

Études économiques et financières

PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE
Octobre 2008

Turbulences financières, ralentissements
et redressements



Fonds monétaire international

©2008 International Monetary Fund
Édition française ©2008 Fonds monétaire international

Édition anglaise

Production : Division des services multimédias, TGS
Couverture et conception artistique : Luisa Menjivar
et Jorge Salazar
Graphiques : Theodore F. Peters, Jr.
Composition : Julio Prego et Choon Lee

Édition française

Section française, Services linguistiques, TGS
Traduction : M. Servais, E. Maseda,
Y. Chevalier-Delanoue, T. Lopinot
Correction & PAO : V. Andrianifahanana,
C. Helwig, A. Rousseau

Cataloging-in-Publication Data

World economic outlook (International Monetary Fund). French
Perspectives de l'économie mondiale – [Washington, DC] : Fonds monétaire
international, 1980–
v. ; 28 cm. – (Études économiques et financières, 1020-1343)

Biannual.

Has occasional updates. Some issues also have distinctive subtitles.
French translation of: World Economic Outlook.

1. International economic relations – Periodicals. 2. Debts, External –
Periodicals. 3. Balance of Payments – Periodicals. 4. International finance
– Periodicals. 5. Foreign trade regulation – Periodicals. 6. Loans, Foreign –
Periodicals. 7. Monetary policy – Periodicals. 8. Economic development –
Periodicals. 9. Forecasting – Periodicals. I. International Monetary Fund.
II. Title. III. Series (World economic and financial surveys).

HC10.W797914

ISBN 978-1-58906-783-7

Les commandes doivent être adressées à :
International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, DC 20431 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-7430 Télécopie : (202) 623-7201
Messagerie électronique : publications@imf.org
Internet : www.imfbookstore.org



Imprimé sur papier recyclé

TABLE DES MATIÈRES

Hypothèses et conventions	ix
Préface	xi
Avant-propos	xii
Résumé analytique	xv
Chapitre 1. Perspectives et enjeux mondiaux	
L'économie mondiale sous tension	1
Un système financier en crise	7
La correction du marché immobilier se poursuit	11
Des marchés de produits de base sollicités à l'excès	16
Les politiques macroéconomiques ont-elles été trop laxistes?	17
Perspectives de redressement	25
Enjeux pour l'économie mondiale	38
Appendice 1.1. Évaluation et explication des risques pour les perspectives mondiales	45
Bibliographie	51
Chapitre 2. Perspectives nationales et régionales	
Fléchissement de l'activité aux États-Unis et au Canada : éléments d'un pronostic	53
L'Europe occidentale aux prises avec des chocs multiples	57
Pays avancés d'Asie : répondre aux chocs extérieurs	61
Pays émergents d'Asie : équilibrer les risques pesant sur la croissance et la stabilité des prix	68
Amérique latine et Caraïbes : naviguer dans des eaux plus périlleuses	72
Pays émergents d'Europe : perspectives d'atterrissage en douceur	74
Communauté des États indépendants : gérer le boom des prix des produits de base	78
Afrique subsaharienne : un test pour les cadres de politique économique	81
Moyen-Orient : la surchauffe reste une préoccupation	84
Bibliographie	88
Chapitre 3. De nouveau l'inflation? Produits de base et Inflation	
Flambée des prix des produits de base : causes et perspectives	92
Chocs des matières premières et inflation	109
Riposte de la politique monétaire aux chocs des cours des matières premières	120
Synthèse et conclusions	128
Appendice 3.1. Évolution récente du marché des produits de base	130
Appendice 3.2. Facteurs à l'origine des hausses des prix des produits alimentaires, 2006–08	135
Appendice 3.3. Estimation des effets inflationnistes des chocs sur les prix des produits de base	137
Bibliographie	139

Chapitre 4. Turbulences financières et phases de contraction	
Identification des périodes de turbulences financières	145
Turbulences financières, ralentissement économique et récession	150
L'innovation financière a-t-elle influé sur l'interaction entre les turbulences financières et les cycles économiques?	156
La crise financière actuelle dans un contexte historique	160
Conclusions	164
Appendice 4.1. Données et méthodologie	170
Bibliographie	173
Chapitre 5. La politique budgétaire comme outil de stabilisation conjoncturelle	
Comprendre le débat sur la politique budgétaire	176
Comment la politique budgétaire discrétionnaire a-t-elle généralement réagi?	181
Les pouvoirs publics prennent-ils des mesures budgétaires différentes dans les pays émergents et dans les pays avancés?	190
Les effets des mesures budgétaires discrétionnaires au niveau macroéconomique	192
Un éclairage sur la relance budgétaire à l'aide d'une simulation	201
Conclusions et considérations intéressant l'action des pouvoirs publics	206
Appendice 5.1. Données et méthodes empiriques	208
Bibliographie	217
Chapitre 6. La divergence des balances des paiements courants entre les économies émergentes	
Configuration récente des balances des paiements courants dans les économies émergentes	221
Quels facteurs ont contribué à la configuration récente des balances des paiements courants?	233
Viabilité des déséquilibres de balances courantes	245
Conclusions et conséquences pour la politique économique	252
Appendice 6.1. Définitions des variables et sources des données	253
Appendice 6.2. Approche économétrique	256
Bibliographie	262
Annexe : Examen des perspectives par le Conseil d'administration, septembre 2008	265
Appendice statistique	271
Hypothèses	271
Modifications récentes	275
Données et conventions	275
Classification des pays	277
Caractéristiques générales et composition des différents groupes de pays	279
Liste des tableaux	
Production (tableaux A1–A4)	285
Inflation (tableaux A5–A7)	293
Politiques financières (tableau A8)	299
Commerce extérieur (tableau A9)	300
Transactions courantes (tableaux A10–A12)	302

Balance des paiements et financement extérieur (tableaux A13–A15)	308
Flux de ressources (tableau A16)	312
Scénario de référence à moyen terme (tableau A17)	316
<i>Perspectives de l'économie mondiale, questions d'actualité, 2000–08</i>	317
Encadrés	
1.1 Le dernier accès de fièvre financière : comment peut-il changer les perspectives mondiales?	12
1.2 Prix du logement : corrections et conséquences	18
1.3 La mesure de l'écart de production	29
2.1 Dix années d'Union économique et monétaire	63
3.1 Les investissements financiers influent-ils sur le comportement des prix des produits de base?	97
3.2 Évaluation des ripostes budgétaires aux récentes hausses des prix des produits de base	116
3.3 Les régimes de politique monétaire et les prix des produits de base	123
4.1 Pour remédier aux crises du système financier et assainir l'intermédiation financière	167
5.1 Les stabilisateurs automatiques — Importance et rapports avec la politique budgétaire discrétionnaire	178
5.2 Pourquoi est-il si difficile de connaître les effets des relances budgétaires?	182
5.3 Les États-Unis ont-ils accordé des allègements fiscaux opportuns, temporaires et ciblés?	189
6.1 Les déterminants de la balance courante dans les pays exportateurs de pétrole	222
6.2 L'incidence des fonds souverains sur les marchés financiers mondiaux	227
6.3 Croissance et balance courante : une perspective historique	237
A1 Hypothèses de politique économique retenues pour les projections relatives à un échantillon de pays	272
Tableaux	
1.1 <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> : aperçu des projections	2
2.1 Pays avancés : PIB réel, prix à la consommation et chômage	56
2.2 Pays avancés : soldes des transactions courantes	59
2.3 Pays d'Asie (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation et solde des transactions courantes	70
2.4 Pays de l'Hémisphère occidental (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation et solde des transactions courantes	73
2.5 Pays émergents d'Europe : PIB réel, prix à la consommation et solde des transactions courantes	76
2.6 Communauté des États indépendants (CEI) : PIB réel, prix à la consommation et solde des transactions courantes	80
2.7 Pays d'Afrique (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation et solde des transactions courantes	83
2.8 Pays du Moyen-Orient (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation et solde des transactions courantes	86
3.1 Contribution des facteurs communs aux fluctuations des cours des produits de base	104
3.2 Indicateurs de débordements sur les prix des principaux produits alimentaires	108
3.3 Demande et production mondiales de pétrole par régions	133

TABLE DES MATIÈRES

3.4 Estimations des élasticités utilisées dans les calculs des prix	136
4.1 Statistiques descriptives concernant les périodes de turbulences financières	148
4.2 Statistiques descriptives des périodes de turbulences financières, des phases de ralentissement économique et des récessions	152
4.3 Régressions transversales	159
4.4 Six épisodes notables de turbulences financières et de contractions économiques	165
4.5 Données	170
4.6 Part annuelle moyenne des banques de l'échantillon dans le total des actifs bancaires	172
5.1 Indicateurs macroéconomiques autour des épisodes de ralentissement, avec et sans relance budgétaire : ensemble des économies	194
5.2 Croissance du PIB réel et relance budgétaire dans différentes situations initiales : toutes les économies	196
5.3 Croissance du PIB réel et relance budgétaire par composante : toutes les économies	198
5.4 Effet sur le PIB réel des changements de la politique budgétaire discrétionnaire	199
5.5 Liste des pays et des ralentissements	210
5.6 Politique budgétaire discrétionnaire et croissance : résultats des régressions avec l'estimateur de panel dynamique d'Arellano-Bond utilisant l'indicateur de relance budgétaire par élasticité	212
5.7 Politique budgétaire discrétionnaire et croissance : résultats des régressions avec l'estimateur de panel dynamique d'Arellano-Bond utilisant l'indicateur de relance budgétaire par régression	214
6.1 Déterminants de la balance courante	240
6.2 Analyse de régression portant sur la durée de déficits courants persistants et élevés	250
6.3 Explication de la différenciation des effets dans les pays émergents d'Europe	258
6.4 Liste des périodes de déséquilibre persistant et élevé de la balance courante	259
6.5 Analyse de la durée et libéralisation financière interne	261
6.6 Analyse de la durée et risque de dénouements brusques et sans heurts	261
Graphiques	
1.1 Indicateurs mondiaux	3
1.2 Indicateurs courants et avancés	4
1.3 Inflation mondiale	5
1.4 Secteur extérieur des principaux pays avancés	6
1.5 Secteur extérieur des pays émergents et des pays en développement	7
1.6 Évolution des marchés du crédit parvenus à maturité	8
1.7 Indicateurs des marchés financiers et immobiliers parvenus à maturité	9
1.8 Conditions de financement des pays émergents	10
1.9 Mesures de la politique monétaire et de la liquidité dans les principaux pays avancés	24
1.10 Mesures de l'écart de production et pression sur les capacités	25
1.11 Perspectives mondiales	27
1.12 Évolution des perspectives mondiales	28
1.13 Effet du choc financier sur l'économie mondiale	34
1.14 Balances courantes et avoirs extérieurs nets	37
1.15 Erreurs de prévision médianes pendant les récessions mondiales et à d'autres périodes, 1991–2007	46
1.16 Histogramme des erreurs de prévision, 1991–2007	47
1.17 Probabilité de récessions mondiales	49

1.18 Intervalles de confiance de 90 % basés sur le GPM	50
2.1 États-Unis : les ménages sous pression	54
2.2 Europe occidentale : ralentissement de la demande et forte inflation	58
2.3 Japon : comment l'économie résisterait-elle à un choc des termes de l'échange?	62
2.4 Pays émergents d'Asie : les préoccupations inflationnistes subsistent	69
2.5 Amérique latine : retour de l'inflation	74
2.6 Pays émergents d'Europe : le boom du crédit s'essouffle-t-il?	75
2.7 Communauté des États indépendants (CEI) : gérer le boom des prix des produits de base	79
2.8 Afrique subsaharienne : avantages et inconvénients des prix élevés des produits de base	82
2.9 Moyen-Orient : gérer les pressions inflationnistes	87
3.1 Perspective historique des cours des produits de base	93
3.2 Évolution marginale de l'intensité énergétique, stocks de produits de base et capacité de réserve de l'OPEP	94
3.3 Comparaison de la demande, de la production et des stocks de céréales et de brut	95
3.4 Évolution de l'offre de pétrole	105
3.5 Tendances des prix des principaux aliments	107
3.6 Durée et amplitude des cycles des prix des aliments et du brut	109
3.7 L'inflation dans le monde	111
3.8 Variations des prix internationaux et intérieurs des produits de base et de l'inflation globale	112
3.9 L'importance relative des aliments et de l'énergie	114
3.10 Politiques monétaires et de change	115
3.11 Répercussions des cours des produits de base	118
3.12 Variations de l'inflation escomptée en réaction aux variations de l'inflation effective	119
3.13 Activité, taux d'intérêt et inflation	121
3.14 Une économie avancée avec chocs favorables et défavorables liés à l'offre	122
3.15 Une économie émergente plus vulnérable avec chocs favorables et défavorables liés à l'offre	127
3.16 Coûts potentiels du report d'un relèvement des taux d'intérêt	128
3.17 Cours des produits de base et du pétrole	130
3.18 Marchés mondiaux du pétrole et cours du pétrole à terme	132
3.19 Évolution des marchés des aliments et des métaux	134
4.1 Turbulences financières et pertes de production	144
4.2 Indice de turbulences financières	149
4.3 Turbulences financières et chocs	150
4.4 Contribution des marchés bancaires, boursiers et des changes aux turbulences financières actuelles	151
4.5 Délai entre les turbulences financières et les ralentissements	153
4.6 Variables macroéconomiques représentatives dans les périodes précédant et suivant les contractions économiques, avec et sans turbulences financières	154
4.7 Turbulences financières touchant le secteur bancaire, ralentissements et récessions	155
4.8 Coût du capital et croissance des actifs bancaires autour des périodes de turbulences financières	156
4.9 Variables macroéconomiques en période de turbulences financières	157
4.10 Conjuncture au début des épisodes de turbulences financières	158

4.11 Turbulences financières et ralentissements économiques : prise en compte de quatre chocs principaux	160
4.12 Caractère procyclique du levier d'endettement des banques d'investissement et des banques commerciales	161
4.13 Levier d'endettement procyclique et systèmes financiers de pleine concurrence	162
4.14 Systèmes financiers de pleine concurrence, croissance du PIB et levier d'endettement des banques	163
4.15 Les turbulences financières actuelles aux États-Unis et dans la zone euro dans un contexte historique	166
5.1 Les pays du G-7 ont-ils pris des mesures de relance budgétaire souvent et rapidement?	185
5.2 Politique budgétaire — Les pays du G-7 ont-ils réagi fermement?	186
5.3 Politique budgétaire — Comment les pays avancés ont-ils réagi?	187
5.4 Les pays du G-7 privilégient-ils les politiques d'assouplissement durant les phases descendantes?	188
5.5 Les pays du G-7 ont-ils réagi à ce qu'ils ont perçu à tort comme des phases de ralentissement?	191
5.6 Composition des stimulants budgétaires durant les phases de ralentissement dans les pays avancés et émergents	192
5.7 Interventions budgétaires durant les phases descendantes et ascendantes	193
5.8 Indicateurs macroéconomiques après les ralentissements, avec et sans relance budgétaire	195
5.9 Évolution de la croissance du PIB réel et politique budgétaire dans différentes situations initiales	197
5.10 Effets d'une expansion budgétaire dans une grande économie	200
5.11 Expansion budgétaire dans une grande économie comparée à une petite économie ouverte avec une politique monétaire accommodante	204
5.12 Effet de l'expansion budgétaire dans une petite économie avec prime du risque de marché	205
6.1 Divergence des balances courantes	221
6.2 Balances extérieures par composante	226
6.3 Balance courante, épargne et investissement	231
6.4 Décomposition de l'épargne et de l'investissement	232
6.5 Décollage de la croissance	233
6.6 Retournements de la balance courante pendant les crises	234
6.7 Balance courante et croissance du PIB réel par habitant	235
6.8 Modes de développement financier	236
6.9 Explication des balances courantes des pays émergents d'Asie et d'Europe	241
6.10 Explication des balances courantes : résultats par sous-région	243
6.11 Écart par rapport aux taux de change effectifs réels prévus	244
6.12 Balance courante résiduelle, écart du taux de change effectif réel par rapport au niveau prévu et encours des réserves	245
6.13 Périodes de déficits et d'excédents courants élevés et persistants, 1960–2007	246
6.14 Durée des déficits courants élevés et persistants, 1960–2007	247
6.15 Fonctions de survie des périodes de déficit	248
6.16 Durée prévue et longueur réelle des périodes de déficit en cours	249
6.17 Rentabilité des entreprises et croissance de la productivité	251

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 1) les taux de change effectifs réels resteront constants aux niveaux moyens observés entre le 18 août et le 15 septembre 2008, 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; 2) que les politiques économiques nationales actuelles seront maintenues (en ce qui concerne les hypothèses relatives aux politiques budgétaires et monétaires des pays industrialisés, voir l'encadré A1); 3) que le cours moyen du baril de pétrole sera de 107,25 dollars le baril en 2008 et de 100,50 dollars le baril en 2009, et qu'il restera constant en valeur réelle à moyen terme; 4) que le LIBOR (taux offert à Londres sur les dépôts interbancaires à six mois en dollars) s'établira en moyenne à 3,2 % en 2008 et à 3,1 % en 2009; 5) que le taux des dépôts interbancaires à trois mois en euros sera en moyenne de 4,8 % en 2008 et de 4,2 % en 2009; 6) que le taux des certificats de dépôt à six mois au Japon se chiffrera en moyenne à 1,0 % en 2008 et à 1,2 % en 2009. 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 début octobre 2008.

Les conventions suivantes sont utilisées dans la présente étude :

- ... indique que les données ne sont pas disponibles ou pas pertinentes;
- indique que le chiffre est égal à zéro ou qu'il est négligeable;
- entre des années ou des mois (par exemple, 2006–07 ou janvier–juin) indique la période couverte, de la première à la dernière année ou du premier au dernier mois indiqué inclusivement;
- / entre les deux années (par exemple, 2006/07) indique un exercice budgétaire (financier).

Par «billion», il faut entendre mille milliards.

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).

Dans les graphiques et les tableaux, les zones mises en relief dénotent des projections des services du FMI.

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 qui peuvent être considérées comme des économies distinctes aux fins de l'analyse économique et de l'établissement des statistiques.

INFORMATIONS ET DONNÉES SUPPLÉMENTAIRES

Le présent rapport sur les perspectives de l'économie mondiale peut être consulté en version intégrale sur le site Internet du FMI, 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.

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 ou électronique ou par télécopie (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, D.C. 20431, U.S.A.

Messagerie électronique : weo@imf.org Télécopie : (202) 623-6343

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 et divers départements de soutien : le Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation (autrefois Département de l'élaboration et de l'examen des politiques), 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 Charles Collyns, Directeur adjoint du Département des études, et Jörg Decressin, Chef de division, Département des études. Simon Johnson (ancien Conseiller économique et Directeur du Département des études) a apporté sa contribution à l'analyse pendant les premières phases du projet.

Les principaux collaborateurs de la présente édition sont Roberto Cardarelli, Kevin Cheng, Stephan Danninger, Mark De Broeck, Selim Elekdag, Thomas Helbling, Anna Ivanova, Florence Jaumotte, Daehaeng Kim, Michael Kumhof, Subir Lall, Tim Lane, Douglas Laxton, Daniel Leigh, Valerie Mercer-Blackman, Jonathan Ostry, Alasdair Scott, Sven Jari Stehn, Steven Symansky, Natalia Tamirisa et Irina Tytell. Toh Kuan, Gavin Asdorian, Ioan Carabenciov, Huigang Chen, To Nhu Dao, Stephanie Denis, Nese Erbil, Angela Espiritu, Elaine Hensle, Patrick Hettinger, Annette Kyobe, Susana Mursula, Jair Rodriguez, Bennett Sutton et Ercument Tulun étaient assistants à la recherche. La base de données et les systèmes informatiques ont été gérés par Saurabh Gupta, Mahnaz Hemmati, Laurent Meister et Emory Oakes. Jemille Colon, Tita Gunio, Shanti Karunaratne, Laura Leon, Patricia Medina et Sheila Tomilloso Igcasenza se sont chargés du traitement de texte. Ont également contribué à cette édition Steven Barnett, Rudolf Bems, Irineu de Carvalho Filho, Stijn Claessens, Kevin Clinton, David Coady, Gianni de Nicolò, Ondrej Kamenik, Julie Kozack, Luc Laeven, Prakash Loungani, Dirk Muir, Krishna Srinivasan, Emil Stavrev et Stephen Tokarick. Parmi les consultants extérieurs figuraient Joshua Aizenman, Antonio Fatás, Christopher Meissner et Hyun Song Shin. Linda Griffin Kean avec l'aide de Lucy Scott Morales (toutes deux du Département des relations extérieures) ont corrigé le manuscrit anglais et coordonné la production de la publication. Marc Servais (des Services linguistiques) a assuré la coordination de la production de l'édition française.

Le présent rapport a bénéficié des commentaires et suggestions d'autres départements et des administrateurs, qui l'ont examiné les 17 et 19 septembre 2008. 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.

Comme je viens d'arriver au FMI, je ne peux trop m'attribuer le mérite de la présente édition des *Perspectives de l'économie mondiale*, et je le regrette, car, comme les éditions antérieures, ce document remarquable donne au lecteur une idée précise de ce qui se passe dans l'économie mondiale. Je remercie Simon Johnson, Charles Collyns, Jörg Decressin et leur équipe de leur travail.

Les chapitres 1 et 2 évaluent la situation et l'évolution de l'économie mondiale, un exercice qui a rarement été aussi difficile. L'économie mondiale ralentit sensiblement, secouée par un choc financier extraordinaire et la persistance des prix élevés de l'énergie et des produits de base, et de nombreux pays avancés sont proches de la récession ou entrent en récession.

Les événements sur les marchés financiers ont dominé les actualités ces dernières semaines. La crise des prêts hypothécaires à risque («sub-prime») qui s'est déclarée en 2007 est devenue une crise du crédit qui a touché lourdement des institutions financières aux États-Unis et en Europe. Les doutes croissants concernant la solvabilité de certaines des plus grandes de ces institutions ont poussé le système financier mondial au bord du gouffre. Les effets sur l'économie réelle ont été limités jusqu'à présent, en partie peut-être parce que les crédits d'impôt aux États-Unis ont soutenu la consommation, alors que la bonne santé des bilans et la rentabilité élevée des entreprises non financières leur ont permis d'utiliser leurs capitaux propres plutôt que d'emprunter. Toutefois, aucun de ces facteurs n'aura un effet durable. Le crédit s'est resserré notablement ces dernières semaines, et il est ainsi plus difficile pour les entreprises non financières et plusieurs pays émergents de lever des capitaux. Aux États-Unis et en Europe, les autorités ont pris des mesures extraordinaires : injections massives de liquidités, interventions pour assainir des institutions en difficulté, relèvements des montants garantis et, récemment aux États-Unis, loi prévoyant d'utiliser

des fonds publics pour acheter des actifs bancaires toxiques. Cependant, on ne sait pas encore si ces mesures suffiront pour stabiliser les marchés et renforcer la confiance, et la situation demeure très incertaine.

Ce n'est pas le seul choc qui secoue l'économie mondiale. Les cours du pétrole et des produits de base ont atteint des records ces derniers mois. Dans les pays avancés, la flexibilité des salaires réels, le bon ancrage des anticipations inflationnistes et les perspectives d'une forte baisse de l'activité ont contribué à limiter l'inflation sous-jacente, mais dans les pays émergents et les pays en développement, les retombées ont été bien plus négatives. Les salaires réels ont diminué substantiellement. Les pays exportateurs de pétrole ont eu du mal à éviter la surchauffe.

Il convient d'évaluer comment ces chocs vont probablement faire sentir leurs effets à l'échelle mondiale. Nos prévisions reposent sur trois grandes hypothèses. Premièrement, une stabilisation des cours des produits et du pétrole est probable, ce qui atténuera la pression sur l'inflation et permettra plus facilement de mener une politique expansionniste, si nécessaire. Deuxièmement, les prix et l'activité dans l'immobilier américain toucheront leur plus bas dans l'année qui vient, avec pour conséquence un redressement de l'investissement résidentiel. Troisièmement, même si le crédit restera cher, les éléments d'une solution systémique à la crise financière sont maintenant mis en place et empêcheront une nouvelle détérioration de l'intermédiation financière. Cette combinaison nous conduit à prévoir que la croissance mondiale commencera à se redresser à la fin de 2009, quoique très lentement. Cependant, l'incertitude est plus élevée qu'à l'habitude, et les risques de révision à la baisse de ces perspectives sont loin d'être négligeables.

Comme il est d'usage, le présent rapport s'attaque aussi de manière plus approfondie à plusieurs sujets d'actualité importants. Le cha-

pitre 3 examine le risque que l'envolée récente des cours des produits de base annule les progrès accomplis dans la lutte contre l'inflation au cours des vingt dernières années. Certes, le repli de certains cours, notamment du pétrole, depuis la mi-juillet a atténué quelque peu la pression, mais il est trop tôt pour se relâcher. Les cours des produits de base vont probablement rester bien plus élevés en termes réels qu'au cours des dernières décennies, et il faudra absorber cette variation des prix relatifs sans provoquer d'effets de second tour sur les prix et les salaires. Cette tâche sera sans doute plus facile dans les pays avancés, où le creusement des écarts de production contribue à limiter les tensions inflationnistes. Par ailleurs, ces économies consomment bien moins de produits de base que dans les années 70, et disposent de marchés du travail plus souples et cadres de politique monétaire bien établis qui leur ont permis dans une large mesure d'ancrer les anticipations inflationnistes. Cependant, les pays émergents et les pays en développement sont plus vulnérables aux répercussions sur l'inflation, parce qu'ils consomment davantage de ressources, disposent de cadres d'action moins bien établis et enregistrent une croissance plus rapide. Dans nombre de ces pays, des effets de second tour sont déjà de plus en plus visibles, et même si le ralentissement de la croissance mondiale et le recul des cours des produits de base devraient freiner l'inflation, les excès inflationnistes persistants risquent encore de miner la crédibilité durement acquise dans la lutte contre l'inflation, ce qui rendra l'action d'autant plus difficile à l'avenir pour arriver au même résultat.

Le chapitre 4 examine ce qui est manifestement une question cruciale pour l'économie mondiale : quelles seront les répercussions de la crise financière actuelle sur l'activité économique? Il est maintenant très clair qu'il s'agit du choc le plus grave pour le système financier mondial depuis la crise des années 30, au moins pour les États-Unis. Sommes-nous donc condamnés à un effondrement de la production comme dans les années 30? Comme l'indique le chapitre 4, les données historiques sont mitigées. Les périodes de tensions financières ne sont pas toujours

suivies de récessions, ni même par des ralentissements. Cependant, il ressort aussi de l'analyse que lorsque les tensions financières touchent sérieusement le système bancaire, comme c'est le cas aujourd'hui, la probabilité d'un ralentissement marqué et prolongé augmente. C'est clairement démontré par l'expérience de nombreux pays qui ont été en proie à de virulentes crises financières au cours des dernières décennies, par exemple les pays scandinaves et le Japon. Par ailleurs, les pays disposant d'un système financier reposant davantage sur la pleine concurrence ou les règles de marché semblent être particulièrement vulnérables à de fortes contractions de l'activité face à des tensions financières, parce que l'effet de levier tend à être plus procyclique dans ces pays — les risques d'un resserrement du crédit sont plus élevés. Les États-Unis, dont le système financier est un système de marché par excellence, se dirigent-ils donc vers une profonde récession? Pas nécessairement, parce que, comme l'indique ce chapitre, d'autres facteurs entrent en jeu. L'économie américaine bénéficie de deux appuis»: la Réserve fédérale réagit rapidement et énergiquement en abaissant les taux directeurs, et les entreprises non financières américaines sont en bonne santé. Les entreprises américaines résistent à la tourmente financière grâce à leur faible endettement et à leurs bénéfices élevés. Cependant, plus la crise financière se prolonge, moins il est probable que les entreprises non financières pourront soutenir une croissance vigoureuse.

Le chapitre 5 examine sous un nouvel angle un vieux débat — l'utilité de la politique budgétaire comme outil de stabilisation conjoncturelle — qui a pris une nouvelle importance alors que l'économie mondiale ralentit et que les turbulences financières soulèvent des questions quant à l'efficacité de la politique monétaire. Les conclusions ne sont pas très encourageantes pour les partisans de l'activisme budgétaire : les multiplicateurs budgétaires — l'effet d'une impulsion budgétaire discrétionnaire sur la production — sont généralement assez faibles, et fonctionnent même parfois dans le mauvais sens, surtout dans des économies très endettées où l'adoption d'une politique budgétaire expan-

sionniste pourrait susciter des doutes quant à la viabilité de la dette à long terme. Cela ne signifie pas nécessairement que les pouvoirs publics doivent cesser d'utiliser la politique budgétaire comme outil de stabilisation conjoncturelle, mais bien que les mesures budgétaires, lorsqu'elles sont nécessaires, doivent être bien ciblées pour avoir l'effet maximal à court terme sans compromettre la discipline budgétaire à long terme.

Il est intéressant aussi de se demander si l'on pourrait améliorer le rôle de la politique budgétaire comme outil de stabilisation conjoncturelle en renforçant le système budgétaire de manière plus large. Deux options sont à prendre en considération. Premièrement, on pourrait renforcer les stabilisateurs automatiques en rendant les programmes habituels de taxes et de transferts plus sensibles à la conjoncture. Par exemple, la générosité des systèmes d'assurance chômage pourrait être accrue automatiquement lorsque l'économie ralentit et qu'il est plus difficile de trouver un emploi. Deuxièmement, on pourrait renforcer la structure de gouvernance globale de la politique budgétaire, et ainsi réduire le risque de «prédisposition à l'endettement» en veillant à ce qu'un assouplissement de la politique budgétaire en période de récession soit compensé par un durcissement en période d'expansion. Une meilleure gouvernance pourrait accroître la

crédibilité et donc l'efficacité de la relance budgétaire. Au vu des avantages et des inconvénients de ces options, il me semble qu'il vaut la peine de les prendre en considération.

Enfin, le chapitre 6 cherche à résoudre un puzzle important : pourquoi les soldes des transactions courantes des pays émergents ont-ils divergé autant ces dernières années, certains pays émergents d'Asie dégagant des excédents élevés et d'autres, surtout des pays émergents d'Europe, des déficits très élevés et durables? Il n'y a pas de réponse universelle, mais ce chapitre fait ressortir deux facteurs importants : la rapidité de la libéralisation des secteurs financiers et des mouvements de capitaux dans les pays émergents d'Europe, en particulier ceux qui s'intègrent rapidement dans l'Union européenne, et l'accumulation de réserves de change substantielles dans les pays émergents d'Asie, à titre d'auto-protection à la suite de la crise asiatique de 1997-98. Il reste à savoir si les tendances récentes seront durables. Les turbulences à l'échelle mondiale mettent sans aucun doute à l'épreuve les pays qui affichent un déficit courant élevé et des besoins de financement extérieur proportionnellement élevés.

Olivier Blanchard
*Conseiller économique et Directeur du Département
des études*

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

L'économie mondiale s'engage dans une récession majeure face à la crise la plus grave depuis les années 30 sur les marchés financiers arrivés à maturité. Un ralentissement sensible de la croissance mondiale est prévu en 2008 et un léger redressement n'apparaîtrait que plus tard en 2009. L'inflation est élevée, sous l'effet de la montée en flèche des cours des produits de base, mais elle devrait ralentir. La situation est exceptionnellement incertaine et risque sérieusement de se dégrader. Dans l'immédiat, il s'agit de stabiliser la situation financière, tout en gérant prudemment les économies pendant une période de ralentissement et en maîtrisant l'inflation.

L'économie mondiale sous tension

Après plusieurs années de croissance vigoureuse, l'économie mondiale ralentit sensiblement (chapitre 1 et 2). L'activité mondiale souffre d'un choc financier extraordinaire et de la persistance des cours élevés de l'énergie et d'autres produits de base. De nombreux pays avancés sont proches de la récession ou s'y engagent, alors que la croissance s'affaiblit aussi dans les pays émergents.

La crise financière qui s'est déclarée sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque en août 2007 s'est aggravée au cours des six derniers mois et est entrée dans une nouvelle phase tumultueuse en septembre. Ses effets ont été ressentis dans l'ensemble du système financier mondial, notamment de plus en plus dans les pays émergents. L'intensification des craintes concernant la solvabilité de certaines institutions a conduit à l'assainissement d'urgence de grandes institutions financières américaines et européennes et a sérieusement ébranlé la confiance. Les autorités américaines et européennes ont réagi en prenant des mesures extraordinaires pour stabiliser les marchés, notamment en fournissant des liquidités abondantes, en intervenant rapidement pour assainir les institutions en difficulté, en relevant le montant de dépôt garanti, et, récemment aux États-Unis, en décidant par voie législative d'utiliser des fonds publics pour

acheter des actifs bancaires en difficulté. Cependant, la situation reste très incertaine à l'heure où le présent rapport est publié.

Par ailleurs, la combinaison de la montée en flèche des prix des denrées alimentaires et des carburants depuis 2004 et de capacités de production de plus en plus insuffisantes a porté l'inflation à des niveaux qu'on n'avait plus vus depuis dix ans. Comme noté au chapitre 3, les hausses des prix à la consommation ont été particulièrement fortes dans les pays émergents et les pays en développement. Cette accélération tient au poids élevé de l'alimentation dans les paniers de consommation, à une croissance qui reste assez rapide et à des anticipations inflationnistes moins bien ancrées. Il est à noter que les pays qui ont adopté des régimes de ciblage de l'inflation ont généralement obtenu de meilleurs résultats. Dans les pays avancés, le renchérissement du pétrole a fait monter l'inflation globale, mais l'inflation sous-jacente semble maîtrisée.

