0,2
Autres pays avancés <sup>1</sup>	0,4	0,8	0,5	0,9	1,0	0,7	0,3	1,5	0,7	0,8	0,6	0,6
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Nouv. écon. industrielles d'Asie	0,6	1,6	1,3	2,1	1,9	2,0	0,7	1,9	1,8	2,1	1,3	1,3

<sup>1</sup>Dans ce tableau, il s'agit des pays avancés hors G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni) et zone euro.

<sup>2</sup>Variations en pourcentage du PIB de la période précédente.

**Tableau A4. Pays émergents et en développement : PIB réel<sup>1</sup>***(Variations annuelles en pourcentage)*

	Moyennes										Projections		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
<b>Europe centrale et orientale<sup>2</sup></b>	<b>3,4</b>	<b>7,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,4</b>	<b>3,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>	
Albanie	6,3	5,7	5,8	5,4	5,9	7,5	3,3	3,5	2,0	0,5	1,7	2,5	
Bosnie-Herzégovine	...	6,3	3,9	6,0	6,2	5,7	-2,9	0,7	1,7	0,0	1,0	3,5	
Bulgarie	0,6	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,7	0,8	1,5	4,5	
Croatie	4,3	4,1	4,3	4,9	5,1	2,2	-6,0	-1,2	0,0	-0,5	1,0	2,5	
Hongrie	3,2	4,8	4,0	3,9	0,1	0,9	-6,8	1,3	1,7	0,0	1,8	2,2	
Kosovo	...	2,6	3,8	3,4	6,3	6,9	2,9	3,9	5,0	3,8	4,1	4,6	
Lettonie	4,8	8,7	10,6	10,5	9,6	-3,3	-17,7	-0,3	5,5	2,0	2,5	4,0	
Lituanie	...	7,4	7,8	7,8	9,8	2,9	-14,8	1,4	5,9	2,0	2,7	3,9	
Macédoine, ex-Rép, youg, de	1,1	4,6	4,4	5,0	6,1	5,0	-0,9	1,8	3,0	2,0	3,2	4,0	
Monténégro	...	4,4	4,2	8,6	10,7	6,9	-5,7	2,5	2,4	0,2	1,5	2,2	
Pologne	4,5	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	2,6	3,2	3,8	
Roumanie	2,1	8,5	4,2	7,9	6,3	7,3	-6,6	-1,6	2,5	1,5	3,0	4,0	
Serbie	...	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,8	0,5	3,0	3,5	
Turquie	2,7	9,4	8,4	6,9	4,7	0,7	-4,8	9,0	8,5	2,3	3,2	4,6	
<b>Communauté des États indépendants<sup>2,3</sup></b>	<b>0,6</b>	<b>8,2</b>	<b>6,7</b>	<b>8,8</b>	<b>9,0</b>	<b>5,4</b>	<b>-6,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	
Russie	0,7	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,3	4,3	4,0	3,9	3,8	
Russie non comprise	0,3	10,8	7,6	10,5	10,0	5,6	-3,1	6,0	6,2	4,6	4,6	4,9	
Arménie	7,5	10,5	14,1	13,2	13,7	6,9	-14,1	2,1	4,4	3,8	4,0	4,0	
Azerbaïdjan	2,2	10,2	26,4	34,5	25,0	10,8	9,3	5,0	0,1	3,1	1,9	3,1	
Bélarus	2,3	11,4	9,4	10,0	8,6	10,2	0,2	7,7	5,3	3,0	3,3	5,0	
Géorgie	...	5,9	9,6	9,4	12,3	2,3	-3,8	6,3	7,0	6,0	5,5	5,5	
Kazakhstan	2,1	9,6	9,7	10,7	8,9	3,2	1,2	7,3	7,5	5,9	6,0	6,4	
Moldova	-3,1	7,4	7,5	4,8	3,0	7,8	-6,0	7,1	6,4	3,5	4,5	5,5	
Mongolie	3,7	10,6	7,3	8,6	10,2	8,9	-1,3	6,4	17,3	17,2	11,8	9,1	
Ouzbékistan	2,5	7,4	7,0	7,5	9,5	9,0	8,1	8,5	8,3	7,0	6,5	5,5	
République kirghize	1,1	7,0	-0,2	3,1	8,5	7,6	2,9	-0,5	5,7	5,0	5,5	5,0	
Tadjikistan	0,5	10,6	6,7	7,0	7,8	7,9	3,9	6,5	7,4	6,0	6,0	6,0	
Turkménistan	4,3	14,7	13,0	11,0	11,1	14,7	6,1	9,2	14,7	7,0	6,7	6,1	
Ukraine	-2,3	12,1	2,7	7,3	7,9	2,3	-14,8	4,1	5,2	3,0	3,5	3,5	

Tableau A4. Pays émergents et en développement : PIB réel<sup>1</sup> (suite)

	Moyennes										Projections		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
<b>Asie, pays en développement d'</b>	<b>7,0</b>	<b>8,5</b>	<b>9,5</b>	<b>10,3</b>	<b>11,4</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	<b>9,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>	
Afghanistan, Rép. islam. d'	...	1,1	11,2	5,6	13,7	3,6	21,0	8,4	5,7	7,2	5,8	6,6	
Bangladesh	5,1	6,1	6,3	6,5	6,3	6,0	5,9	6,4	6,1	5,9	6,4	7,3	
Bhoutan	6,8	5,9	7,1	6,8	17,9	4,7	6,7	10,6	5,9	7,0	9,9	4,0	
Brunéi Darussalam	2,4	0,5	0,4	4,4	0,2	-1,9	-1,8	2,6	1,9	3,2	1,6	3,6	
Cambodge	7,4	10,3	13,3	10,8	10,2	6,7	0,1	6,0	6,1	6,2	6,4	7,7	
Chine	9,4	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,2	8,2	8,8	8,5	
Fidji, Rép. des	2,7	5,5	2,5	1,9	-0,9	1,0	-1,3	-0,2	2,0	1,5	1,7	2,3	
Îles Salomon	-0,1	8,1	12,9	4,0	6,4	7,1	-4,7	7,0	9,3	6,0	4,0	4,0	
Inde	6,0	7,6	9,0	9,5	10,0	6,2	6,6	10,6	7,2	6,9	7,3	8,1	
Indonésie	3,1	5,0	5,7	5,5	6,3	6,0	4,6	6,2	6,5	6,1	6,6	7,0	
Kiribati	3,9	0,2	0,3	1,2	0,5	-2,4	-2,3	1,4	1,8	2,5	3,0	2,0	
Malaisie	5,4	6,8	5,3	5,8	6,5	4,8	-1,6	7,2	5,1	4,4	4,7	5,0	
Maldives	8,1	10,4	-8,7	19,6	10,6	12,2	-4,7	5,7	7,4	4,4	3,5	3,5	
Myanmar	...	13,6	13,6	13,1	12,0	3,6	5,1	5,3	5,5	6,0	5,9	6,5	
Népal	4,5	4,7	3,5	3,4	3,4	6,1	4,4	4,6	3,5	4,2	3,8	3,9	
Pakistan	3,9	7,5	9,0	5,8	6,8	3,7	1,7	3,8	2,4	3,4	3,5	3,5	
Papouasie-Nouvelle-Guinée	1,2	0,6	3,9	2,3	7,2	6,6	6,1	7,6	8,9	7,7	4,0	4,9	
Philippines	3,8	6,7	4,8	5,2	6,6	4,2	1,1	7,6	3,7	4,2	4,7	5,0	
République dém. pop. lao	6,1	7,0	6,8	8,6	7,8	7,8	7,6	7,9	8,3	8,4	7,1	5,7	
Samoa	4,4	4,2	7,0	2,1	1,8	4,3	-5,4	0,2	2,1	1,4	1,9	2,7	
Sri Lanka	4,4	5,4	6,2	7,7	6,8	6,0	3,5	8,0	8,2	7,5	7,0	6,5	
Thaïlande	3,4	6,3	4,6	5,1	5,0	2,6	-2,3	7,8	0,1	5,5	7,5	5,0	
Timor-Leste	...	4,4	6,5	-3,2	11,7	14,6	12,8	9,5	10,6	10,0	10,0	10,0	
Tonga	2,1	2,2	0,7	-4,5	-2,4	0,5	0,9	1,6	1,5	1,4	1,5	1,8	
Tuvalu	...	-1,4	-4,0	2,9	5,5	7,6	-1,7	-0,5	0,4	1,5	1,3	1,2	
Vanuatu	2,0	4,5	5,2	7,4	6,5	6,2	3,5	2,2	3,3	4,0	4,0	4,0	
Vietnam	7,4	7,8	8,4	8,2	8,5	6,3	5,3	6,8	5,9	5,6	6,3	7,5	

Tableau A4. Pays émergents et en développement : PIB réel<sup>1</sup> (suite)

	Moyennes									Projections		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
<b>Amérique latine et Caraïbes</b>	<b>2,5</b>	<b>6,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>4,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>
Antigua-et-Barbuda	2,9	3,2	7,6	12,8	7,2	1,5	-10,3	-8,9	-0,5	1,0	2,5	3,5
Argentine <sup>4</sup>	0,8	8,9	9,2	8,5	8,7	6,8	0,9	9,2	8,9	4,2	4,0	4,5
Bahamas	4,2	0,9	3,4	2,5	1,4	-1,3	-5,4	1,0	2,0	2,5	2,7	2,5
Barbade	1,9	4,8	3,9	3,6	3,8	-0,2	-4,2	0,2	0,5	0,9	1,5	3,1
Belize	5,0	4,6	3,0	4,7	1,3	3,5	0,0	2,7	2,5	2,8	2,5	2,5
Bolivie	3,4	2,7	6,8	2,8	5,3	6,1	3,4	4,1	5,1	5,0	5,0	5,0
Brésil	2,5	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	3,0	4,1	4,1
Chili	4,6	6,8	6,3	5,8	5,2	3,0	-0,9	6,1	5,9	4,3	4,5	4,5
Colombie	2,3	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,7	4,0	5,9	4,7	4,4	4,5
Costa Rica	4,4	4,3	5,9	8,8	7,9	2,7	-1,0	4,7	4,2	4,0	4,2	4,5
Dominique	1,9	0,8	-1,7	3,6	3,9	7,8	-0,7	0,3	0,5	1,5	1,7	1,9
El Salvador	3,4	1,9	3,6	3,9	3,8	1,3	-3,1	1,4	1,4	2,0	2,5	3,5
Équateur	2,4	8,8	5,7	4,8	2,0	7,2	0,4	3,6	7,8	4,5	3,9	3,4
Grenade	5,2	0,1	12,5	-4,4	6,3	1,7	-5,7	-1,3	1,1	1,5	2,0	2,5
Guatemala	3,4	3,2	3,3	5,4	6,3	3,3	0,5	2,8	3,8	3,1	3,2	3,5
Guyana	3,0	1,6	-1,9	5,1	7,0	2,0	3,3	4,4	4,2	3,9	6,3	3,2
Haïti	0,9	-3,5	1,8	2,2	3,3	0,8	2,9	-5,4	5,6	7,8	6,9	5,0
Honduras	2,9	6,2	6,1	6,6	6,2	4,1	-2,1	2,8	3,6	3,5	3,5	4,0
Jamaïque	0,9	1,3	0,9	2,9	1,4	-0,8	-3,1	-1,4	1,5	1,0	1,0	1,5
Mexique	2,6	4,0	3,2	5,1	3,2	1,2	-6,3	5,5	4,0	3,6	3,7	3,3
Nicaragua	4,2	5,3	4,3	4,2	3,6	2,8	-1,5	4,5	4,7	3,7	4,0	4,0
Panama	3,9	7,5	7,2	8,5	12,1	10,1	3,9	7,6	10,6	7,5	6,6	5,1
Paraguay	1,4	4,1	2,9	4,3	6,8	5,8	-3,8	15,0	3,8	-1,5	8,5	4,7
Pérou	4,3	5,0	6,8	7,7	8,9	9,8	0,9	8,8	6,9	5,5	6,0	6,0
République dominicaine	4,9	1,3	9,3	10,7	8,5	5,3	3,5	7,8	4,5	4,5	4,5	5,0
Saint-Kitts-et-Nevis	3,6	3,8	9,2	3,5	5,0	4,0	-5,6	-2,7	-2,0	1,0	1,8	3,5
Saint-Vincent-et-les Grenadines	3,5	4,6	3,0	6,0	3,1	-0,6	-2,3	-1,8	-0,4	2,0	2,0	3,5
Sainte-Lucie	1,2	6,0	-2,6	7,4	1,5	5,8	-1,3	3,4	0,2	1,9	2,4	2,6
Suriname	2,5	8,5	4,5	4,7	4,6	4,1	3,5	4,5	4,5	4,9	5,4	5,5
Trinité-et-Tobago	7,2	7,9	6,2	13,2	4,8	2,7	-3,3	0,0	-1,3	1,7	2,4	2,6
Uruguay	0,7	4,6	6,8	4,1	6,5	7,2	2,4	8,9	5,7	3,5	4,0	4,0
Venezuela	-0,9	18,3	10,3	9,9	8,8	5,3	-3,2	-1,5	4,2	4,7	3,2	2,9
<b>Moyen-Orient et Afrique du Nord</b>	<b>3,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>4,7</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>
Algérie	3,2	5,2	5,1	2,0	3,0	2,4	2,4	3,3	2,5	3,1	3,4	4,3
Arabie saoudite	2,2	5,3	5,6	3,2	2,0	4,2	0,1	4,6	6,8	6,0	4,1	4,2
Bahreïn	4,2	5,6	7,9	6,7	8,4	6,3	3,1	4,5	1,8	2,0	2,8	2,9
Djibouti	0,2	3,0	3,2	4,8	5,1	5,8	5,0	3,5	4,5	4,8	5,0	5,8
Égypte	4,8	4,1	4,5	6,8	7,1	7,2	4,7	5,1	1,8	1,5	3,3	6,5
Émirats arabes unis	6,1	10,1	8,6	8,8	6,5	5,3	-3,3	0,9	4,9	2,3	2,8	3,7
Iran, Rép. islam. d'	4,2	6,1	4,7	6,2	6,4	0,6	3,9	5,9	2,0	0,4	1,3	2,0
Iraq	...	...	...	6,2	1,5	9,5	4,2	0,8	9,9	11,1	13,5	8,8
Jordanie	4,2	8,6	8,1	8,1	8,2	7,2	5,5	2,3	2,5	2,8	3,0	4,4
Koweït	3,5	11,2	10,4	5,3	4,5	5,0	-5,2	3,4	8,2	6,6	1,8	3,9
Liban	3,6	7,5	1,0	0,6	7,5	9,3	8,5	7,0	1,5	3,0	4,0	4,0
Libye	0,0	4,4	10,3	6,7	7,5	5,4	-0,1	2,5	-61,0	76,3	21,0	4,3
Maroc	3,9	4,8	3,0	7,8	2,7	5,6	4,9	3,7	4,3	3,7	4,3	5,9
Mauritanie	2,9	5,2	5,4	11,4	1,0	3,5	-1,2	5,1	3,6	5,3	6,1	5,3
Oman	3,2	3,4	4,0	6,9	5,3	12,9	1,1	4,0	5,5	5,0	4,0	3,8
Qatar	8,1	17,7	7,5	26,2	18,0	17,7	12,0	16,6	18,8	6,0	4,6	7,0
République arabe syrienne <sup>6</sup>	2,5	6,9	6,2	5,0	5,7	4,5	5,9	3,4	...	...	...	...
Soudan <sup>5</sup>	6,1	3,9	7,5	10,1	11,5	3,2	3,0	4,5	-3,9	-7,3	-1,5	1,7
Tunisie	4,5	6,0	4,0	5,7	6,3	4,5	3,1	3,1	-0,8	2,2	3,5	6,7
Yémen, Rép. du	5,0	4,0	5,6	3,2	3,3	3,6	3,9	7,7	-10,5	-0,9	2,9	4,5

Tableau A4. Pays émergents et en développement : PIB réel<sup>1</sup> (fin)

	Moyennes										Projections		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>4,0</b>	<b>7,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>	<b>2,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	
Afrique du Sud	3,0	4,6	5,3	5,6	5,5	3,6	-1,5	2,9	3,1	2,7	3,4	3,7	
Angola	6,7	11,2	20,6	20,7	22,6	13,8	2,4	3,4	3,4	9,7	6,8	6,2	
Bénin	4,7	3,1	2,9	3,8	4,6	5,0	2,7	2,6	3,1	3,5	4,7	4,9	
Botswana	6,6	6,0	1,6	5,1	4,8	3,0	-4,9	7,2	4,6	3,3	4,6	4,3	
Burkina Faso	5,9	4,5	8,7	5,5	3,6	5,2	3,2	7,9	5,6	5,0	6,4	7,0	
Burundi	-1,1	3,8	4,4	5,4	4,8	5,0	3,5	3,8	4,2	4,8	5,0	6,0	
Cameroun <sup>7</sup>	3,7	3,7	2,3	3,2	3,4	2,6	2,0	2,9	4,1	4,1	4,5	5,0	
Cap-Vert	7,2	4,3	6,5	10,1	8,6	6,2	3,7	5,2	5,0	4,3	4,4	5,0	
Comores	1,5	-0,2	4,2	1,2	0,5	1,0	1,8	2,1	2,2	2,5	4,0	4,0	
Congo, Rép. dém. du	-1,6	6,6	7,8	5,6	6,3	6,2	2,8	7,0	6,9	6,5	6,7	5,7	
Congo, Rép. du	1,9	3,5	7,8	6,2	-1,6	5,6	7,5	8,8	4,5	3,1	5,4	4,3	
Côte d'Ivoire	1,7	1,6	1,9	0,7	1,6	2,3	3,7	2,4	-4,7	8,1	6,2	6,7	
Érythrée	3,6	1,5	2,6	-1,0	1,4	-9,8	3,9	2,2	8,7	7,5	3,4	-3,2	
Éthiopie	4,0	11,7	12,6	11,5	11,8	11,2	10,0	8,0	7,5	5,0	5,5	6,5	
Gabon	1,4	1,4	3,0	1,2	5,6	2,3	-1,4	6,6	5,8	5,6	2,3	2,3	
Gambie	3,9	7,0	-0,3	0,8	4,0	6,5	6,7	5,5	3,3	-1,7	9,7	5,6	
Ghana	4,6	5,3	6,0	6,1	6,5	8,4	4,0	7,7	13,6	8,8	7,4	5,7	
Guinée	4,0	2,3	3,0	2,5	1,8	4,9	-0,3	1,9	3,6	4,7	4,8	14,4	
Guinée équatoriale	37,0	38,0	9,7	1,3	21,4	10,7	5,7	-0,8	7,1	4,0	6,8	5,2	
Guinée-Bissau	0,2	2,8	4,3	2,1	3,2	3,2	3,0	3,5	5,3	4,5	4,7	4,5	
Kenya	2,5	4,6	6,0	6,3	7,0	1,5	2,6	5,6	5,0	5,2	5,7	6,5	
Lesotho	3,6	2,4	3,1	4,4	4,9	4,7	3,6	5,7	4,2	5,2	2,2	3,1	
Libéria	...	2,6	5,3	7,8	9,4	4,7	2,8	5,0	6,4	8,8	5,1	8,6	
Madagascar	2,2	5,3	4,6	5,0	6,2	7,1	-4,1	0,5	0,5	2,9	5,1	5,4	
Malawi	2,6	5,5	2,6	2,1	9,5	8,3	9,0	6,5	5,5	4,3	4,1	4,1	
Mali	4,9	2,3	6,1	5,3	4,3	5,0	4,5	5,8	2,7	6,0	5,8	5,3	
Maurice	4,2	5,5	1,5	4,5	5,9	5,5	3,0	4,1	4,1	3,6	4,0	4,2	
Mozambique	8,3	7,9	8,4	8,7	7,3	6,8	6,3	6,8	7,1	6,7	7,2	7,8	
Namibie	3,6	12,3	2,5	7,1	5,4	3,4	-0,4	6,6	3,6	4,0	4,2	4,4	
Niger	3,3	-0,8	8,4	5,8	3,1	9,6	-0,9	8,0	2,3	14,0	6,6	5,5	
Nigéria	5,5	10,6	5,4	6,2	7,0	6,0	7,0	8,0	7,2	7,1	6,6	6,6	
Ouganda	7,0	6,8	6,3	10,8	8,4	8,8	7,2	5,9	6,7	4,2	5,4	7,0	
République centrafricaine	0,9	1,0	2,4	3,8	3,7	2,0	1,7	3,3	3,1	4,1	4,2	5,7	
Rwanda	3,5	7,4	9,4	9,2	5,5	11,2	4,1	7,5	8,8	7,6	7,0	6,5	
São Tomé-et-Príncipe	2,4	4,5	1,6	12,6	2,0	9,1	4,0	4,5	4,9	5,5	6,0	3,5	
Sénégal	3,8	5,9	5,6	2,4	5,0	3,7	2,1	4,1	2,6	3,8	4,5	5,4	
Seychelles	2,1	-2,9	6,7	6,3	9,9	-1,0	0,5	6,7	4,9	2,8	3,7	3,9	
Sierra Leone	-1,0	7,4	7,2	7,3	6,4	5,5	3,2	5,0	5,3	35,9	9,1	4,3	
Swaziland	2,8	2,3	2,2	2,9	2,8	3,1	1,2	2,0	0,3	-2,7	-0,9	0,3	
Tanzanie	4,5	7,8	7,4	7,0	6,9	7,3	6,7	6,5	6,7	6,4	6,7	7,0	
Tchad	5,2	33,6	7,9	0,2	0,2	1,7	-1,2	13,0	1,6	6,9	0,1	2,6	
Togo	3,3	2,1	1,2	4,1	2,3	2,4	3,4	4,0	4,1	4,4	4,6	4,1	
Zambie	1,0	5,4	5,3	6,2	6,2	5,7	6,4	7,6	6,6	7,7	8,3	7,7	
Zimbabwe <sup>8</sup>	...	-5,7	-5,7	-3,5	-3,6	-17,6	5,8	8,1	9,3	4,7	6,3	3,6	

<sup>1</sup>Pour de nombreux pays, les chiffres relatifs aux années récentes sont des estimations des services du FMI. Dans certains cas, la période considérée est l'exercice.

<sup>2</sup>Les données relatives à certains pays portent sur le produit matériel net réel ou sont des estimations fondées sur celui-ci. Pour de nombreux pays, les chiffres relatifs aux années récentes sont des estimations des services du FMI. Les chiffres ne doivent être considérés que comme des ordres de grandeur parce que des données fiables et comparables ne sont généralement pas disponibles. En particulier, la croissance de la production des nouvelles entreprises privées de l'économie informelle n'est pas totalement prise en compte dans les chiffres récents.

<sup>3</sup>La 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.

<sup>4</sup>Les chiffres sont basés sur les données officielles du PIB. Les autorités se sont engagées à améliorer la qualité des données officielles du PIB de l'Argentine, de manière à ce qu'elles respectent les obligations découlant des Statuts du FMI. En attendant que la qualité des données s'améliore, les services du FMI utiliseront aussi d'autres mesures de la croissance du PIB aux fins de la surveillance macroéconomique, notamment des estimations d'analystes privés qui, depuis 2008, sont nettement inférieures en moyenne aux chiffres officiels de la croissance du PIB.

<sup>5</sup>Les données de 2011 pour le Soudan excluent le Soudan du Sud à partir du 9 juillet. Les projections pour 2012 et au-delà portent sur le Soudan actuel.

<sup>6</sup>Les données pour la République arabe syrienne de 2011 et au-delà sont exclues en raison de l'incertitude entourant la situation politique.

<sup>7</sup>Les variations en pourcentage pour 2002 sont calculées sur 18 mois à cause du changement des dates de l'exercice (qui va non plus de juillet à juin, mais de janvier à décembre).

<sup>8</sup>Le dollar du Zimbabwe ne circule plus depuis le début de 2009. Les données sont fondées sur les estimations des prix et des taux de change en dollars établies par les services du FMI. Il se peut que les estimations en dollars des services du FMI diffèrent des estimations des autorités. Le PIB réel est en prix constants de 2009.

**Tableau A5. Inflation : récapitulation***(En pourcentage)*

	Moyennes										Projections		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
<b>Déflateurs du PIB</b>													
<b>Pays avancés</b>	1,7	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	0,8	1,0	1,4	1,5	1,5	1,8	
États-Unis	1,9	2,8	3,3	3,2	2,9	2,2	1,1	1,2	2,1	1,3	1,5	1,9	
Zone euro	2,0	1,9	1,9	1,8	2,4	2,0	0,9	0,7	1,4	1,8	1,4	1,6	
Japon	-0,8	-1,4	-1,3	-1,1	-0,9	-1,3	-0,5	-2,1	-2,0	-0,2	-0,1	0,8	
Autres pays avancés <sup>1</sup>	2,2	2,4	2,0	2,2	2,5	3,0	0,9	2,5	1,9	2,2	2,2	2,1	
<b>Prix à la consommation</b>													
<b>Pays avancés</b>	2,1	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	1,9	1,7	1,9	
États-Unis	2,4	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,9	2,0	
Zone euro <sup>2</sup>	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,0	1,6	1,8	
Japon	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,0	0,9	
Autres pays avancés <sup>1</sup>	2,3	1,8	2,1	2,1	2,1	3,8	1,5	2,4	3,3	2,4	2,3	2,2	
<b>Pays émergents et en développement</b>	19,8	5,9	5,7	5,6	6,5	9,2	5,2	6,1	7,1	6,2	5,6	4,5	
<b>Par région</b>													
Afrique subsaharienne	20,2	7,6	8,9	6,9	6,9	11,7	10,6	7,4	8,2	9,6	7,5	5,3	
Amérique latine et Caraïbes	25,7	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,0	6,0	6,6	6,4	5,9	5,6	
Asie, pays en développement d'	6,1	4,1	3,7	4,2	5,4	7,4	3,0	5,7	6,5	5,0	4,6	3,6	
Communauté des États													
indépendants <sup>3</sup>	62,9	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	11,2	7,2	10,1	7,1	7,7	6,5	
Europe centrale et orientale	37,7	6,6	5,9	5,9	6,0	8,1	4,7	5,3	5,3	6,2	4,5	3,8	
Moyen-Orient et Afrique du Nord	8,2	6,6	5,6	7,6	10,1	13,6	6,6	6,9	9,6	9,5	8,7	6,9	
<i>Pour mémoire</i>													
Union européenne	4,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,7	0,9	2,0	3,1	2,3	1,8	1,9	
<b>Classification analytique</b>													
<b>Source des recettes d'exportation</b>													
Combustibles	32,9	9,8	9,6	9,1	10,2	15,0	9,4	8,2	10,2	9,0	8,7	7,7	
Autres produits	16,6	5,0	4,8	4,7	5,6	7,9	4,2	5,6	6,5	5,6	4,9	3,9	
Dont : produits primaires	19,3	4,0	5,1	5,2	5,3	9,2	5,1	3,8	5,9	5,5	4,5	4,1	
<b>Source de financement extérieur</b>													
Pays débiteurs (net)	22,0	5,6	5,9	5,9	6,2	9,0	7,4	7,2	7,4	7,2	6,3	4,7	
Dont : financement public	19,7	6,6	7,8	7,6	8,0	13,7	9,1	6,5	9,7	10,9	8,7	5,4	
<b>Pays débiteurs (net), selon le service de la dette</b>													
Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2006 et 2010	19,1	7,9	8,1	8,8	8,3	11,5	6,5	8,0	11,6	12,2	10,1	7,3	
<i>Pour mémoire</i>													
<b>Taux d'inflation médian</b>													
Pays avancés	2,3	2,1	2,1	2,3	2,1	3,9	0,7	2,0	3,1	2,2	1,9	2,0	
Pays émergents et en développement	6,7	4,4	5,5	6,0	6,3	10,3	4,0	4,4	5,8	5,2	5,0	4,0	

<sup>1</sup>Dans ce tableau, il s'agit des pays avancés hors États-Unis, zone euro et Japon.<sup>2</sup>Sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé d'Eurostat.<sup>3</sup>La 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.

Tableau A6. Pays avancés : prix à la consommation

(Variations annuelles en pourcentage)

	Moyennes										Projections			Fin de période <sup>1</sup>		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections			Projections			
										2012	2013	2017	2011	2012	2013	
<b>Pays avancés</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	
États-Unis	2,4	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,9	2,0	3,0	1,9	1,9	
Zone euro <sup>2</sup>	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,0	1,6	1,8	2,7	1,9	1,5	
Allemagne	1,4	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	1,9	1,8	2,0	2,3	1,9	1,8	
France	1,6	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,0	1,6	2,0	2,3	2,0	1,6	
Italie	2,9	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	2,5	1,8	1,5	3,7	1,8	0,8	
Espagne	3,2	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1	1,9	1,6	1,5	2,4	1,7	1,5	
Pays-Bas	2,5	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	1,0	0,9	2,5	1,8	1,8	1,8	2,2	1,8	1,8	
Belgique	1,7	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0,0	2,3	3,5	2,4	1,9	1,9	3,2	2,0	1,8	
Autriche	1,6	2,0	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7	3,6	2,2	1,9	1,9	3,6	1,9	1,9	
Grèce	5,3	3,0	3,5	3,3	3,0	4,2	1,3	4,7	3,1	-0,5	-0,3	1,4	2,2	0,8	0,0	
Portugal	3,2	2,5	2,1	3,0	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	3,2	1,4	1,5	3,8	2,6	1,3	
Finlande	1,6	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	3,3	2,9	2,1	2,0	2,6	2,8	2,2	
Irlande	3,1	2,3	2,1	2,7	2,8	3,1	-1,7	-1,6	1,1	1,7	1,2	1,8	1,9	1,5	1,3	
République slovaque	8,3	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,8	2,3	2,8	4,7	2,8	2,1	
Slovénie	9,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,7	0,9	1,8	1,8	2,2	1,8	2,1	2,1	2,3	1,9	
Luxembourg	1,9	2,2	2,5	2,7	2,3	3,4	0,4	2,3	3,4	2,3	1,6	1,5	3,2	1,9	1,4	
Estonie	12,9	3,0	4,1	4,4	6,6	10,4	-0,1	2,9	5,1	3,9	2,6	2,8	4,1	3,5	2,6	
Chypre	3,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	2,8	2,2	2,0	4,2	2,2	2,2	
Malte	3,0	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	2,0	2,4	2,0	1,9	2,2	1,3	1,8	2,6	
Japon	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,0	0,9	-0,2	0,2	0,1	
Royaume-Uni <sup>2</sup>	1,7	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6	2,1	3,3	4,5	2,4	2,0	2,0	4,7	2,0	2,0	
Canada	1,8	1,8	2,2	2,0	2,1	2,4	0,3	1,8	2,9	2,2	2,0	2,0	2,7	2,0	2,0	
Corée	4,1	3,6	2,8	2,2	2,5	4,7	2,8	2,9	4,0	3,4	3,2	3,0	4,2	3,2	3,0	
Australie	2,6	2,3	2,7	3,5	2,3	4,4	1,8	2,8	3,4	2,7	3,0	2,4	3,1	3,5	2,4	
Taiwan, prov. chinoise de	1,4	1,6	2,3	0,6	1,8	3,5	-0,9	1,0	1,4	1,3	1,8	2,0	-3,5	1,3	1,8	
Suède	1,6	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	2,0	1,9	1,4	2,5	2,0	2,0	0,4	3,1	2,0	
Hong Kong (RAS)	1,7	-0,4	0,9	2,0	2,0	4,3	0,6	2,3	5,3	3,8	3,0	3,0	5,7	3,8	3,0	
Suisse	0,9	0,8	1,2	1,1	0,7	2,4	-0,5	0,7	0,2	-0,5	0,5	1,0	0,2	-0,5	0,5	
Singapour	1,0	1,7	0,5	1,0	2,1	6,6	0,6	2,8	5,2	3,5	2,3	2,0	5,5	2,5	2,2	
République tchèque	...	2,8	1,8	2,5	2,9	6,3	1,0	1,5	1,9	3,5	1,9	2,0	2,4	3,2	1,8	
Norvège	2,2	0,5	1,5	2,3	0,7	3,8	2,2	2,4	1,3	1,5	2,0	2,5	0,2	1,7	2,2	
Israël	6,1	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,6	3,3	2,7	3,4	2,0	2,0	2,0	2,2	2,3	2,0	
Danemark	2,1	1,1	1,8	1,9	1,7	3,4	1,3	2,3	2,8	2,6	2,2	1,8	2,5	2,7	2,4	
Nouvelle-Zélande	2,0	2,3	3,0	3,4	2,4	4,0	2,1	2,3	4,0	2,1	2,4	2,0	1,8	2,6	2,5	
Islande	3,1	3,2	4,0	6,8	5,0	12,4	12,0	5,4	4,0	4,8	3,5	2,5	5,5	4,1	2,9	
<i>Pour mémoire</i>																
Principaux pays avancés	1,8	2,0	2,3	2,3	2,2	3,2	-0,1	1,4	2,6	1,8	1,6	1,8	2,6	1,6	1,5	
Nouv. écon. industrielles d'Asie	2,8	2,4	2,2	1,6	2,2	4,5	1,3	2,3	3,6	2,9	2,7	2,6	2,3	2,7	2,6	

<sup>1</sup>Variations de décembre à décembre. Plusieurs pays déclarent des variations du quatrième trimestre au quatrième trimestre.<sup>2</sup>Sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé d'Eurostat.

**Tableau A7. Pays émergents et en développement : prix à la consommation<sup>1</sup>***(Variations annuelles en pourcentage)*

	Moyennes										Projections			Fin de période <sup>2</sup>		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections			Projections			
										2012	2013	2017	2011	2012	2013	
<b>Europe centrale et orientale<sup>3</sup></b>	<b>37,7</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>8,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	<b>4,1</b>	
Albanie	10,3	2,9	2,4	2,4	2,9	3,4	2,2	3,6	3,4	1,9	3,0	3,0	1,7	3,1	3,0	
Bosnie-Herzégovine	...	0,3	3,6	6,1	1,5	7,4	-0,4	2,1	3,7	2,2	2,1	2,4	2,7	2,2	2,1	
Bulgarie	62,5	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	3,4	2,1	2,3	3,0	2,0	2,1	2,5	
Croatie	10,7	2,0	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1,0	2,3	2,2	2,4	3,0	2,0	2,5	2,7	
Hongrie	14,0	6,8	3,6	3,9	7,9	6,1	4,2	4,9	3,9	5,2	3,5	3,0	4,1	5,0	3,2	
Kosovo	...	-1,1	-1,4	0,6	4,4	9,4	-2,4	3,5	7,3	0,6	1,2	1,3	3,6	1,0	1,9	
Lettonie	9,8	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,6	2,2	2,1	3,9	2,0	2,4	
Lituanie	...	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,1	2,5	2,2	3,5	3,3	2,3	
Macédoine, ex-Rép. youg. de	12,4	-0,4	0,5	3,2	2,3	8,4	-0,8	1,5	3,9	2,0	2,0	2,0	2,8	2,0	2,0	
Monténégro	...	3,1	3,4	2,1	3,5	9,0	3,6	0,7	3,1	2,0	1,1	1,3	2,8	1,7	1,3	
Pologne	12,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	2,5	4,3	3,8	2,7	2,5	4,6	3,2	2,5	
Roumanie	53,2	11,9	9,0	6,6	4,8	7,8	5,6	6,1	5,8	2,9	3,1	3,0	3,1	3,6	3,0	
Serbie	...	10,6	16,2	10,7	6,9	12,4	8,1	6,2	11,2	4,1	4,3	3,8	7,0	4,5	4,0	
Turquie	67,3	8,6	8,2	9,6	8,8	10,4	6,3	8,6	6,5	10,6	7,1	5,5	10,4	8,6	6,2	
<b>Communauté des États indépendants<sup>3,4</sup></b>	<b>62,9</b>	<b>10,4</b>	<b>12,1</b>	<b>9,4</b>	<b>9,7</b>	<b>15,6</b>	<b>11,2</b>	<b>7,2</b>	<b>10,1</b>	<b>7,1</b>	<b>7,7</b>	<b>6,5</b>	<b>9,2</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	
Russie	57,5	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	11,7	6,9	8,4	4,8	6,4	6,5	6,1	6,2	6,5	
Russie non comprise	79,1	9,0	10,6	8,8	11,5	19,5	10,1	7,9	14,0	12,7	10,7	6,4	17,0	11,3	9,5	
Arménie	72,9	7,0	0,6	3,0	4,6	9,0	3,5	7,3	7,7	4,0	4,2	4,0	4,7	4,5	4,0	
Azerbaïdjan	62,4	6,7	9,7	8,4	16,6	20,8	1,6	5,7	7,9	5,6	6,1	6,0	5,6	5,6	6,5	
Bélarus	175,7	18,1	10,3	7,0	8,4	14,8	13,0	7,7	53,2	66,0	35,8	6,9	108,7	38,4	27,5	
Géorgie	...	5,8	8,2	9,2	9,2	10,0	1,7	7,1	8,5	1,7	5,5	6,0	2,0	5,0	6,0	
Kazakhstan	59,9	6,9	7,5	8,6	10,8	17,1	7,3	7,1	8,3	5,5	7,0	6,0	7,4	6,4	6,8	
Moldova	34,6	12,4	11,9	12,7	12,4	12,7	0,0	7,4	7,6	5,5	5,0	5,0	7,8	5,0	5,0	
Mongolie	24,2	7,9	12,5	4,5	8,2	26,8	6,3	10,2	9,5	13,6	12,5	7,0	11,1	14,2	10,8	
Ouzbékistan	91,6	6,6	10,0	14,2	12,3	12,7	14,1	9,4	12,8	12,7	10,9	11,0	13,3	11,0	11,0	
République kirghize	29,4	4,1	4,3	5,6	10,2	24,5	6,8	7,8	16,6	4,1	8,1	5,9	5,7	8,0	7,5	
Tadjikistan	105,9	7,2	7,3	10,0	13,2	20,4	6,5	6,5	12,4	7,9	8,4	7,0	9,3	9,0	7,3	
Turkménistan	146,2	5,9	10,7	8,2	6,3	14,5	-2,7	4,4	5,8	6,2	7,0	7,0	5,3	7,0	7,0	
Ukraine	70,2	9,0	13,5	9,1	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0	4,5	6,7	5,0	4,6	7,9	5,9	

Tableau A7. Pays émergents et en développement : prix à la consommation<sup>1</sup> (suite)

	Moyennes									Projections			Fin de période <sup>2</sup>		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	2011	2012	2013
<b>Asie, pays en développement d'</b>	<b>6,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>7,4</b>	<b>3,0</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>
Afghanistan, Rép. islam. d'	...	13,2	12,3	5,1	13,0	26,8	-12,2	7,7	11,2	4,5	5,0	5,0	7,7	5,0	5,0
Bangladesh	5,2	6,1	7,0	6,8	9,1	8,9	5,4	8,1	10,7	10,4	7,9	4,8	10,6	9,6	6,8
Bhoutan	6,1	4,6	5,3	5,0	5,2	8,3	4,4	7,0	8,6	8,4	7,3	5,5	6,8	8,5	6,3
Brunéi Darussalam	1,1	0,9	1,1	0,2	1,0	2,1	1,0	0,4	2,0	1,6	1,4	1,3	1,8	1,6	1,4
Cambodge	5,3	3,9	6,3	6,1	7,7	25,0	-0,7	4,0	5,5	4,0	3,6	5,7	4,9	5,5	4,6
Chine	4,9	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	3,3	3,0	3,0	4,1	3,5	2,5
Fidji, Rép. des	2,7	2,8	2,3	2,5	4,8	7,7	3,7	5,5	8,6	4,9	4,5	3,5	7,0	4,8	4,5
Îles Salomon	9,6	6,9	7,0	11,1	7,7	17,4	7,1	1,0	6,7	5,3	4,2	4,6	7,1	5,2	4,6
Inde	7,0	3,9	4,0	6,3	6,4	8,3	10,9	12,0	8,6	8,2	7,3	4,0	6,6	8,5	6,3
Indonésie	13,7	6,1	10,5	13,1	6,7	9,8	4,8	5,1	5,4	6,2	6,0	4,0	3,8	7,5	5,2
Kiribati	2,5	-0,9	-0,3	-1,5	4,2	11,0	8,8	-2,8	2,8	2,5	2,0	2,5	2,8	2,5	2,0
Malaisie	2,7	1,4	3,0	3,6	2,0	5,4	0,6	1,7	3,2	2,7	2,5	2,5	3,2	2,7	2,5
Maldives	2,1	6,3	2,5	3,5	7,4	12,3	4,0	4,7	12,1	11,5	8,3	3,0	15,0	8,0	8,0
Myanmar	...	3,8	10,7	26,3	32,9	22,5	8,2	8,2	4,2	5,8	6,3	5,3	5,0	5,4	5,3
Népal	6,5	4,0	4,5	8,0	6,2	6,7	12,6	9,5	9,6	7,8	7,4	5,5	9,7	7,2	6,9
Pakistan	7,3	4,0	9,3	8,0	7,8	10,8	17,6	10,1	13,7	12,0	12,5	14,0	13,3	11,0	11,5
Papouasie-Nouvelle-Guinée	11,5	2,1	1,8	2,4	0,9	10,8	6,9	6,0	8,4	6,8	6,7	6,5	6,9	6,8	6,7
Philippines	6,3	5,6	7,8	5,6	3,0	8,2	4,2	3,8	4,8	3,4	4,1	4,0	4,2	4,2	4,0
République dém. pop. lao	29,7	10,5	7,2	6,8	4,5	7,6	0,0	6,0	8,7	6,7	5,3	3,5	9,7	6,0	4,8
Samoa	4,0	7,8	7,8	3,5	4,7	6,3	14,6	-0,2	2,9	7,5	4,0	4,0	2,9	5,5	4,0
Sri Lanka	9,4	9,0	11,0	10,0	15,8	22,4	3,5	6,2	6,7	7,5	8,0	6,0	4,9	9,1	7,0
Thaïlande	3,6	2,8	4,5	4,6	2,2	5,5	-0,8	3,3	3,8	3,9	3,3	3,0	3,5	5,5	1,6
Timor-Leste	...	3,2	1,1	3,9	10,3	9,0	0,7	6,8	13,5	13,0	8,0	8,0	17,4	9,5	8,0
Tonga	5,1	10,8	8,5	6,1	7,4	7,4	3,5	3,9	5,3	4,5	5,3	6,0	5,4	4,5	6,0
Tuvalu	...	2,4	3,2	4,2	2,3	10,4	-0,3	-1,9	0,5	2,6	2,7	2,7	...	...	...
Vanuatu	2,5	1,4	1,2	2,0	3,9	4,8	4,3	2,8	1,2	2,6	3,0	3,0	1,8	3,0	3,0
Vietnam	5,1	7,9	8,4	7,5	8,3	23,1	6,7	9,2	18,7	12,6	6,8	5,0	18,1	9,5	5,9

Tableau A7. Pays émergents et en développement : prix à la consommation<sup>1</sup> (suite)