La détérioration récente des résultats de l'économie mondiale suit une expansion soutenue qui reposait sur l'intégration croissante des pays émergents et des pays en développement dans l'économie mondiale. Cependant, rétrospectivement, le manque de rigueur des politiques macroéconomiques et des réglementations a peut-être permis à l'économie mondiale de dépasser sa «vitesse maximale» et contribué ainsi à une accumulation des déséquilibres sur les marchés financiers, les marchés immobiliers et les marchés des produits de base. Par ailleurs, les imperfections des marchés, ainsi que des politiques des pouvoirs publics, ont empêché les mécanismes d'équilibrage de bien fonctionner et ont permis aux tensions de s'accumuler sur les marchés.

Un redressement qui n'est pas encore en vue et qui sera probablement graduel

La situation financière va probablement rester très difficile et donc peser sur les perspectives de

l'économie mondiale. Selon les projections du scénario de référence, les mesures prises par les autorités américaines et européennes permettront de stabiliser la situation financière et d'éviter de nouveaux problèmes systémiques. Néanmoins, même si les actifs en difficulté sont éliminés des bilans des banques comme prévu dans le plan américain, le risque de contrepartie restera sans doute exceptionnellement élevé pendant un certain temps, ce qui ralentira le retour à une plus grande liquidité sur les principaux marchés financiers. Par ailleurs, des pertes sur prêts supplémentaires sont très probables en raison du ralentissement de l'économie mondiale. Dans ces conditions, il restera très difficile pour les institutions financières de lever de nouveaux capitaux. En conséquence, comme noté dans l'édition d'octobre 2008 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*), la réduction nécessaire du levier d'endettement prendra du temps, ce qui freinera la création de crédit (et l'activité) au moins jusqu'à la fin de 2009.

Néanmoins, plusieurs facteurs devraient jeter les bases d'un redressement progressif plus tard en 2009 :

- Les cours des produits de base devraient se stabiliser, même si c'est à leur plus haut niveau depuis vingt ans. Les effets négatifs sur les termes de l'échange de la hausse de plus de 50 % des cours du pétrole en 2008 devraient s'atténuer en 2009, ce qui dopera la consommation dans les pays importateurs de pétrole.
- Le secteur immobilier américain devrait finalement atteindre son point le plus bas dans l'année à venir : il cessera ainsi d'amputer sensiblement la croissance comme c'est le cas depuis 2006. La stabilisation des prix immobiliers devrait limiter les pertes du secteur financier liées au secteur hypothécaire, et l'intervention récente dans les deux institutions financières spécialisées d'intérêt public (Fannie Mae et Freddie Mac) devrait contribuer à assurer l'offre de crédit au secteur immobilier. Le cycle immobilier et son ajustement seront peut-être décalés dans les autres pays avancés, mais les répercussions globales de la crise financière seront profondément ressenties.
- En dépit d'une perte de leur élan, les pays émergents devraient encore offrir une source de résistance, profitant d'une croissance vigoureuse de la productivité et d'une amélioration de leur cadre d'action. Bien sûr, plus la crise financière se prolonge, plus il est probable qu'ils seront touchés.

Dans ces conditions, les projections de croissance du scénario de référence ont été revues à la baisse sensiblement par rapport à la mise à jour des *Perspectives de l'économie mondiale* de juillet 2008. En moyenne, la croissance mondiale devrait tomber de 5,0 % par an en 2007 à 3,9 % en 2008 et à 3,0 % en 2009, son rythme le plus lent depuis 2002. Les pays avancés seront en récession, ou en seront proches, au deuxième semestre de 2008 et au début de 2009, et le redressement attendu plus tard en 2009 sera exceptionnellement graduel par rapport au passé. Dans la plupart des pays émergents et des pays en développement, la croissance tomberait au-dessous de son niveau tendanciel. La combinaison d'une augmentation des capacités disponibles et de la stabilisation des cours des matières premières devrait limiter l'inflation, qui devrait retomber au-dessous de 2 % en 2009 dans les pays avancés. Dans les pays émergents et les pays en développement, l'inflation devrait reculer de manière plus progressive, alors que les hausses récentes des cours des produits de base continuent de se répercuter sur les consommateurs.

Des risques considérables pèsent sur cette prévision de référence. Le principal a trait à deux facteurs financiers liés l'un à l'autre : les tensions financières pourraient rester très élevées, et le resserrement du crédit découlant de la réduction du levier d'endettement pourrait être plus prononcé et plus long que prévu. En outre, la détérioration du marché immobilier américain pourrait être plus marquée et plus longue que prévu, alors que les marchés immobiliers européens pourraient s'affaiblir davantage. Le risque d'inflation est maintenant moindre, car les cours des produits de base ont reculé du fait du ralentissement de l'économie mondiale. Par ailleurs, les perturbations des flux de capitaux et la montée du protectionnisme constituent des risques supplémentaires pesant sur le redressement.

Les relations entre les crises financières et les ralentissements économiques sont examinées au chapitre 4, qui compare l'expérience récente à des périodes antérieures. Il ressort de l'analyse que les crises financières qui trouvent leur origine dans le secteur bancaire ont généralement des effets plus négatifs sur l'économie que les crises boursières ou monétaires et que le développement d'une intermédiation financière plus concurrentielle a peut-être aggravé les répercussions. La situation initiale semble aussi être un facteur déterminant. Le fait que les bilans des entreprises non financières aux États-Unis et en Europe occidentale soient en relativement bonne santé au début du ralentissement actuel constitue donc un facteur de résistance, mais ces bilans sont vulnérables à une crise financière durable.

Le chapitre 6 soulève des questions en ce qui concerne les pays affichant en permanence un déficit élevé de la balance courante. Ce problème pourrait être particulièrement important alors que la réduction du levier d'endettement à l'échelle mondiale pèse sur l'offre de financement extérieur pour les pays émergents. L'analyse cherche à expliquer les fortes divergences observées dans l'évolution de la balance courante parmi les pays émergents et rapporte les déficits élevés des pays émergents d'Europe à la libéralisation des mouvements de capitaux, à la réforme financière et aux possibilités créées par la convergence économique en Europe. Cependant, ces déficits élevés et persistants peuvent prendre fin brutalement, et les régimes de change rigides accroissent ces risques. En fait, de nombreux pays ayant un déficit élevé de la balance courante ont déjà souffert bien plus des remous financiers que les pays ayant un faible déficit ou un excédent.

Les pouvoirs publics aux prises avec un dilemme

Partout dans le monde, les pouvoirs publics font face à une épreuve difficile : il s'agit de stabiliser la situation financière tout en gérant prudemment leur économie pendant une période de ralentissement et en maîtrisant l'inflation. Une action multilatérale est particulièrement impor-

tante dans les circonstances actuelles, notamment des mesures visant à remédier aux remous financiers, à atténuer la tension sur les marchés des produits de base et à soutenir les pays à faible revenu accablés par la facture élevée de leurs importations alimentaires.

Les autorités nationales s'emploient énergiquement à stabiliser la situation financière. Pour s'acquitter de cette tâche difficile, il faudra prendre des mesures de large portée afin de s'attaquer aux problèmes systémiques — prendre en charge les actifs en difficulté, favoriser la reconstitution des fonds propres des banques et rétablir la liquidité sur le marché du crédit, tout en tenant compte des intérêts des contribuables et de l'aléa moral. Il convient de coordonner au plan international les stratégies nationales pour s'attaquer aux problèmes communs et éviter de créer des incitations négatives à l'échelle internationale.

Le plan américain d'achat d'actifs immobiliers devrait contribuer au fil du temps à réduire la pression exercée par les actifs en difficulté sur les banques et donc favoriser un retour des sources de financement stables et de la confiance. Cependant, des fonds publics seront probablement nécessaires aussi pour aider les banques à reconstituer leurs fonds propres. En Europe occidentale, il faudra, pour rétablir la confiance, que l'on s'engage résolument à entreprendre une action concertée et coordonnée pour faciliter la constatation des actifs en difficulté dans des délais appropriés et la recapitalisation des banques. Il sera important de conclure des accords de coopération, adaptés à un large éventail de circonstances, notamment en ce qui concerne l'assainissement de grandes institutions internationales et le renforcement, de manière cohérente, de la garantie des dépôts.

Les pays avancés devraient axer leur politique macroéconomique sur le soutien de l'activité — afin de rompre la chaîne de réaction négative entre l'économie réelle et les marchés financiers — sans perdre de vue les risques d'inflation.

- Le ralentissement sensible de l'activité et l'augmentation des écarts de production devraient limiter l'inflation. La baisse des tensions inflationnistes et la détérioration des perspectives économiques permettent déjà d'assouplir la po-

litique monétaire dans certains cas, notamment dans la zone euro et au Royaume-Uni, où les taux d'intérêt à court terme sont assez élevés.

- En ce qui concerne la politique budgétaire, les stabilisateurs automatiques contribuent à atténuer les chocs sur l'activité et il convient de les laisser opérer librement, à condition que les ajustements soient compatibles avec la viabilité à long terme. Une impulsion budgétaire discrétionnaire peut soutenir la croissance au cas où les risques de dégradation de la situation se matérialisent, pourvu qu'elle soit engagée en temps opportun, qu'elle soit bien ciblée et qu'elle ne compromette pas la viabilité des finances publiques. Dans les circonstances actuelles, la marge de manœuvre budgétaire disponible devrait être consacrée à la stabilisation des secteurs financier et immobilier si nécessaire, plutôt qu'à une impulsion de portée plus générale. En temps voulu, il conviendra d'ajuster les politiques budgétaires afin de préserver les objectifs de rééquilibrage à moyen terme.

Les priorités de la politique macroéconomique varient considérablement parmi les pays émergents et les pays en développement, alors que les pouvoirs publics mettent en balance les risques pesant sur la croissance et l'inflation.

- Dans un nombre croissant de pays, les autorités s'inquiètent plutôt maintenant du ralentissement de l'activité alors que la conjoncture extérieure se détériore et que l'inflation globale commence à s'affaiblir. Ce changement de priorité justifierait de mettre fin au cycle de durcissement de la politique monétaire, en particulier dans les pays où les effets de second tour du renchérissement des produits de base sur l'inflation ont été limités, et un assouplissement monétaire se justifierait si les perspectives continuaient de se détériorer. Face à des sorties massives de capitaux, les pays devront réagir rapidement pour garantir une liquidité adéquate, tout en utilisant le taux de change pour absorber une partie de la pression. Par ailleurs, ils devront redoubler d'efforts pour mieux prévenir, gérer et résoudre les tensions financières, notamment en établissant des plans d'urgence.

- Cependant, dans plusieurs autres pays, les tensions inflationnistes demeurent préoccupantes en raison des fortes hausses des prix des denrées alimentaires, de la persistance d'une croissance vigoureuse, de l'aggravation des contraintes pesant sur l'offre et de l'accélération des salaires, notamment dans le secteur public. Même si le recul récent des cours mondiaux des produits de base pourrait réduire quelque peu les tensions, les progrès enregistrés ces dernières années dans la baisse de l'inflation sont compromis; une fois la crédibilité entamée, il est coûteux et long de la rétablir. Dans ces pays, un durcissement monétaire supplémentaire se justifie peut-être encore.
- Les pays qui appliquent un régime de change très dirigé ont une tâche difficile. Un taux de change plus flexible contribuerait à limiter les tensions inflationnistes en présentant plus de possibilités d'ajustement monétaire et offre davantage de marge de manœuvre face aux sorties de capitaux. Bien entendu, d'autres considérations entrent en ligne de compte lors du choix d'un régime de change, notamment, par exemple, le niveau de développement financier et la diversité des exportations.
- La politique budgétaire peut jouer un rôle utile dans la gestion macroéconomique. Une meilleure maîtrise des dépenses publiques aiderait à atténuer les tensions inflationnistes dans plusieurs pays encore exposés à des risques de surchauffe. C'est particulièrement important pour les pays qui affichent un déficit de la balance courante et appliquent un taux de change fixe. Les pays exportateurs de pétrole dont la monnaie est rattachée au dollar américain peuvent concentrer leurs dépenses sur la réduction des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Si les pays émergents disposent d'une plus grande marge de manœuvre que par le passé pour mener une politique budgétaire anticyclique au cas où leurs perspectives économiques se détériorent, le chapitre 5 avertit qu'une telle politique a peu de chances d'être efficace à moins que la confiance dans la viabilité des finances publiques ait été fermement établie et que les mesures soient prises en

temps voulu et soient bien ciblées. De manière plus générale, les subventions générales à l'alimentation et aux carburants sont de plus en plus coûteuses et sont inefficaces par nature. Les programmes ciblés qui aident les pauvres à faire face à la hausse de leurs frais de subsistance sont à privilégier.

Des cadres d'action qui ont besoin d'être réformés

La détérioration des résultats de l'économie mondiale a soulevé des questions quant au choix des cadres de politique macroéconomique et à l'adéquation des politiques menées sur les marchés financiers et les marchés des produits de base.

Entreprendre une «action à contre-courant»

L'environnement exceptionnel qui est le nôtre aujourd'hui a accru l'intérêt pour la mise en place de politiques qui seraient mieux adaptées pour éviter l'alternance de fortes hausses et baisses des prix des actifs, notamment avec une réaction plus vigoureuse en période d'expansion. L'inclusion d'un élément macroprudentiel dans le cadre réglementaire pour compenser la procyclicité inhérente de la création de crédit est une idée prometteuse. On pourrait aussi envisager d'étendre les cadres de politique monétaire de manière à prévoir une «action à contre-courant» des variations des prix des actifs, surtout quand celles-ci sont rapides ou semblent conduire à un sérieux désalignement des prix par rapport aux paramètres fondamentaux, bien que cela soulève des questions complexes.

Par ailleurs, on s'intéresse davantage aux moyens de rendre les cadres de politique budgétaire plus crédibles et donc à rendre la politique budgétaire plus efficace comme instrument anticyclique. Le talon d'Achille d'une politique budgétaire active reste les paramètres d'économie politique qui encouragent une prise de décision à court terme. En conséquence, de nombreux pays ne réussissent pas, en période d'expansion, à se donner les moyens d'engager une impulsion discrétionnaire efficace en cas de récession, ou ont

du mal à faire face aux problèmes de viabilité des finances publiques à long terme. Au chapitre 5, il est noté que l'adoption de politiques qui reposent davantage sur le respect de règles — à rapprocher de la réduction du pouvoir discrétionnaire dans la politique monétaire — et les mécanismes plus solides de gouvernance budgétaire qui sont mis en place dans un nombre croissant de pays pourraient accroître l'efficacité de la politique budgétaire face aux récessions.

Comblent les lacunes des appareils de réglementation et de contrôle

Des efforts résolus sont déployés pour s'attaquer non seulement aux menaces immédiates pour le système, mais aussi aux nombreuses faiblesses révélées par les turbulences financières actuelles. Comme noté dans l'édition d'octobre 2008 du *Global Financial Stability Report*, il est essentiel d'assurer une gestion du risque plus efficace et plus solide de la part des institutions, notamment en établissant des exigences plus strictes en matière de fonds propres et en insistant sur l'établissement de meilleures pratiques de gestion des liquidités et sur une meilleure information en ce qui concerne les risques au bilan et hors bilan. Il est important aussi de renforcer les dispositifs de résolution des crises.

Par ailleurs, les remous financiers ont montré que les dispositifs nationaux de stabilité financière n'ont pas évolué parallèlement à l'innovation et à la mondialisation financières, ce qui s'est traduit par des retombées néfastes au plan international. Une meilleure coordination entre les autorités prudentielles nationales est nécessaire, surtout en vue de prévenir, de gérer et de résoudre les difficultés financières tant sur les marchés que dans les grandes institutions financières.

Encourager les économies d'énergie et une hausse de l'offre de pétrole et de denrées alimentaires

Le recul récent des cours des produits de base ne doit pas affaiblir les efforts déployés pour atténuer les tensions sur les marchés de ces

produits. Il ne semble guère établi concrètement que l'intérêt croissant des investisseurs pour les produits de base en tant d'actifs de repli (ou la spéculation pure et simple) a exercé un effet systématique ou durable sur les prix. Cependant, la combinaison de variations inhabituelles de l'attitude des marchés et d'une hausse de la liquidité sur les marchés financiers a peut-être contribué à une dynamique de prix à court terme dans certains cas. En conséquence, il convient d'encourager un meilleur équilibre entre l'offre et la demande à long terme et d'éviter de prendre des mesures qui pourraient aggraver les tensions sur les marchés à court terme. On pourrait envisager de répercuter davantage les variations des prix internationaux sur les marchés intérieurs et d'accroître les économies d'énergie. La baisse des subventions aux biocarburants dans les pays avancés pourrait aussi atténuer la pression à court terme sur les prix des denrées alimentaires. En général, la priorité devrait être donnée au renforcement de la réaction de l'offre à la hausse des prix. Pour l'instant, une augmentation de l'aide des donateurs aux pays les plus pauvres sera cruciale pour faire face à la crise humanitaire qui résulte de l'envolée des prix de l'alimentation.

Résorber les déséquilibres mondiaux

La flambée des cours des produits de base a entraîné une nouvelle aggravation des déséquilibres mondiaux, avec des excédents de la balance courante plus élevés dans les pays exportateurs de pétrole et des déficits plus élevés dans les pays importateurs de pétrole. Bien entendu, il est raisonnable pour les pays exportateurs de pétrole d'épargner une partie de ce surcroît de recettes : jusqu'à présent, le recyclage des fonds des pays en excédent vers les pays en déficit fonctionne bien. Par ailleurs, le déficit hors pétrole des États-Unis a diminué substantiellement, en partie du fait de la dépréciation du dollar, dont le taux de change effectif réel retourne vers un niveau correspondant plus ou moins à l'équilibre à moyen terme. Cependant, le dollar s'est déprécié principalement vis-à-vis de l'euro et de quelques autres monnaies au taux de change flexible.

La stratégie multilatérale approuvée par le Comité monétaire et financier international en 2005 et élaborée lors des consultations multilatérales sur les déséquilibres mondiaux en 2006 et 2007 reste d'actualité, mais elle doit être appliquée soigneusement. Aux États-Unis, le rééquilibrage du budget demeure un objectif important à moyen terme, mais l'impulsion budgétaire anticyclique et l'aide publique à la stabilisation des institutions financières qui ont été décidées récemment se justifiaient. En ce qui concerne la Chine, une appréciation supplémentaire du renminbi, en termes effectifs, contribuerait à la stratégie plus globale de réorientation des sources de croissance vers la demande intérieure et de renforcement de l'efficacité de la politique monétaire. Dans les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient, un ralentissement de la croissance des dépenses atténuerait la surchauffe, de même qu'une action davantage axée sur la réduction des goulets d'étranglement de l'offre. Par ailleurs, des réformes des marchés de produits et du travail dans la zone euro et au Japon rehausseraient le potentiel de croissance.

Enfin, la montée des pressions protectionnistes sur les courants d'échanges et les mouvements de capitaux représente un risque préoccupant pour le redressement potentiel. Sortir de l'impasse actuelle du cycle de Doha renforcerait le système commercial ouvert multilatéral, un fondement important de la forte croissance mondiale de ces dernières années. Par ailleurs, les fonds souverains continuent de prendre de l'importance comme véhicules d'investissement des pays en situation d'excédent. L'ensemble de principes et de pratiques arrêté récemment par ces fonds pour leur gouvernance, leur investissement et leur gestion du risque (les «principes de Santiago») contribuera à apaiser les craintes concernant ce type de fonds qui pourraient conduire à des restrictions contre-productives de ces flux de capitaux. Par ailleurs, les directives pour les pays bénéficiaires, qui sont en cours d'élaboration à l'Organisation de coopération et de développement économiques, assureront aux fonds souverains un accès équitable, transparent et libre aux marchés.

L'économie mondiale s'engage dans une période de ralentissement sensible face à la crise la plus grave depuis les années 30 sur les marchés financiers arrivés à maturité. Dans un climat exceptionnellement incertain, les projections de la croissance mondiale pour 2009 ont été revues à la baisse, à 3 %, le rythme le plus lent depuis 2002, et les risques de dégradation des perspectives sont considérables. Les principaux pays avancés sont déjà en récession, ou en sont proches, et, même si un redressement progressif est attendu en 2009, il sera sans doute exceptionnellement graduel, freiné par une réduction constante du levier d'endettement sur les marchés financiers. Dans ces conditions, les taux élevés d'inflation globale devraient reculer rapidement, à condition que les cours du pétrole se maintiennent à leur niveau actuel ou en dessous. Les pays émergents et les pays en développement connaissent aussi une période de ralentissement — dans de nombreux cas, la croissance est tombée bien au-dessous de la tendance — bien que certains soient encore en proie à des tensions inflationnistes considérables même avec la stabilisation des cours des produits de base. Dans l'immédiat, il est nécessaire de stabiliser les marchés financiers internationaux, tout en gérant prudemment les économies pendant un ralentissement mondial et en maîtrisant l'inflation. À plus long terme, les pouvoirs publics devront reconstruire l'intermédiation financière, examiner comment réduire les tendances procycliques dans l'économie mondiale et renforcer les réactions de l'offre et de la demande sur les marchés des produits de base.

Le présent chapitre commence par une vue d'ensemble des tensions qui mettent à rude épreuve l'économie mondiale. Il examine ensuite plus en détail la crise financière qui se propage et ses implications macroéconomiques, ainsi que les déséquilibres des marchés de l'immobilier et des produits de base. Cette analyse permet d'évaluer les perspectives et des risques qui pèsent sur celles-ci. Le chapitre conclut par une présentation des grands enjeux

pour les pouvoirs publics. Le chapitre 2 aborde l'évolution économique et les enjeux pour chacune des principales régions du monde.

L'économie mondiale sous tension

Pendant quatre années jusqu'à la fin de l'été 2007, l'économie mondiale était en pleine expansion. Le PIB mondial a progressé d'environ 5 % par an en moyenne, le taux soutenu le plus élevé depuis le début des années 70. Environ trois quarts de cette croissance (mesurée selon la parité de pouvoir d'achat) s'expliquaient par une expansion diversifiée dans les pays émergents et les pays en développement (tableau 1.1 et graphique 1.1). Quoique légèrement en hausse, l'inflation a été maîtrisée dans l'ensemble.

Au cours de l'année écoulée, l'économie mondiale a souffert de la crise qui s'aggrave sur les marchés financiers, des corrections majeures sur les marchés immobiliers de plusieurs pays avancés et de l'envolée des cours des produits de base. En fait, la crise financière qui s'est déclarée en août 2007 après l'effondrement du marché américain des prêts hypothécaires à risque («subprime») est entrée en septembre 2008 dans une nouvelle phase tumultueuse qui a ébranlé sérieusement la confiance dans les institutions et les marchés financiers mondiaux. Les craintes croissantes concernant la solvabilité de certaines institutions ont provoqué une cascade de faillites, de fusions forcées et d'interventions des pouvoirs publics aux États-Unis et en Europe occidentale, avec pour résultat une restructuration radicale du paysage financier. Par ailleurs, les marchés interbancaires se sont pratiquement bloqués, car la confiance dans les contreparties s'est évaporée. Les autorités américaines et européennes ont réagi rapidement en annonçant des mesures d'envergure visant à soutenir des institutions importantes, à stabiliser les marchés et à raffermir la confiance, mais les

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 juillet 2008		4 ^e trimestre à 4 ^e trimestre		
	2006	2007	2008	2009	2008	2009	Estimations 2007	Projections 2008	Projections 2009
Production mondiale¹	5,1	5,0	3,9	3,0	-0,2	-0,9	4,8	2,8	3,2
Pays avancés	3,0	2,6	1,5	0,5	-0,2	-0,9	2,6	0,7	1,0
États-Unis	2,8	2,0	1,6	0,1	0,3	-0,7	2,3	0,8	0,4
Zone euro	2,8	2,6	1,3	0,2	-0,4	-1,0	2,1	0,4	0,6
Allemagne	3,0	2,5	1,8	—	-0,2	-1,0	1,7	0,7	0,6
France	2,2	2,2	0,8	0,2	-0,8	-1,2	2,2	-0,1	0,8
Italie	1,8	1,5	-0,1	-0,2	-0,6	-0,7	0,1	-0,1	0,2
Espagne	3,9	3,7	1,4	-0,2	-0,4	-1,4	3,2	0,1	0,1
Japon	2,4	2,1	0,7	0,5	-0,8	-1,0	1,4	0,2	0,9
Royaume-Uni	2,8	3,0	1,0	-0,1	-0,8	-1,8	2,9	-0,3	0,7
Canada	3,1	2,7	0,7	1,2	-0,3	-0,7	2,8	0,3	1,7
Autres pays avancés	4,5	4,7	3,1	2,5	-0,2	-0,8	5,0	2,0	3,7
Nouvelles économies industrielles d'Asie	5,6	5,6	4,0	3,2	-0,2	-1,1	6,1	2,6	5,4
Pays émergents et pays en développement ²	7,9	8,0	6,9	6,1	—	-0,6	8,5	6,1	6,5
Afrique	6,1	6,3	5,9	6,0	-0,5	-0,4	...	...	...
Afrique subsaharienne	6,6	6,9	6,1	6,3	-0,5	-0,5	...	...	...
Europe centrale et orientale	6,7	5,7	4,5	3,4	-0,1	-1,1	...	...	...
Communauté des États indépendants	8,2	8,6	7,2	5,7	-0,6	-1,5	...	...	...
Russie	7,4	8,1	7,0	5,5	-0,7	-1,8	9,5	5,9	5,8
Russie non comprise	10,2	9,8	7,6	6,2	-0,2	-0,8	...	...	...
Asie, pays en développement d'	9,9	10,0	8,4	7,7	—	-0,7	...	...	...
Chine	11,6	11,9	9,7	9,3	—	-0,5	11,3	9,2	9,4
Inde	9,8	9,3	7,9	6,9	-0,1	-1,1	8,9	7,2	6,9
ASEAN-5	5,7	6,3	5,5	4,9	-0,1	-1,0	6,6	4,7	5,7
Moyen-Orient	5,7	5,9	6,4	5,9	0,2	-0,1	...	...	...
Hémisphère occidental	5,5	5,6	4,6	3,2	0,1	-0,4	...	...	...
Brésil	3,8	5,4	5,2	3,5	0,3	-0,5	6,2	3,9	3,7
Mexique	4,9	3,2	2,1	1,8	-0,3	-0,6	4,2	0,9	2,4
<i>Pour mémoire</i>									
Union européenne	3,3	3,1	1,7	0,6	-0,4	-1,1	...	...	...
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	3,9	3,7	2,7	1,9	-0,2	-0,8	...	...	...
Volume du commerce mondial (biens et services)	9,3	7,2	4,9	4,1	-1,2	-1,9	...	...	...
Importations									
Pays avancés	7,5	4,5	1,9	1,1	-1,6	-2,3	...	...	...
Pays émergents et en développement	14,7	14,2	11,7	10,5	-0,7	-1,1	...	...	...
Exportations									
Pays avancés	8,4	5,9	4,3	2,5	-0,7	-1,8	...	...	...
Pays émergents et en développement	11,0	9,5	6,3	7,4	-2,0	-1,7	...	...	...
Cours des produits de base (en dollars EU)									
Pétrole ³	20,5	10,7	50,8	-6,3	-13,0	-13,6	...	...	...
Produits de base hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de produits de base)	23,2	14,1	13,3	-6,2	-1,3	-1,0	...	...	...
Prix à la consommation									
Pays avancés	2,4	2,2	3,6	2,0	0,2	-0,3	3,0	3,3	1,7
Pays émergents et en développement ²	5,4	6,4	9,4	7,8	0,3	0,4	6,7	7,9	6,2
Taux du LIBOR à six mois (en pourcentage)⁴									
Dépôts en dollars	5,3	5,3	3,2	3,1	0,4	-0,5	...	...	...
Dépôts en euros	3,1	4,3	4,8	4,2	-0,2	-1,1	...	...	...
Dépôts en yen	0,4	0,9	1,0	1,2	-0,1	-0,3	...	...	...

Note : On suppose que les taux de change effectifs restent, en valeur réelle, aux niveaux observés entre le 18 août et le 15 septembre 2008.

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

²Les estimations et projections trimestrielles représentent environ 76 % des pays émergents et des pays en développement.

³Moyenne simple des cours U.K. Brent, Dubaï et West Texas Intermediate. Le cours moyen du pétrole en 2007 était de 71,13 dollars le baril; hypothèse pour 2008 : 107,25 dollars le baril; et pour 2009 : 100,50 dollars le baril.

⁴Taux à six mois pour le dollar EU et le yen. Taux à trois mois pour l'euro.

marchés restent très instables et volatils à l'heure où le présent rapport est publié.

Face à une situation de plus en plus difficile, l'activité mondiale a ralenti sensiblement. Dans leur ensemble, les pays avancés ont enregistré une croissance de 1 % seulement (en taux annualisé) entre le quatrième trimestre de 2007 et la fin du deuxième trimestre de 2008, contre 2½ % pendant les trois premiers trimestres de 2007. L'économie américaine a souffert particulièrement des effets directs de la crise financière qui s'est déclarée sur leur marché des prêts hypothécaires à risque, avec un resserrement du crédit et une amplification de la correction du marché immobilier en cours depuis 2006. Un assouplissement monétaire agressif de la part de la Réserve fédérale, un plan de relance budgétaire opportun et la bonne tenue des exportations (du fait de l'affaiblissement du dollar) ont atténué ces effets, mais la croissance n'a quand même atteint que 1¼ % en moyenne depuis le quatrième trimestre de 2007. En Europe occidentale, l'activité a ralenti considérablement aussi, en raison des cours élevés du pétrole, du resserrement du crédit, de l'essoufflement du marché immobilier dans plusieurs pays, du ralentissement de l'économie américaine et de l'appréciation de l'euro. Quant à l'économie japonaise, elle a mieux résisté dans un premier temps, mais récemment elle a souffert du ralentissement des exportations et des effets de la détérioration des termes de l'échange sur la demande intérieure.

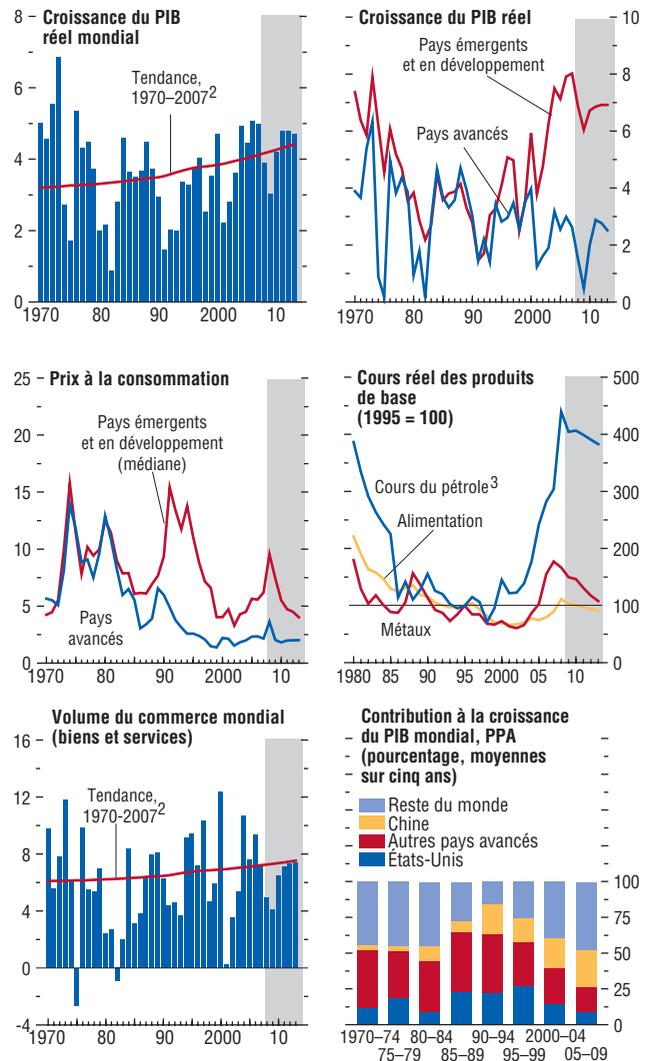
Selon les données disponibles pour le troisième trimestre et les indicateurs avancés, le ralentissement s'intensifie dans les pays avancés (graphique 1.2). En fait, les indicateurs de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs aux États-Unis et dans la zone euro sont maintenant proches des bas niveaux observés pendant la récession de 2001-02.

Les pays émergents et les pays en développement ne se sont pas découplés de ce ralentissement. Dans ces pays, la croissance est tombée de 8 % pendant les trois premiers trimestres de 2007 à 7½ % pendant les trois trimestres suivants, alors que la demande intérieure (en particulier l'investissement des entreprises) et les

Graphique 1.1. Indicateurs mondiaux¹

(Variation annuelle en pourcentage, sauf indication contraire)

Après quatre années de croissance vigoureuse, l'économie mondiale s'engage dans une période de ralentissement sensible, surtout dans les pays avancés. L'inflation est la plus élevée depuis dix ans, portée par l'envolée des cours des produits de base.



Source : estimations des services du FMI.

¹Les zones ombrées correspondent aux projections des services du FMI. Sauf indication contraire, les agrégats sont pondérés sur la base de la parité de pouvoir d'achat.

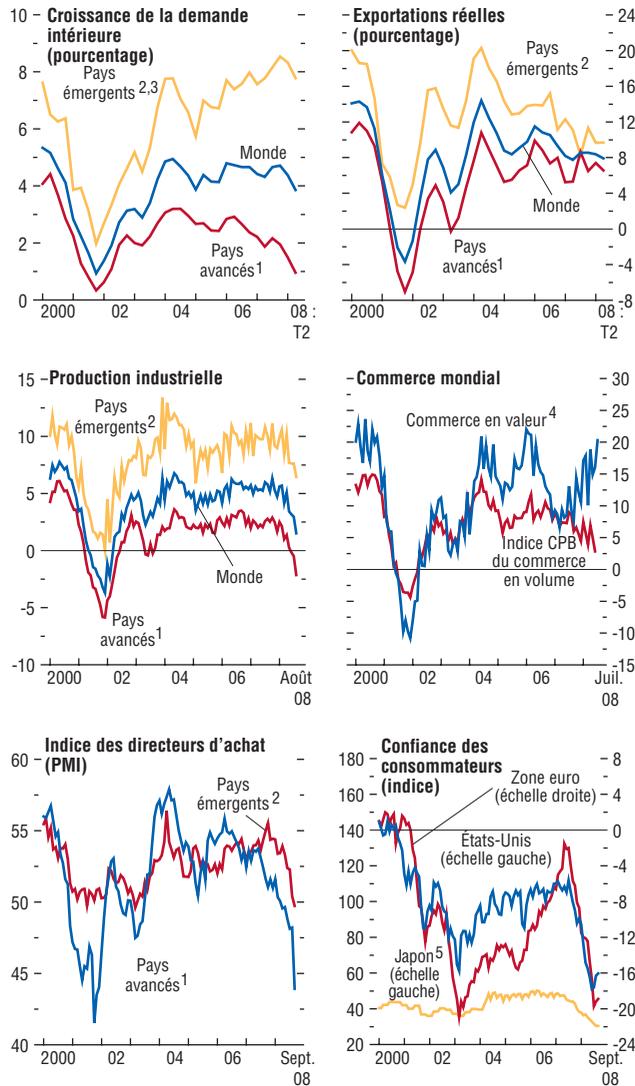
²Taux moyen de croissance des pays (somme pondérée en fonction de la parité de pouvoir d'achat). Au fil des ans, la pondération des pays à croissance plus rapide augmente, ce qui oriente la courbe vers le haut.

³Moyenne simple des cours au comptant du U.K. Brent, du Dubaï Fateh et du West Texas Intermediate.

Graphique 1.2. Indicateurs courants et avancés

(Variation en pourcentage par rapport à l'année précédente, sauf indication contraire)

La demande intérieure a ralenti considérablement dans les pays avancés et le ralentissement va probablement s'intensifier selon les indicateurs de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs. Les pays émergents ne se sont pas découplés : le ralentissement du commerce mondial a pesé sur l'activité manufacturière.



Sources : CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis pour l'indice CPB du commerce en volume; pour les autres, NTC Economics et Haver Analytics.

¹Australie, Canada, Danemark, États-Unis, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède, Suisse et zone euro.

²Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Corée, Estonie, Hong Kong (RAS), Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Lettonie, Lituanie, Malaisie, Mexique, Pakistan, Pérou, Philippines, Pologne, République slovaque, République tchèque, Roumanie, Russie, Singapour, province chinoise de Taïwan, Thaïlande, Turquie, Ukraine et République bolivarienne du Venezuela.

³Les données pour la Chine et le Pakistan ont été calculées par interpolation.

⁴Variations en pourcentage sur un an en DTS.

⁵Les données sur la confiance des consommateurs au Japon sont fondées sur un indice de diffusion, où des valeurs supérieures à 50 indiquent un raffermissement de la confiance.

exportations nettes ont reculé. Par ailleurs, les indicateurs récents de l'activité dans le commerce et les entreprises font état d'un ralentissement persistant. La croissance a été la plus solide dans les pays exportateurs de produits de base, qui profitent de la persistance de prix élevés à l'exportation. Par contre, les pays ayant les relations commerciales les plus étroites avec les États-Unis et l'Europe connaissent un ralentissement marqué, alors que les pays qui se sont appuyés sur des entrées de capitaux bancaires ou d'investissements de portefeuille pour financer des déficits élevés de leurs transactions courantes ont été durement touchés par un resserrement brusque du financement extérieur. Néanmoins, dans leur ensemble, les pays émergents ont jusqu'à présent maintenu un meilleur accès aux marchés que lors de turbulences financières antérieures, grâce à l'amélioration de leur cadre d'action et au renforcement du bilan de leur secteur public.

En dépit du ralentissement de la croissance mondiale, l'inflation globale, portée par la montée en flèche des prix des carburants et des denrées alimentaires, a augmenté partout pour atteindre son niveau le plus élevé depuis la fin des années 90. Dans les pays avancés, l'inflation globale sur douze mois s'établissait à 4¼ % en août 2008, soit un peu en dessous du record de juillet à la suite d'un recul des cours des produits de base (graphique 1.3). L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation, anticipations inflationnistes et coûts de main-d'œuvre) a été maîtrisée dans l'ensemble, même si l'on observe une poussée à la hausse de certains indices. Du fait de l'augmentation des craintes d'inflation, la Réserve fédérale a maintenu le taux des fonds fédéraux à 2 % depuis avril, après six mois de fortes baisses, et la Banque centrale européenne a relevé son taux directeur d'un cran, à 4¼ %, début juillet.

La remontée de l'inflation a été plus prononcée dans les pays émergents et les pays en développement : l'inflation globale a atteint 8¼ % dans l'ensemble de ces pays en août, et bon nombre d'entre eux enregistrent maintenant une inflation supérieure à 10 %. Dans une certaine mesure, cette différence s'explique par

la bien plus grande importance de l'alimentation dans le panier de consommation de ces pays, à savoir généralement entre 30 et 45 %, contre 10 à 15 % dans les pays avancés. Cependant, l'inflation hors énergie et alimentation a progressé fortement aussi, et on observe une hausse des anticipations inflationnistes et des augmentations de salaires, même si ces données ne sont pas disponibles de manière aussi systématique que dans les pays avancés. Au chapitre 3, qui porte sur la relation entre les prix des produits de base et l'inflation, il est noté que les pays émergents sont plus vulnérables aux effets de second tour, parce que, de par leur plus grande importance, les prix de l'alimentation exercent une plus forte pression sur les salaires réels, que les anticipations inflationnistes sont moins bien ancrées par la crédibilité de la banque centrale et que la croissance rapide a réduit les marges de capacités disponibles.

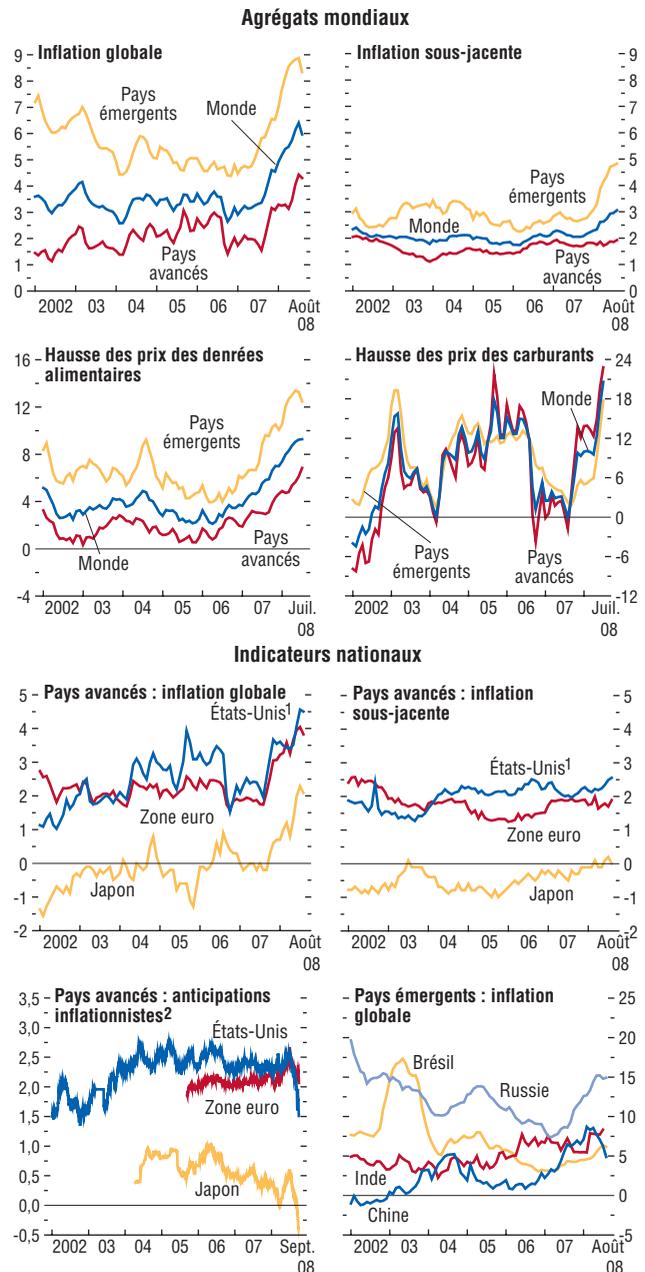
Face à la montée de l'inflation, les pouvoirs publics des pays émergents et des pays en développement ont pris diverses mesures. Un grand nombre de banques centrales ont relevé les taux d'intérêt, mais d'autres ont plutôt rehaussé les coefficients de réserves obligatoires et resserré le crédit, surtout lorsque la politique des taux d'intérêt est limitée par le manque de souplesse de la politique de change. Cependant, comme noté plus loin, certaines de ces mesures ont été annulées récemment face aux fortes pressions sur les liquidités résultant des récentes turbulences financières. Certains pays ont aussi durci leur politique budgétaire pour freiner la croissance de la demande globale. En dehors de la politique macroéconomique, plusieurs pays ont cherché à limiter les effets de la hausse des prix mondiaux des produits de base sur les prix intérieurs en retardant ou en limitant la répercussion des prix pétroliers (avec un coût budgétaire qui pourrait être considérable), en abaissant les droits de douane sur les importations de denrées alimentaires et, dans certains cas, en interdisant les exportations de produits alimentaires ou en les imposant.

L'essoufflement de la croissance américaine par rapport à celle de ses partenaires

Graphique 1.3. Inflation mondiale

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

L'inflation globale est montée en flèche, surtout dans les pays émergents et les pays en développement, en raison d'une envolée des prix des denrées alimentaires et des carburants et d'un resserrement plus général des goulets d'étranglement. Dans les pays avancés aussi, l'inflation globale s'est accélérée sensiblement, principalement à cause de la répercussion des cours élevés du pétrole, mais les indicateurs de l'inflation sous-jacente n'ont augmenté que modérément.



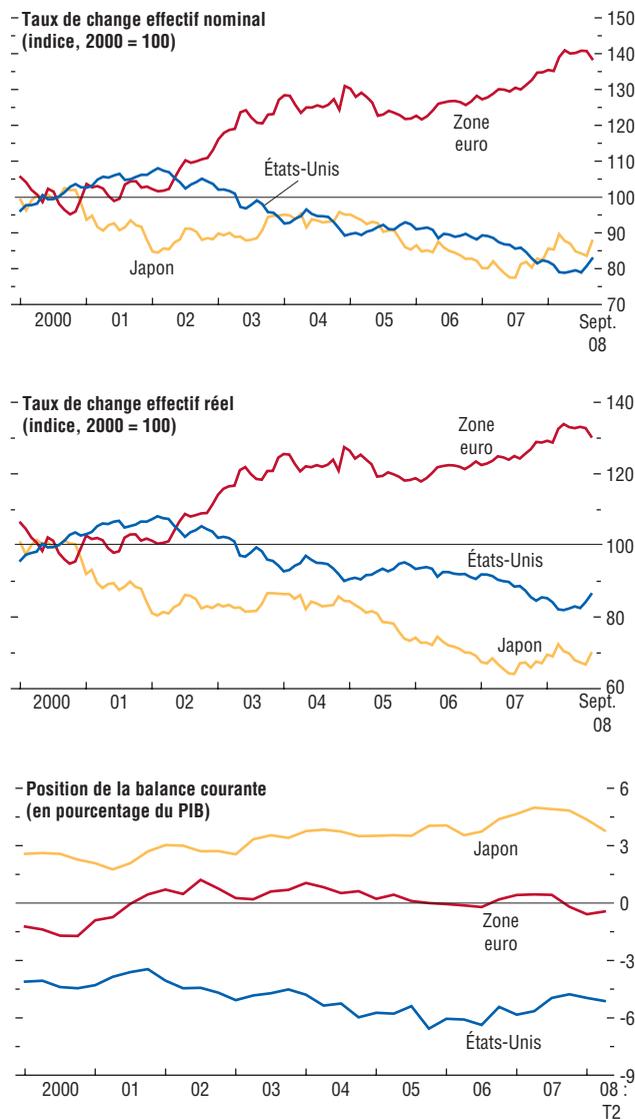
Sources : Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; calculs des services du FMI.

¹Déflateur des dépenses de consommation des ménages.

²Taux d'équilibre sur dix ans.

Graphique 1.4. Secteur extérieur des principaux pays avancés

La dépréciation du dollar américain en termes effectifs réels, conjuguée au fléchissement de la demande intérieure, a contribué à une baisse du déficit de la balance courante des États-Unis. La position de la balance courante de la zone euro et du Japon s'est détériorée au cours de l'année écoulée, du fait de l'appréciation de leur monnaie respective et de la hausse des cours du pétrole.



Sources : Haver Analytics et calculs des services du FMI.

commerciaux et la dépréciation soutenue du dollar depuis 2002 ont contribué à ramener le déficit des transactions courantes des États-Unis à 5 % du PIB au premier semestre de 2008, contre 6½ % fin 2005 (graphique 1.4). La baisse est encore plus prononcée si les importations pétrolières nettes sont exclues. En dépit d'une hausse depuis le début de 2008, le taux de change effectif réel du dollar est au plus bas depuis des décennies, et il est maintenant estimé que le dollar concorde plus ou moins avec les paramètres fondamentaux à moyen terme. L'ajustement du dollar ces dernières années s'est produit dans une large mesure par rapport aux monnaies des autres pays avancés, notamment l'euro (qui est aujourd'hui considéré comme plutôt fort par rapport aux paramètres fondamentaux) et le yen (qui reste considéré comme sous-évalué par rapport aux paramètres fondamentaux), ainsi que par rapport à d'autres monnaies flottantes.

Parmi les pays émergents, la monnaie chinoise a continué de s'apprécier à un rythme modéré, avec une hausse un peu plus rapide en termes effectifs réels en raison de la montée de l'inflation (graphique 1.5). Néanmoins, l'excédent de la balance courante de la Chine est resté supérieur à 10 % du PIB et, grâce à des entrées de capitaux massives en dépit d'un durcissement de leur contrôle, les réserves ont continué de s'accumuler. Selon les services du FMI, le renminbi reste substantiellement sous-évalué par rapport aux paramètres fondamentaux à moyen terme. Beaucoup de pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient ont continué de lier leur monnaie au dollar américain. En conséquence, leurs monnaies se sont généralement dépréciées en valeur effective nominale, tout en s'appréciant modérément en valeur réelle en raison de la montée de l'inflation. Ailleurs, les évolutions sont assez diverses. Les monnaies des pays émergents d'Europe et d'Amérique latine se sont appréciées dans l'ensemble, la politique monétaire ayant été durcie et les pays exportateurs de produits de base ayant profité d'une amélioration des termes de l'échange, mais certaines monnaies ont été mises sous pression récemment du fait du recul des prix des produits de base et de la plus grande

aversion pour le risque. Les monnaies de plusieurs pays d'Afrique et d'Asie du Sud et de l'Est (par exemple Afrique du Sud, Corée, Inde et Pakistan) se sont dépréciées sur une période plus longue, en partie à cause du renchérissement de leurs importations de produits de base et du creusement du déficit de leur balance courante.

Un système financier en crise¹

L'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale* a été achevée juste après que la Réserve fédérale a organisé la vente d'urgence d'une grande banque d'investissement américaine (Bear Stearns) et a rehaussé l'accès des opérateurs aux liquidités d'urgence. Par ailleurs, les banques ont accompli des progrès dans la constatation de leurs pertes sur leurs engagements dans le secteur des prêts hypothécaires à risque, la reconstitution de leurs fonds propres et la réduction de leur levier d'endettement².

En dépit de ces efforts, les tensions se sont de nouveau aggravées sur les marchés financiers pendant l'été, alors que les craintes concernant la solvabilité de certaines institutions réapparaissent et qu'il devenait évident que l'ajustement des bilans se prolongerait. Le financement bancaire en particulier a été mis sous pression (graphique 1.6), notamment parce que l'on craignait de plus en plus une augmentation des pertes sur prêts sous l'effet d'une chaîne de réaction négative entre l'économie et le système financier. Par ailleurs, l'ajustement dans le secteur bancaire a été freiné par le coût élevé du financement, la réduction des revenus tirés des opérations de

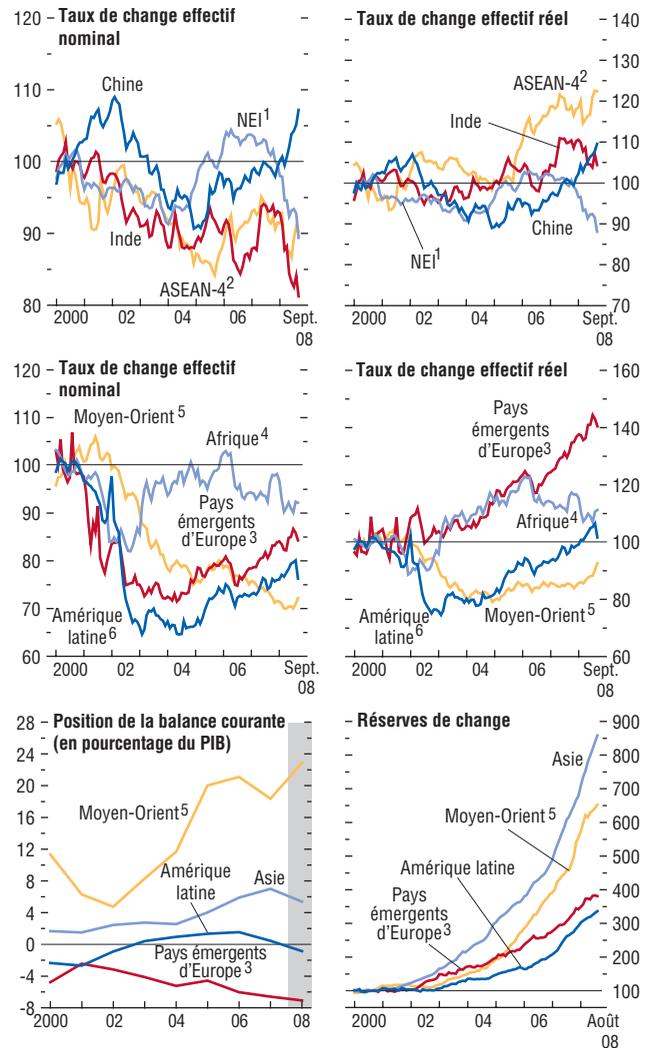
¹L'évolution du secteur financier est examinée en détail dans l'édition d'octobre 2008 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*) (FMI, 2008b).

²En septembre 2008, les banques ont déclaré 518 milliards de dollars de pertes sur des prêts hypothécaires à risque américains et des engagements connexes, l'essentiel pour des banques américaines et européennes. Par ailleurs, les banques ont levé de nouveaux capitaux à hauteur de 364 milliards de dollars. Ces montants sont à comparer avec une estimation des pertes sur prêts américains et titres connexes de 1.400 milliards de dollars, dont 640-735 milliards de dollars pour des banques (FMI, 2008b).

Graphique 1.5. Secteur extérieur des pays émergents et des pays en développement

(Indice, 2000 = 100, sauf indication contraire)

Les taux de change ont évolué de manière assez diverse récemment dans les pays émergents et les pays en développement. Plusieurs pays d'Asie importateurs de pétrole, en particulier ceux ayant des relations commerciales étroites avec les États-Unis, ont vu leur monnaie se déprécier, alors que la monnaie chinoise a continué de s'apprécier. En Amérique latine et dans les pays émergents d'Europe, les monnaies sont généralement restées bien orientées, bien qu'elles se soient affaiblies récemment.



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

¹Nouvelles économies industrielles (NEI) : Corée, Hong Kong (RAS), Singapour et province chinoise de Taïwan.

²Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

³Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, République slovaque, Roumanie et Turquie.

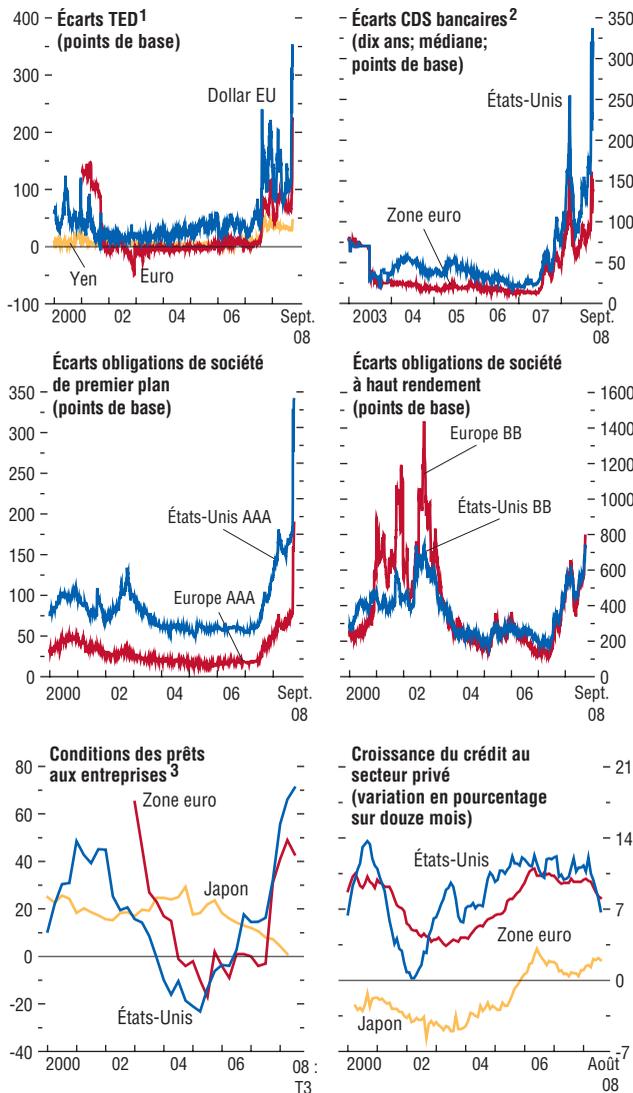
⁴Afrique du Sud, Botswana, Burkina Faso, Cameroun, République du Congo, Côte d'Ivoire, Djibouti, Éthiopie, Gabon, Ghana, Guinée, Guinée équatoriale, Kenya, Madagascar, Mali, Maurice, Mozambique, Namibie, Niger, Nigéria, Ouganda, Rwanda, Sénégal, Soudan, Tanzanie, Tchad et Zambie.

⁵Arabie Saoudite, Bahreïn, Égypte, Émirats arabes unis, République islamique d'Iran, Jordanie, Koweït, Liban, Libye, Oman, Qatar, République arabe syrienne et République du Yémen.

⁶Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et République bolivarienne du Venezuela.

Graphique 1.6. Évolution des marchés du crédit parvenus à maturité

Les tensions se sont de nouveau aggravées sur le marché du crédit en septembre, en raison de la hausse des marges sur le marché interbancaire. Les primes de risque se sont creusées fortement pour un large éventail d'actifs financiers. Les critères d'octroi de prêts bancaires ont été durcis nettement aux États-Unis et dans la zone euro, et la croissance du crédit commence maintenant à ralentir.



Sources : Bank of Japan; Bloomberg Financial Markets; Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale; Banque centrale européenne; Merrill Lynch; calculs des services du FMI.

¹Écart LIBOR à trois mois/taux des bons du Trésor à trois mois.

²Contrats sur défaut.

³Pourcentage des participants selon lesquels les normes d'octroi de prêts ont été durcies «considérablement» ou «un peu» moins celui des participants selon lesquels les normes ont été assouplies «considérablement» ou «un peu» ces trois derniers mois. Enquête sur les variations des normes pour les prêts ou lignes de crédit aux entreprises pour la zone euro; moyenne des enquêtes sur les variations des normes pour les prêts commerciaux/industriels et immobiliers commerciaux pour les États-Unis; moyenne des variations des normes pour les PME et les grandes entreprises au Japon.

titrisation reposant sur des commissions et l'accumulation forcée d'actifs d'entités hors bilan et d'engagements de prêts antérieurs. Étant donné la baisse des cours des actions, il est devenu de plus en plus cher, souvent trop cher, de lever de nouveaux capitaux, alors que, par ailleurs, les marchés et les autorités de réglementation s'attendaient à un relèvement notable des ratios fonds propres/actifs, bien au-dessus de leurs niveaux d'avant la crise.

De nouveau, les tensions ont été les plus vives pour les institutions les plus exposées au marché immobilier américain qui continue de s'affaiblir. Au mois d'août, les deux grandes institutions financières spécialisées d'intérêt public Fannie Mae et Freddie Mac³ ont été mises sous forte pression en raison de craintes concernant l'adéquation de leurs fonds propres en regard de leurs pertes croissantes. Ces tensions n'ont pas été soulagées lorsque les autorités américaines ont assuré que ces deux institutions auraient accès à un financement de l'État fédéral pour satisfaire leurs besoins de liquidités et de capitaux. Étant donné le rôle crucial que jouent aujourd'hui ces organismes sur le marché immobilier américain et dans le système financier mondial, les deux institutions ont été placées sous la tutelle de la Federal Housing Finance Agency, les autorités promettant une aide financière supplémentaire en cas de besoin pour maintenir un niveau adéquat de fonds propres et de financement.

Malgré ces efforts, les marchés financiers internationaux ont plongé dans la tourmente à la mi-septembre après la faillite d'une deuxième grande banque d'investissement américaine (Lehman Brothers), qui a causé des pertes considérables pour ses créanciers et contreparties.

³Federal National Mortgage Association et Federal Home Loan Mortgage Corporation. Ces deux institutions détiennent ou garantissent environ 50 % des prêts hypothécaires américains et ont soutenu 80 % des nouveaux prêts hypothécaires ces derniers mois. Par ailleurs, leurs titres sont détenus par un très grand nombre d'opérateurs à travers le système financier mondial et constituent un moyen important de financement extérieur du déficit de la balance courante des États-Unis.

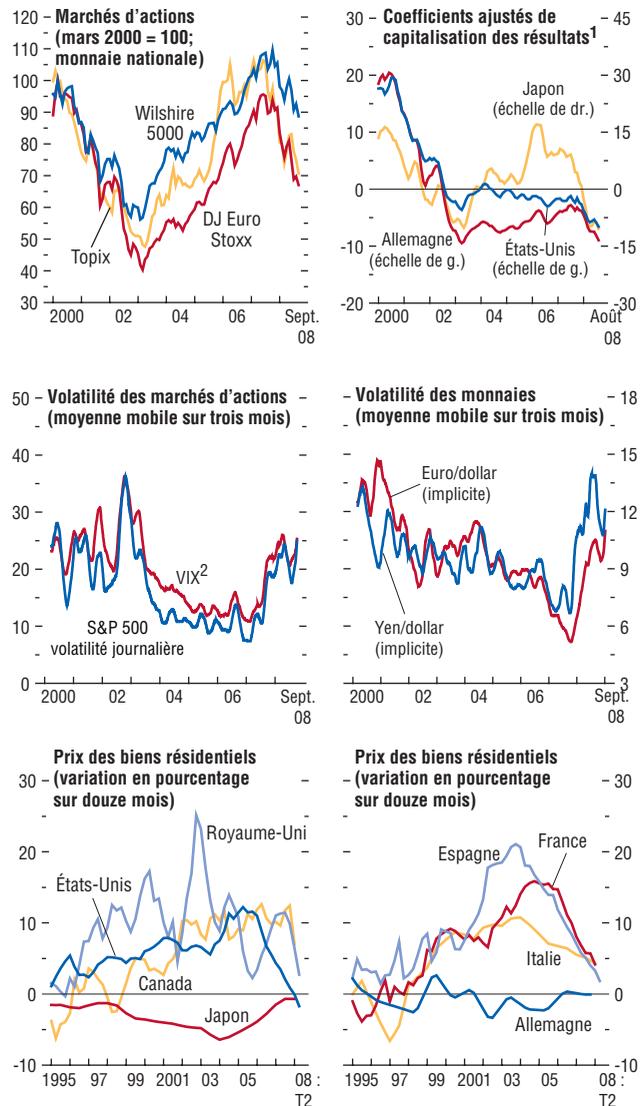
Dans les jours qui ont suivi, la pression du marché a entraîné la fusion d'une autre banque d'investissement (Merrill Lynch & Co.) et d'une grande banque commerciale et l'acquisition *de facto*, par la Réserve fédérale, de la plus grande compagnie d'assurances du monde (American International Group, A.I.G.) afin d'éviter une faillite tumultueuse. Toutes ces institutions étaient fortement exposées sur le marché hypothécaire. Alors que la confiance dans les contreparties avait pratiquement disparu, les marchés interbancaires se sont bloqués, en dépit d'injections massives coordonnées de liquidités par les principales banques centrales et d'accords de swaps de devises d'une ampleur sans précédent. Par la suite, plusieurs autres banques américaines et européennes ont dû être fermées, nationalisées ou fusionnées avec l'appui de l'État.

Les autorités américaines et européennes ont pris une série de mesures en réaction à cette débâcle. En particulier, aux États-Unis, une loi a été adoptée début octobre pour mettre en place un fonds de 700 milliards de dollars qui permettrait d'acheter des titres hypothécaires toxiques aux banques afin de limiter les risques de pertes supplémentaires liées à ce secteur, d'encourager une fixation des prix plus transparente de ces actifs et de réduire l'illiquidité dans les bilans des banques. Par ailleurs, les systèmes de garantie des dépôts ont été étendus aux États-Unis et dans plusieurs pays européens, avec notamment une garantie temporaire pour les fonds communs de placement monétaires et une garantie généralisée en Irlande. Par ailleurs, des restrictions ont été imposées sur la vente à découvert de valeurs financières de manière à atténuer les pressions spéculatives.

À l'heure où le présent rapport est publié, la situation demeure extraordinairement tendue sur les marchés financiers. Les marchés interbancaires restent fort perturbés au-delà des échéances à 1 jour, les cours des actions ont baissé fortement et la volatilité reste élevée sur les marchés (graphique 1.7). Par ailleurs, des secteurs qui avaient été moins touchés par les remous sont mis davantage sous pression, notamment le secteur des entreprises non

Graphique 1.7. Indicateurs des marchés financiers et immobiliers parvenus à maturité

Les tensions financières se traduisent par une forte correction des cours des actions et la persistance d'une volatilité élevée sur les marchés d'actions et de changes. La dynamique des prix immobiliers continue de s'affaiblir, surtout aux États-Unis, mais aussi en Espagne, en France, en Italie et au Royaume-Uni.



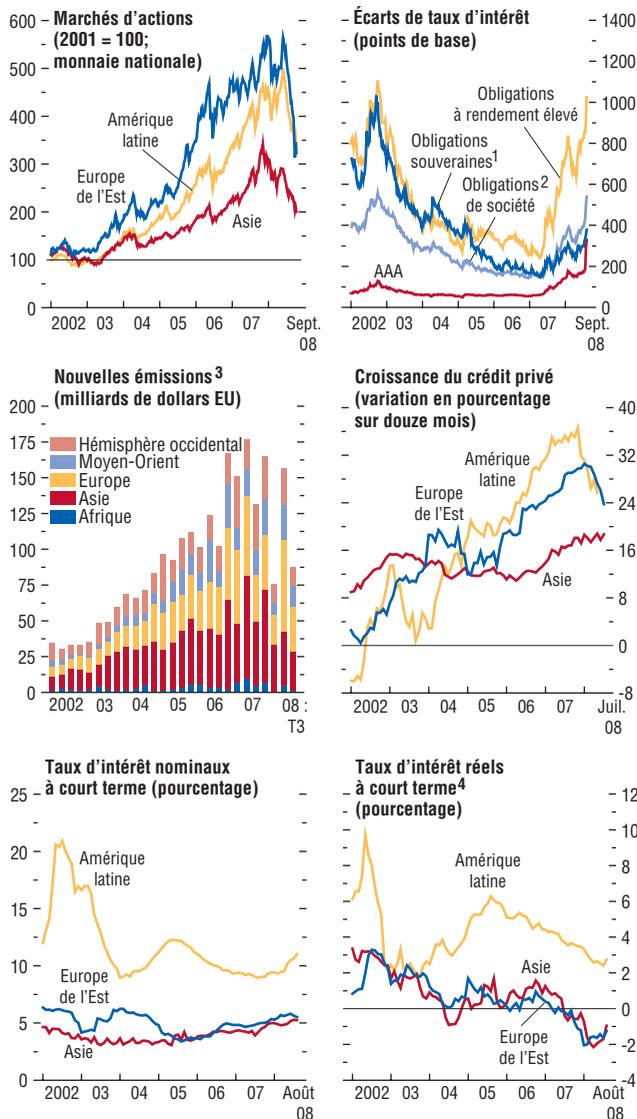
Sources : Bloomberg Financial Markets; Datastream; CEIC Data Company Limited; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; OCDE, *Perspectives économiques*; calculs des services du FMI.

¹Ratios des cours des actions à la moyenne mobile des résultats de dix années précédentes, corrigés de la croissance tendancielle nominale. Moyennes mobiles sur trois mois des écarts par rapport à la moyenne de 1990-2008 (août).