	Moyennes										Projections			Fin de période <sup>2</sup>		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	2011	2012	2013	
											Projections			Projections		
<b>Amérique latine et Caraïbes</b>	<b>25,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>7,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	
Antigua-et-Barbuda	2,2	2,0	2,1	1,8	1,4	5,3	-0,6	3,4	3,3	4,5	2,8	2,4	3,9	3,4	3,0	
Argentine <sup>5</sup>	4,2	4,4	9,6	10,9	8,8	8,6	6,3	10,5	9,8	9,9	9,9	11,0	9,8	10,3	10,3	
Bahamas	1,7	1,2	2,0	1,8	2,5	4,4	2,1	1,0	2,5	2,0	2,0	2,0	4,0	1,5	2,0	
Barbade	1,8	1,4	6,1	7,3	4,0	8,1	3,7	5,8	9,4	6,4	5,6	4,4	9,5	6,0	5,3	
Belize	1,7	3,1	3,7	4,2	2,3	6,4	2,0	-0,2	1,9	3,2	2,5	2,5	3,8	2,5	2,5	
Bolivie	5,5	8,1	5,2	4,1	8,7	10,3	6,5	2,5	9,9	4,9	4,5	4,0	6,9	5,0	4,4	
Bésil	52,7	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,2	5,0	4,5	6,5	5,0	5,0	
Chili	5,4	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	1,5	1,4	3,3	3,8	3,0	3,0	4,4	3,2	3,0	
Colombie	14,2	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	4,2	2,3	3,4	3,5	3,1	3,0	3,7	3,1	3,1	
Costa Rica	12,9	12,3	13,8	11,5	9,4	13,4	7,8	5,7	4,9	5,4	6,0	4,0	4,7	6,5	5,5	
Dominique	1,2	2,4	1,6	2,6	3,2	6,4	0,0	3,2	2,3	2,5	2,5	1,5	4,0	2,0	2,3	
El Salvador	4,4	4,5	4,7	4,0	4,6	7,3	0,4	1,2	3,6	4,5	3,4	2,8	5,1	4,0	2,8	
Équateur	33,0	2,7	2,1	3,3	2,3	8,4	5,2	3,6	4,5	5,7	4,8	3,0	5,4	5,7	4,5	
Grenade	1,6	2,3	3,5	4,3	3,9	8,0	-0,3	3,4	3,0	3,2	2,2	2,0	3,5	2,4	2,2	
Guatemala	8,0	7,6	9,1	6,6	6,8	11,4	1,9	3,9	6,2	4,6	4,6	4,0	6,2	5,0	4,5	
Guyana	6,7	4,7	6,9	6,7	12,2	8,1	3,0	3,7	5,7	5,5	5,6	5,6	6,2	4,9	6,2	
Haiti	19,0	28,3	16,8	14,2	9,0	14,4	3,4	4,1	7,4	7,7	7,0	3,4	10,4	8,0	4,9	
Honduras	15,1	8,0	8,8	5,6	6,9	11,5	8,7	4,7	6,8	5,2	6,4	6,0	5,6	6,3	6,2	
Jamaïque	13,4	13,5	15,1	8,5	9,3	22,0	9,6	12,6	7,5	6,9	6,8	6,6	6,0	6,9	6,5	
Mexique	15,0	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	5,3	4,2	3,4	3,9	3,0	3,0	3,8	3,6	3,1	
Nicaragua	8,2	8,5	9,6	9,1	11,1	19,8	3,7	5,5	8,1	9,0	6,8	6,9	8,0	7,5	7,3	
Panama	1,0	0,5	2,9	2,5	4,2	8,8	2,4	3,5	5,9	6,0	5,5	4,0	6,3	6,2	5,5	
Paraguay	10,9	4,3	6,8	9,6	8,1	10,2	2,6	4,7	6,6	5,0	5,0	4,1	4,9	5,0	5,0	
Pérou	7,2	3,7	1,6	2,0	1,8	5,8	2,9	1,5	3,4	3,3	2,6	2,0	4,7	2,6	2,3	
République dominicaine	9,3	51,5	4,2	7,6	6,1	10,6	1,4	6,3	8,5	5,5	5,5	4,0	7,8	6,0	5,0	
Saint-Kitts-et-Nevis	3,1	2,2	3,4	8,5	4,5	5,3	2,1	1,0	5,4	2,8	1,8	2,5	1,2	2,1	2,5	
Saint-Vincent-et-les Grenadines	1,3	2,9	3,4	3,0	7,0	10,1	0,4	0,8	3,2	2,7	1,6	2,5	4,7	0,7	2,6	
Sainte-Lucie	2,6	1,5	3,9	3,6	2,8	5,5	-0,2	3,3	2,8	3,2	2,3	2,5	4,8	2,0	2,6	
Suriname	62,0	9,1	9,9	11,3	6,4	14,6	-0,1	6,9	17,7	6,3	5,5	4,0	15,3	7,5	4,0	
Trinité-et-Tobago	4,2	3,7	6,9	8,3	7,9	12,0	7,0	10,5	5,1	5,4	4,0	4,0	5,3	4,0	4,0	
Uruguay	18,6	9,2	4,7	6,4	8,1	7,9	7,1	6,7	8,1	7,4	6,6	6,0	8,6	7,0	6,0	
Venezuela	39,1	21,7	16,0	13,7	18,7	30,4	27,1	28,2	26,1	31,6	28,8	27,3	25,2	33,4	28,7	
<b>Moyen-Orient et Afrique du Nord</b>	<b>8,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,6</b>	<b>7,6</b>	<b>10,1</b>	<b>13,6</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>9,6</b>	<b>9,5</b>	<b>8,7</b>	<b>6,9</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	
Algérie	9,4	3,6	1,6	2,3	3,6	4,9	5,7	3,9	4,5	5,5	4,5	4,3	4,5	6,5	4,5	
Arabie saoudite	0,4	0,4	0,6	2,3	4,1	9,9	5,1	5,4	5,0	4,8	4,4	4,0	5,3	4,7	4,2	
Bahreïn	0,9	2,2	2,6	2,0	3,3	3,5	2,8	2,0	1,0	1,0	1,5	2,0	1,0	2,0	2,0	
Djibouti	2,5	3,1	3,1	3,5	5,0	12,0	1,7	4,0	5,1	4,3	2,5	2,5	7,6	2,0	1,3	
Égypte	5,1	8,1	8,8	4,2	11,0	11,7	16,2	11,7	11,1	9,5	12,1	7,0	11,8	10,8	12,7	
Émirats arabes unis	3,0	5,0	6,2	9,3	11,1	12,3	1,6	0,9	0,9	1,5	1,7	2,1	1,2	1,6	1,8	
Iran, Rép. islam. d'	21,4	15,3	10,4	11,9	18,4	25,4	10,8	12,4	21,3	21,8	18,2	15,5	19,6	18,0	18,2	
Iraq	...	...	...	53,2	30,8	2,7	-2,2	2,4	6,0	7,0	6,0	4,0	6,0	7,0	6,0	
Jordanie	2,5	3,4	3,5	6,3	4,7	13,9	-0,7	5,0	4,4	4,9	5,6	4,4	3,3	4,9	5,4	
Koweït	1,7	1,3	4,1	3,1	5,5	10,6	4,0	4,0	4,7	3,5	4,0	4,1	4,7	3,5	4,0	
Liban	4,1	1,7	-0,7	5,6	4,1	10,8	1,2	4,5	5,0	4,0	3,3	2,0	3,1	4,5	2,0	
Libye	0,7	1,0	2,9	1,4	6,2	10,4	2,4	2,5	14,1	1,9	-2,3	5,0	14,1	1,9	-2,3	
Maroc	2,5	1,5	1,0	3,3	2,0	3,9	1,0	1,0	0,9	2,0	2,5	2,6	0,9	2,0	2,5	
Mauritanie	4,9	10,4	12,1	6,2	7,3	7,3	2,2	6,3	5,7	5,3	6,1	5,1	5,5	6,0	6,3	
Oman	-0,3	0,7	1,9	3,4	5,9	12,6	3,5	3,3	4,0	3,2	3,0	2,7	3,3	3,1	3,0	
Qatar	2,5	6,8	8,8	11,8	13,8	15,0	-4,9	-2,4	2,0	4,0	4,0	5,0	2,0	4,0	4,0	
République arabe syrienne <sup>7</sup>	3,2	4,4	7,2	10,4	4,7	15,2	2,8	4,4	...	...	...	...	...	...	...	
Soudan <sup>6</sup>	36,4	8,4	8,5	7,2	8,0	14,3	11,3	13,0	18,1	23,2	26,0	12,3	18,9	28,2	25,9	
Tunisie	3,5	3,6	2,0	4,1	3,4	4,9	3,5	4,4	3,5	5,0	4,0	3,5	3,5	5,0	4,0	
Yémen, Rép. du	22,6	12,5	9,9	10,8	7,9	19,0	3,7	11,2	17,6	17,1	14,1	8,0	22,7	16,1	12,0	

Tableau A7. Pays émergents et en développement : prix à la consommation<sup>1</sup> (suite)

	Moyennes										Projections			Fin de période <sup>2</sup>		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	2011	2012	2013	
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>20,2</b>	<b>7,6</b>	<b>8,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>11,7</b>	<b>10,6</b>	<b>7,4</b>	<b>8,2</b>	<b>9,6</b>	<b>7,5</b>	<b>5,3</b>	<b>9,7</b>	<b>8,6</b>	<b>7,0</b>	
Afrique du Sud	7,2	1,4	3,4	4,7	7,1	11,5	7,1	4,3	5,0	5,7	5,3	4,7	6,1	5,5	5,3	
Angola	413,6	43,6	23,0	13,3	12,2	12,5	13,7	14,5	13,5	11,1	8,3	4,5	11,4	10,0	7,0	
Bénin	7,5	0,9	5,4	3,8	1,3	8,0	2,2	2,1	2,7	7,0	3,5	2,8	1,8	7,2	3,5	
Botswana	8,7	7,0	8,6	11,6	7,1	12,6	8,1	6,9	8,5	7,8	6,7	6,0	9,2	6,7	6,6	
Burkina Faso	5,2	-0,4	6,4	2,4	-0,2	10,7	2,6	-0,6	2,7	2,5	2,0	2,0	5,1	2,5	2,0	
Burundi	14,6	11,8	1,2	9,1	14,4	26,0	4,6	4,1	14,9	10,3	8,4	5,5	14,9	10,3	8,4	
Cameroun <sup>8</sup>	6,1	0,3	2,0	4,9	1,1	5,3	3,0	1,3	2,9	3,0	3,0	2,5	2,7	3,0	3,0	
Cap-Vert	3,9	-1,9	0,4	4,8	4,4	6,8	1,0	2,1	4,5	2,1	2,0	2,0	3,6	2,3	2,3	
Comores	5,0	4,5	3,0	3,4	4,5	4,8	4,8	3,9	6,8	5,6	3,1	3,4	7,0	4,3	2,0	
Congo, Rép. dém. du	382,7	4,0	21,4	13,2	16,7	18,0	46,2	23,5	15,5	12,7	9,4	7,3	15,4	9,9	9,0	
Congo, Rép. du	7,7	3,7	2,5	4,7	2,6	6,0	4,3	5,0	1,9	2,7	2,9	2,6	3,0	3,0	2,5	
Côte d'Ivoire	6,3	1,5	3,9	2,5	1,9	6,3	1,0	1,4	4,9	2,0	2,5	2,5	1,9	1,5	2,5	
Érythrée	13,0	25,1	12,5	15,1	9,3	19,9	33,0	12,7	13,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	
Éthiopie	2,4	8,6	6,8	12,3	15,8	25,3	36,4	2,8	18,1	33,9	23,1	9,0	38,1	25,4	15,5	
Gabon	5,0	0,4	1,2	-1,4	5,0	5,3	1,9	1,4	1,3	2,3	2,6	3,0	2,3	2,3	2,6	
Gambie	4,7	14,3	5,0	2,1	5,4	4,5	4,6	5,0	4,8	4,7	5,5	5,0	4,4	5,0	6,0	
Ghana	27,8	12,6	15,1	10,2	10,7	16,5	19,3	10,7	8,7	9,6	8,9	7,0	8,6	9,8	9,0	
Guinée	5,0	17,5	31,4	34,7	22,9	18,4	4,7	15,5	21,5	15,0	11,2	5,9	20,5	12,0	8,7	
Guinée équatoriale	9,3	4,2	5,7	4,5	2,8	4,3	7,2	7,5	7,3	7,0	7,0	6,9	7,3	7,0	7,0	
Guinée-Bissau	13,6	0,8	3,2	0,7	4,6	10,4	-1,6	1,1	5,0	3,5	2,5	2,0	3,3	2,1	1,7	
Kenya	8,9	11,8	9,9	6,0	4,3	15,1	10,6	4,1	14,0	10,6	5,2	5,0	18,6	7,0	7,0	
Lesotho	8,4	4,6	3,6	6,3	9,2	10,7	5,9	3,4	5,6	5,2	4,6	4,7	6,4	2,9	4,1	
Libéria	...	3,6	6,9	7,2	13,7	17,5	7,4	7,3	8,5	5,2	4,2	5,0	11,4	3,3	3,4	
Madagascar	15,0	14,0	18,4	10,8	10,4	9,2	9,0	9,2	10,6	8,9	8,5	5,0	10,5	9,0	8,5	
Malawi	30,9	11,4	15,5	13,9	8,0	8,7	8,4	7,4	7,6	11,1	11,9	11,3	9,7	12,1	12,0	
Mali	5,0	-3,1	6,4	1,5	1,5	9,1	2,2	1,3	3,1	6,1	2,2	2,7	5,3	6,0	3,4	
Maurice	6,0	4,7	4,9	8,7	8,6	9,7	2,5	2,9	6,5	4,8	5,6	4,4	4,9	5,2	5,6	
Mozambique	20,6	12,6	6,4	13,2	8,2	10,3	3,3	12,7	10,4	7,2	5,6	5,6	5,5	5,6	5,6	
Namibie	8,9	4,1	2,3	5,1	6,7	10,4	8,8	4,5	5,8	6,7	5,9	4,5	7,2	6,2	5,7	
Niger	6,0	0,4	7,8	0,1	0,1	10,5	1,1	0,9	2,9	4,5	2,0	2,0	1,4	4,5	2,0	
Nigéria	22,0	15,0	17,9	8,2	5,4	11,6	12,5	13,7	10,8	11,2	9,7	7,0	10,3	11,0	9,5	
Ouganda	4,7	5,0	8,0	6,6	6,8	7,3	14,2	9,4	6,5	23,4	7,6	0,0	15,7	15,0	5,3	
République centrafricaine	5,6	-2,2	2,9	6,7	0,9	9,3	3,5	1,5	0,7	2,5	1,9	1,8	1,3	1,8	2,0	
Rwanda	13,0	12,0	9,1	8,8	9,1	15,4	10,3	2,3	5,7	7,9	6,8	5,0	8,4	7,5	6,0	
São Tomé-et-Príncipe	27,7	13,3	17,2	23,1	18,6	32,0	17,0	13,3	14,3	8,3	4,9	3,0	11,9	6,0	4,0	
Sénégal	4,9	0,5	1,7	2,1	5,9	5,8	-1,7	1,2	3,4	3,0	2,2	2,1	2,7	2,8	2,1	
Seychelles	2,5	3,9	0,6	-1,9	5,3	37,0	31,7	-2,4	2,6	6,3	3,6	3,1	5,5	5,0	3,1	
Sierra Leone	15,5	14,2	12,0	9,5	11,6	14,8	9,2	17,8	18,5	11,5	9,1	5,4	16,9	11,0	7,5	
Swaziland	8,6	3,4	4,9	5,2	8,1	12,7	7,4	4,5	6,1	7,2	6,7	5,2	7,8	5,1	9,0	
Tanzanie	13,4	4,1	4,4	5,6	6,3	8,4	11,8	10,5	7,0	17,4	9,5	5,4	10,9	15,6	7,9	
Tchad	7,3	-4,8	3,7	7,7	-7,4	8,3	10,1	-2,1	1,9	5,5	3,0	3,0	10,8	5,5	3,0	
Togo	6,5	0,4	6,8	2,2	0,9	8,7	1,9	3,2	3,6	1,5	3,0	2,3	1,5	1,0	6,1	
Zambie	29,5	18,0	18,3	9,0	10,7	12,4	13,4	8,5	8,7	5,6	5,2	5,0	7,2	6,0	5,0	
Zimbabwe <sup>9</sup>	...	...	...	...	...	...	6,2	3,0	3,5	6,2	5,1	5,0	4,9	6,5	5,0	

<sup>1</sup>Comme c'est l'usage pour les *Perspectives*, les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles, et non en glissement de décembre à décembre (comme dans certains pays). Pour de nombreux pays, les chiffres relatifs aux années récentes sont des estimations des services du FMI. Dans certains cas, la période considérée est l'exercice.

<sup>2</sup>Variations de décembre à décembre. Plusieurs pays déclarent des variations du quatrième trimestre au quatrième trimestre.

<sup>3</sup>Pour un grand nombre de pays, l'inflation des premières années est mesurée sur la base d'un indice des prix de détail. Des indices de prix à la consommation dont la couverture est plus large et plus à jour sont généralement utilisés pour les années plus récentes.

<sup>4</sup>La 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.

<sup>5</sup>Les chiffres reposent sur les données officielles de l'indice des prix à la consommation. Le FMI a demandé à l'Argentine d'adopter des mesures correctrices pour améliorer la qualité de ses données. Les services du FMI utilisent aussi d'autres mesures de l'inflation pour la surveillance macroéconomique, notamment des données établies par les organismes statistiques provinciaux et des analystes privés, selon lesquelles l'inflation est bien plus élevée que les chiffres officiels depuis 2007.

<sup>6</sup>Les données de 2011 pour le Soudan excluent le Soudan du Sud à partir du 9 juillet. Les projections pour 2012 et au-delà portent sur le Soudan actuel.

<sup>7</sup>Les données pour la République arabe syrienne de 2011 et au-delà sont exclues en raison de l'incertitude entourant la situation politique.

<sup>8</sup>Les variations en pourcentage pour 2002 sont calculées sur 18 mois à cause du changement des dates de l'exercice (qui va non plus de juillet à juin, mais de janvier à décembre).

<sup>9</sup>Le dollar du Zimbabwe ne circule plus depuis le début de 2009. Les données sont fondées sur les estimations des prix et des taux de change en dollars établies par les services du FMI. Il se peut que les estimations en dollars des services du FMI diffèrent des estimations des autorités.

**Tableau A8. Principaux pays avancés : solde budgétaire et dette des administrations publiques<sup>1</sup>***(En pourcentage du PIB sauf indication contraire)*

	Moyennes							Projections		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
<b>Principaux pays avancés</b>										
Prêt/emprunt (net)	...	-2,2	-2,0	-4,5	-10,0	-8,7	-7,7	-6,8	-5,5	-3,6
Écart de production <sup>2</sup>	0,4	0,8	0,8	-1,0	-5,9	-4,0	-3,8	-3,7	-3,2	-0,1
Solde structurel <sup>2</sup>	...	-2,6	-2,5	-3,9	-6,2	-6,5	-5,9	-5,0	-4,0	-3,4
<b>États-Unis</b>										
Prêt/emprunt (net)	...	-2,0	-2,7	-6,7	-13,0	-10,5	-9,6	-8,1	-6,3	-4,4
Écart de production <sup>2</sup>	1,0	0,9	0,1	-2,2	-7,0	-5,1	-5,1	-4,9	-4,4	0,0
Solde structurel <sup>2</sup>	...	-2,4	-2,8	-5,0	-7,5	-7,8	-7,2	-5,9	-4,4	-4,3
Dette nette	43,4	48,5	48,2	53,7	65,9	73,1	80,3	83,7	86,7	88,4
Dette brute	62,7	66,6	67,2	76,1	89,9	98,5	102,9	106,6	110,2	113,0
<b>Zone euro</b>										
Prêt/emprunt (net)	-2,4	-1,3	-0,7	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,2	-2,7	-1,1
Écart de production <sup>2</sup>	0,0	1,4	2,7	1,6	-3,5	-2,4	-1,4	-2,3	-2,2	-0,3
Solde structurel <sup>2</sup>	-2,5	-2,4	-2,3	-2,9	-4,4	-4,2	-3,2	-1,8	-1,3	-0,9
Dette nette	55,3	54,3	52,0	54,0	62,2	65,8	68,4	70,3	71,5	69,5
Dette brute	70,6	68,6	66,4	70,2	79,9	85,7	88,1	90,0	91,0	86,9
<b>Allemagne<sup>3</sup></b>										
Prêt/emprunt (net)	-2,6	-1,6	0,2	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0	-0,8	-0,6	-0,2
Écart de production <sup>2</sup>	-0,6	1,0	2,7	2,3	-3,7	-1,5	0,2	-0,4	-0,2	0,0
Solde structurel <sup>2,4</sup>	-2,5	-2,3	-1,1	-0,9	-1,2	-2,2	-1,0	-0,6	-0,5	-0,1
Dette nette	45,2	53,0	50,4	50,0	56,6	56,8	56,1	54,1	53,4	52,4
Dette brute	61,9	67,9	65,2	66,7	74,4	83,2	81,5	78,9	77,4	71,1
<b>France</b>										
Prêt/emprunt (net)	-2,9	-2,4	-2,7	-3,3	-7,6	-7,1	-5,3	-4,6	-3,9	-0,5
Écart de production <sup>2</sup>	0,0	0,1	0,7	-0,7	-4,2	-3,6	-2,6	-2,7	-2,5	0,0
Solde structurel <sup>2,4</sup>	-2,8	-2,3	-3,0	-2,9	-4,8	-4,6	-3,4	-2,5	-1,9	-0,2
Dette nette	53,9	59,6	59,5	62,3	72,0	76,6	80,4	83,2	84,9	78,8
Dette brute	60,4	63,9	64,2	68,3	79,0	82,4	86,3	89,0	90,8	84,6
<b>Italie</b>										
Prêt/emprunt (net)	-3,3	-3,3	-1,5	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-2,4	-1,5	-1,1
Écart de production <sup>2</sup>	0,6	2,0	2,8	1,0	-4,5	-2,9	-2,3	-3,8	-4,1	-1,1
Solde structurel <sup>2,5</sup>	-4,4	-4,0	-3,2	-3,5	-3,6	-3,3	-2,9	-0,4	0,6	-0,5
Dette nette	94,8	89,3	86,9	88,8	97,1	99,0	99,6	102,3	102,6	98,8
Dette brute	109,9	106,1	103,1	105,8	116,1	118,7	120,1	123,4	123,8	118,9
<b>Japon</b>										
Prêt/emprunt (net)	-6,0	-3,7	-2,1	-4,1	-10,4	-9,4	-10,1	-10,0	-8,7	-7,5
Écart de production <sup>2</sup>	-0,8	-0,4	0,3	-1,6	-7,3	-3,6	-4,6	-3,0	-1,8	0,1
Solde structurel <sup>2</sup>	-5,7	-3,5	-2,2	-3,6	-7,4	-7,9	-8,1	-8,7	-7,9	-7,5
Dette nette	60,3	81,0	80,5	95,3	106,2	112,8	126,6	135,2	142,7	165,5
Dette brute <sup>6</sup>	144,9	186,0	183,0	191,8	210,2	215,3	229,8	235,8	241,1	256,6
<b>Royaume-Uni</b>										
Prêt/emprunt (net)	-1,5	-2,6	-2,7	-4,9	-10,4	-9,9	-8,7	-8,0	-6,6	-1,0
Écart de production <sup>2</sup>	0,5	1,1	2,2	1,3	-3,3	-2,7	-3,2	-4,0	-3,7	0,0
Solde structurel <sup>2</sup>	-1,8	-3,5	-4,0	-6,5	-9,0	-7,8	-6,3	-5,1	-3,8	-0,7
Dette nette	37,3	38,0	38,1	46,0	60,9	71,1	78,3	84,2	87,2	82,6
Dette brute	42,4	43,1	43,9	52,5	68,4	75,1	82,5	88,4	91,4	86,8
<b>Canada</b>										
Prêt/emprunt (net)	0,5	1,6	1,6	0,1	-4,9	-5,6	-4,5	-3,7	-2,9	-0,5
Écart de production <sup>2</sup>	0,6	1,7	1,7	0,2	-4,0	-2,4	-1,7	-1,5	-1,3	0,1
Solde structurel <sup>2</sup>	0,2	0,8	0,5	-0,6	-2,5	-4,1	-3,6	-2,8	-2,2	-0,6
Dette nette	48,9	26,3	22,9	22,6	28,3	30,4	33,3	35,4	36,9	35,6
Dette brute	85,1	70,3	66,5	71,1	83,6	85,1	85,0	84,7	82,0	73,6

Note : La méthodologie et les hypothèses propres à chaque pays sont décrites à l'encadré A1 de l'appendice statistique. Les chiffres composites des données budgétaires pour les groupes de pays sont la somme en dollars des valeurs correspondant à chaque pays.

<sup>1</sup>Les données sur la dette sont celles de la fin de l'année. Les données sur la dette ne sont pas toujours comparables entre les pays.

<sup>2</sup>En pourcentage du PIB potentiel.

<sup>3</sup>Depuis 1995, l'État fédéral prend en charge l'encours et le service de la dette de la Treuhandanstalt (et des diverses autres agences). Cette dette équivaut à 8 % du PIB et le service à ½ - 1 % du PIB.

<sup>4</sup>Non compris le produit exceptionnel de cessions d'actifs de montant important, y compris licences.

<sup>5</sup>Hors les mesures ponctuelles basées sur les données des autorités et, faute de ces dernières, les recettes de la vente des actifs.

<sup>6</sup>Comprend les prises de participation.