²VIX : indice de volatilité de la Bourse d'options de Chicago. Il s'agit d'une moyenne pondérée de la volatilité implicite pour les huit options d'achat et de vente du S&P 500.

Graphique 1.8. Conditions de financement des pays émergents

Les conditions de financement des pays émergents souffrent de plus en plus des tensions financières sur les marchés parvenus à maturité. Les cours des actions ont baissé fortement ces derniers mois, les écarts de taux se sont creusés et les nouvelles émissions ont ralenti par rapport aux records de l'an dernier. Les taux d'intérêt intérieurs ont été relevés en réaction à la montée de l'inflation, mais les taux réels ont diminué. Bien que la croissance du crédit privé ait ralenti quelque peu, elle reste élevée.



Sources : Bloomberg Financial Markets; Capital Data; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.

¹Écart JPMorgan EMBI Global Index.

²Écart JP Morgan CEMBI Broad Index.

³Total des émissions d'actions, de prêts syndiqués et d'obligations internationales.

⁴Par rapport à l'inflation globale.

financières et les pays émergents, comme noté à l'encadré 1.1. Au milieu de ces turbulences, les titres publics sont considérés comme un refuge sûr et les rendements des bons du Trésor américain sont devenus presque nuls.

L'aggravation des tensions financières commence à peser de plus en plus sur l'activité économique, notamment par le biais d'un durcissement notable des critères d'octroi de prêts bancaires aux États-Unis et en Europe occidentale (graphique 1.6), en réaction à la réduction par les banques de leur levier d'endettement face à la moindre indulgence des marchés pour les risques de bilan, au coût de plus en plus élevé des fonds propres pour les banques et à l'accès réduit au financement de gros. La croissance effective du crédit a été soutenue pendant un certain temps par la réintermédiation d'engagements hors bilan et d'engagements de prêts antérieurs, mais elle ralentit maintenant, visiblement tant pour les entreprises non financières que pour les ménages, et cette tendance devrait se poursuivre jusqu'à ce que la capitalisation des banques est accrue substantiellement. Il est évident aussi que le financement sur les marchés de valeurs mobilières restera très limité pour les emprunteurs à risque alors que les marges se sont élargies et que la titrisation a diminué substantiellement.

La crise financière touche de plus en plus les pays émergents aussi, en raison de l'aversion croissante des investisseurs pour le risque, de l'offre réduite de financement pour les investisseurs endettés tels que les fonds spéculatifs et d'un affaiblissement des perspectives de croissance dans ces pays. Les marchés monétaires locaux en particulier ont été mis sous pression, et les banques centrales de plusieurs pays ont réagi en abaissant les coefficients de réserves obligatoires et en prenant d'autres mesures visant à réduire les tensions sur la liquidité. Par ailleurs, les cours des actions ont diminué fortement, et les marges sur les titres souverains et les titres des entreprises se sont creusées nettement (graphique 1.8). Les pays ayant des besoins élevés de financement extérieur et les pays exportateurs de produits de base qui sont exposés à une

baisse des cours ont fait face à des pressions particulières en raison du retournement des flux de capitaux. Néanmoins, au cours de l'année écoulée, les flux de capitaux vers les pays émergents ont plutôt bien résisté, et ce certainement par rapport au passé. Dans ces conditions, la croissance du crédit privé est demeurée rapide dans bon nombre de ces pays et les taux d'intérêt intérieurs ont baissé en termes réels, l'inflation étant supérieure aux relèvements des taux directeurs.

Les craintes exprimées dans l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale* quant aux répercussions d'un resserrement durable du crédit sur l'activité économique restent d'actualité. Elles sont renforcées par l'analyse du chapitre 4 : dans le passé, des crises financières accompagnées de chocs dans le secteur bancaire ont généralement été suivies de ralentissements conjoncturels plus marqués que d'habitude et de redressements de plus longue durée. Le principal canal de transmission entre les chocs secouant le secteur financier et le ralentissement de l'activité semble être une contraction des prêts nets aux entreprises et aux ménages. Selon le chapitre 4, le rôle croissant des marchés de valeurs mobilières et du financement aux conditions du marché n'a pas réduit en fait la vulnérabilité de l'économie aux crises bancaires, et il semble que les répercussions puissent être encore plus prononcées en raison des variations procycliques du levier d'endettement.

Le chapitre 4 présente un enseignement important : l'ampleur des dégâts économiques dépend de la situation financière initiale des entreprises et des ménages, ainsi que de l'évolution des prix de l'immobilier. L'économie américaine semble particulièrement vulnérable parce que la situation financière des ménages n'est pas saine et que le secteur immobilier subit une correction majeure. La situation initiale relativement solide des entreprises américaines et l'assouplissement monétaire qui a été rapidement adopté constituent des facteurs d'atténuation. Les pays d'Europe occidentale devraient pouvoir s'appuyer sur la situation solide des ménages, mais seraient néanmoins très vulnérables aussi à des tensions financières prolongées.

La correction du marché immobilier se poursuit

Les facteurs financiers ont influé de manière importante sur les cycles immobiliers, et vice versa, pour amplifier les expansions et les récessions du secteur immobilier, ainsi que les variations procycliques de l'effet de levier. L'essor immobilier aux États-Unis et dans de nombreux pays d'Europe occidentale depuis le début de la décennie trouvait son origine dans une baisse des taux d'intérêt réels, une croissance vigoureuse et, dans certains cas, une immigration rapide. Cependant, cette expansion a été favorisée aussi par de nouvelles techniques de financement qui reposaient sur la titrisation et un assouplissement des critères d'octroi de crédit, en particulier aux États-Unis⁴. En 2006, plus de 40 % des nouveaux prêts hypothécaires américains étaient des prêts à risque, souvent avec des quotités très élevées et un minimum de pièces justificatives. Dans les pays européens, il y a moins d'indications d'un assouplissement des critères d'octroi de crédit, mais, comme aux États-Unis, l'offre de financement hypothécaire dans plusieurs pays a été maintenue par l'offre accrue de financement de gros, avec de sérieuses asymétries de liquidités dans certains cas.

Le ralentissement du marché immobilier américain est le plus prononcé de l'après-guerre : tant l'activité que les prix immobiliers ont chuté. Ce ralentissement est aggravé par la quasi-disparition du marché des prêts hypothécaires à risque, un durcissement général des critères d'octroi de crédit, une augmentation des marges sur les prêts conventionnels en dépit de l'assouplissement monétaire (en raison de la détérioration de la situation financière des institutions financières spécialisées d'intérêt public) et une forte hausse des saisies immobilières. En Europe occidentale, les cycles immobiliers sont aussi orientés à la baisse depuis quelque temps, dans certains cas parce que les critères

⁴Dell'Ariccia, Igan et Laeven (2008) montrent comment l'assouplissement des critères d'octroi de crédit a contribué à la détérioration de la qualité du crédit dans le secteur des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis.

Encadré 1.1. Le dernier accès de fièvre financière : comment peut-il changer les perspectives mondiales?

Depuis le début de la crise financière au milieu de 2007, les prévisions de référence des *Perspectives de l'économie mondiale* envisageaient que les tensions financières seraient prolongées et qu'elles pèseraient lourdement sur l'activité économique. Toutefois, la résistance du secteur des sociétés non financières dans les économies avancées et le dynamisme de la croissance dans les économies émergentes devaient amortir l'impact sur la croissance mondiale. Jusqu'à la mi-septembre 2008, les données confirmaient en général cette évaluation. Aujourd'hui, alors que la crise financière est entrée dans une nouvelle étape plus difficile en septembre 2008, on peut se demander si la trajectoire probable de l'économie mondiale a changé. Le présent encadré étudie en particulier comment le secteur des sociétés non financières dans les économies avancées et les marchés émergents a été affecté par les derniers événements, en faisant ressortir les risques croissants pour ces composantes de l'économie mondiale.

L'étape actuelle de la crise a débuté en septembre 2008, quand plusieurs institutions financières américaines jouant un rôle systématique important sont brusquement sorties du marché. En particulier, la décision de Lehman Brothers de déposer son bilan s'est répercutée sur les marchés financiers mondiaux, aggravant la forte contraction de la liquidité du marché et exacerbant les inquiétudes sur les risques de contrepartie. Le coût du financement en dollars EU a bondi à l'échelle mondiale et les autres marchés monétaires ont été aussi soumis à une forte tension. À mesure que le goût du risque diminuait chez les investisseurs, les pressions se sont propagées aux marchés émergents, notamment à la Russie, qui a fait face à une combinaison de chocs. Les remous financiers mondiaux ont suscité une réaction vigoureuse des pouvoirs publics. Toutefois, les marchés financiers restent sous tension et la confiance est toujours fragile. Les grandes mutations structurelles du

Les auteurs de cet encadré sont Andreas Jobst et Natalia Tamirisa.

secteur financier américain, au cours de cette dernière étape de la crise, ont intensifié et étendu le processus de désendettement, posant les fondations d'une nouvelle réduction de la taille du secteur financier¹.

Un aspect inquiétant de ce dernier accès de turbulences tient aux signes de plus en plus nombreux montrant que les tensions du marché pèsent maintenant plus lourdement sur le secteur des sociétés non financières et les marchés émergents. Si ces tensions duraient, elles pourraient présager que l'impact macroéconomique de la crise financière sera plus grave que prévu.

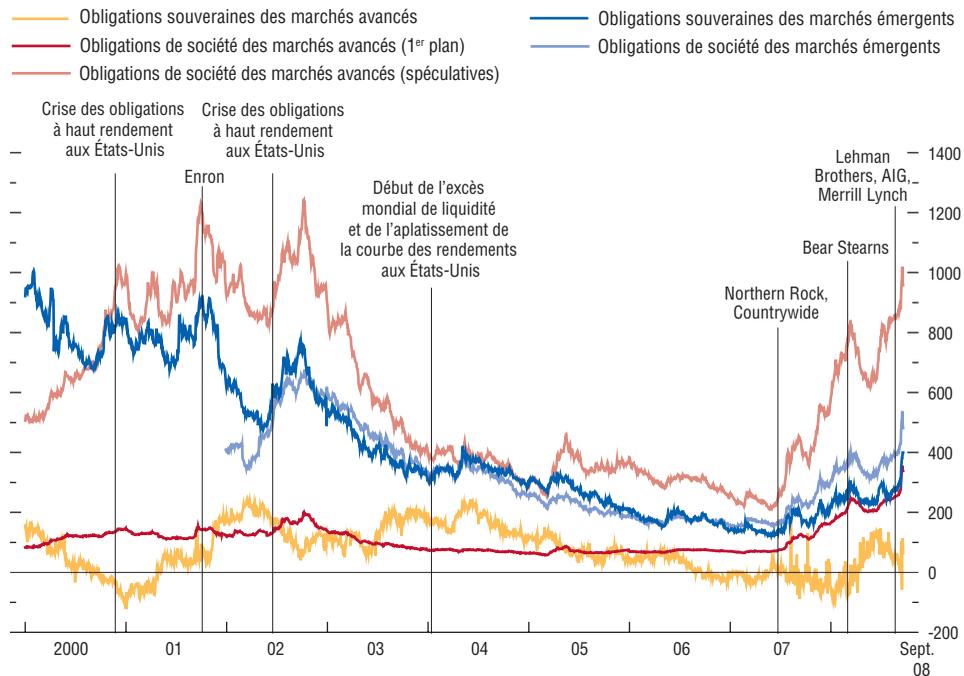
Le secteur non financier des économies avancées est maintenant affecté beaucoup plus largement que pendant les étapes précédentes. Les écarts sur les obligations de premier plan des sociétés non financières, qui avaient augmenté progressivement depuis le début de la crise, ont encore monté pendant le dernier accès de turbulences (premier graphique). Ils atteignent actuellement près du double des sommets de 2002 et indiquent un risque de défaut comparable à celui de la dette souveraine des marchés émergents. Les écarts sur les obligations spéculatives ont aussi bondi, mais ils restent inférieurs aux pointes historiques de 2002. L'accès au financement à court terme s'est durci et les cours des actions ont baissé (partie supérieure du deuxième graphique) bien qu'ils restent encore supérieurs à ceux des creux précédents.

La récente poussée du coût de l'emprunt pour les sociétés non financières a coïncidé avec une dégradation progressive de leur profil de risque au cours de la crise financière. Les mesures du risque de défaut et les ratios d'endettement fondés sur le marché² ont augmenté sur

¹Pour plus de détails, voir le corps du texte du chapitre 1 et l'encadré 1.1. du *Global Financial Stability Report* d'octobre 2008 (FMI, 2008b).

²Les probabilités de défaut sont calculées pour chaque société à partir des données du marché en utilisant la formule de tarification des options de Black-Scholes-Merton modifiée et les données de bilan sur un horizon de risque d'un an avant d'être agrégées

Marchés avancés et émergents : écarts sur obligations souveraines et de société, 2000–08¹ (Points de base)



Sources : Bloomberg Financial Markets; Datastream; JP Morgan; Moody's KMV; Thomson Reuters; calculs des services du FMI.
¹Les écarts sur obligations de société sont calculés comme la différence entre la marge sur échange financier et le Libor correspondant. La série des écarts sur obligations souveraines pour les marchés avancés est une synthèse de la marge du bon du Trésor EU à 5 ans par rapport au taux effectif des fonds fédéraux, et du Bund allemand à 5 ans par rapport au taux EONIA (taux directeur effectif de la Banque centrale européenne).

toute la gamme des crédits en Europe comme aux États-Unis — non seulement pour les obligations spéculatives, comme on pouvait s'y attendre pendant un ralentissement³, mais aussi pour celles de premier plan (partie médiane du deuxième graphique). Pour ces obligations aux États-Unis, par exemple, la probabilité de défaut a doublé depuis juin 2007, même si elle reste

aux niveaux du pays et de la région. La valeur de marché, fondée sur le cours des actions, approche la valeur des actifs de la société. L'endettement est défini comme le ratio dette/fonds propres, évalué au cours du marché.

³Voir l'encadré 1.1. des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2008.

inférieure aux niveaux de 2004⁴, en partie grâce à la solidité des bilans, surtout un autofinancement important.

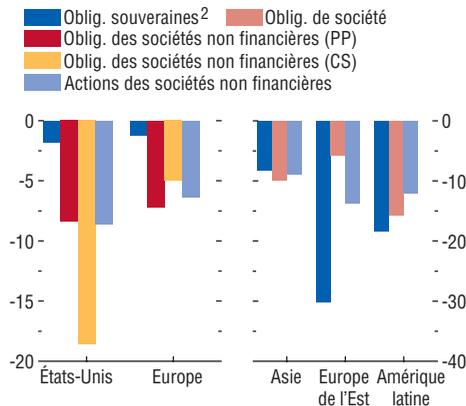
Pourquoi les titres de premier plan des sociétés non financières sont-ils plus affectés pendant la crise actuelle que lors de la précédente débâcle des marchés en 2000–02 après l'éclatement de la bulle Internet? On peut trouver une explication générale dans les différences entre les chocs qui ont déclenché ces baisses. La chute actuelle a sa source dans le secteur financier, où le modèle «octroi puis cession» a pratiquement cessé de fonctionner. Le choc

⁴Les données antérieures ne sont pas disponibles.

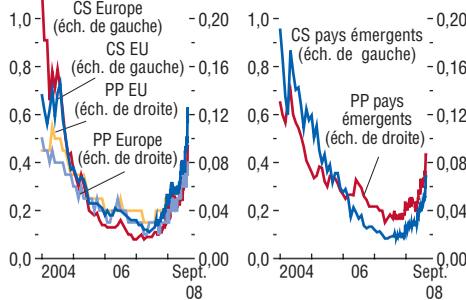
Encadré 1.1 (fin)

Quelques indicateurs financiers¹
(Pourcentage)

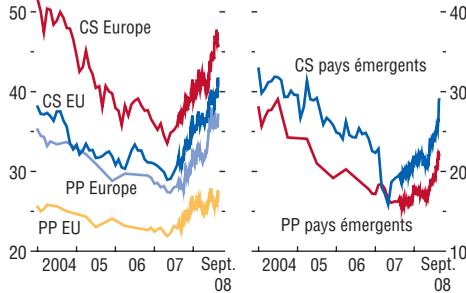
Rendements, 31 août–22 septembre 2008



Probabilité médiane de défaut fondée sur le marché des obligations des sociétés non financières, 2004-08

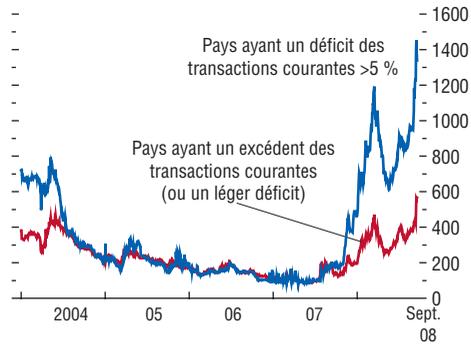


Taux médians d'endettement sur le marché des sociétés non financières



Sources : Bloomberg Financial Markets; Datastream; Moody's KMV; Thomson Reuters; calculs des services du FMI.
¹CS : catégorie spéculative; PP : premier plan.
²Les changements de rendement des obligations souveraines aux États-Unis et en Europe sont fondés respectivement sur les prix du contrat à un mois sur le taux effectif des fonds fédéraux et sur l'indice du rendement total du Bund allemand.

Économies émergentes : écarts sur contrat sur défaut, 2004-08¹
(Points de base)



Sources : Bloomberg Financial Markets; calculs des services du FMI.
¹Synthèse pondérée également des contrats à cinq ans sur défaut de crédit souverain.

financier est transmis au secteur non financier par le durcissement des conditions de prêt et, plus récemment, le tarissement de la liquidité du marché. La multiplicité de ces canaux de transmission empêche de faire la différence entre les crédits. En revanche, la bulle Internet est partie du secteur non financier, notamment des obligations de société à haut rendement, et elle s'est surtout transmise en fonction de la solvabilité, touchant nettement plus les titres spéculatifs de sociétés non financières que les obligations de premier plan. Les tensions grandissantes sur les valeurs non financières de premier plan s'expliquent de manière plus précise par les préoccupations croissantes à l'égard de leur risque de refinancement dans la crise actuelle. En effet, les projets de refinancement ont abouti à une concentration des échéances sur les prochaines années, à l'heure où le financement bancaire se durcit. En outre, la dévalorisation des actions rend d'autant plus coûteuse la mobilisation de capitaux.

Le coût de l'emprunt pour les marchés émergents a encore augmenté ces dernières

semaines, bien qu'il reste inférieur aux pointes atteintes en 2001–02 et pendant la crise asiatique de 1997–98. On a assisté à une fuite brusque et généralisée devant les actifs des marchés émergents du fait que les investisseurs perdaient leur appétit pour le risque et qu'ils étaient obligés de vendre leurs actifs pour lever des fonds en réponse aux appels de marge. Les risques propres aux pays augmentent. Ce sont les pays émergents d'Europe et d'Amérique latine qui subissent les plus fortes baisses de rendement sur les obligations souveraines et privées, alors que l'effet est plus faible pour les pays émergents d'Asie (partie supérieure du deuxième graphique). La différenciation accrue sur les marchés du crédit en fonction des besoins de financement des pays indique un risque accru d'interruption brutale des flux de capitaux et de crises de change dans les économies émergentes vulnérables (troisième graphique).

Depuis le début de la crise, les écarts sur les obligations de société dans les économies émergentes sont plus élevés que ceux sur les titres souverains (premier graphique), ce qui suggère que les investisseurs considèrent le secteur non financier des marchés émergents comme plus vulnérable que le secteur public, peut-être à cause des possibilités plus limitées de financement local, de l'endettement plus élevé et des risques de refinancement plus grands que dans le cas des obligations souveraines. On voit ces dernières comme plus protégées, notamment à cause de réserves officielles élevées et de l'amélioration des bilans du secteur public.

Comme dans les économies avancées, l'augmentation récente des écarts sur les obligations de société des marchés émergents vient après un affaiblissement du profil de risque des firmes non financières, dû en partie au ralentissement de la croissance (parties inférieures du deuxième graphique). Les probabilités de défaut fondées sur le marché ont presque triplé depuis le début de la crise pour les titres quelle que soit leur qualité, bien qu'elles restent inférieures aux pointes récentes. Ce sont les obligations de premier plan des sociétés non financières des pays asiatiques émergents qui

présentent actuellement les plus fortes probabilités de défaut, du fait que leurs taux d'endettement fondés sur le marché sont les plus élevés de leur sous-groupe. C'est dû en partie à l'augmentation des emprunts des sociétés à l'extérieur en raison de l'appréciation des monnaies ces deux dernières années. Dans la catégorie des titres spéculatifs, ce sont les obligations de société d'Amérique latine qui ont les ratios d'endettement les plus élevés.

Néanmoins, les marges sur titres de sociétés et sur obligations souveraines des pays émergents restent très inférieures aux niveaux enregistrés après la crise asiatique, le défaut de l'Argentine et l'éclatement de la bulle Internet (premier graphique). Une des raisons tient au fait que les économies émergentes ont acquis plus de résistance aux chocs sur le financement extérieur parce que leurs réserves internationales sont plus importantes, leurs recettes sur les produits de base plus élevées et leur demande intérieure plus solide. Une autre raison est que ces économies subissent un choc moins direct : l'éclatement de la bulle Internet portait sur une innovation technique qui touchait plus de pays dans le monde que le modèle de banque « octroi puis cession », et que la crise asiatique portait d'économies émergentes.

En résumé, la récente étape de la crise financière s'est accompagnée d'un affaiblissement constant de la position des sociétés et des économies émergentes. On ne peut pas savoir aujourd'hui si cette dégradation va continuer. Les marchés restent exceptionnellement volatils et il est difficile de prévoir combien de temps cette volatilité va durer. Plus les remous durent, plus l'effet de boucle entre les secteurs financier et réel s'enracinera et plus les secteurs réels du monde souffriront. Cette évolution, conjuguée à un désendettement intensifié et généralisé, retarderait la reprise et augmenterait la probabilité d'une récession mondiale. Par conséquent, les récents événements suggèrent que les perspectives de croissance mondiale se sont fortement dégradées et que les risques de baisse par rapport aux prévisions de référence se sont accrus.

d'octroi de crédit ont été durcis et que celui-ci est devenu plus cher. Les ralentissements les plus marqués se concentrent sur quelques marchés nationaux (Espagne, Irlande et Royaume-Uni) qui avaient enregistré les hausses de prix les plus rapides ou les plus fortes expansions de la construction, mais les prix immobiliers ralentissent de manière plus générale (voir graphique 1.7, panneaux du bas). Selon l'analyse des prix immobiliers effectuée par les services du FMI (voir encadré 1.2), après prise en compte de l'effet des principaux paramètres, l'immobilier semble encore surévalué dans de multiples pays avancés, bien que les prix aux États-Unis se rapprochent maintenant des niveaux correspondants à ces paramètres.

Comme noté à l'encadré 1.2, les ralentissements du secteur immobilier peuvent avoir des effets négatifs prononcés sur la croissance par divers moyens. Directement tout d'abord, la contraction de l'investissement résidentiel a amputé la croissance américaine de $\frac{3}{4}$ de point ces deux dernières années, et des contractions similaires ont des répercussions encore plus marquées en Irlande et en Espagne. En outre, les pertes lourdes et persistantes sur les actifs hypothécaires (des pertes directes du fait de la hausse des impayés et des pertes indirectes découlant de l'évaluation au prix du marché d'actifs adossés à des créances hypothécaires) sont un facteur fondamental de la crise financière et du resserrement connexe du crédit. Enfin, il y a l'effet négatif de la baisse des prix immobiliers sur les possibilités d'emprunt à l'aide de garanties immobilières, ainsi que d'éventuels effets de richesse. Si la consommation a plutôt bien résisté aux États-Unis, en partie à cause des crédits d'impôts, elle est maintenant en net fléchissement.

Des marchés de produits de base sollicités à l'excès

Les cours des produits de base restent bien plus élevés en termes réels qu'à n'importe quel moment au cours des vingt dernières années, en dépit d'un recul depuis la mi-juillet sur fond

de ralentissement de l'économie mondiale (graphique 1.1). Selon le chapitre 3, le facteur principal de l'envolée soutenue des cours des produits de base est l'équilibre précaire qui existe entre la demande et l'offre de nombreux produits importants et la prise de conscience que les marchés resteront probablement tendus dans l'immédiat, après de nombreuses années où les capacités disponibles étaient abondantes. La croissance de la demande de produits de base est portée principalement par l'intégration continue de fortes réserves de main-d'œuvre à faible revenu, en particulier en Asie, dans l'économie mondiale; ces groupes affichent une faible consommation par habitant, mais une forte élasticité de la demande par rapport au revenu. Par ailleurs, l'offre a peu réagi à la hausse des prix relatifs, à cause de contraintes géologiques et technologiques, en particulier dans le secteur pétrolier, de craintes persistantes que les cours du pétrole retombent aux niveaux bien plus bas de la deuxième moitié des années 80 et des années 90, et de manquements dans la politique des pouvoirs publics qui ont découragé l'investissement dans de nouveaux approvisionnements, tant d'énergie que d'alimentation. Les stocks étant bas, les capacités disponibles limitées et l'élasticité à court terme de l'offre et de la demande aux prix très faible, les cours des produits de base sont devenus très sensibles aux informations concernant d'éventuelles ruptures d'approvisionnement ou une modification des prévisions conjoncturelles. Donc, le recul récent des cours semble s'expliquer dans une large mesure par un sentiment de ralentissement de la croissance mondiale et par des signes croissants d'une réaction de la demande aux prix élevés (notamment aux États-Unis), ainsi que par une évolution favorable de l'offre.

Certains observateurs signalent que les fortes variations récentes des cours des produits de base sont liées à la spéculation ou à une augmentation des investissements dans les produits de base en tant qu'actifs, plutôt qu'à une évolution des paramètres fondamentaux qui influent sur l'offre et la demande. Selon les services du FMI, la dépréciation du dollar américain et la baisse

des taux d'intérêt américains ont influé sur les prix par leur effet sur l'offre et la demande. Cependant, comme noté à l'encadré 3.1, s'il est difficile de tirer des conclusions définitives en raison du manque de données disponibles, il n'est guère établi concrètement que la hausse de la spéculation ou l'intérêt accru des investisseurs pour les produits de base en tant qu'actifs de substitution ont eu un effet systématique ou durable sur les prix, bien que les variations de l'attitude des marchés aient peut-être contribué à une dynamique des prix à court terme dans certains cas.

L'effet macroéconomique le plus immédiat et le plus direct de la flambée des cours de produits de base est sur l'inflation. Comme noté et examiné en détail au chapitre 3, la hausse des prix de l'alimentation est un facteur déterminant de la montée de l'inflation dans les pays émergents. Par contre, le renchérissement du pétrole est le facteur principal de l'accélération de l'inflation dans les pays avancés.

Dans quelle mesure ces effets directs vont-ils alimenter des effets de second tour? Trois tendances structurelles devraient atténuer ce risque : 1) la flexibilité croissante des salaires réels, qui contraste avec leur résistance en particulier en Europe occidentale pendant les années 70; 2) un meilleur ancrage des anticipations inflationnistes par des banques centrales vigilantes; et 3) une baisse de l'intensité énergétique⁵. Le ralentissement de l'activité économique atténue aussi ce risque d'inflation, surtout dans les pays avancés. Cependant, des craintes subsistent dans certains pays émergents, en particulier ceux où les goulets d'étranglement se resserrent encore, où les salaires publics ont été relevés rapidement et où des taux de change inflexibles limitent peut-être la réaction monétaire.

La hausse des cours des produits de base peut aussi avoir des effets importants sur les termes de l'échange et le pouvoir d'achat, et partant sur la

croissance. À l'échelle mondiale, le facteur principal est le pétrole, et non l'alimentation, dont la production est distribuée de manière plus égale dans le monde : en moyenne, les importations de pétrole sont deux fois et demie supérieures aux importations de denrées alimentaires.

Globalement, la hausse des cours du pétrole a pesé sur la demande mondiale, parce que les pays exportateurs de pétrole économisent une grande partie de leurs recettes pétrolières supplémentaires, d'autant que leur économie se heurte déjà aux limites de sa capacité d'absorption. L'ampleur de l'effet de redistribution dépend aussi de la source du choc; l'effet est plus marqué lorsque que la montée des prix tient à un choc sur l'offre uniquement plutôt qu'à une combinaison de facteurs affectant l'offre et la demande, comme cela semble être le cas aujourd'hui. Les effets de redistribution sont considérables, quoique bien plus faibles que dans les années 70, lorsque l'intensité de la production pétrolière était environ le double de celle d'aujourd'hui dans les pays avancés et 25 % supérieure dans les pays émergents (graphique 3.9). Au niveau des pays, les pays à faible revenu sont particulièrement vulnérables à la hausse du coût de leurs importations de denrées alimentaires et de carburants. Quelques pays d'Afrique subsaharienne ont enregistré une détérioration des termes de l'échange de plus de 5 % du PIB (FMI, 2008a).

Les politiques macroéconomiques ont-elles été trop laxistes?

La détérioration récente des résultats de l'économie mondiale survient après quatre années d'expansion exceptionnellement vigoureuse, pendant laquelle l'intégration croissante des pays émergents et des pays en développement dans l'économie mondiale a conduit à la période de plus forte croissance mondiale depuis le début des années 70. Rétrospectivement, toutefois, il est clair que des déséquilibres considérables se sont accumulés sur les marchés financiers, immobiliers et de produits de base importants, du fait de déficiences graves

⁵Blanchard et Galí (2007) analysent pourquoi les effets macroéconomiques de l'envolée récente des cours du pétrole seront probablement moins marqués que dans les années 70.

Encadré 1.2. Prix du logement : corrections et conséquences

Les prix du logement ont commencé à baisser cette année dans plusieurs économies avancées, contraste frappant avec la hausse constatée en 2007 dans presque tous les pays sauf aux États-Unis, où une correction est en cours depuis 2006. En termes réels, et en données désaisonnalisées, les prix ont diminué au premier semestre de 2008 d'un taux annuel compris entre 5 et 12 % au Canada, au Danemark, en Espagne, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni (premier graphique)¹. De combien les prix vont-ils encore baisser? Quelles sont les conséquences de la baisse au niveau macroéconomique?

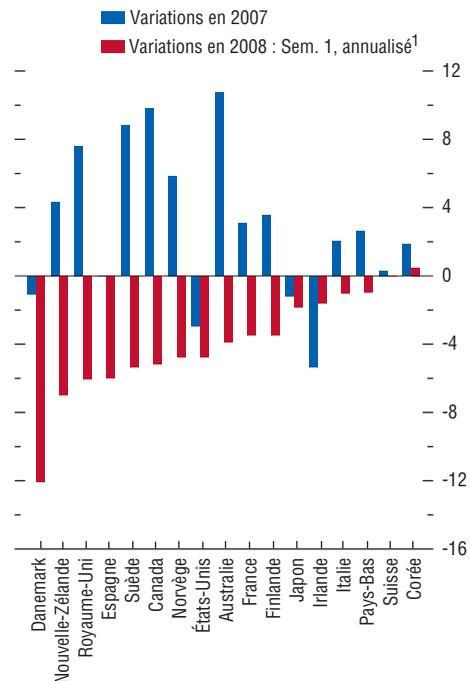
Corrections des prix du logement. Pour évaluer le potentiel de baisse, la première étape consiste à tenter d'expliquer la hausse des prix constatée pendant la précédente décennie en fonction des facteurs essentiels. Dans ce but, la hausse réelle des prix du logement est modélisée comme une fonction des variables suivantes : croissance du revenu disponible par habitant, population en âge de travailler, prix du crédit et cours des actions, enfin, niveau des taux d'intérêt à court terme et à long terme. On capte les effets dynamiques de ces variables en incluant l'augmentation décalée des prix réels du logement et un ratio d'accessibilité (le ratio décalé du prix du logement au revenu disponible). Ce modèle est estimé pour chaque pays en utilisant les données trimestrielles pour la période 1970–2007².

Le principal auteur de cet encadré est Prakash Loungani, qui a bénéficié du concours d'Ercument Tulun et de Jair Rodriguez. Cette étude est une mise à jour de celles qui ont été présentées dans les *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2007 et d'avril 2008.

¹Ces données sont fournies par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et sont fondées sur les sources nationales habituellement utilisées comme on le voit sur [www.oecd.org/olis/2006doc.nsf/linkto/ECO-WKP\(2006\)3](http://www.oecd.org/olis/2006doc.nsf/linkto/ECO-WKP(2006)3) (page 34). Les données sont désaisonnalisées par l'OCDE si l'autorité nationale ne fournit pas une série désaisonnalisée. L'utilisation de données désaisonnalisées rend un peu délicate la comparaison avec les chiffres publiés sur les prix du logement, mais elle indique peut-être mieux l'évolution des prix sur les mois à venir.

²Les données commencent en 1971 pour l'Espagne et en 1986 pour la Corée.

Variations des prix du logement
(Pourcentage)



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques; calculs des services du FMI.

¹Pour le Canada, le Danemark, les États-Unis, la France, l'Irlande, l'Italie, le Japon et la Nouvelle-Zélande.

L'augmentation des prix qui n'est pas attribuable à ces facteurs fondamentaux — à savoir l'écart des prix des logements — est prise comme estimation du potentiel de correction. Certes, les estimations de l'écart pourraient être dues en partie à des fondamentaux omis du modèle, par exemple des changements du côté de l'offre sur le marché du logement³.