**Tableau A9. État récapitulatif du commerce mondial : volume et prix***(Variations annuelles en pourcentage)*

	Moyennes		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections	
	1994–2003	2004–13									2012	2013
<b>Commerce de biens et de services</b>												
<b>Commerce mondial<sup>1</sup></b>												
Volume	6,9	5,4	10,6	7,8	9,3	7,9	2,9	-10,5	12,9	5,8	4,0	5,6
Déflateur des prix												
En dollars	0,2	4,2	9,4	5,2	5,2	7,5	11,3	-10,6	5,5	10,9	-0,2	-0,2
En DTS	0,2	3,2	3,5	5,5	5,6	3,3	7,7	-8,4	6,7	7,1	2,1	-0,2
<b>Volume du commerce</b>												
Exportations												
Pays avancés	6,2	4,4	9,3	6,2	8,9	6,8	1,9	-11,5	12,2	5,3	2,3	4,7
Pays émergents et en développement	8,7	7,7	13,3	11,9	11,5	10,5	4,7	-7,7	14,7	6,7	6,6	7,2
Importations												
Pays avancés	6,9	3,7	9,3	6,3	7,8	5,2	0,5	-12,2	11,5	4,3	1,8	4,1
Pays émergents et en développement	7,0	9,4	15,8	12,1	11,9	14,9	9,0	-8,1	15,3	8,8	8,4	8,1
<b>Termes de l'échange</b>												
Pays avancés	0,2	-0,6	-0,4	-1,5	-1,1	0,3	-2,0	2,3	-1,0	-1,7	-0,9	0,1
Pays émergents et en développement	0,3	1,5	3,3	4,9	2,8	1,1	2,9	-4,3	2,0	3,2	0,6	-1,1
<b>Commerce de biens</b>												
<b>Commerce mondial<sup>1</sup></b>												
Volume	7,1	5,3	10,6	7,8	9,2	7,2	2,4	-11,7	14,3	6,3	3,7	5,6
Déflateur des prix												
En dollars	0,3	4,5	9,2	5,7	5,8	7,6	12,1	-11,8	6,6	12,1	0,1	-0,2
En DTS	0,2	3,5	3,3	6,0	6,2	3,5	8,5	-9,6	7,7	8,3	2,4	-0,2
<b>Prix mondiaux en dollars<sup>2</sup></b>												
Produits manufacturés	0,2	2,6	5,1	2,7	2,5	6,0	6,7	-6,6	2,4	7,2	0,2	0,2
Pétrole	5,6	14,3	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	10,3	-4,1
Produits primaires hors combustibles	-0,3	7,4	15,2	6,1	23,2	14,1	7,5	-15,7	26,3	17,8	-10,3	-2,1
Produits alimentaires	-0,8	6,1	14,0	-0,9	10,5	15,2	23,4	-14,7	11,5	19,7	-7,5	-3,1
Boissons	1,2	6,6	-0,9	18,1	8,4	13,8	23,3	1,6	14,1	16,6	-22,2	1,6
Matières premières agricoles	-1,0	3,0	4,1	0,5	8,8	5,0	-0,8	-17,0	33,2	22,7	-13,2	-3,4
Métaux	1,4	12,9	34,6	22,4	56,2	17,4	-7,8	-19,2	48,2	13,5	-10,5	-0,7
<b>Prix mondiaux en DTS<sup>2</sup></b>												
Produits manufacturés	0,2	1,6	-0,6	3,0	3,0	1,9	3,3	-4,3	3,5	3,6	2,5	0,2
Pétrole	5,5	13,2	23,6	41,6	21,0	6,4	32,1	-34,8	29,3	27,2	12,8	-4,1
Produits primaires hors combustibles	-0,4	6,3	9,0	6,3	23,8	9,6	4,1	-13,6	27,7	13,8	-8,2	-2,1
Produits alimentaires	-0,9	5,1	7,8	-0,7	11,0	10,7	19,5	-12,6	12,7	15,7	-5,4	-3,2
Boissons	1,2	5,6	-6,3	18,3	8,8	9,4	19,4	4,1	15,4	12,7	-20,4	1,6
Matières premières agricoles	-1,1	2,0	-1,6	0,8	9,3	0,9	-3,9	-14,9	34,7	18,6	-11,2	-3,4
Métaux	1,4	11,8	27,3	22,7	56,9	12,8	-10,7	-17,2	49,8	9,7	-8,4	-0,7
<b>Prix mondiaux en euros<sup>2</sup></b>												
Produits manufacturés	0,6	1,0	-4,4	2,5	1,7	-2,9	-0,7	-1,4	7,5	2,2	6,0	0,1
Pétrole	6,0	12,6	18,9	41,0	19,5	1,4	27,1	-32,7	34,3	25,5	16,7	-4,2
Produits primaires hors combustibles	0,0	5,7	4,8	5,9	22,3	4,5	0,1	-10,9	32,6	12,3	-5,1	-2,2
Produits alimentaires	-0,5	4,5	3,7	-1,1	9,6	5,6	14,9	-9,8	17,0	14,1	-2,1	-3,2
Boissons	1,6	5,0	-9,9	17,8	7,5	4,2	14,8	7,3	19,8	11,2	-17,7	1,5
Matières premières agricoles	-0,7	1,5	-5,3	0,3	8,0	-3,8	-7,6	-12,3	39,9	17,0	-8,2	-3,5
Métaux	1,8	11,2	22,4	22,2	55,0	7,5	-14,1	-14,6	55,5	8,3	-5,3	-0,7

Tableau A9. État récapitulatif du commerce mondial : volume et prix (fin)

	Moyennes		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections	
	1994–2003	2004–13									2012	2013
<b>Commerce de biens</b>												
<b>Volume du commerce</b>												
<b>Exportations</b>												
Pays avancés	6,4	4,2	9,0	5,8	8,8	5,8	1,5	-13,3	14,0	5,7	2,3	4,8
Pays émergents et en développement	8,6	7,2	12,4	11,9	10,8	9,5	4,3	-8,4	15,0	6,4	5,9	6,5
Pays exportateurs de combustibles	4,4	4,4	11,4	9,0	5,3	5,3	3,9	-8,1	7,0	4,4	4,8	2,5
Pays exportateurs d'autres produits	10,1	8,4	12,7	12,9	13,1	11,4	4,6	-8,5	18,2	7,2	6,4	8,3
<b>Importations</b>												
Pays avancés	7,2	3,7	9,7	6,6	8,1	4,7	-0,1	-13,1	13,3	5,1	1,3	4,2
Pays émergents et en développement	7,1	9,2	16,1	11,9	11,2	14,3	8,3	-9,3	16,0	9,4	8,1	7,9
Pays exportateurs de combustibles	3,8	9,7	15,2	15,4	13,1	23,0	14,0	-12,4	8,3	9,0	9,3	5,8
Pays exportateurs d'autres produits	8,0	9,1	16,3	11,2	10,8	12,4	7,0	-8,5	17,9	9,6	7,8	8,3
<b>Déflateur des prix En DTS</b>												
<b>Exportations</b>												
Pays avancés	-0,1	2,3	1,7	3,5	4,1	3,3	5,2	-6,8	4,9	6,5	1,1	-0,2
Pays émergents et en développement	2,0	6,3	8,7	13,1	11,1	4,8	13,9	-13,7	12,7	12,3	4,0	-0,8
Pays exportateurs de combustibles	4,4	10,2	15,0	28,9	17,6	7,0	24,9	-25,4	20,8	20,9	7,9	-3,1
Pays exportateurs d'autres produits	1,2	4,6	6,5	7,1	8,3	3,9	9,2	-8,0	9,5	8,9	2,3	0,2
<b>Importations</b>												
Pays avancés	-0,2	2,8	2,4	5,2	5,4	2,8	8,0	-10,1	6,1	8,1	2,0	-0,2
Pays émergents et en développement	1,4	4,6	4,7	6,9	7,9	3,7	10,8	-9,3	10,7	7,6	3,6	0,5
Pays exportateurs de combustibles	1,5	4,6	4,2	8,3	7,8	4,4	9,2	-4,9	8,1	5,1	3,9	1,1
Pays exportateurs d'autres produits	1,4	4,5	4,7	6,7	7,9	3,6	11,1	-10,4	11,4	8,2	3,5	0,4
<b>Termes de l'échange</b>												
Pays avancés	0,1	-0,6	-0,7	-1,6	-1,3	0,4	-2,5	3,6	-1,1	-1,5	-1,0	-0,1
Pays émergents et en développement	0,6	1,6	3,9	5,7	2,9	1,1	2,8	-4,8	1,8	4,3	0,4	-1,4
<b>Par région</b>												
Afrique subsaharienne	...	3,9	5,0	10,6	7,7	4,1	10,6	-13,9	11,0	7,9	1,5	-2,4
Amérique latine et Caraïbes	1,1	2,7	5,9	4,8	6,6	1,6	3,0	-7,8	10,5	8,0	-3,0	-1,0
Asie, pays en développement d'Asie	-0,8	-0,7	1,1	-0,9	-0,8	0,0	-3,2	5,5	-6,3	-1,1	-1,1	-0,2
Communauté des États indépendants <sup>3</sup>	2,7	5,5	11,8	14,5	8,7	2,3	14,4	-19,0	12,7	11,3	4,9	-1,4
Europe centrale et orientale	0,2	-0,1	0,8	0,6	-4,0	1,4	-2,8	3,1	-1,7	0,7	1,2	0,0
Moyen-Orient et Afrique du Nord	2,0	4,0	6,4	17,8	6,8	1,2	11,1	-17,2	7,9	12,6	3,1	-5,3
<b>Classification analytique</b>												
<b>Source des recettes d'exportation</b>												
Pays exportateurs de combustibles	2,9	5,4	10,3	19,0	9,1	2,5	14,3	-21,5	11,8	15,1	3,9	-4,1
Pays exportateurs d'autres produits	-0,2	0,1	1,7	0,4	0,3	0,3	-1,8	2,7	-1,7	0,6	-1,2	-0,2
<i>Pour mémoire</i>												
<b>Exportations mondiales (milliards de dollars)</b>												
Biens et services	7.210	17.921	11.316	12.867	14.835	17.248	19.707	15.755	18.758	21.982	22.763	23.980
Biens	5.817	14.487	9.070	10.366	11.995	13.868	15.902	12.383	15.084	17.958	18.642	19.600
Prix moyen du pétrole <sup>4</sup>	5,6	14,3	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	10,3	-4,1
En dollars le baril	21,03	79,31	37,76	53,35	64,27	71,13	97,04	61,78	79,03	104,01	114,71	110,00
Valeur unitaire des exportations de produits manufacturés <sup>5</sup>	0,2	2,6	5,1	2,7	2,5	6,0	6,7	-6,6	2,4	7,2	0,2	0,2

<sup>1</sup>Moyenne des variations annuelles (en pourcentage) des exportations et des importations mondiales.

<sup>2</sup>Représentés, respectivement, par l'indice de la valeur unitaire des exportations de produits manufacturés des pays avancés et représentant 83 % des pondérations des exportations de biens des pays avancés, par la moyenne des prix des bruts U.K. Brent, Dubai et West Texas Intermediate et par la moyenne des cours mondiaux des produits primaires hors combustibles, pondérée en fonction de leurs parts respectives, en 2002–04, dans le total des exportations mondiales des produits de base.

<sup>3</sup>La 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.

<sup>4</sup>Moyenne des prix des bruts U.K. Brent, Dubai et West Texas Intermediate.

<sup>5</sup>Exportés par les pays avancés.

Tableau A10. État récapitulatif des soldes des transactions courantes

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections			
									2012	2013	2017	
	<i>Milliards de dollars</i>											
<b>Pays avancés</b>	<b>-207,8</b>	<b>-396,6</b>	<b>-433,5</b>	<b>-324,0</b>	<b>-496,4</b>	<b>-86,8</b>	<b>-85,4</b>	<b>-102,8</b>	<b>-157,6</b>	<b>-80,3</b>	<b>-255,8</b>	
États-Unis	-628,5	-745,8	-800,6	-710,3	-677,1	-376,6	-470,9	-473,4	-509,9	-499,0	-695,6	
Zone euro <sup>1,2</sup>	121,6	51,9	53,7	45,6	-100,8	6,2	37,5	41,0	93,6	124,7	160,2	
Japon	172,1	165,7	170,4	211,0	157,1	141,8	195,9	120,2	130,0	166,2	129,0	
Autres pays avancés <sup>3</sup>	127,0	131,7	143,0	129,8	124,5	141,8	152,2	209,5	128,7	127,7	150,6	
<i>Pour mémoire</i>												
Nouv. écon. industrielles d'Asie	87,1	83,2	99,0	128,3	86,5	123,8	137,2	134,8	127,8	132,8	161,5	
<b>Pays émergents et en développement</b>	<b>215,8</b>	<b>412,6</b>	<b>644,1</b>	<b>633,0</b>	<b>676,3</b>	<b>294,7</b>	<b>400,6</b>	<b>476,3</b>	<b>450,3</b>	<b>373,3</b>	<b>271,3</b>	
<b>Par région</b>												
Afrique subsaharienne	-7,9	-0,7	30,6	12,5	1,2	-27,8	-24,6	-21,1	-25,6	-36,3	-81,5	
Amérique latine et Caraïbes	22,0	35,8	50,1	13,9	-32,1	-22,4	-55,2	-68,2	-107,2	-119,0	-181,2	
Asie, pays en développement d'	90,2	137,2	268,6	399,7	405,9	300,6	303,6	201,3	145,9	189,9	483,9	
Communauté des États indépendants <sup>4</sup>	63,5	87,6	96,3	71,7	108,0	41,8	72,4	112,5	106,2	52,8	-62,4	
Europe centrale et orientale	-55,1	-61,1	-89,0	-136,2	-159,9	-49,5	-81,8	-114,1	-108,7	-113,2	-160,1	
Moyen-Orient et Afrique du Nord	103,1	213,9	287,5	271,4	353,3	52,0	186,2	366,0	439,7	399,0	272,5	
<i>Pour mémoire</i>												
Union européenne	68,6	-4,3	-34,4	-66,9	-183,8	-15,9	-24,6	17,1	51,1	90,6	154,6	
<b>Classification analytique</b>												
<b>Source des recettes d'exportation</b>												
Combustibles	185,8	352,5	481,6	435,2	596,6	142,1	322,8	586,6	663,4	552,0	263,4	
Autres produits	30,1	60,1	162,5	197,7	79,7	152,7	77,8	-110,3	-213,1	-178,7	7,9	
Dont : produits primaires	-0,1	-0,9	10,0	7,8	-15,7	-2,1	-4,2	-18,2	-26,7	-23,9	-15,1	
<b>Source de financement extérieur</b>												
Pays débiteurs (net)	-60,6	-90,3	-116,9	-227,3	-374,5	-190,0	-278,0	-343,1	-415,5	-427,7	-554,3	
Dont : financement public	-5,2	-6,0	-3,5	-5,4	-12,2	-9,4	-11,4	-13,4	-18,5	-16,1	-18,3	
<b>Pays débiteurs (net), selon le service de la dette</b>												
Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2006 et 2010	-3,4	-6,7	-3,7	-13,8	-30,1	-24,7	-31,5	-38,9	-48,8	-48,1	-55,2	
<b>Monde<sup>1</sup></b>	<b>8,0</b>	<b>16,1</b>	<b>210,6</b>	<b>309,0</b>	<b>179,9</b>	<b>207,9</b>	<b>315,3</b>	<b>373,5</b>	<b>292,8</b>	<b>292,9</b>	<b>15,4</b>	

Tableau A10. État récapitulatif des soldes des transactions courantes (fin)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections		
									2012	2013	2017
	<i>Pourcentage du PIB</i>										
<b>Pays avancés</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>
États-Unis	-5,3	-5,9	-6,0	-5,1	-4,7	-2,7	-3,2	-3,1	-3,3	-3,1	-3,5
Zone euro <sup>1,2</sup>	1,2	0,5	0,5	0,4	-0,7	0,0	0,3	0,3	0,7	1,0	1,1
Japon	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2	2,8	3,6	2,0	2,2	2,7	1,9
Autres pays avancés <sup>3</sup>	1,9	1,8	1,8	1,4	1,3	1,7	1,6	2,0	1,2	1,1	1,1
<i>Pour mémoire</i>											
Nouv. écon. industrielles d'Asie	6,5	5,5	5,9	7,0	5,0	7,7	7,2	6,5	5,9	5,7	5,3
<b>Pays émergents et en développement</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>
<b>Par région</b>											
Afrique subsaharienne	-1,5	-0,1	4,3	1,5	0,1	-3,1	-2,4	-1,8	-2,0	-2,6	-4,5
Amérique latine et Caraïbes	1,0	1,3	1,6	0,4	-0,7	-0,6	-1,1	-1,2	-1,8	-2,0	-2,4
Asie, pays en développement d'	2,6	3,4	5,6	6,6	5,5	3,8	3,2	1,8	1,2	1,4	2,5
Communauté des États indépendants <sup>4</sup>	8,2	8,7	7,4	4,2	5,0	2,5	3,7	4,6	4,0	1,7	-1,5
Europe centrale et orientale	-5,6	-5,2	-6,8	-8,3	-8,3	-3,1	-4,7	-6,0	-5,6	-5,5	-5,8
Moyen-Orient et Afrique du Nord	9,6	16,0	18,1	14,6	15,2	2,5	7,8	13,2	14,5	12,7	7,1
<i>Pour mémoire</i>											
Union européenne	0,5	0,0	-0,2	-0,4	-1,0	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,5	0,8
<b>Classification analytique</b>											
<b>Source des recettes d'exportation</b>											
Combustibles	10,3	15,2	16,6	12,2	13,1	3,8	7,4	11,2	11,4	8,8	3,3
Autres produits	0,4	0,7	1,6	1,6	0,5	1,1	0,4	-0,6	-1,0	-0,8	0,0
Dont : produits primaires	0,0	-0,3	2,9	2,0	-3,5	-0,5	-0,8	-2,9	-3,9	-3,2	-1,5
<b>Source de financement extérieur</b>											
Pays débiteurs (net)	-1,2	-1,6	-1,8	-2,8	-4,0	-2,2	-2,7	-3,0	-3,5	-3,4	-3,3
Dont : financement public	-2,6	-2,7	-1,4	-1,8	-3,4	-2,5	-2,8	-3,4	-4,3	-3,5	-2,9
<b>Pays débiteurs (net), selon le service de la dette</b>											
Pays débiteurs (net) ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2006 et 2010	-0,8	-1,4	-0,6	-2,0	-3,5	-3,0	-3,3	-3,6	-4,3	-4,0	-3,5
<b>Monde<sup>1</sup></b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>
<i>Pour mémoire</i>											
En pourcentage des transactions courantes mondiales	0,0	0,1	0,7	0,9	0,5	0,7	0,8	0,9	0,6	0,6	0,0
En pourcentage du PIB mondial	0,0	0,0	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0

<sup>1</sup>Le total tient compte des erreurs, omissions et asymétries des statistiques communiquées par ces pays sur le compte de leurs transactions courantes; il ne comprend pas les transactions des organisations internationales et d'un petit nombre de pays. Voir la classification des pays dans l'introduction de l'appendice statistique.

<sup>2</sup>Somme des soldes des différents pays membres de la zone euro.

<sup>3</sup>Dans ce tableau, il s'agit des pays avancés hors États-Unis, zone euro et Japon.

<sup>4</sup>La 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.

**Tableau A11. Pays avancés : soldes des transactions courantes***(En pourcentage du PIB)*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections		
									2012	2013	2017
<b>Pays avancés</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>
États-Unis	-5,3	-5,9	-6,0	-5,1	-4,7	-2,7	-3,2	-3,1	-3,3	-3,1	-3,5
Zone euro <sup>1</sup>	1,2	0,5	0,5	0,4	-0,7	0,0	0,3	0,3	0,7	1,0	1,1
Allemagne	4,7	5,1	6,3	7,4	6,2	5,9	6,1	5,7	5,2	4,9	3,6
France	0,5	-0,5	-0,6	-1,0	-1,7	-1,5	-1,7	-2,2	-1,9	-1,5	-0,4
Italie	-0,3	-0,8	-1,5	-1,2	-2,9	-2,1	-3,5	-3,2	-2,2	-1,5	-1,6
Espagne	-5,2	-7,4	-9,0	-10,0	-9,6	-5,2	-4,6	-3,7	-2,1	-1,7	0,0
Pays-Bas	7,6	7,4	9,3	6,7	4,3	4,2	6,6	7,5	8,2	7,8	5,8
Belgique	3,2	2,0	1,9	1,6	-1,6	-1,7	1,5	-0,1	-0,3	0,4	1,4
Autriche	2,2	2,2	2,8	3,5	4,9	2,7	3,0	1,2	1,4	1,4	1,6
Grèce	-5,9	-7,4	-11,2	-14,4	-14,7	-11,0	-10,0	-9,7	-7,4	-6,6	-1,1
Portugal	-8,3	-10,3	-10,7	-10,1	-12,6	-10,9	-10,0	-6,4	-4,2	-3,5	-2,8
Finlande	6,2	3,4	4,2	4,3	2,6	1,8	1,4	-0,7	-1,0	-0,3	0,3
Irlande	-0,6	-3,5	-3,5	-5,3	-5,6	-2,9	0,5	0,1	1,0	1,7	4,0
République slovaque	-7,8	-8,5	-7,8	-5,3	-6,6	-3,2	-3,5	0,1	-0,4	-0,4	-0,7
Slovénie	-2,6	-1,7	-2,5	-4,8	-6,9	-1,3	-0,8	-1,1	0,0	-0,3	-1,4
Luxembourg	11,9	11,5	10,4	10,1	5,1	6,5	7,7	6,9	5,7	5,6	6,0
Estonie	-11,3	-10,0	-15,3	-15,9	-9,7	3,7	3,6	3,2	0,9	-0,3	-3,4
Chypre	-5,0	-5,9	-7,0	-11,8	-15,6	-10,7	-9,9	-8,5	-6,2	-6,3	-6,5
Malte	-5,9	-8,7	-10,0	-5,3	-5,3	-8,3	-6,4	-3,2	-3,0	-2,9	-2,7
Japon	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2	2,8	3,6	2,0	2,2	2,7	1,9
Royaume-Uni	-2,1	-2,6	-3,2	-2,5	-1,4	-1,5	-3,3	-1,9	-1,7	-1,1	-0,5
Canada	2,3	1,9	1,4	0,8	0,3	-3,0	-3,1	-2,8	-2,7	-2,7	-2,0
Corée	4,5	2,2	1,5	2,1	0,3	3,9	2,9	2,4	1,9	1,5	0,7
Australie	-6,1	-5,7	-5,3	-6,2	-4,3	-4,2	-2,8	-2,2	-4,6	-5,1	-6,1
Taiwan, prov. chinoise de	5,8	4,8	7,0	8,9	6,9	11,4	9,3	8,8	8,0	8,4	8,9
Suède	6,6	6,8	8,4	9,2	8,7	7,0	6,3	6,7	3,0	2,9	7,1
Hong Kong (RAS)	9,5	11,4	12,1	12,3	13,7	8,6	5,5	4,1	3,2	3,5	6,4
Suisse	13,4	14,1	14,9	8,9	2,2	11,0	15,6	14,0	12,1	11,6	9,8
Singapour	17,1	21,4	24,5	25,8	13,9	16,2	24,4	21,9	21,8	21,3	18,6
République tchèque	-5,0	-0,9	-2,1	-4,4	-2,1	-2,5	-3,0	-2,9	-2,1	-1,9	-1,8
Norvège	12,6	16,1	16,4	12,5	15,9	10,8	12,4	14,6	14,8	13,7	9,5
Israël	1,7	3,1	4,8	2,7	0,9	3,6	2,9	0,1	-0,9	0,0	1,0
Danemark	3,3	4,1	3,1	1,4	2,6	3,5	5,5	6,2	4,8	4,5	4,7
Nouvelle-Zélande	-5,7	-7,9	-8,3	-8,2	-8,8	-2,6	-3,4	-4,1	-5,4	-6,3	-7,1
Islande	-9,8	-16,2	-25,7	-15,7	-28,3	-11,8	-8,4	-6,5	-2,8	-1,5	-2,8
<i>Pour mémoire</i>											
Principaux pays avancés	-1,3	-1,8	-1,9	-1,2	-1,4	-0,6	-1,0	-1,1	-1,1	-0,9	-1,3
Zone euro <sup>2</sup>	0,8	0,1	-0,1	0,1	-1,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,7	1,0	1,1
Nouv. écon. industrielles d'Asie	6,5	5,5	5,9	7,0	5,0	7,7	7,2	6,5	5,9	5,7	5,3

<sup>1</sup>Somme des soldes des différents pays membres de la zone euro.<sup>2</sup>Corrigé des écarts de déclaration des transactions intrazone.

**Tableau A12. Pays émergents et en développement : soldes des transactions courantes***(En pourcentage du PIB)*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections		
									2012	2013	2017
<b>Europe centrale et orientale</b>	<b>-5,6</b>	<b>-5,2</b>	<b>-6,8</b>	<b>-8,3</b>	<b>-8,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,7</b>	<b>-6,0</b>	<b>-5,6</b>	<b>-5,5</b>	<b>-5,8</b>
Albanie	-4,0	-6,1	-5,6	-10,4	-15,1	-13,5	-11,6	-13,2	-13,2	-12,5	-8,0
Bosnie-Herzégovine	-16,2	-17,1	-8,0	-10,7	-14,1	-6,3	-6,1	-8,3	-7,8	-7,1	-4,7
Bulgarie	-6,4	-11,7	-17,6	-25,2	-23,2	-8,9	-1,3	1,9	2,1	1,6	-1,3
Croatie	-4,1	-5,3	-6,7	-7,3	-8,9	-5,0	-1,0	0,9	0,4	-0,2	-2,6
Hongrie	-8,4	-7,5	-7,4	-7,3	-7,4	-0,2	1,1	1,6	3,3	1,2	-3,3
Kosovo	-8,4	-7,4	-6,7	-8,3	-15,3	-15,4	-17,4	-20,3	-18,3	-18,3	-13,9
Lettonie	-12,9	-12,5	-22,6	-22,4	-13,2	8,7	3,0	-1,2	-1,9	-2,5	-3,3
Lituanie	-7,6	-7,0	-10,6	-14,5	-13,3	4,7	1,5	-1,7	-2,0	-2,3	-3,3
Macédoine, ex-Rép. youg. de	-8,1	-2,5	-0,4	-7,1	-12,8	-6,8	-2,2	-2,8	-5,0	-6,2	-5,0
Monténégro	-7,2	-8,5	-31,3	-39,5	-50,6	-29,6	-24,6	-19,4	-19,7	-20,0	-18,9
Pologne	-5,2	-2,4	-3,8	-6,2	-6,6	-4,0	-4,7	-4,3	-4,5	-4,3	-3,9
Roumanie	-8,4	-8,6	-10,4	-13,4	-11,6	-4,2	-4,5	-4,2	-4,2	-4,7	-4,9
Serbie	-12,1	-8,7	-10,2	-16,1	-21,6	-7,1	-7,2	-9,1	-8,6	-7,9	-5,6
Turquie	-3,7	-4,6	-6,1	-5,9	-5,7	-2,2	-6,3	-9,9	-8,8	-8,2	-7,9
<b>Communauté des États indépendants<sup>1</sup></b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,5</b>
Russie	10,1	11,1	9,5	5,9	6,2	4,0	4,7	5,5	4,8	1,9	-1,9
Russie non comprise	2,2	1,3	0,6	-1,3	0,8	-1,9	0,5	1,9	1,5	1,3	-0,3
Arménie	-0,5	-1,0	-1,8	-6,4	-11,8	-15,8	-14,7	-12,3	-11,0	-9,5	-6,9
Azerbaïdjan	-29,8	1,3	17,6	27,3	35,5	23,6	29,1	26,3	21,8	16,4	5,0
Bélarus	-5,3	1,4	-3,9	-6,7	-8,2	-12,6	-15,0	-10,4	-6,2	-6,5	-5,9
Géorgie	-6,9	-11,1	-15,1	-19,7	-22,6	-11,3	-11,5	-12,7	-10,3	-9,3	-6,8
Kazakhstan	0,8	-1,8	-2,5	-8,1	4,7	-3,5	2,0	7,6	6,6	5,6	2,9
République kirghize	4,9	2,8	-3,1	-0,2	-8,1	0,7	-6,9	-3,1	-4,8	-4,2	-2,9
Moldova	-1,8	-7,6	-11,3	-15,2	-16,2	-8,6	-8,3	-10,6	-9,7	-9,9	-7,8
Mongolie	1,2	1,2	6,5	6,3	-12,9	-9,0	-14,9	-30,4	-24,4	-1,8	8,8
Tadjikistan	-3,9	-1,7	-2,8	-8,6	-7,6	-5,9	2,1	-2,3	-3,6	-5,0	-4,4
Turkménistan	0,6	5,1	15,7	15,5	16,5	-16,0	-11,7	1,8	2,1	1,3	0,2
Ukraine	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,1	-1,5	-2,2	-5,6	-5,9	-5,2	-5,3
Ouzbékistan	7,2	7,7	9,1	7,3	8,7	2,2	6,2	5,8	2,8	3,0	1,2

Tableau A12. Pays émergents et en développement : soldes des transactions courantes (suite)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections		
									2012	2013	2017
Asie, pays en développement d'	2,6	3,4	5,6	6,6	5,5	3,8	3,2	1,8	1,2	1,4	2,5
Afghanistan, Rép. islam. d'	-4,7	-2,7	-5,6	1,3	0,9	-2,8	1,7	-0,1	-1,1	-2,6	-4,6
Bangladesh	-0,3	0,0	1,2	0,8	1,4	2,8	1,7	-0,4	-1,0	-0,6	0,0
Bhoutan	-32,6	-4,8	14,8	-2,4	-10,5	-5,5	-11,6	-18,3	-33,2	-36,5	-17,2
Brunéi Darussalam	42,2	47,3	50,1	47,8	48,9	40,2	45,5	54,2	52,6	53,4	65,3
Cambodge	-2,2	-3,8	-0,6	-0,9	-4,5	-3,5	-4,0	-9,6	-10,6	-9,7	-5,2
Chine	3,6	5,9	8,6	10,1	9,1	5,2	5,1	2,8	2,3	2,6	4,3
Fidji, Rép. des	-12,6	-9,3	-18,1	-14,2	-18,1	-7,6	-11,3	-11,9	-9,8	-18,6	-7,6
Inde	0,1	-1,3	-1,0	-0,7	-2,5	-2,1	-3,3	-2,8	-3,2	-2,9	-2,4
Indonésie	-0,2	-1,0	3,0	2,4	0,0	2,5	0,8	0,2	-0,4	-0,9	-1,2
Îles Salomon	16,8	-6,7	-9,1	-15,7	-20,5	-21,4	-30,3	-11,6	-12,7	-15,6	-11,8
Kiribati	-25,2	-34,4	-17,6	-19,3	-16,8	-26,6	-15,4	-22,4	-27,2	-24,0	-27,8
Malaisie	12,1	15,0	16,7	15,9	17,7	16,5	11,5	11,5	10,8	10,4	8,6
Maldives	-11,4	-27,5	-23,2	-28,4	-34,3	-21,0	-17,4	-13,2	-21,6	-17,2	-19,0
Myanmar	2,4	3,7	7,1	0,6	-2,7	-2,8	-0,9	-2,6	-4,3	-3,4	-5,1
Népal	2,7	2,0	2,1	-0,1	2,7	4,2	-2,4	-0,9	2,5	0,0	-0,1
Pakistan	1,8	-1,4	-3,9	-4,8	-8,5	-5,7	-2,2	0,2	-1,9	-2,1	-3,7
Papouasie-Nouvelle-Guinée	2,3	6,1	7,6	3,1	12,0	-7,3	-8,4	-34,3	-30,5	-21,8	6,2
Philippines	1,8	1,9	4,4	4,8	2,1	5,6	4,5	2,7	0,9	1,0	1,9
République dém. pop. lao	-17,9	-18,1	-9,9	-15,7	-18,5	-21,0	-18,2	-19,4	-19,6	-22,0	-14,3
Samoa	-8,4	-9,6	-10,2	-16,0	-6,5	-3,1	-8,1	-15,1	-14,2	-13,9	-8,4
Sri Lanka	-3,1	-2,5	-5,3	-4,3	-9,5	-0,5	-2,2	-7,5	-7,3	-7,5	-5,8
Thaïlande	1,7	-4,3	1,1	6,3	0,8	8,3	4,1	3,4	1,0	1,4	1,0
Timor-Leste	11,4	32,2	50,0	65,1	66,7	51,7	48,1	55,0	43,5	36,2	20,2
Tonga	0,4	-5,0	-5,5	-5,5	-8,1	-7,8	-3,9	-4,0	-3,8	-2,6	-3,3
Tuvalu	-2,5	14,9	14,3	0,4	-31,4	14,9	-15,5	-9,6	-10,7	-10,0	-11,4
Vanuatu	-4,5	-8,8	-6,0	-8,0	-11,4	-7,1	-6,0	-6,3	-7,2	-7,0	-6,7
Vietnam	-3,5	-1,1	-0,3	-9,8	-11,9	-6,6	-4,1	-0,5	-1,6	-1,4	-1,2

Tableau A12. Pays émergents et en développement : soldes des transactions courantes (suite)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections		
									2012	2013	2017
<b>Amérique latine et Caraïbes</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,4</b>
Antigua-et-Barbuda	-13,1	-18,8	-27,8	-30,6	-27,3	-19,2	-12,9	-10,8	-13,7	-15,5	-15,6
Argentine <sup>2</sup>	1,7	2,6	3,2	2,4	1,6	2,1	0,6	-0,5	-0,7	-1,1	-1,9
Bahamas	-2,4	-8,4	-17,7	-16,4	-14,9	-11,4	-11,7	-17,0	-18,4	-19,4	-12,2
Barbade	-8,3	-8,0	-4,8	-2,7	-9,6	-5,6	-8,2	-8,4	-8,3	-7,1	-3,6
Belize	-14,7	-13,6	-2,1	-4,1	-10,6	-5,9	-3,1	-1,6	-3,0	-3,9	-6,6
Bolivie	3,5	5,5	10,6	11,0	12,0	4,0	4,9	2,2	1,6	1,1	0,1
Brésil	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,1	-3,2	-3,2	-3,4
Chili	2,6	1,5	4,6	4,1	-3,2	2,0	1,5	-1,3	-2,4	-2,4	-2,1
Colombie	-0,8	-1,3	-1,9	-2,8	-2,9	-2,1	-3,1	-2,8	-2,7	-2,4	-2,0
Costa Rica	-4,3	-4,9	-4,5	-6,3	-9,3	-2,0	-3,5	-5,2	-5,5	-5,5	-5,1
Dominique	-16,0	-21,0	-12,9	-20,8	-26,9	-21,3	-21,1	-23,9	-25,6	-19,8	-15,0
République dominicaine	4,8	-1,4	-3,6	-5,3	-9,9	-5,0	-8,6	-7,9	-6,9	-6,7	-5,7
Équateur	-1,6	1,0	4,4	3,6	2,5	-0,3	-3,3	-0,3	0,5	0,6	-2,4
El Salvador	-4,1	-3,6	-4,1	-6,1	-7,1	-1,5	-2,3	-5,9	-4,8	-4,1	-3,0
Grenade	-1,6	-21,2	-25,2	-26,6	-24,5	-24,1	-25,5	-22,9	-24,0	-26,2	-20,3
Guatemala	-4,9	-4,6	-5,0	-5,2	-4,3	0,0	-1,5	-2,8	-3,2	-3,4	-3,6
Guyana	-6,7	-10,1	-13,1	-11,1	-13,2	-9,1	-9,5	-13,7	-12,3	-20,6	-10,1
Haiti	-1,6	0,7	-1,5	-1,5	-4,4	-3,5	-2,6	-3,5	-4,5	-5,5	-3,7
Honduras	-7,7	-3,0	-3,7	-9,0	-15,4	-3,7	-6,2	-8,6	-7,8	-6,3	-5,3
Jamaïque	-6,3	-9,3	-10,2	-16,9	-18,1	-10,9	-8,1	-9,9	-12,5	-12,4	-7,7
Mexique	-0,7	-0,7	-0,5	-0,9	-1,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,8	-0,9	-1,3
Nicaragua	-14,5	-14,3	-13,4	-17,8	-23,8	-12,2	-14,4	-17,8	-19,8	-18,7	-13,3
Panama	-7,5	-4,9	-3,1	-7,9	-10,9	-0,7	-10,8	-12,7	-12,5	-12,4	-7,7
Paraguay	2,1	0,2	1,4	1,5	-1,9	0,5	-3,4	-1,2	-3,5	-1,4	-1,3
Pérou	0,0	1,4	3,1	1,4	-4,2	0,2	-1,7	-1,3	-2,0	-1,9	-1,5
Saint-Kitts-et-Nevis	-16,2	-14,9	-15,8	-18,1	-25,6	-25,7	-20,6	-14,0	-18,7	-17,9	-16,0
Sainte-Lucie	-10,5	-17,0	-28,6	-32,4	-28,4	-12,6	-15,2	-17,1	-16,9	-16,0	-14,5
Saint-Vincent-et-les Grenadines	-19,6	-18,0	-19,3	-28,0	-32,9	-29,4	-31,6	-28,8	-25,1	-22,9	-14,0
Suriname	-10,3	-13,0	7,7	10,5	9,6	-1,0	2,0	1,1	-13,0	-15,2	0,8
Trinité-et-Tobago	12,4	22,5	39,6	24,8	30,6	8,2	19,9	20,7	20,0	18,2	10,1
Uruguay	0,0	0,2	-2,0	-0,9	-5,7	-0,4	-1,2	-2,2	-3,6	-3,2	-1,7
Venezuela	13,8	17,7	14,8	8,7	11,9	2,6	4,9	8,6	7,4	5,6	2,0
<b>Moyen-Orient et Afrique du Nord</b>	<b>9,6</b>	<b>16,0</b>	<b>18,1</b>	<b>14,6</b>	<b>15,2</b>	<b>2,5</b>	<b>7,8</b>	<b>13,2</b>	<b>14,5</b>	<b>12,7</b>	<b>7,1</b>
Algérie	13,0	20,5	24,7	22,8	20,1	0,3	7,5	10,3	10,0	7,9	4,6
Arabie saoudite	20,8	28,5	27,8	24,3	27,8	5,6	14,8	24,4	27,9	22,7	14,0
Bahreïn	4,2	11,0	13,8	15,7	10,2	2,9	3,4	4,2	7,1	9,5	6,7
Djibouti	-1,3	-3,2	-11,5	-21,4	-24,3	-9,1	-5,8	-12,6	-12,1	-11,9	-9,5
Égypte	4,3	3,2	1,6	1,7	0,5	-2,3	-2,0	-2,0	-2,6	-2,1	-1,3
Émirats arabes unis	6,1	12,4	16,3	6,9	7,9	3,4	3,1	9,2	10,3	10,4	9,1
Iran, Rép. islam. d'	0,5	7,6	8,5	10,6	6,5	2,6	6,0	10,7	6,6	5,1	2,1
Iraq	...	6,2	19,0	12,5	19,2	-13,8	-1,8	7,9	9,1	10,8	11,3
Jordanie	0,1	-18,0	-11,5	-17,2	-9,3	-4,9	-5,6	-9,5	-8,3	-6,8	-4,1
Koweït	26,2	37,2	44,6	36,8	40,9	24,4	29,6	41,8	46,2	41,9	34,5
Liban	-15,3	-13,4	-5,3	-6,8	-9,2	-9,8	-10,8	-14,4	-14,2	-13,4	-11,0
Libye	21,1	38,3	51,0	43,5	38,0	14,9	20,9	4,4	15,4	23,6	11,5
Maroc	1,7	1,8	2,2	-0,1	-5,2	-5,4	-4,2	-7,4	-5,9	-6,0	-5,0
Mauritanie	-34,6	-47,2	-1,3	-17,2	-14,8	-10,7	-8,8	-6,5	-18,3	-13,7	-3,9
Oman	4,5	16,8	15,4	5,9	8,3	-1,3	8,8	13,2	12,9	8,3	-9,3
Qatar	22,4	29,9	25,1	25,4	28,7	10,2	26,3	28,4	31,5	29,0	8,3
Soudan <sup>3</sup>	-2,2	-7,9	-7,0	-4,4	-4,7	-7,9	0,7	2,1	-4,6	-4,0	-1,4
République arabe syrienne <sup>4</sup>	-3,1	-2,2	1,4	-0,2	-1,3	-3,6	-3,3	...	...	...	...
Tunisie	-2,4	-0,9	-1,8	-2,4	-3,8	-2,8	-4,8	-7,4	-7,1	-7,1	-5,8
Yémen, Rép. du	1,6	3,8	1,1	-7,0	-4,6	-10,2	-3,7	-3,5	-1,0	-3,9	-5,2

Tableau A12. Pays émergents et en développement : soldes des transactions courantes (fin)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections		
									2012	2013	2017
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,3</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>-4,5</b>
Afrique du Sud	-3,0	-3,5	-5,3	-7,0	-7,2	-4,0	-2,8	-3,3	-4,8	-5,5	-6,0
Angola	3,8	18,7	29,6	21,7	12,7	-8,9	10,4	8,1	9,7	6,2	-5,0
Bénin	-7,0	-6,3	-5,3	-10,2	-8,1	-8,9	-7,2	-7,9	-7,6	-7,4	-5,1
Botswana	3,5	15,2	17,2	15,0	6,9	-5,8	-5,2	-6,8	-4,1	-1,4	0,7
Burkina Faso	-11,0	-11,6	-9,1	-8,2	-11,2	-4,4	-3,6	-4,4	-8,0	-6,9	-6,1
Burundi	-5,4	-5,4	-22,9	-5,9	-1,8	-11,5	-9,9	-12,9	-12,3	-8,7	-7,8
Cameroun	-3,4	-3,4	1,6	1,4	-1,2	-3,7	-2,8	-3,5	-4,8	-3,3	-3,1
Cap-Vert	-14,3	-3,5	-5,4	-14,7	-15,7	-15,6	-12,5	-12,5	-12,1	-10,5	-8,4
Comores	-4,6	-7,4	-6,0	-5,7	-10,9	-7,7	-6,9	-9,9	-11,1	-9,6	-7,8
Congo, Rép. dém. du	-3,0	-13,3	-2,7	-1,1	-17,5	-10,5	-6,9	-8,7	-7,8	-6,5	-5,7
Congo, Rép. du	-5,7	3,7	3,6	-6,5	2,3	-7,4	5,1	6,2	4,3	3,8	-1,1
Côte d'Ivoire	1,6	0,2	2,8	-0,7	1,9	7,0	1,1	6,7	-2,8	-3,0	-4,8
Guinée équatoriale	-21,6	-6,2	7,7	5,0	9,1	-17,1	-24,1	-9,7	-9,0	-6,6	-7,5
Érythrée	-0,7	0,3	-3,6	-6,1	-5,5	-7,6	-5,6	0,6	2,8	2,6	-2,5
Éthiopie	-1,4	-6,3	-9,1	-4,5	-5,6	-5,0	-4,4	-0,2	-8,4	-7,6	-5,2
Gabon	11,2	22,9	15,6	17,0	24,2	6,3	9,1	12,0	11,7	7,5	3,7
Gambie	-4,5	-10,3	-6,9	-8,3	-12,1	-12,3	-15,7	-14,1	-17,9	-14,9	-12,2
Ghana	-2,2	-4,4	-7,1	-8,0	-10,8	-3,2	-7,3	-10,0	-6,9	-6,0	-8,1
Guinée	-2,5	-1,0	-4,6	-11,7	-10,3	-9,9	-12,4	-6,4	-36,1	-39,7	3,5
Guinée-Bissau	1,4	-2,1	-5,6	-3,5	-4,9	-6,4	-8,3	-6,2	-7,2	-6,9	-4,3
Kenya	0,1	-1,4	-2,2	-3,7	-7,4	-5,7	-6,5	-11,8	-9,6	-8,4	-5,5
Lesotho	9,8	-1,0	14,6	6,2	10,3	-3,4	-15,1	-16,6	-11,2	-15,4	-0,2
Libéria	-20,2	-37,4	-13,8	-28,7	-57,3	-38,2	-43,4	-43,2	-60,5	-58,7	-10,2
Madagascar	-10,6	-11,6	-9,9	-12,7	-20,6	-21,1	-9,7	-7,4	-6,3	-5,5	-0,6
Malawi	-11,2	-11,9	-11,3	1,0	-9,7	-5,5	-1,2	-3,4	-2,1	-1,8	-1,6
Mali	-7,9	-8,5	-4,1	-6,9	-12,2	-7,3	-12,6	-10,2	-10,3	-9,0	-8,3
Maurice	-1,8	-5,0	-9,1	-5,4	-10,1	-7,4	-8,2	-10,3	-11,1	-10,1	-5,7
Mozambique	-10,7	-11,6	-10,7	-9,7	-11,9	-12,2	-11,7	-13,0	-12,7	-12,4	-10,8
Namibie	7,0	4,7	13,9	9,1	2,8	1,8	-1,8	-6,2	-4,4	-4,0	-2,2
Niger	-7,3	-8,9	-8,6	-8,2	-13,0	-25,0	-21,1	-28,5	-26,6	-20,7	-11,3
Nigéria	5,6	8,7	25,3	16,8	13,6	7,9	1,3	6,2	7,3	5,3	-0,4
Ouganda	0,1	-1,4	-3,4	-3,1	-3,1	-8,7	-9,6	-11,1	-12,5	-10,7	-8,7
République centrafricaine	-1,8	-6,5	-3,0	-6,2	-9,9	-8,1	-9,9	-6,9	-7,6	-6,8	-4,2
Rwanda	1,8	1,0	-4,3	-2,2	-4,9	-7,3	-6,0	-10,4	-12,5	-8,6	-2,0
São Tomé-et-Príncipe	-16,0	-11,0	-25,8	-29,8	-22,0	-25,5	-34,1	-33,1	-35,2	-33,6	-9,2
Sénégal	-6,9	-8,9	-9,2	-11,6	-14,1	-6,7	-6,1	-8,3	-10,0	-10,7	-7,6
Seychelles	-9,1	-22,2	-15,8	-15,3	-20,2	-9,8	-20,1	-21,6	-22,5	-18,3	-1,7
Sierra Leone	-5,8	-7,1	-5,6	-5,5	-11,5	-8,4	-28,8	-56,4	-10,0	-9,4	-9,5
Tchad	-17,1	1,2	5,9	11,6	9,0	-4,0	-3,5	-17,7	-10,0	3,3	-2,4
Togo	-10,0	-9,9	-8,4	-8,7	-6,8	-6,6	-7,1	-7,5	-9,3	-9,3	-7,1
Swaziland	3,1	-4,1	-7,4	-2,2	-8,2	-13,8	-16,5	-11,1	0,4	-5,7	-6,5
Tanzanie	-2,5	-5,1	-8,2	-10,4	-11,9	-10,7	-9,3	-9,7	-12,3	-11,2	-12,0
Zambie	-10,4	-8,5	-0,4	-6,5	-7,2	4,2	7,1	1,2	1,3	2,6	3,6
Zimbabwe <sup>5</sup>	-8,4	-10,8	-8,5	-7,1	-22,9	-24,2	-23,1	-17,5	-15,7	-14,9	-12,0

<sup>1</sup>La 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.

<sup>2</sup>Les calculs pour l'Argentine sont fondés sur les données officielles du PIB. Voir la note du tableau A4.

<sup>3</sup>Les projections pour 2011 et au-delà excluent le Soudan du Sud.

<sup>4</sup>Les données pour la République arabe syrienne de 2011 et au-delà sont exclues en raison de l'incertitude entourant la situation politique.