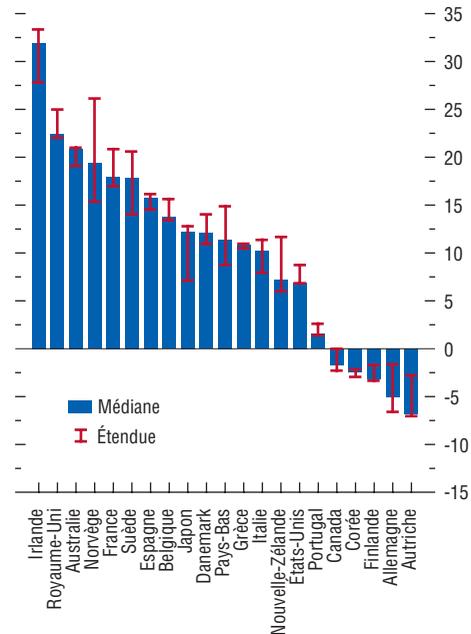
³Les modèles estimés ici sont centrés sur l'explication de l'évolution à court et à moyen terme des prix, et non celle de leur niveau à long terme, qui pourrait différer énormément selon les pays en raison de contraintes internes sur l'offre et de facteurs institutionnels à long terme, comme la fiscalité de l'immobilier (Poterba, 1984). Une étude des marchés européens du logement par Hilbers *et al.* (2008) présente bien le rôle que ces facteurs peuvent jouer dans les mouvements des prix du logement.

Toutefois, les estimations donnent une indication de l'ampleur de l'influence que ces facteurs omis auraient dû avoir sur l'augmentation des prix ces dernières années pour qu'on puisse considérer celle-ci comme un résultat en équilibre.

Le deuxième graphique montre l'écart des prix du logement — l'augmentation en pourcentage des prix pendant la période de 1997 à fin 2007 qui n'est pas expliquée par les facteurs fondamentaux. Il présente aussi, comme indice de la robustesse de ces résultats, l'étendue des estimations de l'écart que provoquent de légères perturbations du modèle estimé. Ces changements sont les suivants : utilisation de la valeur moyenne du prix des logements de 1994 à 1997, au lieu de la valeur de 1997, comme point de départ pour le calcul des estimations de l'écart; estimation d'une version parcimonieuse du modèle en prenant seulement comme facteurs essentiels le revenu et les taux d'intérêt; et changement de la spécification dynamique en estimant un modèle d'autorégression vectorielle pour les prix au lieu d'un modèle à équation unique.

Les pays qui ont connu les plus fortes hausses inexplicables pendant la dernière décennie sont l'Australie, l'Irlande et le Royaume-Uni⁴. Les prix dans ces pays étaient supérieurs de 20 à 30 % en 2007 à la hausse attribuable aux fondamentaux. Dans un groupe d'autres pays — Espagne, France, Italie et Pays-Bas⁵ —, l'écart varie entre

Écarts des prix du logement
(Pourcentage)



Source : calculs des services du FMI.

10 et 20 %⁶. L'estimation de l'écart pour les États-Unis, environ 7 %, est plus faible que pour la plupart des autres pays, et il s'est rétréci comparé aux estimations antérieures, phénomène dû en partie

⁴Comme le note le rapport des services du FMI de 2008 pour l'Australie, si l'on prend en compte certains facteurs propres au pays, en particulier l'impact des migrations à long terme sur la demande de logements, les résultats ne donnent pas de preuves d'une surévaluation marquée des prix.

⁵Le rapport des services du FMI de 2008 au titre de l'article IV pour les Pays-Bas note que l'écart estimé du prix du logement, évalué ici comme variant de 9 à 15 %, est probablement beaucoup plus faible si l'on prend en compte l'augmentation du nombre de logements habités par une seule personne, qui joue un grand rôle dans la demande aux Pays-Bas, ainsi que les facteurs institutionnels (par exemple les strictes réglementations de zonage et les déductions généreuses sur les intérêts des emprunts hypothécaires).

⁶Hilbers *et al.* (2008) regroupent les pays européens en «rapides», «moyens» ou «lents» selon l'excédent de la hausse des prix ces dernières années par rapport aux moyennes à long terme. Les estimations de l'écart présentées ici s'avèrent concorder avec ce classement : l'écart moyen estimé pour les trois groupes est respectivement de 19 %, 11 % et -3 %. Les récents rapports des services du FMI au titre de l'article IV qui signalent soit un refroidissement du marché du logement, soit le début d'une correction concernent le Canada, la Corée, l'Espagne, la Norvège, la Nouvelle-Zélande et le Royaume-Uni. Pour l'Allemagne, certaines études constatent une sous-évaluation supérieure à l'estimation de 5 % présentée ici, qui s'explique peut-être par des impacts sur l'offre dus au logement social dans l'Allemagne réunifiée.

Encadré 1.2 (suite)

au déclin des prix aux États-Unis depuis dix-huit mois⁷. L'étendue des estimations pour chaque pays est en moyenne de 3½ %, bien qu'elle soit beaucoup plus élevée pour la Norvège, les Pays-Bas et la Suède.

Pour mettre ces estimations en perspective, il est utile de les comparer aux cycles des prix du logement dans les économies avancées sur plusieurs décennies (OCDE, 2006). Entre 1970 et 2005, le cycle moyen des prix durait environ dix ans, avec une phase d'expansion de six ans pendant laquelle les prix réels du logement augmentaient d'environ 45 %. Pendant la période suivante de contraction qui durait quatre ans, les prix réels ont baissé d'environ 25 %, les chutes variant entre 10 % environ aux États-Unis et plus de 30 % au Japon et dans plusieurs pays d'Europe.

Donc, s'il s'avérait que les corrections des prix correspondent aux écarts montrés dans le deuxième graphique, elles cadreraient bien avec les variations constatées dans le passé. En outre, les données montrent que les corrections durent généralement plusieurs années. Les chiffres provenant de données régionales (au sens d'infranationales) suggèrent que, dans certaines régions, les corrections des prix pourraient être beaucoup plus prononcées et durer plus longtemps que le cycle national (Calomiris, Longhofer, and Miles, 2008; Estevão and Loungani, à paraître).

Conséquences macroéconomiques. L'expérience des cycles passés peut aussi aider à évaluer les conséquences macroéconomiques des corrections (Claessens, Kose, and Terrones, à paraître; *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2004 et avril 2008). Les données semblent indiquer, et ce n'est pas surprenant, que les conséquences sont plus négatives si les corrections surviennent dans un contexte de fléchissement de l'économie et de

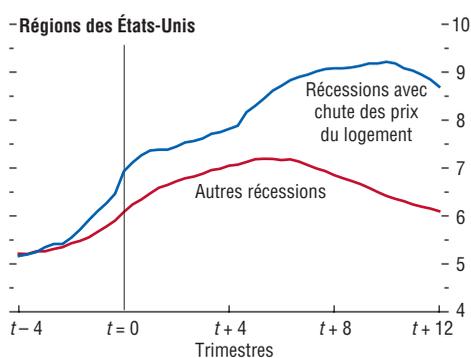
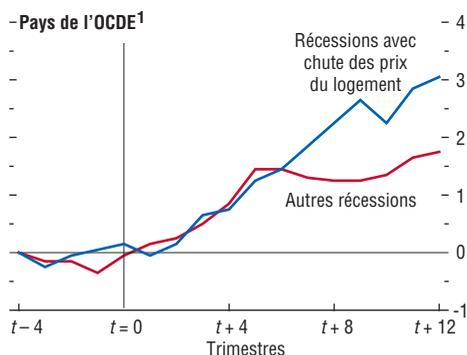
resserrement du crédit, ce qui est probablement la situation à laquelle beaucoup de pays sont actuellement confrontés. Sur la période allant de 1960 à aujourd'hui, les récessions dans les pays avancés qui sont associées à une chute des prix du logement et à un resserrement du crédit sont un peu plus longues et profondes que les autres. La récession dure 25 % plus longtemps dans le cas d'une chute des prix du logement, la perte totale de production pendant la récession est un peu plus élevée et le taux de chômage augmente nettement plus et plus longtemps dans le cas des récessions avec chute des prix du logement (troisième graphique, partie supérieure). Pendant les douze trimestres suivant le début d'une récession, le taux de chômage a augmenté en moyenne de 1,5 point de pourcentage. Or, dans les récessions associées à une chute des prix du logement, la montée du chômage est de 3 points de pourcentage.

Certaines données montrent que ce schéma est valable aux niveaux national et régional. Comme le montre la partie inférieure du troisième graphique, pendant les récessions régionales aux États-Unis qui sont associées à une chute des prix du logement, l'impact maximum sur le chômage est une augmentation de 4 points de pourcentage, contre 2 points pour l'ensemble des récessions régionales (Estevão and Loungani, à paraître).

Quel est l'effet des baisses de prix du logement sur les composantes de la production? Il existe une littérature de plus en plus nombreuse sur les conséquences éventuelles pour la consommation des changements dans le patrimoine de logements. Buitter (2008) démontre que les changements des prix du logement sont des redistributions de richesse et n'ont donc pas beaucoup d'impact sur la richesse nette dans l'ensemble; toutefois, ils peuvent affecter la consommation individuelle en assouplissant les obligations de garantie. Dans le même ordre d'idées, Muellbauer (2008) constate qu'en modélisant judicieusement l'effet de l'évolution du marché du crédit et de sa dérégulation, qui facilite l'accès aux garanties, on voit que les changements des prix du logement ont un effet

⁷Klyuev (2008) estime que les maisons aux États-Unis «restaient surévaluées de 8 à 20 % au premier trimestre de 2008». L'écart des prix du logement aux États-Unis était estimé en 2007 à environ 12 % (encadré 3.1 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2008) et à environ 20 % en 2006 (encadré 2.1 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2007).

Taux de chômage (Pourcentage)



Sources : Claessens, Kose, and Terrones (à paraître); Estevão and Loungani (à paraître); estimations des services du FMI.

¹Organisation de coopération et de développement économiques.

de liquidité à moyen terme sur la consommation aux États-Unis et au Royaume-Uni.

L'effet sur l'investissement est plus manifeste. Claessens, Kose et Terrones (étude à paraître) constatent que l'investissement, résidentiel en particulier, tend à baisser plus fortement pendant les récessions associées à des chutes des prix du logement et à des resserrements du crédit que dans les autres⁸. On constate aussi des

⁸Benito (2007) constate, en utilisant des données des ménages au Royaume-Uni, que les retraits sur la valeur acquise du logement vont beaucoup plus souvent à l'investissement résidentiel qu'à la consomma-

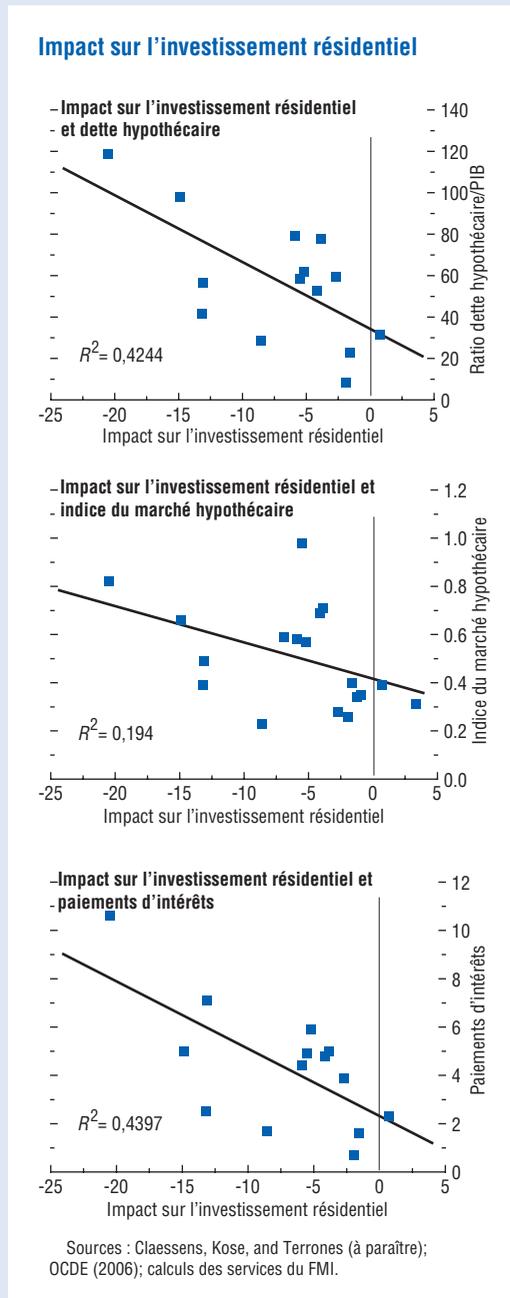
différences marquées entre pays dans l'ampleur des baisses de l'investissement résidentiel, qui peuvent en principe dépendre de tout un ensemble de caractéristiques propres aux systèmes financiers et juridiques nationaux. Une différence importante tient à la facilité avec laquelle les ménages peuvent accéder au crédit hypothécaire. On peut la mesurer soit par la profondeur du marché hypothécaire, soit par un indice qui synthétise les caractéristiques institutionnelles de ces marchés. L'indice du marché hypothécaire intègre des caractéristiques comme le ratio typique des prêts hypothécaires aux valeurs des logements, la durée normale des prêts, la capacité d'emprunter sur la valeur acquise du logement et le développement du marché secondaire des prêts hypothécaires. Comme le montrent les deux parties supérieures du quatrième graphique, les baisses de l'investissement résidentiel sont généralement plus fortes dans les pays où les ménages ont accédé plus facilement au crédit hypothécaire⁹.

D'autres facteurs peuvent jouer un rôle pour expliquer l'amplitude du cycle économique qui

tion, ce qui suggère que l'influence des garanties mise en évidence par Buitier (2008) et Muellbauer (2008) pourrait jouer davantage pour l'investissement que pour la consommation.

⁹Les données sur la profondeur des marchés hypothécaires — le ratio de la dette hypothécaire en cours au revenu — sont présentées dans Warnock and Warnock (2007) et OCDE (2006). L'indice du marché hypothécaire est décrit au chapitre 3 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2008. La mesure utilisée ici est le ratio de la dette hypothécaire au revenu disponible des ménages pour les années 90 (tiré d'OCDE, 2006), mais l'utilisation d'autres mesures — pour d'autres années ou si on l'exprime comme ratio au PIB — donne des résultats similaires. Après prise en compte de l'ampleur des corrections des prix du logement, la corrélation entre les baisses de l'investissement résidentiel et le ratio dette hypothécaire/PIB est plus forte. Cardarelli *et al.* (étude à paraître) poussent cette analyse plus loin en identifiant les chocs sur la demande de logement et retraçant l'effet de ces chocs sur les prix du logement, l'investissement résidentiel et la production. Ils concluent que les innovations dans le financement du logement ont amplifié les retombées du secteur sur le reste de l'économie en renforçant le rôle du logement comme garantie.

Encadré 1.2 (fin)



suit les corrections des prix du logement. En plus des caractéristiques des marchés hypothécaires déjà étudiés, un élément essentiel dans la conjoncture actuelle est la généralisation des

hypothèques à taux d'intérêt variable (et non fixe). Il existe des différences à cet égard en Europe, où l'Espagne, la Finlande et l'Irlande appliquent surtout des taux variables. Les paiements d'intérêts plus élevés (par rapport au revenu disponible des ménages) sont aussi associés historiquement à des baisses plus fortes de l'investissement résidentiel pendant les chutes des prix du logement — voir la partie inférieure du quatrième graphique¹⁰. Les pays varient également selon leurs dispositions juridiques, par exemple celles qui régissent le recours des prêteurs sur hypothèques résidentielles en cas de défaut de paiement, qui peuvent influencer les taux de saisie¹¹. Dans beaucoup des pays sur lesquels la présente étude est centrée — Allemagne, Espagne, France, Irlande, Pays-Bas et Royaume-Uni —, les débiteurs sont personnellement responsables de la totalité de la dette hypothécaire, ce qui diminue les incitations à saisir. Aux États-Unis, les saisies sont réglementées au niveau des États. Dans six d'entre eux, les prêteurs n'ont recours qu'à la propriété hypothéquée, qu'ils peuvent saisir et vendre. Dans les autres États, les débiteurs sont personnellement responsables du montant total de la dette, mais il y a des différences dans la possibilité de recouvrer l'écart entre la dette hypothécaire et le prix de la vente sur saisie. Dans la pratique, les prêteurs peuvent choisir de ne pas demander un jugement pour défaut de paiement à cause du temps et du coût que cela implique.

Un autre facteur qui peut jouer un rôle pour expliquer l'amplitude du cycle économique après les corrections des prix du logement est l'exposition du secteur bancaire à celui du logement, qui varie selon les pays et selon les institutions de prêt à l'intérieur des pays. La

¹⁰Voir Tsatsaronis and Zhu (2004). Warnock et Warnock (2007) ajoutent la Grèce, le Portugal, le Royaume-Uni et la Suède à la liste des pays européens appliquant surtout des taux variables. Hors de l'Europe, le Canada, les États-Unis et le Japon sont classés comme pays ayant surtout des hypothèques à taux fixe.

¹¹Voir Klyuev (2008) et Deutsche Bank (2008) pour une discussion de l'impact des taux de saisie sur les prix du logement.

valeur des prêts hypothécaires détenus par les banques, exprimée comme un multiple de leur capitalisation totale, donne une indication de leur capacité à supporter la dégradation de leurs portefeuilles de prêts immobiliers. Cet indicateur varie entre 4 environ en Allemagne et au Danemark, moins de 3 en Espagne, environ 1,5 au Canada, au Japon et au Royaume-Uni et moins de 1 aux États-Unis¹². Les baisses de l'investissement résidentiel pendant les cycles du logement ont été plus fortes dans les pays dont le secteur bancaire était plus exposé aux prêts hypothécaires, mais l'effet n'a pas été aussi marqué qu'on l'a vu précédemment pour le ratio dette hypothécaire/PIB. Toutefois, dans la conjoncture actuelle, où les bilans des banques subissent de nouvelles tensions et les cours des actions bancaires sont bas, le potentiel d'effet négatif

¹²Les estimations pour les pays autres que les États-Unis sont tirées d'Ahearne *et al.* (2005) et sont fondées sur des données sur les prêts hypothécaires et la capitalisation au niveau des banques provenant de Bloomberg L.P. et Worldscope. L'estimation pour les États-Unis est fondée sur le total des prêts immobiliers du secteur bancaire et sa capitalisation totale.

sur l'économie réelle de l'exposition du système bancaire aux prêts hypothécaires est peut-être plus important que dans le passé.

Conclusions. Beaucoup d'économies avancées ont connu ces dernières années une flambée des prix du logement qu'il est difficile d'expliquer totalement par des forces fondamentales comme l'augmentation du revenu et les taux d'intérêt. La correction des prix semble avoir commencé dans la plupart de ces économies. À en juger par le passé, les corrections pourraient s'élever à 25 % en moyenne et s'étaler sur une période de deux à quatre ans. L'expérience suggère aussi que les différences entre pays quant à l'effet de ces corrections sur la situation macroéconomique dépendront probablement des caractéristiques du mode de financement du logement, en particulier de la facilité avec laquelle les ménages ont pu accéder ces dernières années au crédit hypothécaire. Cette caractéristique sera vraisemblablement corrélée à l'ampleur des baisses de l'investissement qui se produiront pendant les corrections des prix du logement, et elle pourrait aussi exercer un effet de ralentissement sur la consommation.

dans le fonctionnement de ces marchés et de réglementations insuffisantes, avec des retombées inévitables.

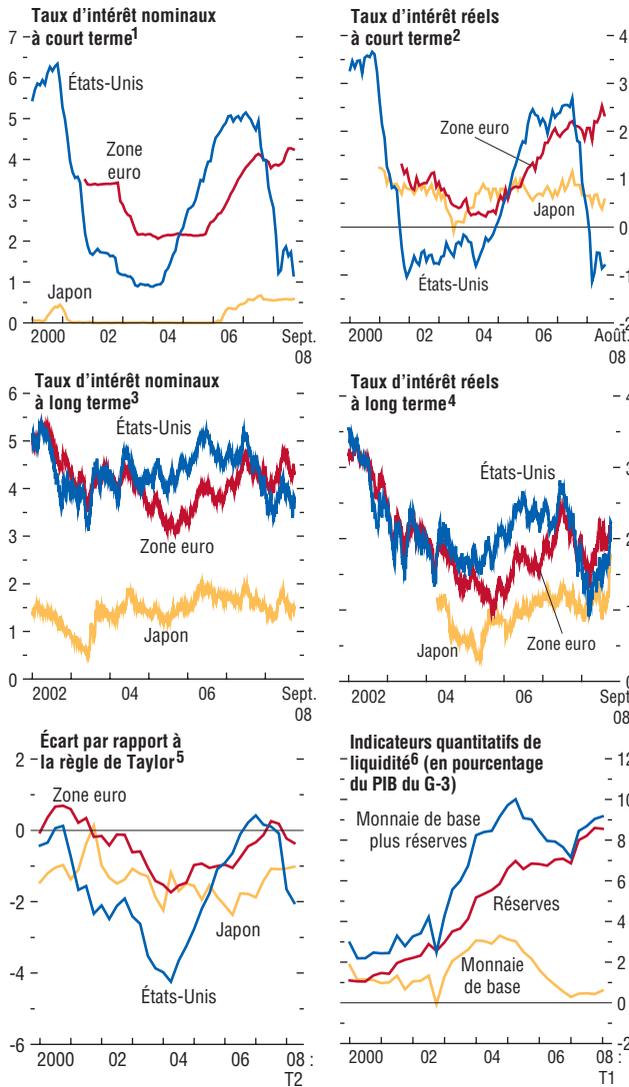
Selon certains observateurs, ces déséquilibres sur les marchés financiers, immobiliers et des produits de base ont été aggravés par des politiques macroéconomiques trop laxistes pendant la forte expansion de 2003–07. En particulier, la nette réduction de l'inflation pendant les années 90 et les gains de productivité mondiaux résultant de l'intégration de la Chine et d'autres économies à forte intensité de main-d'œuvre dans le système commercial mondial ont permis aux pays avancés de mener une politique de crédit trop facile, qui a entraîné une série de bulles. Après l'éclatement de la bulle des hautes technologies au début de la décennie, les politiques monétaires sont restées très laxistes face aux craintes de déflation. Aux États-Unis et,

dans une moindre mesure, dans la zone euro et au Japon, les taux directeurs étaient largement inférieurs au niveau correspondant à la règle de Taylor (graphique 1.9). Par ailleurs, même si la politique monétaire a été durcie à compter de 2003, il a été donné à entendre que ce resserrement n'a pas été suffisant pour «contrer la tendance», alors que le crédit affluait dans le secteur immobilier et que les prix immobiliers atteignaient des niveaux qui ne correspondaient pas du tout aux paramètres fondamentaux.

En outre, des régimes de change inflexibles ont limité récemment la capacité de quelques pays émergents importants de conduire une politique monétaire indépendante, une contrainte qui est devenue de plus en plus importante après août 2007 alors que le dollar américain se dépréciait et que la Réserve fédérale abaissait agressivement ses taux d'intérêt. Ces économies

Graphique 1.9. Mesures de la politique monétaire et de la liquidité dans les principaux pays avancés
(Taux d'intérêt en pourcentage, sauf indication contraire)

Après une période de crédit facile entre 2001 et 2005, la politique monétaire a été durcie dans tous les pays avancés. Depuis le début des turbulences financières en août 2007, la Réserve fédérale a assoupli considérablement sa politique monétaire. Par contre, les paramètres de la politique monétaire ont été maintenus plus ou moins inchangés dans la zone euro et au Japon.



Sources : Bloomberg Financial Markets; Eurostat; Haver Analytics; Merrill Lynch; OCDE, *Perspectives économiques*; calculs des services du FMI.
¹ Bons du Trésor à trois mois.
² Par rapport à l'inflation globale.
³ Obligations d'État à dix ans.
⁴ Obligations d'État à dix ans liées à l'inflation.
⁵ Le taux de Taylor dépend 1) du taux d'intérêt réel neutre, qui est fonction de la croissance potentielle, 2) de l'écart entre la hausse attendue des prix à la consommation et l'objectif d'inflation, et 3) de l'écart de production. L'inflation attendue est tirée des taux d'équilibre des obligations indexées sur l'inflation.
⁶ Variations sur trois mois pour la zone euro, le Japon et les États-Unis (G-3), en dollars.

ont donc en fait importé une politique de crédit de plus en plus facile des États-Unis, alors même que les tensions inflationnistes augmentaient⁶. Par ailleurs, l'envolée soutenue des cours des produits de base a été accentuée par la forte croissance des pays émergents, l'affaiblissement du dollar américain, la baisse des taux d'intérêt américains et — selon certains observateurs, mais pas selon les services du FMI — les flux de capitaux vers les marchés à terme de produits de base. Traditionnellement, une banque centrale tolère une accélération temporaire de l'inflation après un choc sur les prix relatifs, à condition que l'inflation sous-jacente reste compatible avec des objectifs porteurs d'avenir. Cependant, des chocs répétés du même type ont accru les risques d'effets de second tour de l'infléchissement prolongé des prix relatifs.

Les indicateurs de la liquidité mondiale qui sont présentés au graphique 1.9 ne sont pas concluants à cet égard. La base monétaire des plus grands pays avancés a certainement augmenté rapidement jusqu'en 2005 et, bien que le rythme de son expansion ait ralenti depuis, la persistance d'une forte hausse des réserves de change dans les pays émergents implique une croissance rapide de la monnaie dans ces pays. Cependant, la relation entre les agrégats monétaires et les prix est fragile dans le meilleur des cas dans les pays avancés et n'est pas bien comprise dans les pays émergents. Les taux d'intérêt à long terme ont été bas par rapport au passé tout au long de la décennie actuelle, bien que ces taux soient sans doute déterminés davantage par les forces fondamentales qui influent sur l'offre et la demande d'épargne — notamment les taux d'épargne élevés dans les pays émergents, la hausse de l'épargne publique dans les pays avancés et les faibles taux d'investissement à l'échelle mondiale (en dehors de la Chine) — que par les paramètres de la politique monétaire.

Les indicateurs des écarts de production fournissent des signes plus directs de l'excès de demande au niveau mondial. Certes, ils sont im-

⁶Ces craintes sont illustrées dans les simulations qui figurent à l'encadré 3.3.

précis et doivent être interprétés avec prudence, comme indiqué à l'encadré 1.3, qui examine la méthode utilisée dans le présent rapport pour évaluer la croissance potentielle et les écarts de production. Cela dit, globalement, il ressort de ces données que l'économie mondiale opère bien au-dessus d'un niveau neutre d'un point de vue cyclique, comme à la fin des années 90 (graphique 1.10)⁷. Les pays avancés semblent opérer un peu au-dessous d'un niveau neutre d'un point de vue cyclique, et leurs écarts de production vont probablement se creuser, car les taux de croissance actuels se situent bien en deçà du potentiel estimé. Par contre, les pays émergents semblent avoir enregistré une croissance plus rapide que la tendance jusqu'il y a peu, et la pression sur les capacités de production reste élevée. Bien que les estimations des écarts de production soient particulièrement sujettes à des erreurs pour ce groupe de pays, ces évaluations correspondent plus ou moins à l'accélération de l'inflation observée récemment.

Donc, s'il semble effectivement que la politique monétaire ait peut-être été trop laxiste à l'échelle mondiale et que l'économie mondiale ait peut-être dépassé sa vitesse maximale collective, la pression d'un excès de demande semble être concentrée sur les pays émergents et ne semble pas flagrante au niveau mondial si l'on s'en réfère à d'autres cycles récents. Il est difficile d'expliquer l'intensité des tensions observées récemment sur les marchés financiers, immobiliers et des produits de base uniquement par ces facteurs macroéconomiques, même si ceux-ci ont joué un rôle.

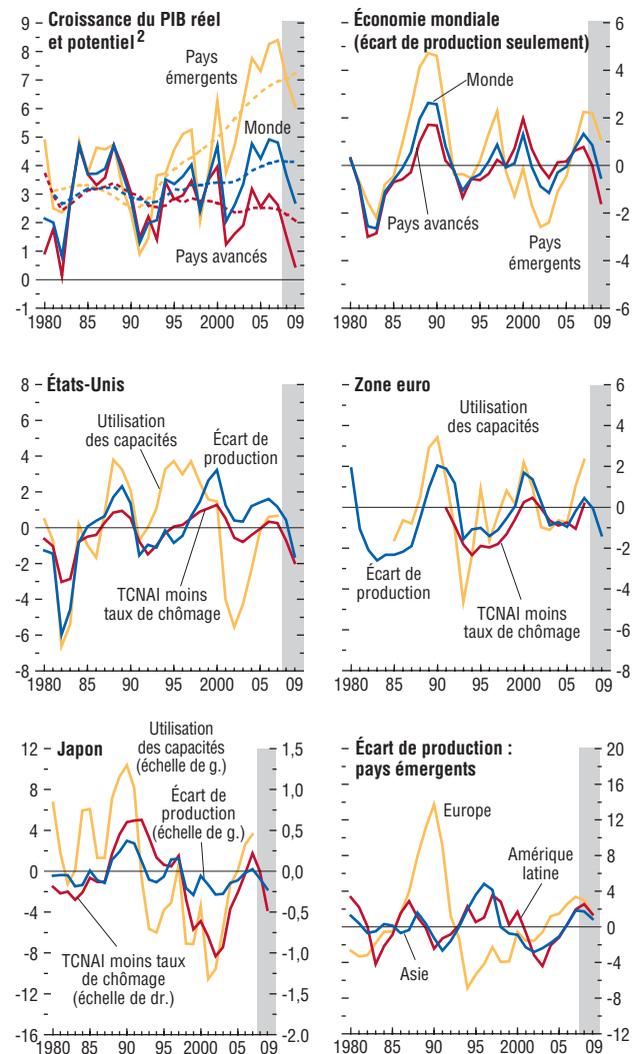
Perspectives de redressement

Les perspectives de l'économie mondiale sont exceptionnellement incertaines à l'heure où le présent rapport est publié. Les projections de référence reposent sur une hypothèse fondamentale : les mesures d'envergure prises par les

⁷Cependant, il est à noter que les estimations de la croissance potentielle sont fréquemment revues à la baisse après un ralentissement conjoncturel.

Graphique 1.10. Mesures de l'écart de production et pression sur les capacités¹

Après une période de croissance supérieure à la tendance, l'activité mondiale ralentit pour s'établir bien en deçà de son potentiel. Dans les pays avancés, les écarts de production devraient se creuser pour se situer entre 1 et 2 % du PIB en 2009. Dans les pays émergents, la production resterait un peu au-dessus du niveau neutre d'un point de vue cyclique, même si la pression sur les capacités fléchirait quelque peu. La méthode de calcul de la croissance potentielle et des écarts de production est expliquée à l'encadré 1.3.



Sources : OCDE, *Perspectives économiques*; estimations des services du FMI.

¹ Les estimations du taux de chômage non accélérateur de l'inflation (TCNAI) viennent de l'OCDE. Les estimations de l'écart de production, en pourcentage du PIB potentiel, reposent sur les calculs des services du FMI. L'utilisation des capacités est mesurée par les écarts vis-à-vis des moyennes de 1980-2007 pour les États-Unis (pourcentage du total des capacités) et le Japon (indice du taux d'activité pour le secteur manufacturier) et par les écarts pendant la période 1985-2007 pour la zone euro (pourcentage des capacités industrielles).

² Taux de croissance effective (ligne pleine) et potentielle (ligne en pointillés) du PIB des pays avancés. Pour les pays émergents, un filtre de Hodrick-Prescott est appliqué pour le PIB potentiel.

autorités américaines et européennes stabilisent les marchés financiers et permettent d'éviter de nouveaux problèmes systémiques. Néanmoins, il est probable que les marchés resteront soumis à de fortes tensions en 2008 et en 2009. Même si les actifs toxiques sont éliminés des bilans des banques américaines comme prévu dans le plan des autorités, il faudra du temps pour rétablir la confiance dans la valorisation des actifs et atténuer les risques concernant les contreparties. Par ailleurs, les banques resteront sous pression, car elles devront lever des capitaux et faire face à une hausse des pertes sur prêts d'autres secteurs économiques. Selon les projections détaillées qui sont présentées dans l'édition d'octobre 2008 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (FMI, 2008b), la réduction durable du levier d'endettement ralentira la croissance du crédit à des niveaux très bas dans les pays avancés en 2009 et même au-delà, alors que les marges sur les actifs plus risqués resteront élevées. Les pays émergents et les pays en développement demeureront confrontés à des conditions de financement extérieur difficiles, et ceux qui présentent un déficit élevé de la balance courante ou qui sont vulnérables à d'autres égards resteront soumis aux plus fortes pressions.

Sur les marchés des produits de base, en l'absence de nouveaux chocs sur l'offre ou d'une révision à la baisse sensible des perspectives de croissance, les cours devraient rester voisins de leurs niveaux élevés d'aujourd'hui, conformément aux marchés à terme. Le cours du pétrole devrait donc avoisiner en moyenne 100 dollars le baril en 2009. Toutefois, les marchés resteront probablement volatils : ils réagiront rapidement aux changements d'opinion concernant les tendances de la demande et de l'offre.