<sup>5</sup>Le dollar du Zimbabwe ne circule plus depuis le début de 2009. Les données sont fondées sur les estimations des prix et des taux de change en dollars établies par les services du FMI. Il se peut que les estimations en dollars des services du FMI diffèrent des estimations des autorités.

**Tableau A13. Pays émergents et en développement : flux nets de capitaux<sup>1</sup>**

(Milliards de dollars)

	Moyennes									Projections	
	2001-03	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Pays émergents et en développement</b>											
Flux nets de capitaux privés	110,1	242,4	320,7	299,4	700,1	259,5	285,2	527,0	521,0	394,7	460,0
Investissements directs nets	155,6	187,5	293,2	303,6	440,2	479,6	313,9	332,0	418,3	403,8	421,2
Investissements de portefeuille nets	-32,1	16,9	41,1	-39,5	105,9	-72,9	86,0	232,9	101,1	79,3	99,3
Autres flux nets de capitaux privés	-13,4	38,1	-13,7	35,3	154,1	-147,1	-114,7	-37,9	1,6	-88,4	-60,5
Flux nets de capitaux publics <sup>2</sup>	-10,1	-68,4	-95,0	-163,9	-92,6	-97,8	135,0	74,7	-109,8	-109,7	-112,9
Variation des réserves <sup>3</sup>	-189,1	-414,6	-590,6	-755,4	-1.210,0	-724,9	-520,3	-873,8	-831,6	-733,3	-724,6
<i>Pour mémoire</i>											
Transactions courantes <sup>4</sup>	93,6	215,8	412,6	644,1	633,0	676,3	294,7	400,6	476,3	450,3	373,3
<b>Europe centrale et orientale</b>											
Flux nets de capitaux privés	23,6	49,7	102,1	117,6	182,4	153,5	25,9	79,7	88,9	95,3	112,1
Investissements directs nets	14,4	30,6	37,8	64,1	74,7	67,5	30,4	21,7	33,7	35,1	39,0
Investissements de portefeuille nets	2,4	15,7	20,8	0,9	-4,2	-10,4	9,0	27,1	28,8	23,8	28,4
Autres flux nets de capitaux privés	6,9	3,4	43,5	52,5	111,8	96,4	-13,5	30,9	26,5	36,4	44,6
Flux nets de capitaux publics <sup>2</sup>	5,4	9,6	3,3	5,0	-6,1	20,5	48,4	35,1	21,8	11,3	3,0
Variation des réserves <sup>3</sup>	-6,9	-12,8	-43,6	-32,3	-36,4	-4,0	-29,0	-36,8	-14,4	-2,0	-6,6
<b>Communauté des États indépendants<sup>5</sup></b>											
Flux nets de capitaux privés	6,9	5,6	29,1	51,6	129,2	-97,9	-63,1	-22,6	-60,7	-55,2	-17,4
Investissements directs nets	5,1	13,2	11,7	21,4	28,3	50,6	16,2	10,3	22,0	16,8	23,5
Investissements de portefeuille nets	1,6	4,7	3,9	4,9	19,5	-31,5	-9,5	10,1	-5,2	-1,8	2,2
Autres flux nets de capitaux privés	0,1	-12,3	13,5	25,4	81,4	-117,0	-69,7	-43,0	-77,5	-70,3	-43,0
Flux nets de capitaux publics <sup>2</sup>	-1,4	-10,1	-18,3	-25,4	-6,0	-19,0	42,4	0,2	-8,6	-8,3	-12,1
Variation des réserves <sup>3</sup>	-20,7	-54,9	-77,1	-127,9	-168,0	27,0	-7,9	-52,7	-44,0	-36,5	-19,0
<b>Asie, pays en développement d'</b>											
Flux nets de capitaux privés	54,7	162,4	126,8	97,6	206,5	83,0	188,7	331,8	303,2	264,9	241,1
Investissements directs nets	55,0	68,3	131,9	131,6	175,4	169,6	104,1	160,1	168,1	163,2	149,9
Investissements de portefeuille nets	-2,9	39,6	15,5	-46,3	64,0	9,1	56,8	101,3	64,7	69,8	75,3
Autres flux nets de capitaux privés	2,6	54,4	-20,7	12,4	-32,9	-95,7	27,8	70,3	70,4	31,9	15,9
Flux nets de capitaux publics <sup>2</sup>	-9,6	-19,9	-3,2	2,7	1,3	-6,6	20,2	21,4	9,7	15,0	13,8
Variation des réserves <sup>3</sup>	-120,5	-245,5	-281,0	-361,5	-612,2	-491,5	-467,3	-584,5	-468,5	-441,0	-461,3
<b>Amérique latine et Caraïbes</b>											
Flux nets de capitaux privés	28,0	17,3	45,4	29,9	94,6	74,1	64,8	127,7	198,9	155,3	151,3
Investissements directs nets	53,6	50,5	57,3	32,8	90,7	98,3	70,2	77,1	133,4	128,7	130,4
Investissements de portefeuille nets	-14,1	-21,5	2,9	15,9	39,5	-11,8	34,2	72,7	44,2	29,7	28,2
Autres flux nets de capitaux privés	-11,4	-11,8	-14,9	-18,8	-35,7	-12,4	-39,6	-22,1	21,3	-3,1	-7,3
Flux nets de capitaux publics <sup>2</sup>	15,1	-10,6	-38,7	-56,0	-4,7	4,2	43,4	46,7	17,1	34,4	31,1
Variation des réserves <sup>3</sup>	-9,7	-24,3	-36,3	-52,5	-133,6	-50,6	-49,7	-104,6	-119,4	-60,9	-43,2
<b>Moyen-Orient et Afrique du Nord</b>											
Flux nets de capitaux privés	-5,0	-3,3	-3,7	-1,7	68,8	37,7	54,7	20,1	-18,5	-86,7	-62,4
Investissements directs nets	13,9	13,1	35,9	45,0	48,9	58,2	62,0	40,5	28,7	26,1	33,3
Investissements de portefeuille nets	-15,1	-23,6	-1,1	-20,3	-11,4	3,2	0,6	26,1	-16,9	-41,0	-34,6
Autres flux nets de capitaux privés	-3,8	7,2	-38,5	-26,4	31,2	-23,7	-7,9	-46,6	-30,2	-71,7	-61,0
Flux nets de capitaux publics <sup>2</sup>	-19,9	-37,2	-30,2	-60,8	-76,2	-106,1	-35,7	-59,5	-176,8	-187,9	-170,7
Variation des réserves <sup>3</sup>	-30,7	-58,3	-129,5	-151,6	-231,2	-186,6	23,1	-91,7	-164,4	-166,2	-169,0
<b>Afrique subsaharienne</b>											
Flux nets de capitaux privés	1,8	10,8	21,0	4,3	18,7	9,1	14,1	-9,7	9,2	21,1	35,2
Investissements directs nets	13,6	11,7	18,5	8,7	22,1	35,4	31,0	22,2	32,6	33,8	45,1
Investissements de portefeuille nets	-4,0	2,0	-0,9	5,5	-1,6	-31,5	-5,2	-4,4	-14,5	-1,2	-0,2
Autres flux nets de capitaux privés	-7,8	-2,9	3,3	-9,9	-1,8	5,3	-11,7	-27,4	-8,9	-11,6	-9,7
Flux nets de capitaux publics <sup>2</sup>	0,3	-0,3	-7,8	-29,5	-0,9	9,2	16,3	30,7	27,1	25,9	21,9
Variation des réserves <sup>3</sup>	-0,5	-18,7	-23,2	-29,6	-28,4	-19,1	10,5	-3,5	-20,9	-26,8	-25,5
<i>Pour mémoire</i>											
<b>Pays exportateurs de combustibles</b>											
Flux nets de capitaux privés	-8,6	-8,2	0,9	8,8	125,4	-144,5	-67,7	-78,1	-150,3	-214,9	-155,8
<b>Autres pays</b>											
Flux nets de capitaux privés	118,6	250,6	319,8	290,6	574,7	404,0	352,9	605,0	671,3	609,6	615,8

<sup>1</sup>Les flux nets de capitaux se composent des investissements directs nets, des investissements de portefeuille nets et d'autres flux de capitaux nets publics et privés, ainsi que des variations des réserves.<sup>2</sup>Hors dons et y compris les transactions sur avoirs et engagements extérieurs des organismes publics.<sup>3</sup>Le signe moins indique une augmentation.<sup>4</sup>La somme du solde des transactions courantes, des flux nets de capitaux privés et publics et de la variation des réserves est égale, mais avec le signe contraire, à la somme du solde du compte de capital et des erreurs et omissions.<sup>5</sup>La 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.

**Tableau A14. Pays émergents et en développement : flux de capitaux privés<sup>1</sup>***(Milliards de dollars)*

	Moyennes									Projections	
	2001-03	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Pays émergents et en développement</b>											
Flux nets de capitaux privés	110,1	242,4	320,7	299,4	700,1	259,5	285,2	527,0	521,0	394,7	460,0
Avoirs	-97,8	-265,8	-335,8	-620,2	-815,6	-584,4	-297,3	-580,8	-553,6	-614,9	-626,8
Engagements	207,0	508,3	655,0	919,6	1.514,8	841,5	582,6	1.106,0	1.074,0	1.006,5	1.084,2
<b>Europe centrale et orientale</b>											
Flux nets de capitaux privés	23,6	49,7	102,1	117,6	182,4	153,5	25,9	79,7	88,9	95,3	112,1
Avoirs	-6,9	-30,0	-17,8	-56,4	-44,5	-29,3	-10,0	-6,9	10,8	2,0	3,4
Engagements	30,6	79,7	119,8	173,7	226,0	182,0	36,6	86,8	78,4	93,7	108,9
<b>Communauté des États indépendants<sup>2</sup></b>											
Flux nets de capitaux privés	6,9	5,6	29,1	51,6	129,2	-97,9	-63,1	-22,6	-60,7	-55,2	-17,4
Avoirs	-20,6	-53,0	-80,3	-100,1	-160,6	-264,8	-74,0	-103,5	-128,9	-122,1	-110,5
Engagements	27,5	58,6	109,4	152,0	289,8	167,4	11,1	80,4	68,0	65,2	93,2
<b>Asie, pays en développement d'</b>											
Flux nets de capitaux privés	54,7	162,4	126,8	97,6	206,5	83,0	188,7	331,8	303,2	264,9	241,1
Avoirs	-19,5	-54,1	-115,7	-221,6	-248,2	-171,1	-92,8	-234,2	-210,6	-273,4	-290,0
Engagements	73,9	216,3	242,2	319,2	454,1	253,1	281,1	565,8	513,9	538,3	529,9
<b>Amérique latine et Caraïbes</b>											
Flux nets de capitaux privés	28,0	17,3	45,4	29,9	94,6	74,1	64,8	127,7	198,9	155,3	151,3
Avoirs	-31,9	-45,7	-50,3	-91,9	-114,9	-74,9	-96,6	-160,9	-113,2	-78,1	-79,8
Engagements	59,0	62,8	94,6	121,8	209,6	148,1	161,1	287,5	312,1	232,4	230,3
<b>Moyen-Orient et Afrique du Nord</b>											
Flux nets de capitaux privés	-5,0	-3,3	-3,7	-1,7	68,8	37,7	54,7	20,1	-18,5	-86,7	-62,4
Avoirs	-10,1	-71,5	-55,8	-120,3	-213,4	-25,4	-8,3	-46,4	-90,5	-119,1	-118,6
Engagements	5,1	68,3	52,1	118,6	282,2	63,1	63,0	66,5	72,0	32,4	56,2
<b>Afrique subsaharienne</b>											
Flux nets de capitaux privés	1,8	10,8	21,0	4,3	18,7	9,1	14,1	-9,7	9,2	21,1	35,2
Avoirs	-8,7	-11,5	-15,8	-29,9	-34,0	-18,8	-15,6	-29,0	-21,2	-24,3	-31,3
Engagements	10,8	22,7	37,0	34,3	53,1	28,0	29,7	19,0	29,6	44,6	65,7

<sup>1</sup>Les flux de capitaux privés se composent des investissements directs, des investissements de portefeuille et d'autres flux d'investissements à court et à long terme.

<sup>2</sup>La 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.

**Tableau A15. Origines et emplois de l'épargne mondiale : récapitulation***(En pourcentage du PIB)*

	Moyennes								Projections		
	1990-97	1998-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014-17
<b>Monde</b>											
Épargne	22,1	21,7	24,0	24,2	24,1	21,9	23,3	24,0	24,4	24,8	25,5
Investissement	23,0	21,9	23,2	23,7	23,8	21,7	22,8	23,5	24,0	24,5	25,5
<b>Pays avancés</b>											
Épargne	21,7	20,5	20,9	20,7	19,8	17,2	18,2	18,5	18,6	19,1	19,8
Investissement	22,3	21,1	21,5	21,6	21,0	17,7	18,6	18,8	19,2	19,4	20,3
Prêts nets	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-1,2	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3	-0,5
Transferts courants	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Revenu des facteurs	-0,5	0,4	1,1	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	0,7	0,7	0,6
Solde des ressources	0,5	-0,3	-1,0	-0,6	-0,8	0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2
<b>États-Unis</b>											
Épargne	16,0	16,3	16,4	14,6	13,4	11,5	12,5	12,9	13,1	13,7	15,2
Investissement	18,3	19,8	20,6	19,6	18,1	14,7	15,8	15,9	16,3	16,8	18,4
Prêts nets	-2,3	-3,5	-4,2	-5,0	-4,7	-3,3	-3,3	-3,0	-3,3	-3,1	-3,3
Transferts courants	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7
Revenu des facteurs	-0,7	1,0	2,2	0,8	1,0	0,4	1,1	1,6	1,5	1,6	1,5
Solde des ressources	-1,1	-3,9	-5,6	-5,0	-4,9	-2,7	-3,4	-3,7	-4,0	-3,9	-4,0
<b>Zone euro</b>											
Épargne	...	21,5	22,3	22,9	21,4	19,0	19,8	20,0	20,3	20,5	20,9
Investissement	...	21,0	21,9	22,6	22,2	19,0	19,3	19,6	19,5	19,5	19,7
Prêts nets	...	0,5	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,5	0,4	0,8	1,0	1,1
Transferts courants <sup>1</sup>	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
Revenu des facteurs <sup>1</sup>	-0,6	-0,4	0,3	-0,2	-0,6	-0,2	0,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,5
Solde des ressources <sup>1</sup>	1,1	1,7	1,2	1,6	0,9	1,4	1,4	1,5	2,0	2,4	2,6
<b>Allemagne</b>											
Épargne	21,9	20,9	24,4	26,7	25,6	22,5	23,4	23,7	23,7	23,3	22,6
Investissement	22,8	19,6	18,1	19,3	19,4	16,5	17,3	18,0	18,5	18,5	18,6
Prêts nets	-0,9	1,2	6,3	7,4	6,2	5,9	6,1	5,7	5,2	4,9	4,1
Transferts courants	-1,6	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Revenu des facteurs	0,0	-0,2	1,9	1,8	1,3	2,4	2,0	1,9	1,5	1,0	0,7
Solde des ressources	0,6	2,7	5,6	7,0	6,2	5,0	5,6	5,1	4,9	5,1	4,6
<b>France</b>											
Épargne	19,9	20,4	20,3	20,9	20,1	17,5	18,6	18,8	19,4	19,7	20,7
Investissement	19,1	19,1	20,8	21,9	21,8	19,0	19,2	20,1	21,3	21,2	21,4
Prêts nets	0,8	1,3	-0,6	-1,0	-1,7	-1,5	-0,6	-1,4	-1,9	-1,5	-0,7
Transferts courants	-0,7	-1,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3
Revenu des facteurs	-0,1	1,1	1,6	1,7	1,7	1,7	3,0	2,8	1,6	1,6	1,6
Solde des ressources	1,6	1,3	-1,0	-1,4	-2,2	-1,7	-2,3	-2,8	-2,2	-1,8	-1,0
<b>Italie</b>											
Épargne	20,8	20,8	20,3	20,9	18,7	16,8	16,7	16,4	16,6	17,2	17,7
Investissement	20,6	20,7	21,8	22,1	21,6	18,9	20,2	19,6	18,8	18,7	19,2
Prêts nets	0,2	0,1	-1,5	-1,2	-2,9	-2,1	-3,5	-3,2	-2,2	-1,5	-1,6
Transferts courants	-0,5	-0,5	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8
Revenu des facteurs	-1,8	-0,6	0,2	-0,1	-1,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
Solde des ressources	2,5	1,2	-0,8	-0,3	-0,7	-0,5	-1,9	-1,5	-0,5	0,1	0,0
<b>Japon</b>											
Épargne	31,7	26,7	26,6	27,7	26,1	22,4	23,3	21,9	23,0	23,7	23,4
Investissement	29,7	23,8	22,7	22,9	23,0	19,7	19,8	19,9	20,7	20,9	21,1
Prêts nets	2,0	3,0	3,9	4,8	3,2	2,7	3,5	2,0	2,2	2,7	2,3
Transferts courants	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Revenu des facteurs	0,8	1,6	2,7	3,1	3,1	2,5	2,4	3,0	2,7	2,7	2,8
Solde des ressources	1,4	1,5	1,4	1,9	0,4	0,5	1,4	-0,7	-0,4	0,2	-0,4
<b>Royaume-Uni</b>											
Épargne	15,6	15,5	14,2	15,8	15,6	12,7	12,1	12,9	13,1	14,2	16,6
Investissement	17,2	17,4	17,5	18,2	17,0	14,2	15,4	14,8	14,8	15,3	17,1
Prêts nets	-1,6	-1,9	-3,2	-2,5	-1,4	-1,5	-3,3	-1,9	-1,7	-1,1	-0,6
Transferts courants	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,4	-1,4	-1,1	-1,1	-1,1
Revenu des facteurs	-0,3	1,1	0,7	1,5	2,3	1,5	0,6	1,4	0,7	0,7	0,7
Solde des ressources	-0,6	-2,2	-3,1	-3,0	-2,7	-1,8	-2,5	-1,8	-1,4	-0,8	-0,2

Tableau A15. Origines et emplois de l'épargne mondiale : récapitulation (suite)

	Moyennes		2006	2007	2008	2009	2010	2011	Projections		
	1990-97	1998-2005							2012	2013	2014-17
<b>Canada</b>											
Épargne	16,4	21,8	24,4	24,1	23,6	17,9	19,1	20,0	20,6	21,0	21,7
Investissement	19,0	20,3	23,0	23,2	23,2	20,9	22,2	22,8	23,2	23,6	24,0
Prêts nets	-2,5	1,6	1,4	0,8	0,3	-3,0	-3,1	-2,8	-2,7	-2,7	-2,3
Transferts courants	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Revenu des facteurs	-3,6	-2,6	-0,9	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,2	-1,3	-1,2	-1,6
Solde des ressources	1,1	4,1	2,4	1,9	1,5	-1,8	-2,0	-1,3	-1,1	-1,2	-0,4
<b>Nouv. écon. industrielles d'Asie</b>											
Épargne	34,6	32,2	32,5	33,4	32,6	31,2	33,7	32,4	31,7	31,5	31,0
Investissement	32,7	26,5	26,4	26,2	27,6	23,5	26,4	26,0	25,9	25,8	25,7
Prêts nets	1,9	5,7	6,1	7,2	4,9	7,7	7,3	6,5	5,9	5,7	5,3
Transferts courants	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7
Revenu des facteurs	0,8	0,4	0,6	0,7	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7
Solde des ressources	1,2	5,9	6,2	7,2	4,7	7,7	7,2	6,5	6,0	5,8	5,3
<b>Pays émergents et en développement</b>											
Épargne	23,7	26,3	32,8	33,1	33,6	32,1	32,9	33,6	33,7	33,9	33,8
Investissement	26,2	25,1	27,8	29,2	30,1	30,5	31,0	31,8	32,1	32,7	33,0
Prêts nets	-1,9	1,2	5,0	4,0	3,4	1,7	1,9	1,8	1,6	1,2	0,7
Transferts courants	0,7	1,3	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	1,0	1,1
Revenu des facteurs	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5	-1,8	-1,7	-1,4	-1,1
Solde des ressources	-0,9	1,8	5,1	4,0	3,6	1,7	2,1	2,6	2,2	1,7	0,8
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,9	4,7	10,6	12,6	6,9	4,9	6,8	5,7	4,9	4,4	3,7
Variation des réserves	1,1	2,5	5,9	7,7	3,8	2,9	4,0	3,3	2,7	2,5	2,3
<b>Par région</b>											
<b>Europe centrale et orientale</b>											
Épargne	20,1	17,3	16,6	16,3	16,7	16,0	16,2	16,8	16,7	16,9	17,3
Investissement	22,0	21,0	23,4	24,7	25,0	19,1	20,8	22,7	22,2	22,4	22,9
Prêts nets	-1,8	-3,8	-6,8	-8,4	-8,3	-3,0	-4,6	-6,0	-5,6	-5,5	-5,6
Transferts courants	1,8	2,0	1,8	1,6	1,5	1,7	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3
Revenu des facteurs	-1,3	-1,4	-2,3	-2,9	-2,4	-2,3	-2,2	-2,5	-2,3	-2,3	-2,1
Solde des ressources	-2,3	-4,5	-6,3	-7,1	-7,5	-2,6	-4,0	-5,2	-4,9	-4,7	-4,8
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	0,9	2,7	6,1	4,8	1,7	1,7	2,7	-0,1	0,4	0,5	0,2
Variation des réserves	0,4	1,4	2,5	2,2	0,2	1,8	2,1	0,8	0,1	0,3	0,1
<b>Communauté des États indépendants<sup>2</sup></b>											
Épargne	...	27,1	30,2	30,7	30,1	21,9	26,2	29,1	28,8	28,7	26,6
Investissement	...	20,2	23,0	26,7	25,2	19,1	22,4	24,4	24,9	27,0	27,3
Prêts nets	...	6,9	7,3	4,0	4,8	2,8	3,8	4,7	3,9	1,6	-0,7
Transferts courants	...	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Revenu des facteurs	...	-3,0	-3,3	-2,9	-3,4	-3,6	-3,7	-3,8	-3,4	-3,0	-2,3
Solde des ressources	...	9,2	10,3	6,8	8,0	5,8	7,1	8,2	7,1	4,4	1,4
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	...	9,3	14,9	17,5	10,0	1,5	6,1	5,4	4,5	2,9	1,7
Variation des réserves	...	4,0	9,8	9,8	-1,2	0,5	2,7	1,8	1,4	0,6	0,3
<b>Asie, pays en développement d'</b>											
Épargne	31,7	34,3	42,6	43,5	43,8	45,3	44,4	43,5	43,3	43,5	43,6
Investissement	33,6	31,9	37,0	36,9	38,3	41,4	41,2	41,7	42,1	42,1	41,6
Prêts nets	-1,9	2,3	5,5	6,6	5,4	3,8	3,2	1,8	1,1	1,4	2,0
Transferts courants	1,0	1,8	2,2	2,2	2,1	1,9	1,7	1,4	1,4	1,4	1,7
Revenu des facteurs	-1,7	-1,5	-0,9	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,7	-0,6	-0,3	-0,2
Solde des ressources	-1,3	2,1	4,3	5,0	3,7	2,4	1,8	1,0	0,3	0,3	0,6
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	3,2	5,4	11,2	13,4	7,6	6,8	8,4	5,5	4,8	4,5	4,5
Variation des réserves	1,9	3,8	7,5	10,1	6,6	5,9	6,1	4,1	3,6	3,4	3,5

Tableau A15. Origines et emplois de l'épargne mondiale : récapitulation (suite)

	Moyennes								Projections		
	1990-97	1998-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014-17
<b>Amérique latine et Caraïbes</b>											
Épargne	19,0	19,1	23,3	23,0	22,8	20,0	20,5	21,2	20,9	21,1	21,3
Investissement	21,0	20,5	21,7	22,6	23,8	20,6	21,8	22,7	23,0	23,3	23,7
Prêts nets	-2,1	-1,4	1,6	0,4	-0,9	-0,6	-1,3	-1,5	-2,1	-2,1	-2,4
Transferts courants	0,9	1,5	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Revenu des facteurs	-2,4	-3,0	-3,0	-2,7	-2,7	-2,5	-2,5	-2,8	-2,7	-2,5	-2,4
Solde des ressources	-0,5	0,1	2,6	1,3	0,2	0,5	0,0	0,2	-0,5	-0,7	-1,0
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,2	2,3	2,9	5,8	2,4	4,4	5,2	4,8	2,4	1,9	1,2
Variation des réserves	0,9	0,5	1,7	3,6	1,2	1,2	2,1	2,1	1,1	0,7	0,5
<b>Moyen-Orient et Afrique du Nord</b>											
Épargne	22,4	30,0	41,1	40,6	42,5	31,5	35,6	39,6	40,9	39,4	36,2
Investissement	24,4	23,4	22,9	26,3	27,1	29,0	27,8	26,6	26,3	26,8	27,6
Prêts nets	-2,0	6,6	18,3	14,6	15,0	3,0	8,1	13,4	14,7	12,8	8,4
Transferts courants	-2,2	-1,0	-0,4	-0,8	-0,8	-1,4	-1,2	-1,5	-1,5	-1,8	-1,9
Revenu des facteurs	1,5	0,6	0,9	1,1	0,6	0,2	-0,3	-0,8	-0,5	-0,2	0,9
Solde des ressources	-1,3	7,0	18,0	14,5	15,5	3,8	9,4	15,5	16,5	14,7	9,6
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,7	8,4	24,8	28,0	15,7	4,5	9,2	14,1	13,9	12,9	9,2
Variation des réserves	0,8	3,4	9,5	12,4	8,0	-1,1	3,8	5,9	5,5	5,4	3,8
<b>Afrique subsaharienne</b>											
Épargne	15,6	16,7	25,2	23,7	22,4	19,6	19,8	19,7	19,5	19,4	19,5
Investissement	16,7	18,8	20,6	21,9	21,9	22,3	21,8	21,2	21,1	21,8	22,7
Prêts nets	-1,2	-2,1	4,6	1,8	0,4	-2,8	-2,0	-1,5	-1,7	-2,4	-3,2
Transferts courants	2,0	2,3	4,6	4,6	4,5	4,7	4,2	3,8	3,4	3,3	3,1
Revenu des facteurs	-3,0	-4,8	-3,9	-5,3	-6,0	-4,3	-4,8	-5,2	-5,4	-5,4	-4,3
Solde des ressources	0,0	0,3	3,8	2,5	1,7	-3,4	-1,6	-0,2	0,1	-0,4	-2,1
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,2	2,4	8,4	7,9	3,8	2,4	2,4	2,5	3,7	4,2	3,0
Variation des réserves	0,9	1,2	4,1	3,4	2,0	-1,2	0,3	1,7	2,0	1,8	1,3
<b>Classification analytique</b>											
<b>Source des recettes</b>											
<b>d'exportation</b>											
<b>Pays exportateurs de combustibles</b>											
Épargne	22,7	30,3	39,3	38,2	38,4	28,5	32,3	36,0	36,4	34,9	31,4
Investissement	26,0	22,7	22,7	26,3	25,3	24,6	24,8	25,0	24,9	26,2	26,7
Prêts nets	-1,3	7,6	16,6	12,0	12,8	4,1	7,6	11,1	11,4	8,6	4,5
Transferts courants	-3,2	-1,6	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Revenu des facteurs	0,1	-1,6	-1,6	-1,6	-2,3	-2,2	-2,6	-3,0	-2,8	-2,4	-1,4
Solde des ressources	1,9	10,8	18,7	14,5	16,0	6,9	10,9	15,1	15,1	12,2	7,2
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,7	9,3	21,3	23,3	14,0	3,5	7,8	11,0	10,6	8,8	5,6
Variation des réserves	0,2	3,5	10,0	10,8	3,6	-1,5	3,0	4,5	4,2	3,4	2,0
<b>Pays exportateurs d'autres produits</b>											
Épargne	23,9	25,4	31,0	31,7	32,1	33,0	33,0	32,9	33,0	33,6	34,4
Investissement	26,0	25,7	29,3	30,0	31,5	31,9	32,6	33,5	34,1	34,4	34,6
Prêts nets	-2,0	-0,3	1,7	1,7	0,6	1,1	0,5	-0,6	-1,0	-0,8	-0,2
Transferts courants	1,4	1,9	2,4	2,3	2,2	2,0	1,8	1,6	1,6	1,5	1,7
Revenu des facteurs	-1,9	-2,0	-1,8	-1,6	-1,4	-1,3	-1,3	-1,5	-1,4	-1,2	-1,0
Solde des ressources	-1,5	-0,2	1,1	1,0	-0,2	0,4	-0,1	-0,7	-1,3	-1,2	-0,9
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,9	3,7	7,4	9,4	4,7	5,2	6,6	4,4	3,4	3,2	3,2
Variation des réserves	1,3	2,2	4,7	6,8	3,8	4,0	4,3	3,0	2,3	2,2	2,3

Tableau A15. Origines et emplois de l'épargne mondiale : récapitulation (fin)

	Moyennes								Projections		
	1990-97	1998-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014-17
<b>Source de financement extérieur</b>											
<b>Pays débiteurs (net)</b>											
Épargne	19,3	19,4	22,5	22,7	21,7	21,0	21,5	21,5	21,2	21,6	22,4
Investissement	21,5	21,4	24,1	25,5	25,8	23,1	24,2	24,5	24,8	25,1	25,7
Prêts nets	-2,3	-2,0	-1,7	-2,7	-4,0	-2,1	-2,7	-3,0	-3,5	-3,4	-3,3
Transferts courants	1,8	2,6	3,0	2,9	2,9	2,9	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4
Revenu des facteurs	-1,9	-2,3	-2,5	-2,5	-2,5	-2,2	-2,3	-2,5	-2,5	-2,5	-2,3
Solde des ressources	-2,1	-2,3	-2,3	-3,2	-4,4	-2,9	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-3,4
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,1	2,3	4,1	5,9	1,6	2,7	3,7	2,8	1,4	1,4	1,1
Variation des réserves	0,9	1,1	2,5	3,9	0,7	1,5	2,0	1,5	0,6	0,7	0,7
<b>Financement public</b>											
Épargne	17,4	19,0	22,8	23,4	21,6	21,7	22,4	23,3	22,5	22,9	23,1
Investissement	19,7	21,3	23,4	23,5	23,9	23,3	24,2	25,8	26,2	26,0	25,8
Prêts nets	-2,3	-2,4	-0,6	-0,1	-2,3	-1,6	-1,8	-2,5	-3,7	-3,1	-2,8
Transferts courants	4,8	7,6	10,7	11,4	11,0	10,8	10,8	11,4	11,0	10,6	10,0
Revenu des facteurs	-2,6	-3,1	-2,5	-1,2	-1,6	-1,6	-1,5	-2,0	-2,3	-2,4	-2,8
Solde des ressources	-4,6	-7,0	-8,8	-10,3	-11,7	-10,8	-11,0	-12,0	-12,4	-11,3	-10,0
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,5	1,7	0,2	3,3	0,9	2,8	2,4	1,8	1,5	1,7	1,6
Variation des réserves	1,5	1,2	1,2	2,3	1,3	1,3	2,0	1,1	1,3	1,6	1,8
<b>Pays débiteurs (net), selon le service de la dette</b>											
<b>Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2006 et 2010</b>											
Épargne	14,9	17,0	22,8	22,2	20,8	18,9	19,7	20,2	20,0	20,4	20,7
Investissement	18,8	19,0	23,2	24,1	24,8	21,7	23,8	24,8	25,2	25,3	24,9
Prêts nets	-3,9	-2,0	-0,3	-1,9	-4,0	-2,8	-4,0	-4,6	-5,3	-4,8	-4,2
Transferts courants	1,7	3,9	5,6	5,0	4,5	4,5	4,2	3,6	3,5	3,3	3,2
Revenu des facteurs	-3,6	-4,0	-2,9	-2,8	-3,7	-3,1	-3,8	-3,9	-3,8	-3,6	-3,2
Solde des ressources	-2,1	-1,9	-3,1	-4,0	-4,9	-4,4	-4,7	-4,4	-5,1	-4,6	-4,2
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	2,9	2,6	3,3	5,7	1,3	1,2	2,3	2,9	1,1	1,1	0,8
Variation des réserves	0,8	0,6	2,0	3,8	0,6	1,7	1,4	0,2	0,6	0,7	0,6

Note : Les estimations du présent tableau sont tirées des comptes nationaux et des statistiques de balance des paiements des pays. Les chiffres composites pour les groupes de pays sont la somme des valeurs en dollars pour les pays individuels, contrairement à l'édition d'avril 2005 et aux éditions antérieures des *Perspectives*, où ils sont pondérés par le PIB de ces pays, calculé à parité des pouvoirs d'achat (PPA) et en pourcentage du PIB mondial. Pour nombre de pays, les estimations de l'épargne nationale sont établies à partir des données des comptes nationaux sur l'investissement intérieur brut et des données de la balance des paiements sur l'investissement extérieur net. Ce dernier, dont le montant est égal à celui du solde des transactions courantes, se divise en trois composantes : les transferts courants, le revenu des facteurs (net) et le solde des ressources. Du fait que les données proviennent de diverses sources, en fonction de leur disponibilité, les estimations de l'épargne nationale intègrent des écarts statistiques. Les estimations des prêts nets reflètent aussi les erreurs, omissions et asymétries des statistiques de balance des paiements. Au plan mondial, le poste prêts nets, qui en théorie devrait être nul, est égal à l'écart statistique des soldes des transactions courantes pour l'ensemble du monde. En dépit de ces carences statistiques, les estimations des flux de ressources, telles que celles qui sont présentées ici, sont un outil d'analyse utile pour suivre l'évolution de l'épargne et de l'investissement, aussi bien dans le temps que d'une région ou d'un pays à l'autre.

<sup>1</sup>Calculé à partir des données de chaque pays de la zone euro.

<sup>2</sup>La 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.

**Tableau A16. Ensemble du monde — Scénario de référence à moyen terme : récapitulation**

	Moyennes		2010	2011	Projections			
	1994–2001	2002–09			2012	2013	2010–13	2014–17
	<i>Variations annuelles en pourcentage</i>							
<b>PIB réel mondial</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>
Pays avancés	3,1	1,4	3,2	1,6	1,4	2,0	2,1	2,6
Pays émergents et en développement	4,2	6,4	7,5	6,2	5,7	6,0	6,4	6,3
<i>Pour mémoire</i>								
Production potentielle								
Principaux pays avancés	2,5	1,9	0,9	1,2	1,3	1,4	1,2	1,6
<b>Commerce mondial, volume<sup>1</sup></b>	<b>7,4</b>	<b>4,4</b>	<b>12,9</b>	<b>5,8</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>	<b>7,0</b>	<b>6,3</b>
Importations								
Pays avancés	7,8	2,8	11,5	4,3	1,8	4,1	5,4	5,4
Pays émergents et en développement	6,7	8,8	15,3	8,8	8,4	8,1	10,1	7,8
Exportations								
Pays avancés	7,0	3,3	12,2	5,3	2,3	4,7	6,0	5,4
Pays émergents et en développement	8,6	7,5	14,7	6,7	6,6	7,2	8,7	7,7
Termes de l'échange								
Pays avancés	0,0	-0,1	-1,0	-1,7	-0,9	0,1	-0,9	-0,2
Pays émergents et en développement	0,2	1,5	2,0	3,2	0,6	-1,1	1,2	-1,0
<b>Prix mondiaux (en dollars)</b>								
Produits manufacturés	-0,8	3,1	2,4	7,2	0,2	0,2	2,5	0,2
Pétrole	4,7	12,4	27,9	31,6	10,3	-4,1	15,5	-4,6
Produits primaires hors combustibles	-1,4	6,7	26,3	17,8	-10,3	-2,1	6,9	-2,4
<b>Prix à la consommation</b>								
Pays avancés	2,1	2,0	1,5	2,7	1,9	1,7	2,0	1,8
Pays émergents et en développement	23,3	6,4	6,1	7,1	6,2	5,6	6,2	4,7
	<i>En pourcentage</i>							
<b>Taux d'intérêt</b>								
LIBOR à six mois en valeur réelle <sup>2</sup>	3,7	0,5	-0,6	-1,6	-0,1	0,1	-0,6	0,6
Taux mondial d'intérêt réel à long terme <sup>3</sup>	3,4	1,9	1,6	0,2	0,7	1,3	1,0	2,4
	<i>En pourcentage du PIB</i>							
<b>Soldes des transactions courantes</b>								
Pays avancés	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3
Pays émergents et en développement	-0,6	2,9	1,9	1,9	1,7	1,3	1,7	0,8
<b>Dettes extérieures totales</b>								
Pays émergents et en développement	36,9	29,8	25,2	23,8	23,7	23,6	24,0	22,7
<b>Service de la dette</b>								
Pays émergents et en développement	8,8	9,9	8,2	8,4	8,9	9,1	8,7	9,2

<sup>1</sup>Les données se rapportent au commerce de biens et de services.<sup>2</sup>Taux interbancaire offert à Londres sur les dépôts en dollars diminué du pourcentage de variation du déflateur du PIB des États-Unis.<sup>3</sup>Moyennes pondérées en fonction du PIB des taux des obligations d'État à 10 ans (ou échéance la plus proche) de l'Allemagne, du Canada, des États-Unis, de la France, de l'Italie, du Japon et du Royaume-Uni.

# PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

## QUESTIONS D'ACTUALITÉ

### Derniers numéros des *Perspectives de l'économie mondiale*

Perspectives de l'économie mondiale : Récessions et reprises	Avril 2002
Perspectives de l'économie mondiale : Commerce et finance	Septembre 2002
Perspectives de l'économie mondiale : Croissance et institutions	Avril 2003
Perspectives de l'économie mondiale : La dette publique des marchés émergents	Septembre 2003
Perspectives de l'économie mondiale : Promouvoir les réformes structurelles	Avril 2004
Perspectives de l'économie mondiale : La transition démographique mondiale	Septembre 2004
Perspectives de l'économie mondiale : Mondialisation et déséquilibres extérieurs	Avril 2005
Perspectives de l'économie mondiale : Développement institutionnel	Septembre 2005
Perspectives de l'économie mondiale : Mondialisation et inflation	Avril 2006
Perspectives de l'économie mondiale : Systèmes financiers et cycles économiques	Septembre 2006
Perspectives de l'économie mondiale : Effets de contagion et cycles économiques mondiaux	Avril 2007
Perspectives de l'économie mondiale : Mondialisation et inégalité	Octobre 2007
Perspectives de l'économie mondiale : Logement et cycle conjoncturel	Avril 2008
Perspectives de l'économie mondiale : Turbulences financières, ralentissements et redressements	Octobre 2008
Perspectives de l'économie mondiale : Crise et reprise	Avril 2009
Perspectives de l'économie mondiale : Soutenir la reprise	Octobre 2009
Perspectives de l'économie mondiale : Rééquilibrer la croissance	Avril 2010
Perspectives de l'économie mondiale : Reprise, risques et rééquilibrage	Octobre 2010
Perspectives de l'économie mondiale — Les tensions d'une reprise à deux vitesses : Chômage, matières premières et flux de capitaux	Avril 2011
Perspectives de l'économie mondiale : Croissance au ralenti, risques en hausse	Septembre 2011
Perspectives de l'économie mondiale : Une reprise en cours, mais qui reste en danger	Avril 2012

### I. Méthodologie : agrégats, modèles et prévisions

Le modèle de l'économie mondiale	Avril 2003, encadré 4.3
Comment devrions-nous mesurer la croissance mondiale?	Septembre 2003, encadré 1.2
L'évaluation des réserves de change	Septembre 2003, encadré 2.2
Les effets des allègements fiscaux dans un modèle budgétaire mondial	Avril 2004, encadré 2.2
Quel est le degré d'exactitude des prévisions des <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> ?	Avril 2006, encadré 1.3
Épargne des ménages et épargne des entreprises	Avril 2006, encadré 4.1
Mesurer l'inégalité : concepts, méthodologies et indicateurs	Octobre 2007, encadré 4.1
Nouveaux indices de cycle conjoncturel pour l'Amérique latine : une reconstruction historique	Octobre 2007, encadré 5.3
Incidence des nouveaux paramètres de calcul des PPA sur l'estimation de la croissance mondiale	Avril 2008, appendice 1.1
La mesure de l'écart de production	Octobre 2008, encadré 1.3

Évaluation et explication des risques pour les perspectives mondiales	Octobre 2008, appendice 1.1
Représentation de la croissance mondiale sous forme de graphique en éventail	Avril 2009, appendice 1.2
Les indicateurs de suivi de la croissance	Octobre 2010, appendice 1.2
Calcul de la production potentielle à partir de données à bruit selon le modèle de projection mondial	Octobre 2010, encadré 1.3
Rééquilibrage non coordonné	Octobre 2010, encadré 1.4
<i>Perspectives de l'économie mondiale</i> : contre-scénarios	Avril 2011, encadré 1.2

## II. Études rétrospectives

Historique des épisodes d'envolée et d'effondrement des cours de bourse et de récession	Avril 2003, encadré 2.1
Développement institutionnel : influence des facteurs historiques et géographiques	Avril 2003, encadré 3.1
Les déséquilibres extérieurs passés et présents	Avril 2005, encadré 3.1
Les taux d'intérêt à long terme d'un point de vue historique	Avril 2006, encadré 1.1
Le recyclage des pétrodollars dans les années 70	Avril 2006, encadré 2.2
Croissance et balance courante : une perspective historique	Octobre 2008, encadré 6.3
Perspectives historiques des crises financières internationales	Octobre 2009, encadré 4.1

## III. Croissance économique : facteurs et évolution

Croissance et institutions	Avril 2003, chapitre 3
La nouvelle économie est-elle morte?	Avril 2003, encadré 1.2
Les points d'appui extérieurs ont-ils permis d'accélérer les réformes institutionnelles?	Avril 2003, encadré 3.2
Développement institutionnel : le rôle du FMI	Avril 2003, encadré 3.4
Comment la guerre en Iraq affectera-t-elle l'économie mondiale?	Avril 2003, appendice 1.2
Comment accélérer la croissance des pays de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord?	Septembre 2003, chapitre 2
Évolution récente des conditions monétaires et financières dans les grandes zones monétaires	Septembre 2003, encadré 1.1
Comment gérer l'accroissement des apports d'aide aux pays en développement	Septembre 2003, encadré 1.3
Comptabilisation de la croissance pour la région Moyen-Orient et Afrique du Nord	Septembre 2003, encadré 2.1
Promouvoir les réformes structurelles dans les pays industrialisés	Avril 2004, chapitre 3
Quelle influence la transition démographique aura-t-elle sur l'économie mondiale?	Septembre 2004, chapitre 3
Conséquences démographiques, économiques et budgétaires du VIH/sida	Septembre 2004, encadré 3.3
Conséquences de la transition démographique pour les systèmes de santé	Septembre 2004, encadré 3.4
Envois de fonds des travailleurs migrants et développement économique	Avril 2005, chapitre 2
Instabilité de la production dans les pays émergents et en développement	Avril 2005, chapitre 2
L'instabilité macroéconomique étrangle la croissance en Afrique subsaharienne	Avril 2005, encadré 1.5
Quel emploi les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et d'Asie centrale devraient-ils faire de leurs recettes pétrolières?	Avril 2005, encadré 1.6
Pourquoi l'instabilité est-elle néfaste?	Avril 2005, encadré 2.3
Développement institutionnel	Septembre 2005, chapitre 3
Le rendement des investissements dans les pays industrialisés et en développement	Septembre 2005, encadré 2.2
Des instruments spécifiques pour réduire la corruption	Septembre 2005, encadré 3.2
Les retombées des transferts sans contrepartie	Septembre 2005, encadré 3.3
Les répercussions des récents ajustements du marché du logement dans les pays industrialisés	Avril 2006, encadré 1.2
Trésorerie à gogo : pourquoi les entreprises épargnent-elles autant?	Avril 2006, chapitre 4
Les conséquences mondiales d'une pandémie de grippe aviaire	Avril 2006, appendice 1.2

L'essor de l'Asie : schémas de développement et de croissance économiques	Septembre 2006, chapitre 3
Croissance de la production potentielle et de la productivité au Japon	Septembre 2006, encadré 3.1
Évolution et influence de la qualité de la gouvernance d'entreprise en Asie	Septembre 2006, encadré 3.2
Possibilités de découplage? Effets de contagion et cycles économiques mondiaux	Avril 2007, chapitre 4
Effets de contagion et synchronisation internationale des cycles économiques : une perspective plus large	Avril 2007, encadré 4.3
Le débat sur le taux d'actualisation	Octobre 2007, encadré 1.7
Prix ou quantités dans un contexte d'incertitude (Weitzman, 1974)	Octobre 2007, encadré 1.8
Les échanges de permis d'émissions dans l'Union européenne	Octobre 2007, encadré 1.9
Changements climatiques : répercussions économiques et riposte des pouvoirs publics	Octobre 2007, appendice 1.2
Quels risques les marchés du logement représentent-ils pour la croissance mondiale?	Octobre 2007, encadré 2.1
L'évolution de la dynamique du cycle conjoncturel mondial	Octobre 2007, chapitre 5
Principales économies et fluctuations de la croissance mondiale	Octobre 2007, encadré 5.1
L'amélioration des résultats macroéconomiques : coup de chance ou coup de maître?	Octobre 2007, encadré 5.2
Cycles conjoncturels mondiaux	Avril 2009, encadré 1.1
Comment la crise actuelle se compare-t-elle à la Grande Dépression?	Avril 2009, encadré 3.1
Le crédit conditionne-t-il la reprise? Enseignements des données sectorielles	Avril 2009, encadré 3.2
De la récession à la reprise : dans quels délais et avec quelle vigueur?	Avril 2009, chapitre 3
Quelle est l'ampleur des dégâts? La dynamique de la production à moyen terme après les crises financières	Octobre 2009, chapitre 4
Une reprise sans emplois?	Octobre 2009, encadré 1.3
Dynamiques du chômage pendant les récessions et les reprises : au-delà de la loi d'Okun	Avril 2010, chapitre 3
Une croissance lente dans les pays avancés implique-t-elle une croissance lente dans les pays émergents?	Octobre 2010, encadré 1.1
La reprise mondiale : où en sommes-nous?	Avril 2012, encadré 1.2