Dans ce contexte, les projections de référence font état d'un ralentissement sensible de l'économie mondiale, avec la croissance la plus lente depuis la récession de 2001-02. Un redressement progressif est prévu dans le courant de 2009, mais la croissance mondiale ne devrait pas retrouver son niveau tendanciel jusqu'en 2010. La reprise sera portée par la stabilisation des cours des produits de base qui affaiblira les effets négatifs sur les termes de l'échange, par un retourne-

ment du marché immobilier américain et un sentiment croissant que les problèmes de liquidités et de solvabilité dans les principales institutions financières sont en train d'être résolus. La croissance mondiale devrait tomber de 5,0 % par an en 2007 à 3,9 % en 2008 et à 3,0 % en 2009 (voir tableau 1.1 et graphique 1.11). Ces projections se situent largement au-dessous de celles présentées dans la mise à jour de juillet 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*, et ce pour plusieurs raisons : les signes d'un ralentissement de l'activité se font de plus en plus nombreux ces derniers mois, la crise financière continue de se propager, et on comprend mieux dans quelle mesure la réduction du levier d'endettement pèsera sans doute durablement sur la croissance.

Dans les pays avancés, la croissance devrait être particulièrement faible pendant le reste de 2008 et au premier semestre de 2009. Aux États-Unis, l'activité devrait stagner ou se contracter pendant cette période : le soutien de l'impulsion budgétaire décline, l'élan des exportations se modère et les tensions financières font de plus en plus de ravages. Un redressement du secteur immobilier et une stabilisation des cours du pétrole devraient ouvrir la voie à un début de reprise au second semestre de 2009, mais celle-ci devrait être bien plus graduelle que dans les cycles conjoncturels précédents, car le resserrement du crédit continue de peser lourdement sur la demande intérieure⁸. La plupart des autres pays avancés devraient aussi passer par une période de croissance très lente ou de contraction en 2008 et au premier semestre de 2009, et n'enregistrer qu'un redressement modeste au deuxième semestre de 2009. En fait, pour tous les pays du G-7, sauf le Canada, une croissance inférieure à 1 % est maintenant prévue d'un quatrième trimestre à l'autre en 2008 et en 2009.

Dans les pays émergents et les pays en développement, la croissance continuera aussi de fléchir,

⁸Cependant, une croissance lente du crédit à elle seule n'empêche pas forcément une reprise. Il ressort de cycles conjoncturels antérieurs que l'activité se redresse généralement avant un retournement du cycle du crédit (Claessens, Kose, and Terrones, à paraître).

pour s'établir un peu au-dessous de la tendance au deuxième semestre de 2008 et au début de 2009, avant de se redresser dans le courant de 2009. Sur cette période, la croissance globale devrait rester largement supérieure à celle observée pendant le ralentissement de 2001–02. La croissance des exportations continuera de ralentir et la demande intérieure fléchira aussi, même si la demande restera soutenue par les gains de productivité substantiels de ces dernières années. Les pays exportateurs de produits de base, en particulier de pétrole, devraient maintenir leur élan, mais la croissance ralentira assez nettement dans les pays tributaires des importations de denrées alimentaires et de carburants ou de concours financiers extérieurs. Les entrées nettes de capitaux extérieurs devraient diminuer de moitié dans l'ensemble, et la position de réserves de quelques pays pourrait subir de fortes pressions.

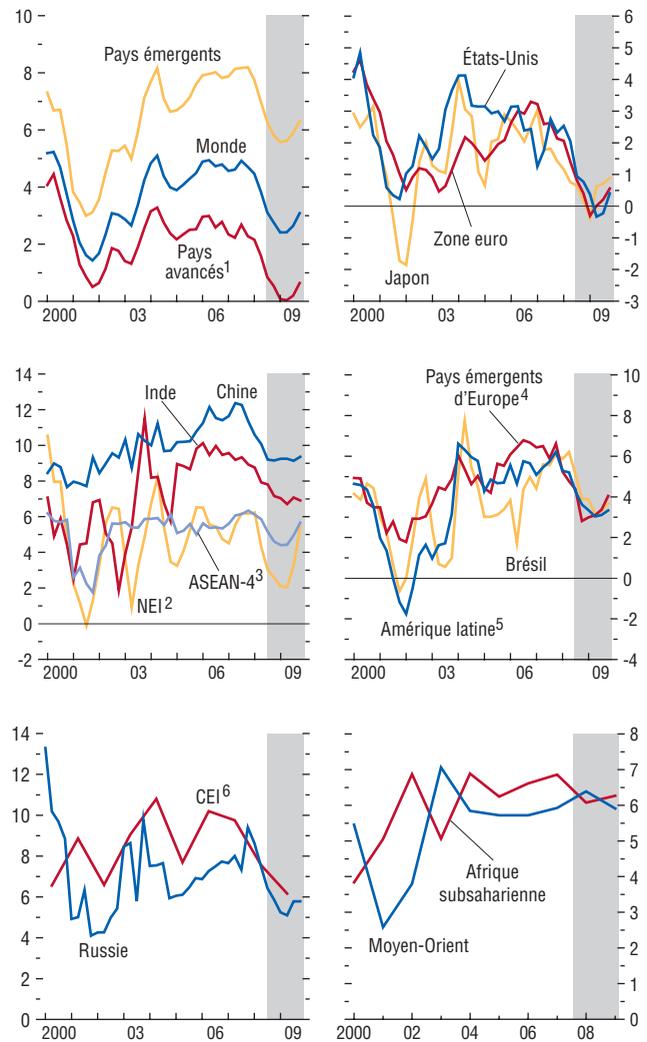
Dans les pays avancés, l'inflation devrait être contenue par l'augmentation des capacités disponibles et la stabilisation des cours des produits de base, et pourrait reculer au-dessous de 2 % d'ici la fin de 2009. Dans les pays émergents et les pays en développement, l'inflation devrait rester voisine de 8 % à la fin de 2008, alors que les hausses récentes des cours des produits de base continuent d'être répercutées. Elle devrait baisser à environ 6¼ % en 2009, mais demeurer bien au-dessus des objectifs de la banque centrale dans plusieurs pays.

Des risques considérables pèsent sur ces prévisions de référence, comme en témoigne le graphique en éventail 1.12⁹. Le principal a trait à deux facteurs financiers liés l'un à l'autre : les tensions financières pourraient rester très élevées et le resserrement du crédit découlant de la réduction du levier d'endettement pourrait être plus prononcé et plus long que prévu. En outre, la détérioration du marché immobilier américain

⁹L'appendice 1.1 examine les méthodes utilisées ici pour évaluer et expliquer le risque, y compris celle utilisée pour établir le graphique en éventail et les facteurs de risque, et passe en revue les travaux qui sont en cours pour améliorer ces évaluations.

Graphique 1.11. Perspectives mondiales
(PIB réel; variation en pourcentage par rapport à l'année précédente)

L'économie mondiale devrait continuer de ralentir au deuxième semestre de 2008 et au début de 2009, avant de se redresser progressivement. Les pays avancés seront les plus touchés et seront en récession, ou en seront proches. La croissance fléchira aussi dans les pays émergents, surtout ceux d'Asie, d'Europe et d'Amérique latine qui entretiennent des relations commerciales étroites.



Sources : Haver Analytics; estimations des services du FMI.

¹Australie, Canada, Danemark, États-Unis, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède, Suisse et zone euro.

²Nouvelles économies industrielles (NEI) : Corée, Hong Kong (RAS), Singapour et province chinoise de Taïwan.

³Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

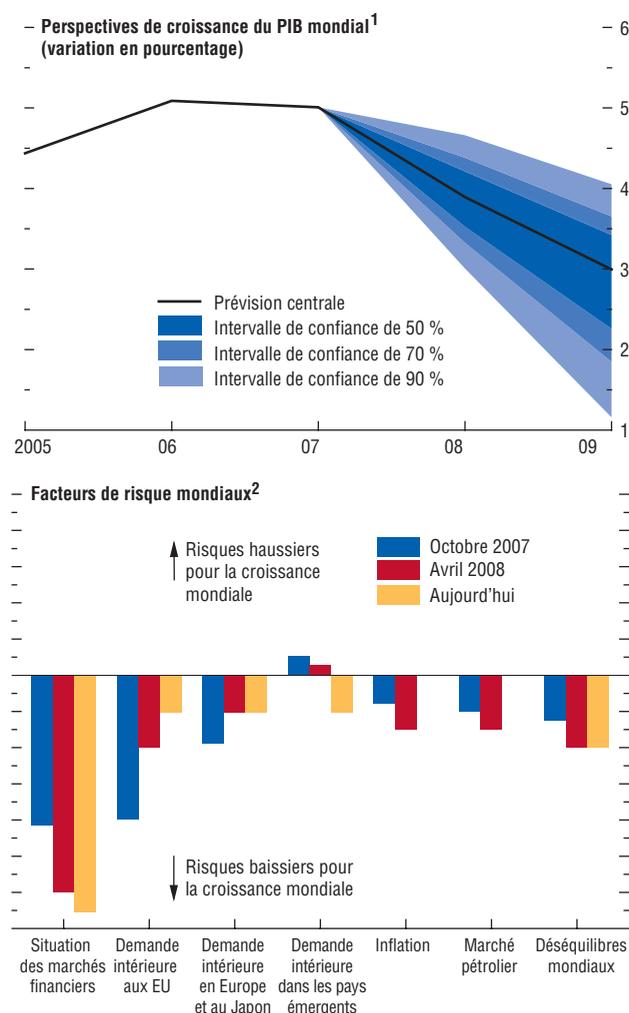
⁴Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne et République tchèque.

⁵Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et République bolivarienne du Venezuela.

⁶Communauté des États indépendants.

Graphique 1.12. Évolution des perspectives mondiales

Des risques considérables pèsent sur les perspectives de croissance. Le plus important est que les tensions financières pourraient être plus graves et plus prolongées que prévu dans les projections de référence. L'évolution de la demande intérieure et les déséquilibres mondiaux représentent d'autres risques, alors que l'inflation et le marché pétrolier sont aujourd'hui moins menaçants.



Source : estimations des services du FMI.

¹Ce graphique en éventail indique l'incertitude entourant la prévision centrale des *Perspectives* avec des intervalles de probabilité 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 %. Voir encadré 1.3 de l'édition d'avril 2006 des *Perspectives*.

²Le graphique indique la contribution de chaque facteur à la «balance» globale des facteurs qui influent sur la croissance mondiale; celle-ci est illustrée par l'asymétrie de la densité de probabilité pour la croissance du PIB mondial dans le graphique en éventail. La balance des risques penche à la baisse si la probabilité des résultats en deçà de la prévision centrale (la «probabilité baissière» totale) dépasse 50 % (encadré 1.3 de l'édition d'avril 2006 des *Perspectives*). Le degré d'asymétrie de la densité de probabilité du graphique en éventail dépend de plusieurs sources de risque et de leur impact potentiel, ainsi que de l'écart-type des erreurs de prévision dans le passé — qui, entre autres, varie selon l'horizon de prévision. Pour rendre les facteurs comparables d'une période à l'autre, leurs contributions sont transformées par changement d'échelle de manière à tenir compte des différences dans les écarts-types.

pourrait être plus longue que prévu, alors que les marchés immobiliers européens pourraient s'affaiblir davantage. Le risque d'inflation est maintenant moindre, étant donné le repli des cours des produits de base et le ralentissement de l'économie mondiale. Les déséquilibres mondiaux demeurent une source d'inquiétude, mais au centre des préoccupations ne figurent plus les problèmes éventuels de financement du déficit de la balance courante des États-Unis, mais bien les risques créés par la nécessité de recycler les excédents élevés des pays exportateurs de pétrole et les risques de montée du protectionnisme alors que le cycle de Doha est de nouveau dans l'impasse.

Risques liés aux marchés financiers

Les risques liés aux marchés financiers demeurent sérieux, plus encore qu'à l'époque de la publication de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*. En dépit des mesures sans précédent que les autorités financières ont prises pour éviter les problèmes systémiques et d'une nouvelle initiative d'envergure visant à aider les banques américaines à faire face à leurs actifs illiquides, les marchés restent fort tendus et la menace d'une réduction désordonnée du levier d'endettement reste un risque sérieux pour les perspectives.

Après les événements de ces dernières semaines, on demeure très préoccupé par la solvabilité d'institutions financières sur les marchés parvenus à maturité qui font face à des pertes croissantes, à des conditions de financement peu favorables et à une baisse de leurs fonds propres. La bonne exécution du programme d'achat des actifs toxiques qui a été adopté par le gouvernement américain réduirait ces risques à terme en limitant les effets négatifs aux engagements immobiliers américains dans les institutions américaines, mais la faiblesse des fonds propres bancaires pourrait rester un problème sérieux, d'autant que les ventes d'actifs pourraient impliquer une hausse des pertes constatées et que l'affaiblissement de l'activité accroîtra probablement les pertes sur un large éventail d'actifs aux États-Unis et en Europe. Par ailleurs, les tensions

Encadré 1.3. La mesure de l'écart de production

Face à la montée préoccupante de l'inflation, on s'interroge de plus en plus quant à la manière de déterminer si une économie est en surchauffe et de mesurer sa capacité de production. Toutes choses étant égales par ailleurs, une économie qui fonctionne au-delà de sa capacité, avec un écart positif entre la production effective et la production potentielle, a toutes les chances de voir l'inflation s'accélérer, tandis qu'une économie qui fonctionne bien en deçà de sa capacité, avec un écart de production négatif, connaîtra en général une baisse de l'inflation. La mesure de la capacité de production d'une économie est importante pour d'autres raisons aussi, notamment pour évaluer l'orientation à donner à la politique budgétaire tout au long du cycle, comme cela est expliqué au chapitre 5. De façon générale, il est indispensable, pour prendre des décisions avisées en matière monétaire et budgétaire, de comprendre où l'économie se situe dans le cycle économique et où elle se situera à l'avenir.

Cependant, la mesure de l'écart de production n'est pas une science exacte, tant s'en faut, car la capacité de production de toute une économie ne peut pas faire l'objet d'observations directes (encore qu'il existe en général des indicateurs de capacité pour certains secteurs, tels que le secteur industriel). Par conséquent, diverses méthodes sont utilisées, dont le degré de complexité varie en fonction des données disponibles. Le présent encadré passe en revue les méthodes sur lesquelles s'appuient les projections des *Perspectives* et présente une nouvelle approche, en cours d'élaboration, fondée sur un modèle.

Mesure de l'écart de production. Pour la plupart des pays avancés, l'estimation de l'écart de production utilisée dans les *Perspectives* s'appuie sur une évaluation du PIB potentiel, elle-même fondée sur une fonction de production. La fonction de production est estimée pour l'ensemble de l'économie, en mettant en rapport la production et des mesures des intrants de travail et de

capital. Le résidu mesure la productivité totale des facteurs (PTF) de l'économie, qui peut alors être rapportée à des variables explicatives telles que la concurrence, les réformes structurelles et la pénétration des importations¹. Jusqu'à présent, les études sur ce sujet ont surtout cherché à mesurer les intrants de façon de plus en plus précise — par exemple en prenant en compte l'effet de l'éducation et de la formation sur la qualité du travail et en introduisant une mesure du flux de services tirés du capital — et à expliquer le résidu correspondant à la PTF.

L'avantage de cette méthode est que, une fois estimé la relation de base, on peut évaluer l'effet d'une modification des facteurs qui influencent la croissance potentielle, par exemple l'effet des caractéristiques démographiques sur la croissance des services tirés du travail et l'effet des taux d'investissement sur les services tirés du capital.

En ce qui concerne les pays émergents, les données relatives aux intrants de capital et de travail ne présentent pas en général la qualité voulue pour la fonction de production. De plus, la possibilité d'une évolution rapide à la suite de réformes de grande ampleur pose un problème de continuité qui complique l'application de cette méthode. Par conséquent, dans cette édition des *Perspectives*, l'écart de production de ces pays est estimé à l'aide de techniques reposant sur des séries chronologiques du PIB observé et projeté, qui permettent d'estimer le PIB tendanciel. Plus précisément, on applique aux données de la production des filtres Hodrick-Prescott (HP) standards, qui scindent la série chronologique entre une composante tendancielle et une composante cyclique (Hodrick and Prescott, 1997), en utilisant un coefficient λ de 100 sur les données annuelles².

¹On trouvera à l'encadré 3.1 de l'édition de septembre 2006 des *Perspectives* de l'économie mondiale un exemple de l'application de cette méthode.

²Les résultats du filtrage dépendent dans une large mesure de la valeur du paramètre de lissage λ . La valeur de 100 reflète bien les propriétés du cycle conjoncturel des États-Unis, mais elle est moins utile pour d'autres pays.

Charles Collins, Douglas Laxton et Natalia Tamirisa sont les principaux auteurs de cet encadré. Ils ont bénéficié de la collaboration de Gianni de Nicolò et de l'assistance d'Ercument Tulun.

Encadré 1.3 (suite)

Bien qu'il soit simple et largement utilisé, le filtre HP (et, plus généralement, les techniques fondées sur les séries chronologiques) présente une difficulté, à savoir la sensibilité des estimations au choix de la valeur extrême. Pour obtenir rapidement une valeur approchée, le filtre HP est appliqué d'abord aux données (sous forme de logarithme) relatives à la période 1980–2008 (qui peuvent être considérées essentiellement comme des données historiques), puis aux données et projections relatives à la période 1980–2013. L'utilisation de ces dernières estimations permet de mettre à profit le savoir des économistes du FMI, qui sont en mesure d'apprécier les perspectives de croissance à moyen terme. La production potentielle et l'écart de production sont ensuite obtenus en calculant la moyenne de ces deux estimations.

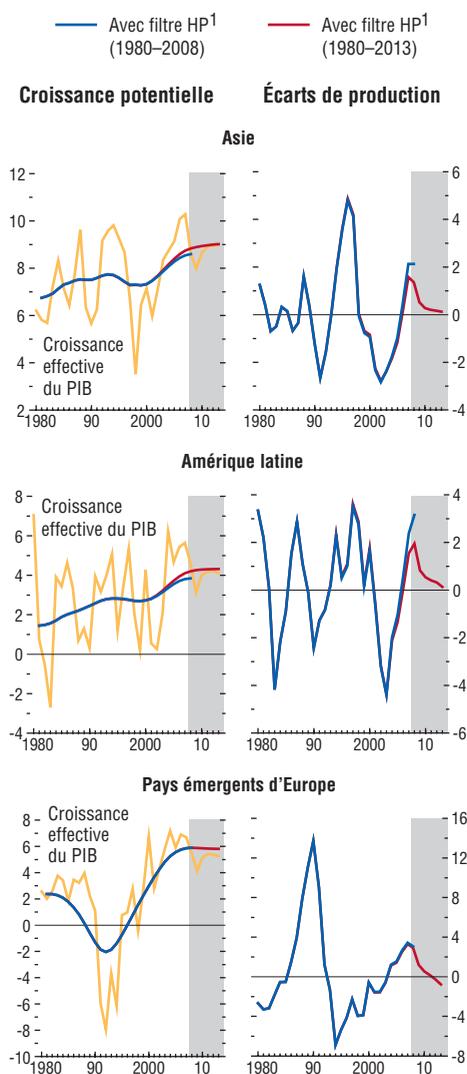
L'application de cette technique aux données relatives à la période 1980–2008 fait apparaître une accélération sensible de la croissance potentielle au cours de ces dix dernières années dans les pays émergents (premier graphique, colonne de gauche). On estime que l'accélération est encore plus prononcée si l'on utilise des données qui incluent les projections à moyen terme. Quelle que soit la série utilisée, il apparaît que les pays émergents fonctionnent nettement au-delà de leur capacité, surtout en Europe et en Amérique latine, l'écart approchant 4 % du PIB dans chaque région en 2008 d'après les estimations les plus modérées de la croissance potentielle³.

Quantification des effets de la flambée des cours du pétrole sur la production potentielle. Une question d'actualité concerne l'effet que pourrait avoir la hausse récente des prix du pétrole, si elle se poursuit, sur le niveau et le taux de croissance de la production potentielle. Le pétrole

³Vamvakidis (2008) compare les résultats de diverses méthodes d'estimation de la croissance potentielle dans les pays émergents d'Europe, à savoir l'utilisation d'un filtre HP, la méthode fondée sur la fonction de production et une équation de croissance semblable à une spécification utilisée par Barro et Sala-i-Martin (2004). La méthode fondée sur la fonction de production donne l'estimation la plus élevée de la croissance potentielle, en retenant l'hypothèse d'une croissance forte et durable de la PTF.

Production potentielle et écarts de production dans les pays émergents

Bien que la production potentielle des pays émergents ait sans doute progressé ces dix dernières années, les techniques fondées sur les séries chronologiques indiquent que, récemment, la croissance a été supérieure au potentiel, ce qui implique l'apparition d'écarts de production importants depuis un an environ. L'ampleur estimée de l'écart de production est sensible à la fois au choix de la valeur extrême et à l'appréciation par les services du FMI de la mesure dans laquelle la croissance potentielle a augmenté.



Source : estimations des services du FMI.
¹HP = Hodrick-Prescott.

est un intrant essentiel de la production de nombreux biens et services, en partie parce qu'il sert aussi au transport. Si le prix relatif du pétrole augmente, les autres intrants (capital et travail), qui existent en quantité limitée et qui ne sont pas immédiatement substituables, devront être utilisés de façon plus intensive, ce qui implique une baisse du potentiel de production. L'effet sur le taux de croissance de la production potentielle dépendra du rythme auquel la production se rapprochera de son niveau de long terme⁴.

Obtenues par une méthode fondée sur une fonction de production, les estimations de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) indiquent que, par rapport à la moyenne sur vingt ans, une augmentation de 240 % du cours du pétrole aux États-Unis et de 170 % dans la zone euro (jusqu'à 120 dollars le baril) aurait pour effet de réduire la production potentielle de 4 % aux États-Unis et de 2 % dans la zone euro (OCDE, 2008). L'effet est plus prononcé aux États-Unis parce que le pétrole y entre pour une plus grande part dans la production et aussi en raison de la dépréciation du dollar. D'après les estimations, la croissance potentielle diminuerait de 0,2 point par an aux États-Unis et de 0,1 point par an dans la zone euro pendant la première année d'ajustement, sur la base du rythme moyen auquel le capital existant est en général détruit et remplacé. Cependant, il se pourrait que l'ajustement soit plus rapide en cas de choc prononcé sur les prix relatifs, car on pourrait alors s'attendre à une accélération du rythme de remplacement, même si, en général, les équipements à forte intensité énergétique ont une durée de vie utile supérieure à la moyenne.

Estimations de l'écart de production à l'aide d'un modèle. Les travaux récents sur le modèle de projection mondial (GPM) ont permis de mettre au point des indicateurs de la production potentielle, et donc de l'écart de production, conformes au modèle, qui exploitent les infor-

⁴Par exemple, les médias rapportent que l'industrie automobile des États-Unis se hâte de reconfigurer ses usines pour produire des véhicules plus petits et moins gourmands en énergie.

mations disponibles sur des variables observables telles que le PIB, le chômage et l'inflation.

Comme tous les modèles macroéconomiques, le GPM contient un système d'équations, un jeu de variables observables fondamentales et un petit nombre de variables non observables mais cruciales, notamment la production potentielle. Les estimations des variables latentes peuvent être fondées sur le pouvoir prédictif d'autres variables. En ce qui concerne ce dernier critère, de toutes les trajectoires économiquement plausibles que pourrait suivre la production potentielle, la procédure sélectionne celle qui prédit le mieux les variables observables du modèle. Autrement dit, la procédure «extrait» les valeurs des variables latentes impliquées par la structure du modèle et le comportement des variables observables.

À cet égard, le modèle contient deux équations fondamentales. La première lie l'inflation à l'écart de production. La seconde est une application dynamique de la loi d'Okun, qui lie l'écart de chômage (différence entre le taux de chômage effectif et le taux d'équilibre) aux évolutions passées de l'écart de production.

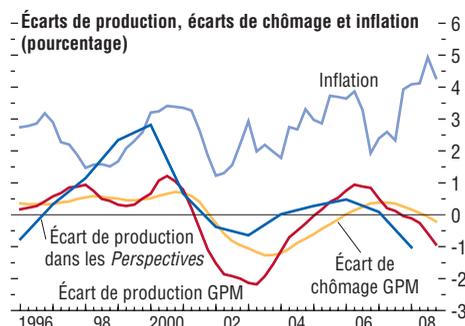
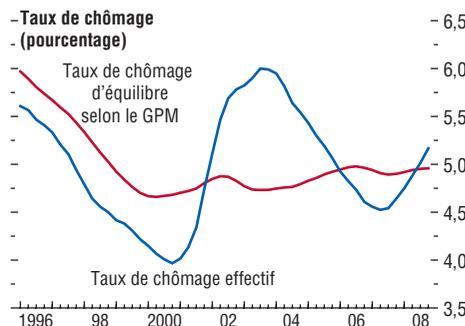
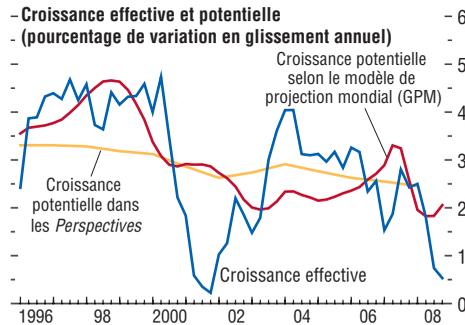
La technique fondée sur le modèle est moins mécanique et fait appel à un contenu beaucoup plus économique que le filtre HP et les autres filtres à une variable. Elle peut apporter une très nette amélioration, surtout en ce qui concerne l'évaluation du niveau courant de la production potentielle, en temps réel, même si elle exige un niveau de modélisation plus avancé que les filtres simples de type HP.

Le deuxième graphique illustre des estimations réalisées à l'aide du modèle GPM pour les États-Unis et les rapproche des estimations des *Perspectives* effectuées selon la méthode fondée sur la fonction de production⁵. Le panneau

⁵Dans les versions actuelles du GPM, les variables observables pour l'économie américaine sont : les cours du pétrole, l'inflation globale de l'IPC, le PIB réel, le chômage, les taux de change, les taux des fonds fédéraux et un indicateur de la disponibilité de crédits bancaires. Cette dernière variable est calculée à partir de l'enquête sur les pratiques des banques en matière de prêts, réalisée pour le Conseil de la Réserve fédérale auprès des responsables de prêts bancaires.

Encadré 1.3 (fin)

Divers indicateurs de la croissance potentielle des États-Unis

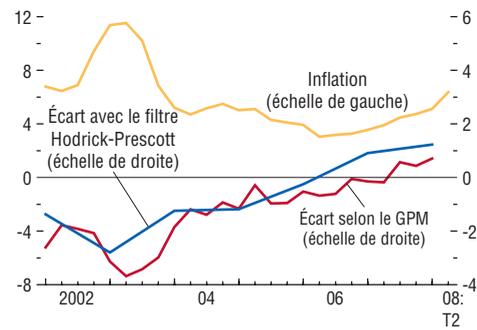


Source : calculs des services du FMI.

supérieur compare les estimations de la croissance potentielle obtenues avec le GPM à celles des *Perspectives*. Les premières font apparaître des fluctuations beaucoup plus amples que les secondes, ce qui n'est pas surprenant dans la mesure où elles varient en fonction des chiffres de l'inflation et du chômage.

Le graphique fait apparaître un écart très prononcé entre les deux estimations pendant la

Écart de production dans certains pays d'Amérique latine¹ (pourcentage)



Source : calculs des services du FMI.
¹Pour le groupe composé du Brésil, du Chili, de la Colombie, du Mexique et du Pérou.

seconde moitié des années 90, période marquée par une forte augmentation de la production et une diminution du chômage, mais aussi par une inflation stable. Le modèle interprète ces données comme étant compatibles avec une augmentation plus prononcée de la croissance de la production potentielle au cours de cette période (et, par conséquent, avec une augmentation permanente du niveau tendanciel de la production) et une baisse du taux de chômage d'équilibre (ou naturel) (panneau du milieu). À la fin de la décennie, les pressions inflationnistes, telles que mesurées par l'écart de production, ou par l'écart entre le taux de chômage effectif et le taux d'équilibre, étaient présentes dans les deux estimations, mais dans une mesure bien moindre dans l'estimation obtenue avec le modèle. De la même manière, l'estimation GPM de l'écart de production négatif au cours de la récession de 2001-02 est beaucoup plus élevée que l'estimation des *Perspectives*.

La différence s'accroît à nouveau en 2008, la croissance potentielle passant de 3 à 2 % avec le modèle, alors que, dans les *Perspectives*, elle continue de suivre une trajectoire plus lisse. À cet égard, l'un des principaux facteurs à

prendre en compte est la forte hausse des prix de l'énergie, qui, dans le modèle GPM, fait tomber temporairement le taux de croissance de la productivité en dessous de son niveau de long terme. Cela implique un écart de production négatif pour 2008 moins prononcé dans le modèle — et, par conséquent, des pressions à la baisse sur l'inflation sous-jacente moindres — que dans les *Perspectives*.

Le dernier graphique illustre les estimations de l'écart de production obtenues par l'application du modèle GPM à un groupe de cinq pays d'Amérique latine. Les séries relatives aux écarts de production suivent de très près les estimations obtenues avec le filtre HP, ce qui encourage

rait à utiliser le filtre HP comme première tentative pour estimer l'écart de production pour des groupes de pays.

En conclusion, il est peu probable que l'on trouve dans un avenir proche une méthode miracle pour mesurer la production potentielle et les écarts de production. En attendant, les décideurs devront continuer de s'en remettre à une approche éclectique, considérant divers indicateurs des capacités oisives d'une économie (écarts de production et écarts de chômage) ainsi que des indicateurs de l'utilisation des capacités obtenus par enquêtes et des indicateurs de bruits, tout en continuant de confronter les estimations disponibles à la réalité.

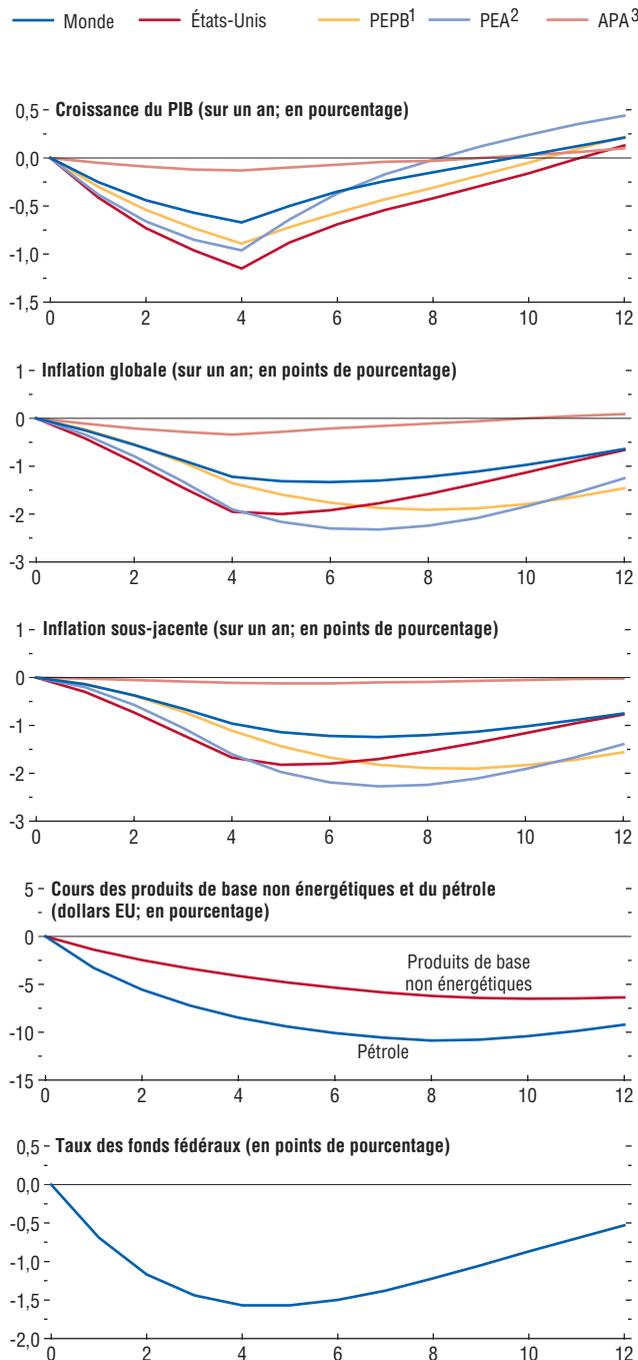
sur le marché du crédit resteront sans doute vives jusqu'à ce que la confiance dans les contreparties soit rétablie.

Un risque y afférent est que la réduction de l'effet de levier et l'assainissement des bilans soient plus profonds et plus prolongés que prévu dans le scénario de référence, et donc que les effets du resserrement du crédit sur la croissance soient plus marqués. Au stade actuel, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure les fonds propres des banques devront augmenter pour être jugés adéquats par les marchés et par les autorités de réglementation. En fait, les événements des dernières semaines pousseront probablement les banques à accélérer la réduction de leur levier d'endettement et à être extrêmement prudentes en ce qui concerne l'octroi de nouveaux prêts aussi longtemps que la situation financière reste très volatile. Par ailleurs, les perspectives restent fort incertaines pour ce qui est de la mobilisation de nouveaux capitaux, d'autant que les actionnaires ont subi de grosses pertes lors des opérations récentes de sauvetage et que l'incertitude persiste en matière de valorisation. Dans le scénario de référence, le crédit continue d'augmenter modérément dans les pays avancés, conformément aux projections présentées dans l'édition d'octobre

2008 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (FMI, 2008b), mais l'offre de crédit se contracte dans un scénario qui inclut une réduction plus agressive du levier d'endettement.