#### IV. Inflation et déflation; marchés des produits de base

Existe-t-il un risque de déflation mondiale?	Avril 2003, encadré 1.1
Le marché immobilier dans les pays industrialisés	Avril 2004, encadré 1.2
L'inflation mondiale est-elle de retour?	Septembre 2004, encadré 1.1
Quelles sont les causes de la récente hausse des prix immobiliers?	Septembre 2004, encadré 2.1
Les tensions vont-elles persister sur le marché pétrolier?	Avril 2005, chapitre 4
Pourquoi se soucier des fluctuations des cours pétroliers?	Avril 2005, encadré 4.1
Qualité des données sur le marché pétrolier	Avril 2005, encadré 4.2
Anticipations inflationnistes à long terme et crédibilité	Septembre 2005, encadré 4.2
Le boom des produits de base non combustibles peut-il être durable?	Septembre 2006, chapitre 5
Les sociétés internationales et nationales dans un secteur pétrolier en mutation	Septembre 2006, encadré 1.4
Chocs sur les cours des produits de base, croissance et financement en Afrique subsaharienne	Septembre 2006, encadré 2.2
La spéculation a-t-elle contribué à la hausse des cours des produits de base?	Septembre 2006, encadré 5.1
La libéralisation du commerce agricole et les cours des produits de base	Septembre 2006, encadré 5.2
Évolutions récentes du marché des produits de base	Septembre 2006, appendice 1.1
Qui est touché par l'envolée des prix des produits alimentaires?	Octobre 2007, encadré 1.1
Goulets d'étranglement dans le raffinage	Octobre 2007, encadré 1.5
Tirer le meilleur parti des biocarburants	Octobre 2007, encadré 1.6

Évolution et perspectives des marchés des produits de base	Avril 2008, appendice 1.2
Dépréciation du dollar et cours des produits de base	Avril 2008, encadré 1.4
Pourquoi l'offre de pétrole n'a pas répondu à la hausse des prix?	Avril 2008, encadré 1.5
Prix de référence du pétrole	Avril 2008, encadré 1.6
Mondialisation, prix des produits de base et pays en développement	Avril 2008, chapitre 5
Le boom actuel des prix des produits de base en perspective	Avril 2008, encadré 5.2
De nouveau l'inflation? Produits de base et inflation	Octobre 2008, chapitre 3
Les investissements financiers influent-ils sur le comportement des prix des produits de base?	Octobre 2008, encadré 3.1
Évaluation des ripostes budgétaires aux récentes hausses des prix des produits de base	Octobre 2008, encadré 3.2
Les régimes de politique monétaire et les prix des produits de base	Octobre 2008, encadré 3.3
Évaluation des risques de déflation dans le G-3	Avril 2009, encadré 1.3
La reprise économique mondiale s'accompagnera-t-elle d'une remontée du cours des produits de base?	Avril 2009, encadré 1.5
Marchés des produits de base : évolution et perspectives	Avril 2009, appendice 1.1
Marchés des produits de base : évolution et perspectives	Octobre 2009, appendice 1.1
Que nous disent les marchés des options sur les perspectives des cours des matières premières?	Octobre 2009, encadré 1.6
Comment expliquer la volatilité croissante des prix alimentaires?	Octobre 2009, encadré 1.7
Qu'est-ce que la remontée des cours des produits de base a d'inhabituel?	Avril 2010, encadré 1.2
Courbes des cours à terme des produits de base et ajustement cyclique du marché	Avril 2010, encadré 1.3
Évolution et perspectives des marchés de produits de base	Octobre 2010, appendice 1.1
Sombres perspectives pour le secteur de l'immobilier	Octobre 2010, encadré 1.2
Les métaux sont-ils devenus plus rares et avec quelles conséquences pour leurs prix?	Octobre 2010, encadré 1.5
Évolution et perspectives des marchés des matières premières	Avril 2011, appendice 1.2
Pénurie de pétrole, croissance et déséquilibres mondiaux	Avril 2011, chapitre 3
Contraintes du cycle de vie pesant sur la production mondiale de pétrole	Avril 2011, encadré 3.1
Le gaz naturel non conventionnel va-t-il changer la donne?	Avril 2011, encadré 3.2
L'effet à court terme des chocs pétroliers sur l'activité économique	Avril 2011, encadré 3.3
Filtrage passe-bas pour extraire les tendances conjoncturelles	Avril 2011, appendice 3.1
Les modèles empiriques pour l'énergie et le pétrole	Avril 2011, appendice 3.2
Évolution et perspectives des marchés des matières premières	Septembre 2011, appendice 1.1
Investissements financiers, spéculation et prix des matières premières	Septembre 2011, encadré 1.4
Viser des objectifs atteignables : fluctuations des cours des matières premières et politique monétaire	Septembre 2011, chapitre 3
Dossier spécial : les marchés des produits de base	Avril 2012, Dossier spécial
Fluctuations des cours des produits de base et conséquences pour les exportateurs	Avril 2012, chapitre 4
Effets macroéconomiques des chocs sur les cours des produits de base dans les pays à faible revenu	Avril 2012, encadré 4.1
La volatilité des cours des produits de base et le défi du développement dans les pays à faible revenu	Avril 2012, encadré 4.2

## V. Politique budgétaire

Les données relatives à la dette publique des marchés émergents	Septembre 2003, encadré 3.1
Risques budgétaires : les passifs éventuels et la démographie	Septembre 2003, encadré 3.2

Évaluation de la viabilité des finances publiques en période d'incertitude	Septembre 2003, encadré 3.3
Les arguments en faveur des obligations indexées sur la croissance	Septembre 2003, encadré 3.4
La dette publique des pays émergents est-elle trop lourde?	Septembre 2003, chapitre 3
L'Union économique et monétaire européenne a-t-elle modifié le comportement des autorités budgétaires?	Septembre 2004, chapitre 2
Attirer les petits entrepreneurs dans l'économie formelle	Septembre 2004, encadré 1.5
Conséquences démographiques, économiques et budgétaires du VIH/sida	Septembre 2004, encadré 3.3
Conséquences de la transition démographique pour les systèmes de santé	Septembre 2004, encadré 3.4
Impact du vieillissement sur les régimes publics de retraite	Septembre 2004, encadré 3.5
Quel emploi les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et d'Asie centrale devraient-ils faire de leurs recettes pétrolières?	Avril 2005, encadré 1.6
Mondialisation financière et conduite des politiques macroéconomiques	Avril 2005, encadré 3.3
La dette publique des pays émergents est-elle encore trop élevée?	Septembre 2005, encadré 1.1
Les résultats budgétaires des pays émergents : amélioration cyclique ou structurelle?	Septembre 2006, encadré 2.1
Quand la relance budgétaire fonctionne-t-elle?	Avril 2008, encadré 2.1
La politique budgétaire comme outil de stabilisation conjoncturelle	Octobre 2008, chapitre 5
Les stabilisateurs automatiques — Importance et rapports avec la politique budgétaire discrétionnaire	Octobre 2008, encadré 5.1
Pourquoi est-il si difficile de connaître les effets des relances budgétaires?	Octobre 2008, encadré 5.2
Les États-Unis ont-ils accordé des allègements fiscaux opportuns, temporaires et ciblés?	Octobre 2008, encadré 5.3
Cela sera-t-il douloureux? Les effets macroéconomiques du rééquilibrage budgétaire	Octobre 2010, chapitre 3
Soldes budgétaire et commercial, des jumeaux séparés à la naissance?	Septembre 2011, chapitre 4

## VI. Politique monétaire, marchés financiers et flux de ressources

Quand les «bulles» éclatent	Avril 2003, chapitre 2
Comment la fragilité des bilans influe-t-elle sur l'investissement?	Avril 2003, encadré 2.3
Identification des épisodes d'envolée et d'effondrement des prix des actifs	Avril 2003, appendice 2.1
Les réserves de change de l'Asie sont-elles trop élevées?	Septembre 2003, chapitre 2
Réserves et dette à court terme	Septembre 2003, encadré 2.3
Faut-il s'inquiéter des booms du crédit dans les pays émergents?	Avril 2004, chapitre 4
Comment les taux d'intérêt américains et les cours de change du dollar influent sur les bilans des entreprises des pays émergents	Avril 2004, encadré 2.1
Le développement du secteur financier favorise-t-il la croissance et le bien-être économiques	Avril 2004, encadré 4.1
Prêts hypothécaires à taux fixe ou à taux variable : quels sont les éléments qui influencent les choix d'un pays?	Septembre 2004, encadré 2.2
Faut-il s'inquiéter de la faiblesse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis?	Avril 2005, encadré 1.2
Réglementer les envois de fonds	Avril 2005, encadré 2.2
Mondialisation financière et conduite des politiques macroéconomiques	Avril 2005, encadré 3.3
Politique monétaire et mondialisation	Avril 2005, encadré 3.4
Le ciblage de l'inflation est-il une bonne stratégie pour les pays émergents?	Septembre 2005, chapitre 4
Examen approfondi du ciblage monétaire et du ciblage du taux de change	Septembre 2005, encadré 4.1
Quelle influence la mondialisation a-t-elle eue sur l'inflation?	Avril 2006, chapitre 3

L'incidence des pétrodollars sur les rendements obligataires	Avril 2006, encadré 2.3
La mondialisation et l'inflation dans les pays émergents	Avril 2006, encadré 3.1
Mondialisation et inflation faible : une perspective historique	Avril 2006, encadré 3.2
Répercussion des variations de taux de change sur les prix à l'importation	Avril 2006, encadré 3.3
Tendances des bénéfices et de l'épargne du secteur financier	Avril 2006, encadré 4.2
Comment les marchés financiers influent-ils sur les cycles économiques?	Septembre 2006, chapitre 4
Levier financier et déflation par la dette	Septembre 2006, encadré 4.1
Relations financières et effets de contagion	Avril 2007, encadré 4.1
Situation macroéconomique des pays industrialisés et flux financiers vers les pays émergents	Avril 2007, encadré 4.2
Répercussions macroéconomiques des récentes turbulences sur les marchés financiers : rappel des épisodes précédents	Octobre 2007, encadré 1.2
La liquidité mondiale, qu'est-ce que c'est?	Octobre 2007, encadré 1.4
L'évolution du cycle du logement et ses répercussions sur la politique monétaire	Avril 2008, chapitre 3
Y a-t-il compression du crédit?	Avril 2008, encadré 1.1
Évaluation des vulnérabilités aux corrections du marché du logement	Avril 2008, encadré 3.1
Turbulences financières et phases de contraction	Octobre 2008, chapitre 4
Pour remédier aux crises du système financier et assainir l'intermédiation financière	Octobre 2008, encadré 4.1
Le dernier accès de fièvre financière : comment peut-il changer les perspectives mondiales?	Octobre 2008, encadré 1.1
Prix du logement : corrections et conséquences	Octobre 2008, encadré 1.2
Les entreprises non financières sont-elles vulnérables?	Avril 2009, encadré 1.2
L'énigme de la disparition du patrimoine des ménages	Avril 2009, encadré 2.1
L'influence des capitaux bancaires étrangers durant les crises d'origine nationale	Avril 2009, encadré 4.1
Un indice de turbulences financières pour les pays émergents	Avril 2009, appendice 4.1
Les turbulences financières dans les pays émergents : une analyse économétrique	Avril 2009, appendice 4.2
Comment les liens financiers et commerciaux enveniment la situation	Avril 2009, chapitre 4
Les enseignements à tirer des fluctuations des prix des actifs pour la politique monétaire	Octobre 2009, chapitre 3
Les marchés financiers des pays émergents ont-ils mieux résisté à la crise actuelle qu'à celles qui ont précédé?	Octobre 2009, encadré 1.2
Risques liés aux marchés immobiliers	Octobre 2009, encadré 1.4
Indices de conditions financières	Avril 2011, appendice 1.1
Effondrement des prix de l'immobilier dans les pays avancés : répercussions sur les marchés financiers	Avril 2011, encadré 1.1
Retombées internationales et politiques macroéconomiques	Avril 2011, encadré 1.3
Les cycles emballement–effondrement du crédit : causes et conséquences pour les autorités	Septembre 2011, encadré 1.2
La baisse des cours boursiers est-elle un signe avant-coureur d'une récession?	Septembre 2011, encadré 1.3
Répercussions du désendettement des banques de la zone euro	Avril 2012, Effets de contagion

## VII. Marché du travail, pauvreté et inégalité

Chômage et institutions du marché du travail : les réformes paient	Avril 2003, chapitre 4
Disparité des taux de chômage entre les régions	Avril 2003, encadré 4.1

Les réformes du marché du travail dans l'Union européenne	Avril 2003, encadré 4.2
La mondialisation de la main-d'œuvre	Avril 2007, chapitre 5
Émigration et commerce : incidence sur les pays en développement	Avril 2007, encadré 5.1
Réformes du marché du travail dans la zone euro et arbitrage salaires-chômage	Octobre 2007, encadré 2.2
Mondialisation et inégalité	Octobre 2007, chapitre 4
Le dualisme du marché du travail : contrats temporaires et contrats permanents; mesures, effets et enjeux pour les politiques publiques	Avril 2010, encadré 3.1
Programmes de travail à horaires réduits	Avril 2010, encadré 3.2
Une lente reprise sans issue? Une vision sectorielle des marchés du travail dans les économies avancées	Septembre 2011, encadré 1.1
La part du travail en Europe et aux États-unis pendant et après la Grande Récession	Avril 2012, encadré 1.1

## VIII. Taux de change

Prévisions du marché relatives aux variations des taux de change	Septembre 2002, encadré 1.2
Les réserves de change de l'Asie sont-elles trop élevées?	Septembre 2003, chapitre 2
Dans quelle mesure les pays en développement doivent-ils se soucier de la volatilité des taux de change des trois grandes devises (G-3)?	Septembre 2003, chapitre 2
Réserves et dette à court terme	Septembre 2003, encadré 2.3
Les effets de la baisse du dollar	Avril 2004, encadré 1.1
L'apprentissage du flottement : l'expérience des pays émergents depuis le début des années 90	Septembre 2004, chapitre 2
L'apprentissage du flottement au Chili, en Inde et au Brésil?	Septembre 2004, encadré 2.3
Marchés des changes : développement et interventions	Septembre 2004, encadré 2.4
Comment les déséquilibres de l'économie mondiale s'ajusteront-ils?	Septembre 2006, encadré 1.3
Les taux de change et l'ajustement des déséquilibres extérieurs	Avril 2007, chapitre 3
Répercussion des mouvements de taux de change sur les prix des exportations et des importations et sur l'ajustement extérieur	Avril 2007, encadré 3.3
La dépréciation du dollar américain : ses causes et ses conséquences	Avril 2008, encadré 1.2
Enseignements de la crise sur le choix du régime de change	Avril 2010, encadré 1.1

## IX. Paiements extérieurs, commerce, mouvements de capitaux et dette extérieure

Les risques pesant sur le système multilatéral de commerce	Avril 2004, encadré 1.3
Le cycle de Doha est-il de nouveau sur la bonne voie?	Septembre 2004, encadré 1.3
Intégration et accords commerciaux régionaux : l'expérience de l'ALENA	Septembre 2004, encadré 1.4
L'intégration commerciale et financière en Europe cinq ans après le basculement à l'euro	Septembre 2004, encadré 2.5
La mondialisation et les déséquilibres extérieurs	Avril 2005, chapitre 3
La fin des contingents textiles mondiaux	Avril 2005, encadré 1.3
Où en est la réduction des déséquilibres mondiaux?	Avril 2005, encadré 1.4
Mesure de la position extérieure nette d'un pays	Avril 2005, encadré 3.2
Les déséquilibres mondiaux vus sous l'angle de l'épargne et de l'investissement	Septembre 2005, chapitre 2
Évolution démographique, épargne, investissement et comptes courants	Septembre 2005, encadré 2.3
Comment les déséquilibres mondiaux vont-ils s'ajuster?	Septembre 2005, appendice 1.2

Cours du pétrole et déséquilibres mondiaux	Avril 2006, chapitre 2
Des progrès dans la correction des déséquilibres mondiaux?	Avril 2006, encadré 1.4
Le cycle de Doha après la conférence de Hong Kong	Avril 2006, encadré 1.5
Une perspective à long terme des flux de capitaux vers les pays émergents	Septembre 2006, encadré 1.1
Comment les déséquilibres de l'économie mondiale s'ajusteront-ils?	Septembre 2006, encadré 2.1
Viabilité extérieure et intégration financière	Avril 2007, encadré 3.1
Déséquilibres élevés et persistants du compte courant	Avril 2007, encadré 3.2
Consultation multilatérale sur les déséquilibres mondiaux	Octobre 2007, encadré 1.3
Gérer les conséquences macroéconomiques d'apports d'aide massifs et volatils	Octobre 2007, encadré 2.3
Comment gérer des entrées massives de capitaux	Octobre 2007, chapitre 3
Le contrôle des mouvements de capitaux peut-il être efficace?	Octobre 2007, encadré 3.1
Consultation multilatérale sur les déséquilibres mondiaux : rapport d'avancement	Avril 2008, encadré 1.3
Comment la mondialisation commerciale et financière influe-t-elle sur la croissance? Théorie et éléments de preuve	Avril 2008, encadré 5.1
La divergence des balances des paiements courants entre les économies émergentes	Octobre 2008, chapitre 6
Les déterminants de la balance courante dans les pays exportateurs de pétrole	Octobre 2008, encadré 6.1
L'incidence des fonds souverains sur les marchés financiers mondiaux	Octobre 2008, encadré 6.2
Les déséquilibres mondiaux et la crise financière	Avril 2009, encadré 1.4
Financement des échanges et commerce mondial : des études sur le crédit bancaire apportent de nouveaux éléments	Octobre 2009, encadré 1.1
De déficit en excédent : récente inflexion des soldes des comptes des transactions courantes de la balance mondiale des paiements	Octobre 2009, encadré 1.5
Trouver le bon équilibre : mettre fin aux excédents persistants du compte courant	Avril 2010, chapitre 4
Réaction des pays émergents d'Asie aux entrées de capitaux	Octobre 2010, encadré 2.1
En Amérique latine, le groupe AL-5 surfe sur une nouvelle vague d'entrées de capitaux	Octobre 2010, encadré 2.1
Les crises financières ont-elles des effets durables sur le commerce?	Octobre 2010, chapitre 4
Correction des déséquilibres extérieurs à la périphérie de l'Union européenne	Avril 2011, encadré 2.1
Flux internationaux de capitaux : fiables ou inconstants?	Avril 2011, chapitre 4
Engagements extérieurs et points de basculement dans la crise	Septembre 2011, encadré 1.5

## X. Études régionales

Nouveau partenariat pour le développement de l'Afrique : promouvoir les institutions et la croissance	Avril 2003, encadré 3.3
Comment accélérer la croissance des pays de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord?	Septembre 2003, chapitre 2
Le Conseil de coopération du Golfe : les obstacles sur la voie de l'union monétaire	Septembre 2003, encadré 1.5
Comptabilisation de la croissance pour la région Moyen-Orient et Afrique du Nord	Septembre 2003, encadré 2.1
Les pays émergents d'Asie sont-ils devenus le moteur de la croissance mondiale?	Avril 2004, encadré 1.4
Exemples de réussite en Afrique	Avril 2004, encadré 1.5
Intégration économique et réformes structurelles : l'expérience de l'Europe	Avril 2004, encadré 3.4
Quelle est la probabilité d'un ralentissement de la croissance chinoise?	Septembre 2004, encadré 1.2
Gouvernance en Afrique subsaharienne : problèmes et progrès	Septembre 2004, encadré 1.6
Le tsunami survenu dans l'océan Indien : conséquences pour les économies de l'Asie du Sud	Avril 2005, encadré 1.1
Envois de fonds et émigration dans les Caraïbes	Avril 2005, encadré 2.1
Comment expliquer les résultats divergents du secteur extérieur dans la zone euro?	Septembre 2005, encadré 1.3

La pression monte pour les producteurs de coton africains	Septembre 2005, encadré 1.5
L'investissement est-il trop faible dans les pays émergents d'Asie?	Septembre 2005, encadré 2.4
Développer les institutions en tenant compte du contexte local : l'exemple de la transformation du régime de la propriété en Chine et en Europe centrale et orientale	Septembre 2005, encadré 3.1
À quel rythme les exportateurs de pétrole dépensent-ils leurs recettes supplémentaires?	Avril 2006, encadré 2.1
Dix années d'Union économique et monétaire	Octobre 2008, encadré 2.1
Facteurs de vulnérabilité dans les pays émergents	Avril 2009, encadré 2.2
Liens Est-Ouest et effets de contagion en Europe	Avril 2012, encadré 2.1

## XI. Études de cas

L'impact de la fragilité du système bancaire sur la stagnation en Allemagne	Avril 2003, encadré 1.3
Situation financière des entreprises et gravité des récessions aux États-Unis	Avril 2003, encadré 2.2
La reconstruction de l'Iraq à l'issue du conflit	Septembre 2003, encadré 1.4
Quelles seront les retombées du déficit budgétaire américain sur le reste du monde?	Avril 2004, chapitre 2
L'émergence de la Chine et ses retombées sur l'économie mondiale	Avril 2004, chapitre 2
La Chine peut-elle maintenir son rythme de croissance rapide?	Avril 2004, encadré 2.3
Chiffrage de l'impact international de l'entrée de la Chine à l'OMC	Avril 2004, encadré 2.4
Réforme structurelle et croissance économique : le cas de la Nouvelle-Zélande	Avril 2004, encadré 3.1
Réformes structurelles au Royaume-Uni dans les années 80	Avril 2004, encadré 3.2
Pays-Bas : comment la conjonction des réformes du marché du travail et des réductions d'impôt a entraîné une forte croissance de l'emploi	Avril 2004, encadré 3.3
Pourquoi le compte des revenus des États-Unis est-il encore excédentaire et combien de temps le restera-t-il?	Septembre 2005, encadré 1.2
L'Inde est-elle en train de devenir un moteur de la croissance mondiale?	Septembre 2005, encadré 1.4
L'épargne et l'investissement en Chine	Septembre 2005, encadré 2.1
Révision du PIB de la Chine : conséquences pour ce pays et pour l'économie mondiale?	Avril 2006, encadré 1.6
Les effets de la mondialisation sur l'inégalité : que nous apprennent les études réalisées au niveau national? Cas du Mexique, de la Chine et de l'Inde	Octobre 2007, encadré 4.2
Le Japon après les Accords du Plaza	Avril 2010, encadré 4.1
La situation de la province chinoise de Taïwan à la fin des années 80	Avril 2010, encadré 4.2
Les Accords du Plaza sont-ils responsables des décennies perdues au Japon?	Avril 2011, encadré 1.4
Comment va évoluer l'excédent extérieur de la Chine?	Avril 2012, encadré 1.3
La Home Owners' Loan Corporation (HOLC) américaine	Avril 2012, encadré 3.1
La restructuration de la dette des ménages en Islande	Avril 2012, encadré 3.2

## XII. Études spéciales

Le changement climatique et l'économie mondiale	Avril 2008, chapitre 4
Croissance du parc automobile dans les pays émergents : incidences sur le changement climatique	Avril 2008, encadré 4.1
Asie du Sud : modèle d'impact d'un choc climatique	Avril 2008, encadré 4.2
Politiques macroéconomiques pour un ajustement plus ordonné aux chocs climatiques	Avril 2008, encadré 4.3
Assurance catastrophe et obligations catastrophe : nouveaux instruments de couverture des risques climatiques	Avril 2008, encadré 4.4
Initiatives récentes de réduction des émissions	Avril 2008, encadré 4.5
Enjeux de l'élaboration de politiques nationales d'atténuation des émissions	Avril 2008, encadré 4.6