Les événements récents ont souligné la vulnérabilité des pays émergents aux turbulences financières dans les pays avancés. Une réduction plus marquée ou prolongée de l'effet de levier dans les banques américaines ou européennes ou une plus forte aversion des investisseurs pour le risque pourraient entraîner une nouvelle baisse des apports de capitaux bancaires et des investissements de portefeuille à destination des pays émergents, ce qui mettrait particulièrement sous pression les pays jugés vulnérables, notamment ceux affichant un déficit élevé de leur balance courante, comme les pays émergents d'Europe, ou ceux qui ont enregistré une croissance rapide du crédit par suite d'entrées massives de capitaux, tels que la Russie et d'autres pays de la Communauté des États indépendants. De nouvelles diminutions des apports de financement pèseraient de plus en plus sur le marché du crédit intérieur alors que l'activité ralentit, avec pour conséquence des difficultés croissantes pour les intermédiaires financiers et les emprunteurs.

Graphique 1.13. Effet du choc financier sur l'économie mondiale
(Écart par rapport à la valeur témoin; trimestres sur l'axe des abscisses)



Source : calcul des services du FMI, sur la base de simulations BoC-GEM.
¹PEPB = pays exportateurs de produits de base.
²PEA = pays émergents d'Asie.
³APA = autres pays avancés.

Les répercussions mondiales d'une aggravation des tensions financières sont illustrées au graphique 1.13, qui repose sur des simulations d'un modèle d'équilibre général mondial (BoC-GEM)¹⁰. Dans ce modèle, le choc est constitué par une hausse supplémentaire de 100 points de base des écarts de rémunération aux États-Unis et des augmentations plus faibles ailleurs, conjuguées à une perte de confiance qui fait reculer les cours des actions de 10 % de plus. En conséquence, la demande intérieure aux États-Unis ralentirait par rapport au scénario de référence, d'où une décélération de la croissance du PIB réel d'un point supplémentaire l'année prochaine, avec des effets négatifs qui persistent sur une période de trois ans. En conséquence, la récession américaine serait bien plus marquée et la reprise ne serait ensuite que graduelle, avec des effets similaires, quoique moins prononcés, ailleurs. Un ralentissement de la croissance mondiale ferait baisser les cours des produits de base et augmenter les écarts de production, ce qui réduirait les tensions inflationnistes et permettrait plus facilement d'abaisser les taux d'intérêt directs.

Risques pesant sur la demande intérieure dans les pays avancés

Il reste évident que la demande intérieure dans les pays avancés risque d'être revue à la baisse. La correction du marché immobilier, qui est liée aux risques financiers examinés ci-dessus, risque d'être plus sérieuse et plus prolongée que prévu. L'intervention dans les institutions financières d'intérêt public et le plan d'achat des actifs toxiques devraient atténuer les risques sur le marché américain dans une certaine mesure en fournissant des assurances concernant l'offre de financement immobilier et en réduisant les risques de bradage de biens immobiliers à risque dans un marché baissier. Par ailleurs, les prix

¹⁰Le BoC-GEM est une version du modèle économique global (GEM) du FMI, établi conjointement avec la Banque du Canada, qui inclut une modélisation explicite du secteur pétrolier et des autres produits de base.

immobiliers aux États-Unis se rapprochent d'un niveau correspondant à leurs paramètres fondamentaux; la construction résidentielle est déjà proche du niveau le plus bas depuis 40 ans, et les stocks sont en baisse. Cependant, il reste fort possible que l'activité et les prix immobiliers américains tombent plus bas que prévu en 2009, étant donné le sentiment de dépression qui persiste. En Europe occidentale, les perspectives du marché immobilier sont entourées d'incertitude et leur évolution pourrait être influencée par la réduction de l'effet de levier qui pèse sur l'offre de crédit hypothécaire. Donc, les ralentissements en cours pourraient s'intensifier, et un plus grand nombre de pays pourrait enregistrer une baisse des prix immobiliers, une réduction brutale de l'investissement résidentiel et une pression plus forte sur les bilans des ménages.

Par contre, du côté positif, il est possible que la demande intérieure résiste mieux que prévu au resserrement du crédit. Les bilans des entreprises non financières sont généralement sains (bien plus qu'au début de la décennie) et leur rentabilité est élevée, bien que les marges sur les obligations de société se soient creusées fortement ces dernières semaines. Dans la zone euro, la consommation pourrait être plus élevée que prévu, alors que les cours du pétrole se stabilisent, d'autant que les taux de chômage restent exceptionnellement faibles et que les bilans des ménages sont plus solides qu'aux États-Unis.

Risques pesant sur la demande intérieure dans les pays émergents

Il est clair aujourd'hui que la demande intérieure dans les pays émergents risque d'être plus faible que prévu. Les risques principaux sont d'ordre extérieur, avec l'exposition au ralentissement du commerce mondial, le durcissement des conditions de financement extérieur et l'évolution défavorable des termes de l'échange, mais la demande intérieure pourrait aussi souffrir de la détérioration de la situation sur les marchés financiers et de la correction sur les marchés immobiliers. Les pays où un accès facile au financement extérieur et la bonne tenue des recettes

tirées des produits de base ont alimenté une croissance rapide du crédit intérieur et une forte croissance des dépenses publiques sont particulièrement vulnérables à un «arrêt brutal» des entrées de capitaux qui pourrait peser lourdement sur la situation financière intérieure et porter un coup sérieux à la demande intérieure. À l'inverse, il reste possible que la demande intérieure soit plus vigoureuse que prévu, par exemple en Chine, où les autorités ont pris rapidement des mesures destinées à soutenir la croissance.

Risques d'inflation

Les risques d'inflation ont diminué depuis l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale* : les cours des produits de base ont reculé et le ralentissement de la croissance a réduit la pression sur les capacités de production. Dans les pays avancés, l'inflation globale pourrait baisser même plus rapidement que prévu, pour s'aligner de nouveau sur les objectifs des banques centrales; il serait ainsi plus facile pour ces dernières d'assouplir la politique monétaire face au ralentissement de l'activité. Cependant, il reste à craindre que les salaires s'accroissent en réaction à la perte de pouvoir d'achat due au renchérissement des denrées alimentaires et des carburants si l'activité ne ralentit pas comme prévu, surtout en Europe occidentale, où le chômage reste faible par rapport au passé récent.

Les risques d'inflation restent manifestes dans plusieurs pays émergents et pays en développement, alors que la hausse des cours des produits de base et la pression croissante sur l'offre locale se répercutent déjà sur les revendications salariales et les anticipations inflationnistes. Le repli des cours des produits de base depuis juillet contribue à atténuer en partie cette tendance à la hausse, mais cette pression subsistera probablement pendant un certain temps, car les hausses antérieures n'ont été répercutées que partiellement tout au long de la chaîne de l'offre, en particulier pour le pétrole, étant donné que de nombreux pays ont maintenu leurs prix bien en deçà des niveaux internationaux. Il est à craindre que,

une fois que les anticipations inflationnistes ne seront plus ancrées, les banques centrales soient forcées de durcir brutalement leur politique monétaire pour réaliser un «atterrissage brutal» (une période de croissance inférieure à la tendance) afin de réduire l'inflation. Comme noté au chapitre 3, les effets de la maîtrise de l'inflation sur la production pourraient être considérables, surtout dans les pays où la crédibilité initiale de l'action des pouvoirs publics est faible et où la réaction monétaire est retardée (voir graphiques 3.15 et 3.16). Certes, comme le souligne l'encadré 1.3, il est difficile d'évaluer les «limitations de vitesse» pour les pays qui ont pu réaliser une croissance rapide grâce à leur intégration commerciale et financière. Bien que la persistance d'une réserve de main-d'œuvre sous-utilisée indique peut-être qu'une croissance vigoureuse peut être maintenue, les goulets d'étranglement dans les infrastructures et l'offre de main-d'œuvre qualifiée risquent de commencer à peser.

Risques liés aux cours du pétrole

Comme ils demeureront probablement volatils, les cours du pétrole constituent une source importante de révision à la hausse ou à la baisse des projections. Selon les données des marchés des options, les opérateurs travaillent avec une marge d'incertitude exceptionnellement élevée en ce qui concerne le cours futur, des cours de 60 dollars à 165 dollars le baril s'inscrivant dans l'intervalle de confiance de 90 % sur la période allant jusqu'à la fin de 2008 (voir appendice 3.1). Les cours du pétrole pourraient continuer à baisser, et ainsi contribuer à stabiliser quelque peu l'économie mondiale, même si cela s'accompagnerait très probablement d'un fléchissement de la demande mondiale plutôt que d'une évolution favorable de l'offre, avec un multiplicateur proportionnellement plus faible (voir encadré 1.1 de l'édition d'avril 2007 des *Perspectives de l'économie mondiale*). Par contre, des chocs affectant l'offre pourraient de nouveau faire monter les cours du pétrole, alors que les capacités disponibles restent limi-

tées, ce qui pèserait sur le pouvoir d'achat des consommateurs, en particulier dans les pays importateurs de pétrole, et limiterait l'effet favorable de la stabilisation des cours du pétrole sur l'inflation globale qui est prévu dans le scénario de référence.

Risques liés aux déséquilibres mondiaux

Les déséquilibres mondiaux demeurent un problème, bien que les sources de risque soient différentes. Dans le passé, la crainte principale était une résorption désordonnée des déséquilibres résultant de la réticence des investisseurs étrangers à continuer de financer le déficit élevé de la balance courante des États-Unis et à accroître la part des actifs américains dans leurs portefeuilles. Ce risque s'est atténué quelque peu : la dépréciation du dollar américain a rapproché celui-ci d'un niveau correspondant aux paramètres fondamentaux à moyen terme, et le déficit de la balance courante américaine se situe maintenant sur une trajectoire plus viable (graphique 1.14, panneau supérieur). Cependant, la hausse des cours du pétrole a ralenti l'ajustement : le déficit pétrolier américain est monté en flèche et les engagements extérieurs nets américains devraient continuer d'augmenter en pourcentage du PIB mondial (graphique 1.14, panneau du milieu)¹¹. Par ailleurs, comme la crise financière a entraîné une perte de confiance dans la liquidité et le rapport risque/rendement des actifs américains, le risque de résorption désordonnée ne peut être écarté. Les difficultés récentes des institutions financières spécialisées d'intérêt public — dont les titres ont été achetés en grande quantité par des investisseurs étrangers, qui ont ainsi financé une grande partie du déficit de la balance courante

¹¹Les projections sont établies avec pour hypothèses des taux de change et des prix des actifs inchangés. En fait, la dépréciation du dollar américain et la baisse relative des cours des actions américaines ont produit ces dernières années des gains de valorisation nets qui ont compensé l'accumulation de nouveaux engagements. Voir encadré 1.2 de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

américaine ces dernières années — rappellent que cette faiblesse persiste.

Trois autres risques sont apparus. Premièrement, l'ajustement du dollar est concentré sur plusieurs monnaies au taux de change flexible, alors que certaines des monnaies principales continuent d'être dirigées strictement ou rattachées au dollar. Cette situation pourrait créer de nouveaux déséquilibres à terme, par exemple dans la zone euro, l'euro étant maintenant un peu surévalué.

Deuxièmement, étant donné la hausse soutenue des cours mondiaux du pétrole, il est de plus en plus nécessaire de veiller à ce que les excédents élevés des pays exportateurs soient recyclés sans effet déstabilisateur. Laisser leur excédent courant augmenter constitue une réaction légitime de la part de ces pays, qui témoigne de leur volonté de mettre de côté une partie de leur surcroît de recettes. L'excédent agrégé annuel des pays exportateurs de pétrole prévu pour 2008–09 est passé à 1½ % du PIB mondial, en dépit de la hausse rapide de la demande intérieure dans ces pays. Par ailleurs, les pays émergents d'Asie continuent de dégager des excédents voisins de 1 % du PIB mondial. Jusqu'à présent, ces fonds sont recyclés de manière relativement ordonnée et, en fait, les investissements des fonds souverains ont joué un rôle stabilisateur précieux en fournissant des capitaux aux banques pendant la crise financière. Cependant, il est à craindre que l'investissement persistant d'excédents élevés conduise à une montée du protectionnisme face à la hausse des participations étrangères. Dans le même ordre d'idées, les flux d'investissements élevés vers les autres pays émergents, comme le recyclage des pétrodollars dans les années 70, pourraient contribuer à une croissance excessive de la liquidité et accroître la vulnérabilité de ces pays¹².

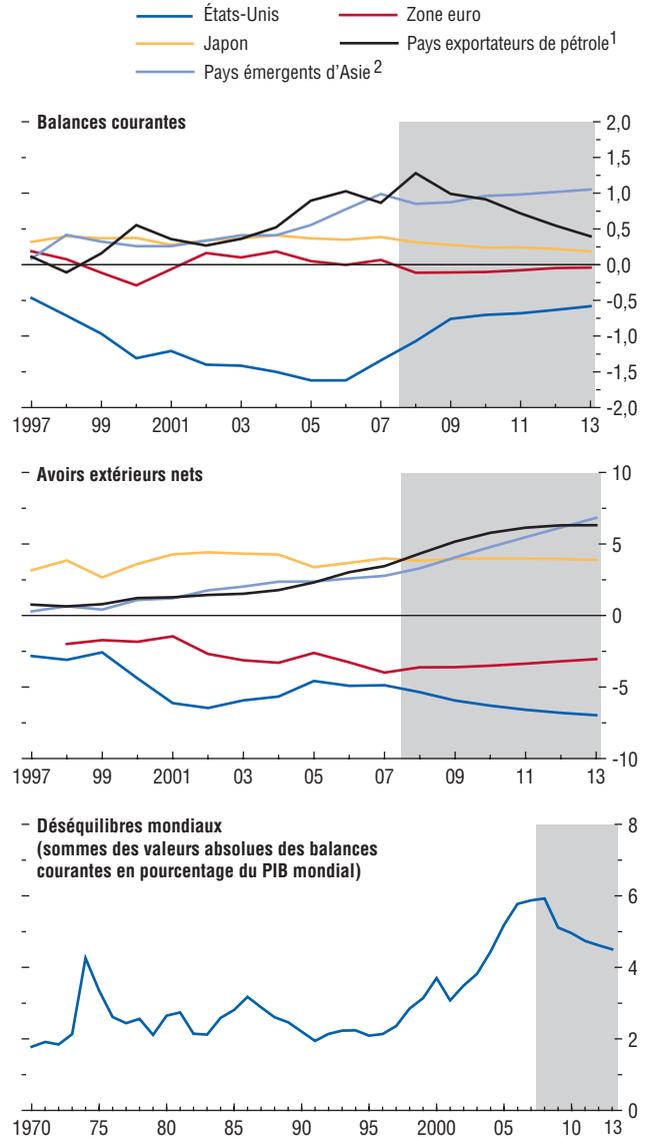
Troisièmement, la persistance de déficits commerciaux élevés, conjuguée à l'assombrisse-

¹²Voir l'encadré 2.2 de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale* pour le recyclage des excédents tirés des produits de base et l'encadré 6.1 du présent rapport pour le rôle des fonds souverains.

Graphique 1.14. Balances courantes et avoirs extérieurs nets

(En pourcentage du PIB mondial)

Le déficit de la balance courante des États-Unis a diminué ces dernières années et devrait continuer de baisser à moyen terme, même si les engagements extérieurs nets devraient continuer d'augmenter. Les excédents des pays exportateurs de pétrole ont été alimentés par la hausse des cours du pétrole, et même si ces excédents devraient fléchir, ces pays devraient enregistrer une hausse de leurs avoirs extérieurs nets. Les pays émergents d'Asie afficheront des excédents élevés de leur balance courante et continueront d'accumuler des avoirs extérieurs.



Sources : Lane and Milesi-Ferretti (2006); estimations des services du FMI.

¹Algérie, Angola, Arabie Saoudite, Azerbaïdjan, Bahreïn, République du Congo, Émirats arabes unis, Équateur, Gabon, Guinée équatoriale, République islamique d'Iran, Koweït, Libye, Nigéria, Norvège, Oman, Qatar, République arabe syrienne, Russie, Turkménistan, République bolivarienne du Venezuela et République du Yémen.

²Chine, Corée, Hong Kong (RAS), Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, province chinoise de Taiwan et Thaïlande.

ment des perspectives d'emploi dans quelques pays avancés, pourrait entraîner une montée du protectionnisme, d'autant que le cycle de Doha de négociations commerciales multilatérales est maintenant au point mort.

Enjeux pour l'économie mondiale

Partout dans le monde, les pouvoirs publics se doivent de stabiliser les marchés financiers internationaux, tout en gérant prudemment leur économie pendant une période de ralentissement mondial et de resserrement du crédit, et en veillant à inverser la montée récente de l'inflation. S'il s'agit des priorités immédiates, il faut aussi s'attaquer aux carences des marchés et des réglementations qui ont contribué aux tensions récentes. Il convient d'assainir les institutions et les marchés financiers, et de renforcer les réactions de l'offre et de la demande sur les marchés de produits de base. Il reste essentiel d'adhérer à l'intégration commerciale et financière de l'économie mondiale pour étayer les perspectives de croissance à plus long terme.

Stabiliser les marchés financiers internationaux

Les pouvoirs publics ont devant eux à une tâche considérable : faire face à la menace immédiate qui pèse sur la stabilité financière, tout en cherchant à reconsolider l'intermédiation financière. Pour s'en acquitter, ils devront trouver des solutions globales qui corrigent les problèmes systémiques — la prolifération d'actifs illiquides et toxiques, la pénurie de capitaux et l'effondrement de la confiance dans les contreparties — tout en s'attaquant rapidement et efficacement aux problèmes qui apparaissent dans les institutions individuelles. Il convient de coordonner les stratégies nationales à l'échelle internationale pour faire face aux problèmes conjoints et éviter de créer des incitations négatives entre les pays. Par ailleurs, s'il est urgent de stabiliser le système, il est important de protéger les intérêts des contribuables, de veiller à ce que l'intervention des pouvoirs publics soit temporaire et d'éviter d'exacerber l'aléa moral autant que possible.

Le plan des autorités américaines consistant à acheter des actifs immobiliers à risque auprès des banques est une initiative audacieuse dont l'objectif est de rétablir la liquidité des bilans, d'évaluer de manière plus transparente les actifs à problème et de réduire les craintes de pertes supplémentaires à la suite de bradages. Bien que les détails de l'exécution de ce plan soient incertains à l'heure où le présent rapport est publié, il s'agira principalement de trouver un juste équilibre entre, d'une part, la nécessité d'exécuter ce plan rapidement et efficacement et, d'autre part, l'objectif à plus long terme de limiter le coût budgétaire global, notamment en créant des mécanismes qui garantiront que les pouvoirs publics partageront les gains éventuels lorsque les banques seront de nouveau en bonne santé. Il sera essentiel aussi de veiller à la reconstitution rapide des fonds propres des banques, d'autant que les ventes d'actifs à risque pourraient entraîner la constatation de pertes supplémentaires. Des fonds publics seront peut-être nécessaires pour aider des institutions saines et viables à satisfaire leurs besoins de capitaux.

Il sera important de trouver des solutions globales en Europe occidentale aussi, où les questions internationales comptent particulièrement. Des mesures appropriées auraient des effets cumulatifs avec celles prises aux États-Unis. La coopération à l'échelle européenne devrait avoir pour objectif de rétablir la confiance en recapitalisant les banques en temps voulu, de s'attaquer aux actifs à risque et de protéger les déposants de manière cohérente. Comme les événements récents l'ont montré, des accords de coopération sont essentiels pour assainir de grandes institutions internationales, et il faut s'attaquer aux carences du dispositif international de gestion des crises, notamment en partageant beaucoup mieux les données relatives au contrôle bancaire. Il sera important aussi de veiller à la cohérence internationale des relèvements temporaires des montants garantis.

Au-delà de ces tâches immédiates, il faudra s'employer résolument à s'attaquer aux nombreuses faiblesses fondamentales des marchés financiers qui ont été révélées par les turbulences

actuelles. Comme il est noté dans l'édition d'octobre 2008 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (FMI, 2008b), il est crucial de veiller à ce que les institutions gèrent le risque de manière plus efficace, notamment en établissant des normes de fonds propres plus robustes, en insistant sur la mise en place de meilleures pratiques de gestion des liquidités et en améliorant la communication d'informations sur les risques au bilan et hors bilan. Il sera important aussi de renforcer les mécanismes de résolution des crises, notamment en clarifiant le rôle des divers organismes officiels, en renforçant les systèmes de garantie des dépôts et en mettant en place des instruments d'intervention adéquats.

Les mesures d'urgence qui ont été prises face à l'effondrement de grands intermédiaires financiers non bancaires au cours des six derniers mois ont souligné qu'il est nécessaire de réglementer plus efficacement et de capitaliser plus solidement les intermédiaires d'importance systémique qui ne font pas partie du système bancaire traditionnel. Pour les institutions financières spécialisées d'intérêt public, il faudra trouver une solution claire et permanente pour les faiblesses systémiques connues depuis longtemps qui résultent de leur taille, de la nature de leurs risques et de leur structure de gouvernance hybride (public-privé), tout en remédiant à leur pénurie actuelle de capitaux. Il est nécessaire aussi de réviser la réglementation et les normes de fonds propres des autres grands intermédiaires financiers non bancaires qui jouent un rôle systémique sur les marchés des valeurs mobilières et des dérivés.

Les pays émergents devraient aussi tirer des enseignements des tensions récentes. S'ils sont exposés moins directement aux problèmes résultant de la prolifération de crédits structurés, les systèmes financiers de plusieurs pays émergents ont été gravement perturbés par les variations des flux de capitaux qui ont fait suite à la crise financière. Des enseignements fondamentaux concernant l'importance d'une solide gestion du risque, de la transparence, de la planification pour imprévu et d'une gestion efficace des crises sont donc très intéressants pour ces pays aussi.

Les événements récents ont démontré qu'il sera essentiel de mieux coordonner les stratégies nationales dans nombre de ces domaines, étant donné l'intégration internationale croissante des institutions et des marchés. Premièrement, les différences existant entre les systèmes juridiques et réglementaires nationaux ouvrent la porte à un arbitrage entre réglementations. Bien que les différences puissent stimuler une saine compétition et l'innovation, ce processus est allé trop loin. Deuxièmement, les défaillances de la réglementation et du contrôle, en particulier sur les grandes places financières, ont des effets de contagion prononcés par-delà les frontières. Troisièmement, une action coordonnée pour résoudre les problèmes du secteur financier sera probablement plus efficace que des actions individuelles en raison de l'interdépendance des institutions et des marchés financiers. En général, les pouvoirs publics ont eu du mal à suivre l'évolution d'un système financier qui, d'une part, se mondialise, mais qui, d'autre part, est régi par une multitude de systèmes juridiques et réglementaires nationaux. Bien que des organismes internationaux tels que le Forum de stabilité financière et la Banque des règlements internationaux, ainsi que le FMI, jouent un rôle crucial en atténuant les tensions entre les forces mondiales et nationales, une plus grande volonté politique de collaborer est essentielle. Les dernières mesures allant dans ce sens, y compris les collèges de contrôleurs proposés pour les plus grandes institutions financières du monde, sont les bienvenues à cet égard.

Gérer prudemment l'économie pendant un ralentissement

Les responsables de la politique macroéconomique cherchent à trouver un juste équilibre entre, d'une part, soutenir l'activité face à un ralentissement mondial et à des conditions financières extrêmement difficiles et, d'autre part, veiller à ce que la variation continue des prix relatifs découlant de l'envolée des produits de base ne fasse pas monter l'inflation, comme dans les années 70. La politique appropriée variera d'un

pays à l'autre. Un assouplissement se justifie dans les économies qui se trouvent aujourd'hui en récession à cause des tensions financières, du recul de l'immobilier et de la détérioration des termes de l'échange. Néanmoins, un durcissement reste nécessaire dans plusieurs pays où la croissance est encore largement supérieure à la «limitation de vitesse».

En ce qui concerne les principaux pays avancés, bien que la politique macroéconomique à elle seule puisse avoir un certain effet aussi longtemps que les marchés financiers sont tendus à l'extrême, des mesures de soutien aux économies en récession ou proches de la récession doivent compléter les efforts déployés pour stabiliser la situation financière, pour ainsi briser les chaînes de réactions négatives entre l'économie réelle et le secteur financier.

- Aux *États-Unis*, la politique monétaire est déjà très accommodante, et fournit le soutien nécessaire à l'économie face à des tensions financières extrêmes et à la correction persistante du marché immobilier. L'inflation sous-jacente devrait être limitée alors que les capacités inutilisées augmentent, ce qui permettra d'assouplir davantage la politique monétaire si le ralentissement s'intensifie, mais avec des effets limités si les tensions financières persistaient. Sur le front budgétaire, le plan de relance a soutenu l'économie en temps opportun, et les mesures prises récemment pour stabiliser le marché immobilier et le système financier sont justifiées par la nécessité d'éviter une crise systémique. Toutefois, étant donné le coût potentiel de ces mesures et le besoin de rééquilibrage budgétaire à moyen terme, un ajustement sera nécessaire ailleurs dans les comptes budgétaires, une fois la situation normalisée, pour compenser le surcroît de dépenses.
- Dans la *zone euro*, le marché du crédit est aujourd'hui assez tendu, surtout après prise en compte de l'augmentation des marges de risque. Le ralentissement notable de l'activité, la hausse des écarts de production et le recul récent des cours des produits de base devraient ramener l'inflation au-dessous de 2 % d'ici la fin de 2009, ce qui permettrait d'assouplir la

politique monétaire. La politique budgétaire soutient déjà l'économie de la zone euro par le biais des stabilisateurs automatiques et de mesures discrétionnaires dans quelques pays. La marge d'assouplissement limitée qui subsiste dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance révisé devrait être utilisée pour orienter, au besoin, les ressources publiques vers la stabilisation de la situation financière.

- Au *Japon*, la politique monétaire reste accommodante et devrait le rester, puisque l'économie s'affaiblit et que la pression sur les prix est bien contenue, l'inflation hors alimentation et carburants demeurant proche de zéro. Sur le front budgétaire, il reste prioritaire de rééquilibrer les finances à moyen terme, et le programme prévu aujourd'hui devrait donc être limité.

Les priorités macroéconomiques varient considérablement parmi les pays émergents et les pays en développement. Dans un nombre croissant de ces pays, on s'inquiète maintenant du ralentissement de l'activité alors que la conjoncture extérieure se détériore et que l'inflation globale commence à fléchir. Il serait donc justifié de mettre fin au durcissement monétaire, surtout dans les pays où les effets de second tour de l'envolée des cours des produits de base sur l'inflation ont été contenus, et un assouplissement serait nécessaire si les perspectives continuaient de se dégrader. Par ailleurs, face à des sorties massives de capitaux, les pays devront réagir rapidement pour garantir une liquidité adéquate et s'attaquer aux problèmes qui apparaissent dans les institutions plus faibles. Il faudrait laisser le taux de change absorber en partie la pression, mais les réserves accumulées permettent d'intervenir pour éviter une situation désordonnée sur les marchés.

Cependant, dans quelques autres pays, notamment mais pas exclusivement au Moyen-Orient et dans la Communauté des États indépendants, l'inflation demeure préoccupante sur fond des fortes hausses des prix des denrées alimentaires, de la vigueur persistante de la croissance et du durcissement des contraintes de l'offre. Même si le recul récent des cours internationaux des produits de base atténue peut-être en partie la

pression, les gains réalisés ces dernières années dans la lutte contre l'inflation sont déjà compromis et, une fois la crédibilité entamée, il est coûteux de la rétablir, et cela prend du temps. Dans plusieurs pays, les pouvoirs publics devront donc peut-être encore resserrer leur politique.

Dans la plupart des cas, la politique monétaire devrait jouer le rôle principal dans la gestion macroéconomique, mais elle devrait être soutenue par une politique budgétaire prudente et, parfois, par une gestion souple du taux de change. Les régimes de ciblage de l'inflation ont généralement encouragé des réactions rapides à une montée de l'inflation, tout en ménageant la possibilité de faire face à une détérioration de la conjoncture extérieure. Cependant, les pays qui appliquent un régime de change très contrôlé ont rencontré plus de problèmes. Le durcissement de la politique monétaire face à la montée de l'inflation est mis à mal par les entrées de capitaux attirés par la hausse de l'écart des taux d'intérêt, qui stimule la croissance de la monnaie et du crédit, et bon nombre de ces pays, surtout les pays émergents d'Asie et les pays du Moyen-Orient, ont enregistré une forte accélération de l'inflation. En Chine, les autorités ont pris des mesures administratives et prudentielles pour freiner la croissance du crédit, mais un assouplissement du régime de change permettrait de mener plus facilement une politique monétaire plus indépendante et soutiendrait les efforts déployés pour renforcer les sources intérieures de croissance en remplacement des sources extérieures.

La politique budgétaire devrait jouer un rôle d'accompagnement dans la gestion macroéconomique. Les déficits budgétaires ont généralement été réduits ces dernières années dans les pays émergents et les pays en développement, les recettes profitant d'une croissance rapide, mais les dépenses publiques ont augmenté rapidement dans de nombreux pays, accentuant la pression de la demande. Une meilleure maîtrise de la croissance des dépenses, notamment des augmentations de salaires dans le secteur public, complèterait un durcissement monétaire, face à la montée de l'inflation, ce qui est particu-

lièrement important dans les pays appliquant un régime de change non flexible. Avec une enveloppe de dépenses donnée, une réorientation des dépenses au profit des infrastructures pourrait aider à atténuer les goulets d'étranglement de l'offre, un sujet de préoccupation en particulier dans les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient, qui sont manifestement en surchauffe et où le rattachement de la monnaie nationale au dollar laisse peu de possibilités de durcissement monétaire. Quelques pays où la flexibilité du taux de change est limitée ont aussi été plus exposés à la forte détérioration des entrées de capitaux et, dans ce cas aussi, un durcissement de la politique budgétaire sera peut-être nécessaire pour stabiliser la situation.

Face à la détérioration des perspectives économiques, plusieurs pays émergents disposent d'une plus grande marge de manœuvre que par le passé pour utiliser la politique budgétaire comme un outil de stabilisation conjoncturelle, notamment en laissant opérer les stabilisateurs automatiques. Cependant, le chapitre 5 avertit qu'il est peu probable que les programmes de relance budgétaire soient efficaces, et qu'ils pourraient être contre-productifs, à moins que la confiance dans la viabilité à moyen terme des finances publiques soit fermement établie et que ces programmes soient adoptés en temps opportun et bien ciblés.

Renforcer les cadres de politique macroéconomique

Au-delà de ces considérations conjoncturelles immédiates, la dégradation de la situation mondiale a soulevé des questions concernant les cadres de politique monétaire et budgétaire de manière plus générale. Convient-il de modifier ces cadres pour améliorer leurs propriétés stabilisatrices?

La méthode du ciblage de l'inflation est remise en cause par la nécessité de faire face à une série de fortes hausses des cours des produits de base. Il serait manifestement risqué de s'appuyer résolument sur des mesures de l'inflation qui excluent les prix des denrées alimentaires et des

carburants parce que cela pourrait être aller de pair avec des années de forte inflation globale qui pourrait finir par influencer sur les anticipations et la formation des salaires. Par ailleurs, toutefois, il semble justifié de laisser l'inflation globale s'écarter quelque peu des objectifs d'inflation pour faire face à une variation des prix relatifs sans volatilité excessive de la production, bien que la persistance d'écarts élevés risque de porter atteinte à la crédibilité de l'action des pouvoirs publics, comme noté au chapitre 3. Il est donc nécessaire de communiquer clairement et de faire preuve de clairvoyance, tout en étant prêt à tolérer des écarts temporaires par rapport aux objectifs d'inflation, à condition que les anticipations soient suffisamment bien ancrées.

Existe-t-il aujourd'hui, à l'échelle mondiale, une dérive inflationniste inhérente à la manière dont la politique monétaire est établie, d'où un besoin de mieux en coordonner l'établissement? Les pouvoirs publics ont tendance à considérer que les cours internationaux des produits de base sont déterminés de manière exogène et ne tiennent donc pas compte de l'effet de la demande nationale sur les marchés mondiaux de produits de base, ce qui exacerbe la contrainte de l'offre à l'échelle mondiale. Cependant, l'ampleur de l'effet externe semble devoir être de deuxième ordre même pour les grands consommateurs de pétrole, et on ne sait pas très bien comment cet effet externe pourrait être internalisé. Dans la pratique, il semble raisonnable de la part des autorités monétaires de continuer de s'attacher à réduire au minimum la volatilité de l'inflation et de la production intérieures, tout en prenant des mesures plus directes pour atténuer les tensions sur les marchés des produits de base, comme noté plus bas. Si elles y parviennent, elles contribueront aussi à réduire au minimum la volatilité sur les marchés mondiaux, y compris ceux des produits de base.

Par ailleurs, les pays qui rattachent leur monnaie à celle d'un autre pays importent les conditions monétaires du pays en question, qui n'est peut-être pas adaptée à leurs propres circonstances. La tension est particulièrement forte lorsque les pays font face à des chocs considérables

de signe opposé. Ainsi, les États-Unis assouplissent leur politique monétaire alors que de nombreux pays qui rattachent leur monnaie au dollar dégagent un excédent de leur balance courante et opèrent à pleine capacité ou au-delà. Ces pays tireraient parti d'un durcissement monétaire et d'une appréciation de leur monnaie. Cependant, faute d'une union monétaire formelle, il n'est pas raisonnable de s'attendre à ce que la banque centrale disposant de la monnaie de réserve ajuste sa politique en fonction de la situation monétaire dans d'autres pays qui ont choisi de rattacher leur monnaie à cette monnaie de réserve. Par ailleurs, un tel durcissement contribuerait à une appréciation du dollar et n'aiderait donc pas à rééquilibrer les balances courantes comme souhaité. Bien que de nombreux facteurs entrent en ligne de compte lors du choix d'un régime de change, les pays disposant d'institutions financières suffisamment développées verraient leur situation se stabiliser en adoptant un régime de change plus souple qui leur permettrait de mieux gérer la situation monétaire intérieure. Cette question est examinée plus en détail à l'encadré 3.3.

Les événements récents sur les marchés immobiliers et financiers ont souligné de nouveau à quel point la politique monétaire doit réagir aux variations des prix des actifs. Les banques centrales qui ciblent l'inflation prennent en compte les variations des prix des actifs dans la mesure où celles-ci ont des répercussions sur les perspectives de la production et des prix à court terme. Cependant, des réactions asymétriques sont peut-être à craindre, parce que des fortes baisses des prix des actifs pourraient entraîner un assouplissement rapide de la politique monétaire, alors qu'une période plus longue de montée des prix des actifs ne produira peut-être pas beaucoup de résistance, à condition que les perspectives à court terme restent assez bonnes. Il a donc été proposé d'aller «à contre-courant» des variations des prix des actifs, surtout lorsque celles-ci sont rapides ou semblent éloigner sensiblement les prix des paramètres fondamentaux (chapitre 3 de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale* et BRI, 2008). Les contre-arguments habituels sont les suivants : il

serait difficile de mesurer une telle politique et on ne sait pas à quel point la politique monétaire à elle seule peut modérer les cycles des prix des actifs. Cependant, il ressort d'études récentes que les niveaux des taux d'intérêt à court terme ont joué un rôle de plus en plus important dans le mécanisme de transmission monétaire alors que le recours accru au financement aux conditions du marché a renforcé la procyclicalité de l'effet de levier (Adrian and Shin, 2008).

En complément, on pourrait mettre en place dans la réglementation un élément à l'échelle du système qui irait à l'encontre de la procyclicalité de la création de crédit. Une approche «macroprudentielle» de ce type pourrait mettre davantage l'accent sur la manière dont les incitations et les contraintes financières influent sur la prise de risques tout au long du cycle du crédit (Bernanke, 2008). Par ailleurs, on pourrait durcir les exigences de fonds propres et de provisionnement pendant la phase d'expansion du cycle économique afin de réduire le risque d'envolées déstabilisatrices du crédit, parallèlement aux réformes visant à renforcer la gestion du risque au sein des institutions. Ces réformes devraient s'inscrire dans le cadre plus large d'une révision des réglementations qui est examinée plus en détail ci-dessous.

Les cadres de politique budgétaire sont aussi l'objet d'une attention croissante. Comme noté au chapitre 5, la politique budgétaire peut jouer un rôle utile comme outil de stabilisation conjoncturelle, à condition que son soutien vienne en temps opportun, ne compromette pas la viabilité à moyen terme et soit bien structuré de manière à maximiser son effet. Les stabilisateurs automatiques offrent un soutien qui satisfait généralement au moins les deux premiers critères, et on pourrait envisager des réformes, par exemple des dispositifs de protection sociale, qui renforceraient leur effet anticyclique sans dénaturer l'objectif fondamental de la politique fiscale ou de la politique des dépenses. Des mesures discrétionnaires peuvent aussi jouer un rôle de stabilisation conjoncturelle, mais le moment où elles sont adoptées et leur réversibilité peuvent poser plus de problèmes. Une «prédis-

position au déficit» peut entamer la crédibilité de l'action et donc son efficacité, comme noté au chapitre 5, par l'effet limité de la relance budgétaire dans les pays très endettés. Pour y remédier, on pourrait envisager une action anticyclique fondée sur des règles et soutenue par des mécanismes plus solides de gouvernance budgétaire qui mettraient davantage l'accent sur la compatibilité avec la viabilité des finances publiques à long terme. Une démarche de ce type pourrait renforcer l'effet stabilisateur global de la politique macroéconomique et alléger quelque peu la charge pesant sur la politique monétaire.

Renforcer la réaction de l'offre et de la demande sur les marchés des produits de base

Il ne faut pas que le recul récent des cours des produits de base, à la suite du ralentissement mondial, sapent les efforts déployés pour atténuer les tensions sur les marchés de ces produits. Il convient de mettre l'accent sur des mesures qui améliorent la capacité de réaction de l'offre et de la demande, tout en évitant celles qui pourraient exacerber la tension du marché à court terme. Il sera important de répercuter les fluctuations des cours internationaux sur les marchés nationaux, et de mettre en place des dispositifs de protection bien ciblés pour atténuer les effets sur les groupes à faible revenu. Il faudra continuer de supprimer les mesures qui découragent les exportations en faveur des marchés nationaux. Les pays avancés laissent généralement les variations des cours des produits de base se répercuter, mais ils doivent s'employer à modérer leur consommation d'énergie et d'alimentation — bien plus élevée par habitant que dans les pays émergents et les pays en développement — en encourageant les économies d'énergie (par exemple à l'aide de normes de rendement énergétique et de mesures fondées sur les prix) et en réduisant les subventions aux biocarburants.

Il faut donner la priorité aussi à des mesures qui renforcent la réaction de l'offre à une hausse des prix. Les pays émergents pourraient accroître leur production agricole en améliorant

les infrastructures d'irrigation et de transport, et en assurant un meilleur transfert des nouvelles technologies afin de rapprocher les rendements de ceux des pays avancés. Sur les marchés de l'énergie, une meilleure communication à propos des ressources, des stocks et des plans d'investissement ainsi que des cadres d'investissement clairs et stables prépareraient mieux à l'augmentation nécessaire à long terme de l'investissement dans ce secteur. Enfin, la libéralisation de l'accès des produits agricoles aux marchés des pays avancés, grâce à la conclusion du cycle de Doha, serait importante pour mettre en place un cadre de développement agricole plus solide à long terme.

Gérer les déséquilibres mondiaux

Comme on l'a souligné plus haut, la question des déséquilibres mondiaux présente de multiples dimensions. Des progrès ont été accomplis dans la réduction du déficit élevé de la balance courante des États-Unis, et cette tendance se poursuit, même si la hausse des cours du pétrole a ralenti le processus et que la vulnérabilité financière a accentué les craintes. La stratégie multilatérale approuvée par le Comité monétaire et financier international en 2005 et élaborée lors de la consultation multilatérale sur les déséquilibres mondiaux en 2006–07 reste d'actualité dans son ensemble, mais elle doit être appliquée de manière souple (l'encadré 1.3 de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale* présente en détail les progrès accomplis depuis la consultation). Le rééquilibrage des finances publiques américaines demeure un objectif fondamental à moyen terme, mais les plans de relance budgétaire et d'aide publique aux secteurs immobilier et financier qui ont été adoptés récemment se justifiaient pour atténuer le ralentissement actuel et stabiliser les marchés. Il faut que le renminbi continue de s'apprécier dans le cadre de la stratégie plus globale de la Chine visant à déplacer les sources de la croissance vers la demande interne et à accroître l'efficacité de la politique monétaire. Les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient devront ajuster leurs projets d'accroissement des dépenses à partir

de leurs recettes pétrolières afin de réduire la surchauffe de leur économie, notamment en augmentant leurs dépenses de manière moins ambitieuse et en mettant davantage l'accent sur la réduction des goulets d'étranglement de l'offre. Les pays de la zone euro et le Japon devront, quant à eux, poursuivre les réformes des marchés des produits et du travail pour rehausser leur potentiel de croissance.

Même si cette stratégie est exécutée, les déséquilibres mondiaux des balances courantes resteront probablement élevés pendant une longue période, surtout étant donné les répercussions de la montée des cours du pétrole et les limitations des capacités de plus en plus contraignantes pour les excédents courants des pays exportateurs de pétrole. Il importera de veiller à ce que ces déséquilibres n'altèrent pas la volonté de libéraliser les flux d'échanges commerciaux et de capitaux, source de la croissance mondiale au cours des dernières décennies. Il faudra veiller à ce que ces ressources soient investies d'une manière sûre, sans accroître la vulnérabilité des pays importateurs de capitaux. Récemment, plusieurs pays émergents, notamment en Europe, ont enregistré des déficits courants qui, par rapport au passé, sont particulièrement élevés et prolongés. Comme noté au chapitre 6, cela peut s'expliquer dans une certaine mesure par les possibilités créées par le développement financier, la libéralisation des mouvements de capitaux et l'intégration européenne. Cependant, la crise de la dette qui a secoué l'Amérique latine au début des années 80 après plusieurs années d'entrées massives de capitaux liées au secteur pétrolier rappelle de manière salutaire que ces périodes peuvent prendre fin dans la douleur. Les pays bénéficiaires d'entrées de capitaux doivent donc veiller à ce que ces apports n'entraînent pas une augmentation de leur vulnérabilité ou des asymétries dans les bilans, notamment en renforçant le contrôle du secteur financier et les institutions financières nationales, et en mettant en place des conditions macroéconomiques globales qui sont propices à une croissance durable.

Enfin, il importera de veiller à ce que les déséquilibres élevés des flux d'échanges com-

merciaux n'entraînent pas une augmentation des mesures protectionnistes portant sur les transactions courantes ou les mouvements de capitaux. Sortir de l'impasse dans laquelle se trouve aujourd'hui le cycle de Doha contribuera à renforcer le système commercial multilatéral ouvert. En ce qui concerne les mouvements de capitaux, le rôle croissant des fonds souverains en tant qu'instrument d'investissement constitue un développement important. L'ensemble des principes et pratiques arrêté récemment par les fonds souverains (les principes de Santiago), qui est destiné à orienter leur gouvernance, leur investissement et leur gestion du risque, contribuera à accroître la transparence de ces flux de capitaux et devrait donc atténuer les craintes concernant la gouvernance de ces fonds qui pourraient conduire à des restrictions contre-productives de ces apports (voir encadré 6.1)¹³. Par ailleurs, les nouvelles directives qui sont en train d'être établies à l'OCDE pour les pays bénéficiaires devraient garantir aux fonds souverains qu'ils bénéficient d'un accès équitable, transparent et libre aux marchés.

Appendice 1.1. Évaluation et explication des risques pour les perspectives mondiales

Les principaux auteurs de cet appendice sont Kevin Clinton, Thomas Helbling, Douglas Laxton et Natalia Tamirisa, assistés de Juigang Chen, Ioan Carabenciov et Ondra Kamenik

Comme toutes les prévisions, les projections centrales, ou de référence, des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) sont entachées d'une grande incertitude. On présente ici les méthodes utilisées dans les PEM pour évaluer et expliquer les risques des prévisions, tout en évoquant les travaux en cours pour améliorer l'analyse des risques macroéconomiques.

Il convient d'abord de comprendre comment les services du FMI élaborent les projections

¹³The Generally Agreed Principles and Practices of Sovereign Wealth Funds (à paraître, octobre 2008).

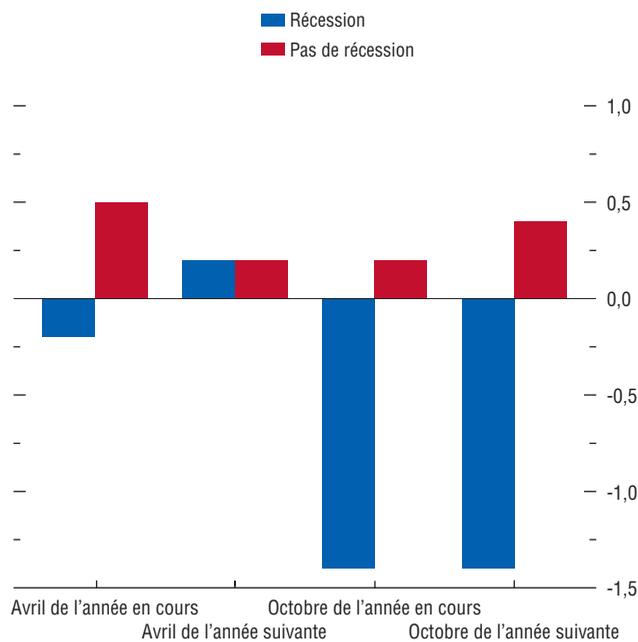
mondiales. La procédure de préparation de la prévision PEM ne repose pas seulement sur un modèle formel. Elle est guidée par le jugement des spécialistes qui établissent les projections nationales, conjugué, selon une méthode interactive en plusieurs étapes basée sur un ensemble cohérent d'hypothèses de base, aux évaluations des équipes qui suivent l'évolution économique et financière mondiale. Cette procédure recourt à un ensemble de modèles macroéconomiques spécifiquement nationaux, régionaux et multinationaux. Elle s'appuie aussi sur des entretiens avec les autorités nationales, dans le cadre de la surveillance bilatérale, ainsi qu'avec des acteurs du marché et des universitaires, lors des missions de surveillance multilatérale.

Le graphique en éventail

Ces dernières années, suite aux recommandations de Timmermann (2006), les services du FMI ont présenté les risques des projections PEM au moyen d'un graphique en éventail (voir, par exemple, le graphique 1.12). Le graphique montre les intervalles de confiance estimés autour de la prévision de référence pour la croissance mondiale, qui s'élargissent au fur et à mesure que l'horizon de la prévision s'éloigne. La méthodologie de construction du graphique en éventail est similaire à celle conçue à l'origine par la Banque d'Angleterre (voir Britton, Fisher, and Whitley, 1998). On suppose que les résultats de la croissance mondiale suivent une distribution «normale en deux morceaux». La prévision centrale est représentée comme le mode, ou résultat le plus probable, et la largeur de l'éventail est déterminée par la distribution des erreurs de prévision passées. L'asymétrie de la distribution, ou la dimension relative des deux morceaux de la distribution normale, représente l'équilibre des risques de la prévision centrale.

La construction du graphique en éventail intègre toute une gamme de jugements empiriques à propos des sources les plus vraisemblables de risque et de la manière dont elles pourraient influencer sur l'évolution macroécono-

Graphique 1.15. Erreurs de prévision médianes pendant les récessions mondiales et à d'autres périodes, 1991–2007¹



Sources : base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) et estimations des services du FMI.

¹On définit les erreurs de prévision comme la différence entre la croissance mondiale effective et la prévision PEM de croissance mondiale. Les erreurs sont calculées pour les prévisions sur l'année en cours et l'année suivante des PEM d'avril et d'octobre, au cours de la période 1991–2007. Une erreur de prévision négative (positive) indique que la valeur effective est inférieure (supérieure) à la prévision, c'est-à-dire que celle-ci a un biais haussier (baissier).

mique. Le graphique des facteurs de risque, qui complète le graphique en éventail, indique les contributions de chacun d'entre eux à l'équilibre global des risques pour la croissance mondiale. On quantifie l'effet des différents facteurs de risque en utilisant l'ensemble des modèles macroéconomiques du FMI et en s'appuyant sur le jugement des services.

En général, les risques évalués ne sont pas symétriques — on les pondère davantage d'un côté que de l'autre. La somme des facteurs de risque donne une mesure de l'équilibre des risques ou de l'asymétrie de la distribution des probabilités autour du mode, définie comme la distance entre la moyenne (le résultat moyen) et le mode (le résultat le plus probable). Lorsque les risques sont symétriques, la moyenne de toutes les possibilités est le résultat le plus probable. Mais lorsqu'il y a déséquilibre des risques, par exemple dans le sens de la baisse, la queue de gauche de la distribution est plus longue, la prévision moyenne est inférieure au mode et l'asymétrie est négative. La médiane (ou point qui partage en deux la distribution des probabilités, avec une probabilité de 50 % de part et d'autre) se trouve entre le mode et la moyenne.

L'asymétrie des distributions reflète l'opinion des services du FMI sur les risques des prévisions. Pour un certain nombre de raisons, les services peuvent estimer que le risque d'écart par rapport à la prévision est plus élevé dans un sens que dans l'autre. D'abord, l'évaluation de l'asymétrie des risques peut résulter d'une reconnaissance de *non-linéarités* dans l'économie mondiale. Ainsi, des contraintes de capacité sur les marchés des biens et du travail limiteraient la marge de dépassement éventuel des prévisions, quand l'économie est proche du plein emploi. Le plancher de zéro pour les taux d'intérêt nominaux, les mécanismes d'accélérateur financier qui amplifient les chocs dans l'ensemble du système et le comportement moutonnier des marchés financiers peuvent tous susciter des effets en retour complexes et asymétriques.

La deuxième raison des asymétries est l'arrivée d'*informations nouvelles* après le «gel» de la prévision. Les prix du pétrole peuvent, par exemple,

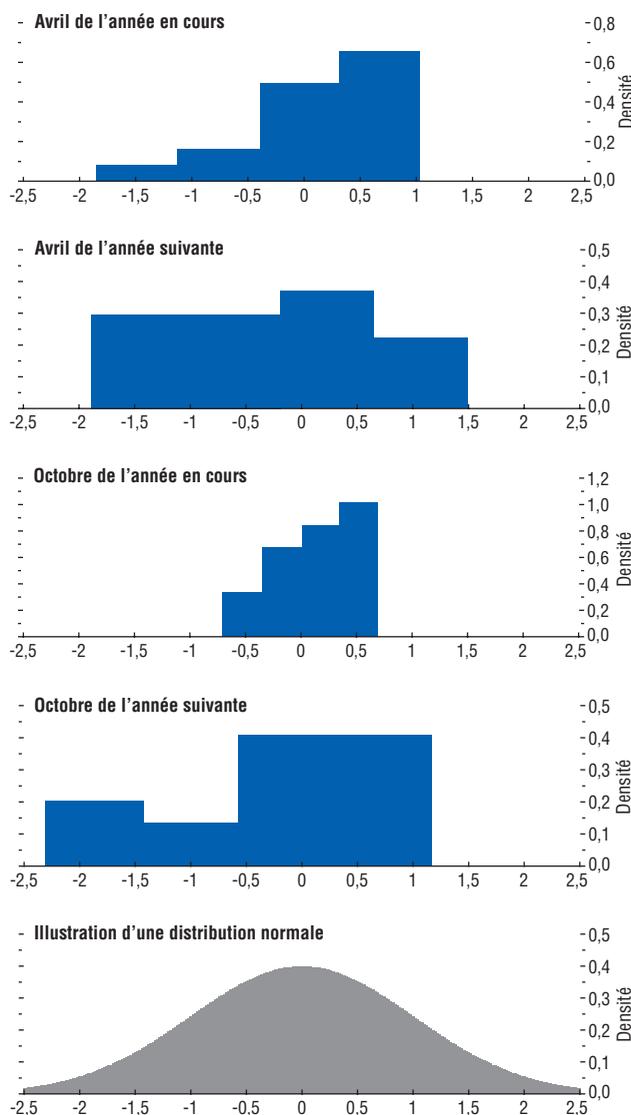
s'écarter sensiblement du cheminement supposé, ou il peut y avoir une évolution rapide de la situation financière, dont l'incidence est difficile à apprécier, mais susceptible d'être significative et asymétrique, comme ce fut le cas l'an dernier.

La troisième raison de l'asymétrie découle d'une possible *incohérence interne des prévisions PEM*. Celles-ci ne sont pas basées sur un modèle macroéconomique cohérent sur le plan interne; elles supposent que les taux d'intérêt et les prix du pétrole correspondent à peu près aux anticipations du marché et que les taux de change réels soient constants, ce qui peut différer de l'appréciation des services du FMI sur les perspectives.

La quatrième raison découle de la possibilité d'un *biais comportemental systématique des prévisions PEM de référence*. Il ressort d'une analyse des erreurs de prévision passées que, de 1991 à 2007, les *Perspectives de l'économie mondiale* ont eu généralement tendance à sous-estimer quelque peu la croissance mondiale, tout en la surestimant notablement dans les années précédant immédiatement les récessions mondiales — définies comme un glissement de la croissance mondiale annuelle (pondérée par les parités de pouvoir d'achat) en deçà de 3 % (graphiques 1.15 et 1.16). C'est peut-être dû à la difficulté bien connue de prévoir les événements extrêmes («tail events» — définis comme des résultats négatifs qui ont une probabilité maximum de se produire de 10 %), tels que les crises financières systémiques ou les atterrissages en catastrophe.

Le graphique en éventail est un moyen utile d'illustrer les risques des prévisions PEM de référence et sa conception heuristique est assez souple pour intégrer toute une série de considérations complexes, mais la méthodologie présente certains inconvénients. Les sources d'incertitude sont quelque peu *ad hoc*, car elles ne sont pas dérivées d'un modèle formel de l'économie, et la distribution de probabilité des différents résultats peut n'être pas normale. De plus, l'écart-type de la distribution utilisé pour construire le graphique en éventail est fixe et ne varie pas avec l'état du monde. Les facteurs de risque qui déterminent l'importance de l'asymé-

Graphique 1.16. Histogramme des erreurs de prévision, 1991–2007¹



Source : calculs des services du FMI.

¹On définit les erreurs de prévision comme la différence entre la croissance mondiale effective et la prévision PEM de croissance mondiale. Les erreurs sont calculées pour les prévisions sur l'année en cours et l'année suivante des PEM d'avril et d'octobre, au cours de la période 1991–2007. Une erreur de prévision négative (positive) indique que la valeur effective est inférieure (supérieure) à la prévision, c'est-à-dire que celle-ci a un biais haussier (baissier).

trie de la distribution sont généralement *ad hoc* et, en réalité, distribués conjointement plutôt qu'indépendants. Ainsi, les risques d'inflation sont supérieurs en présence d'une poussée du prix du pétrole, alors que les risques pour la demande interne dépendent de l'évolution de la situation financière. Comme on l'a mentionné plus haut, un graphique en éventail basé sur une distribution normale en deux morceaux pourrait sous-estimer les risques d'événements extrêmes tels que les récessions mondiales.

L'emploi d'indicateurs précurseurs

L'un des moyens de compléter la technique du graphique en éventail est de mesurer le risque d'une récession mondiale en utilisant une méthode fondée sur les indicateurs précurseurs.

Les indicateurs précurseurs sont des variables qui contribuent à prévoir la probabilité de récessions mondiales quelque trois à neuf mois à l'avance¹⁴. Un indicateur approprié a un point d'inflexion qui précède systématiquement une variation de l'activité mondiale. Bien que l'on utilise depuis longtemps les indicateurs précurseurs pour analyser le cycle conjoncturel (par exemple, Zarnowitz, 1992), il reste étonnamment difficile d'en trouver qui soient fiables¹⁵.

Les analyses des services du FMI laissent penser qu'un indice des variables financières et réelles américaines conjugué aux prix des matières premières cycliques a des propriétés prédictives prometteuses. Les variables financières comprennent la pente de la courbe des rendements (représentée par l'écart entre les taux des titres du Trésor à dix ans et à trois mois) et les rendements des actions (indice S&P 500). Les autres variables sont la production industrielle américaine et l'indice FMI des prix des métaux. En se référant aux données de septembre 2008, cet indicateur signale une probabilité de ré-

cession mondiale dans les trois prochains mois proche de 60 %, au lieu de près de 50 % à la fin de l'année dernière¹⁶. Comme le montre le graphique 1.17, ces deux variables conjuguées ont prévu, de 1980 à 2007, les récessions mondiales passées avec une probabilité supérieure à 50 % sans donner de faux signaux¹⁷.

Il convient aussi d'utiliser cette méthode avec prudence. L'intensité et le moment du signal ont varié selon les récessions, ce qui est conforme à l'expérience générale que l'on a des indicateurs précurseurs (voir, par exemple, Stock and Watson, 1989, 2003). En outre, la méthode des indicateurs précurseurs est essentiellement statistique et ne permet pas d'en savoir beaucoup sur les mécanismes qui génèrent des résultats négatifs ou sur leur évolution éventuelle au fil du temps. C'est pourquoi l'emploi de cette méthode au niveau mondial, bien que simple et intuitive, n'est pas une panacée quand il s'agit d'évaluer les risques pour la croissance mondiale.

L'analyse par scénario

Un autre moyen de procéder consiste à compléter l'évaluation des risques fondée sur le jugement, exprimée par les graphiques en éventail, par des analyses qui s'appuient sur un modèle pleinement articulé pour évaluer l'incidence de chocs sur des variables essentielles. Ainsi, le graphique 1.15 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2008 illustre l'effet d'un choc en profondeur sur le secteur financier, tandis que l'encadré 1.1 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2007 montrait les effets de chocs sur les prix du pétrole résultant, respectivement, de facteurs de demande et d'offre. Les simulations des modèles sont particulièrement utiles pour trouver les interactions dynamiques complexes qui se produisent quand un choc détourne l'économie de son cheminement antérieurement anticipé.

¹⁴La datation du cycle de l'activité mondiale est basée sur une série mensuelle de la production industrielle mondiale.

¹⁵Une autre difficulté est le manque de séries temporelles assez longues pour beaucoup d'indicateurs pertinents de haute fréquence.

¹⁶À titre de comparaison, le graphique en éventail indique maintenant que le risque d'une récession mondiale est proche de 20 %.

¹⁷Un faux signal serait une prévision de récession mondiale avec plus de 50 % de probabilité à un moment où l'économie mondiale serait en expansion.

Mais les scénarios simulés ne constituent pas en eux-mêmes un guide de la distribution des risques. Il faut pour cela inclure dans le modèle un cadre probabiliste contenant des estimations des distributions de chocs pertinents.

Les intervalles de confiance basés sur des modèles macroéconomiques

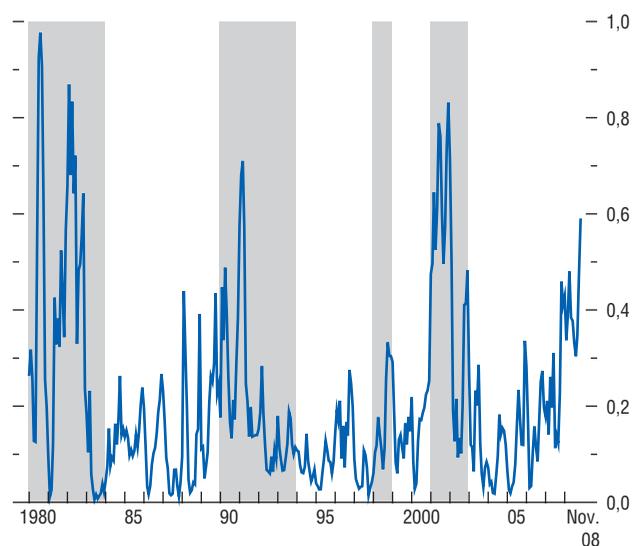
Le FMI élabore actuellement un modèle multinational estimé capable de produire des prévisions de référence et des graphiques en éventail, qui énonce clairement toutes les hypothèses numériques — y compris la distribution des chocs¹⁸. Ce nouveau modèle de projection mondial (GPM) s'appuie sur les progrès significatifs réalisés dans diverses banques centrales pour estimer un système complet d'équations qui lie les chocs de demande et d'offre sur différents marchés à des variables macroéconomiques¹⁹. Si un modèle de ce type n'est pas en mesure de produire des prévisions avec le même degré de précision par pays que celles des PEM, il a l'avantage d'établir un rapport plus cohérent et clair entre les hypothèses et les résultats. On peut aussi s'en servir pour obtenir des prévisions conditionnelles qui indiquent l'effet de chocs sur une ou plusieurs variables.

Presque tout ce travail de recherche a été jusqu'à présent basé sur des distributions de chocs symétriques et sur des modèles linéaires, qui donneront des intervalles de confiance symétriques; mais les services du FMI travaillent

¹⁸On trouvera dans Carabenciov *et al.* (à paraître) une description d'une version préliminaire à trois régions du GPM, qui comprend des modèles pour les États-Unis, la zone euro et le Japon. Dans un premier temps, on se servira du GPM pour appliquer des scénarios et vérifier la macrocohérence des prévisions de référence des économistes spécialisés par pays du FMI, de la même façon que le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale utilise des modèles macroéconomiques pour vérifier la cohérence de ses prévisions.

¹⁹Cela a été rendu possible par la mise au point de procédures d'estimation bayésienne conviviales, qui sont maintenant largement utilisées par les institutions de politique économique et les universitaires pour estimer des modèles macroéconomiques — voir Laxton, Rose, and Scott (à paraître).

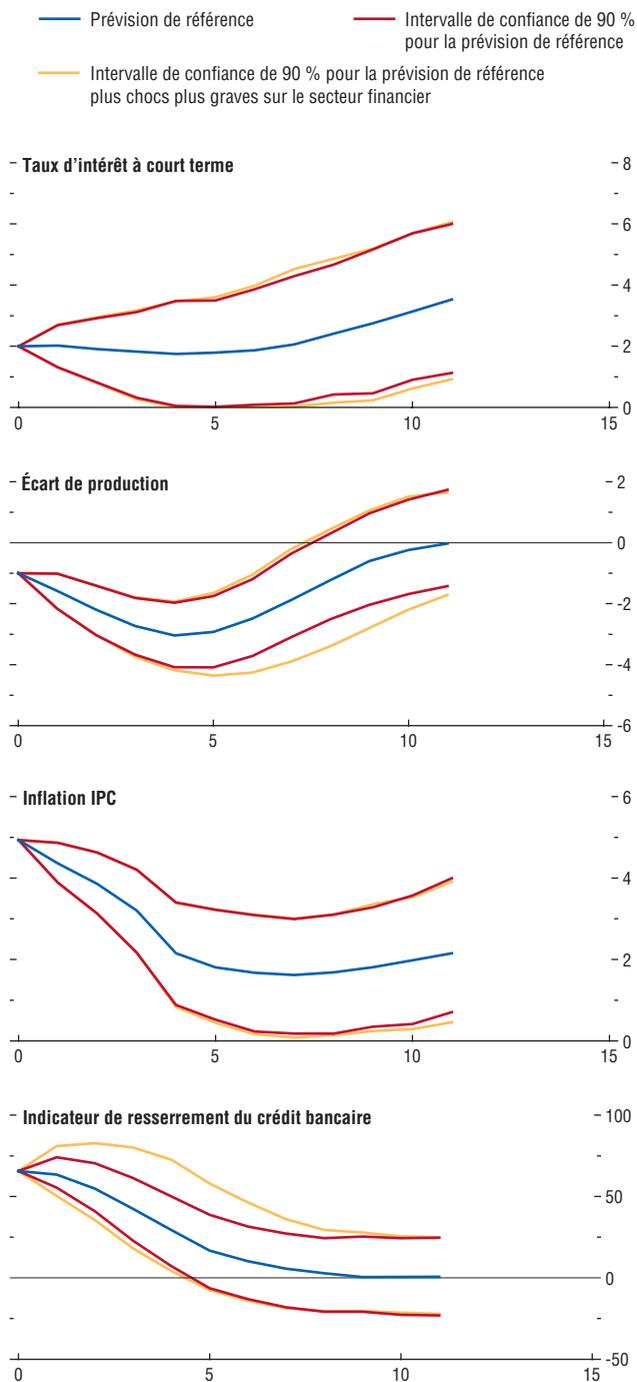
Graphique 1.17. Probabilité de récessions mondiales¹



Source : estimations des services du FMI.

¹Les zones ombrées correspondent aux périodes de récession mondiale.

Graphique 1.18. Intervalles de confiance de 90 % basés sur le GPM¹



Source : calculs des services du FMI.
¹GPM : modèle de projection mondial.

à l'introduction de trois sources d'asymétrie : 1) le plancher de taux d'intérêt nul; 2) un processus non linéaire production-inflation, dans lequel les chocs positifs sur la demande globale ont des effets inflationnistes plus forts si l'économie est déjà en surchauffe que s'il existe des capacités inemployées significatives; 3) un effet de resserrement du crédit sur l'économie réelle, de sorte qu'un assouplissement des conditions financières puisse ne pas beaucoup augmenter les prêts au-delà d'un certain seuil (une fois qu'il y a assez de garanties pour rassurer les prêteurs, une hausse supplémentaire de la valeur des garanties ne change peut-être pas beaucoup leur comportement).

Le graphique 1.18 présente certains intervalles de confiance qui illustrent cette version élargie du GPM²⁰. À l'intérieur des éventails, les lignes centrales représentent les solutions de référence du modèle pour le cheminement anticipé de l'économie. À la différence des prévisions conventionnelles, c'est une prévision inconditionnelle qui suppose que tous les chocs soient fixés à zéro, sans aucun apport du jugement, lequel se révèle souvent très utile à l'élaboration de prévisions à court terme²¹. Les extrémités des éventails représentent des intervalles de confiance de 90 %, qui sont dérivés des distributions historiques estimées des chocs. Les intervalles de confiance plus larges du quatrième panel résultent de l'intégration au GPM de l'hypothèse selon laquelle les chocs sur le crédit deviennent plus forts quand les conditions de crédit sont exceptionnellement restrictives. L'élargissement des intervalles laisse penser que, tant pour l'écart de production, pour l'inflation que pour les taux d'intérêt à court terme, il existerait une incertitude grandissante de nature baissière.

²⁰On trouvera dans Chen, Kamenik, and Laxton (à paraître) une description du modèle et de la méthodologie employés pour construire les graphiques en éventail du GPM.

²¹Les projections des institutions de politique économique faites à partir de modèles s'appuient en général énormément sur le jugement pour les deux premiers trimestres de la prévision. Ce jugement repose sur des informations beaucoup plus nombreuses que ce qui peut être résumé par les prévisions pures d'un modèle macroéconomique — voir Laxton, Rose, and Scott (à paraître).

Bibliographie

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008, “Financial Intermediary Leverage and Value at Risk,” Staff Report No. 338 (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- Ahearne, Alan G., John Ammer, Brian M. Doyle, Linda S. Kole, and Robert F. Martin, 2005, “House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study,” International Finance Discussion Paper No. 841 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).
- Banque des règlements internationaux (BRI), 2008, *78^e Rapport annuel* (Bâle).
- Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth*, second edition (New York: McGraw Hill).
- Benito, Andrew, 2007, “Housing Equity as a Buffer: Evidence from UK Households,” Working Paper No. 324 (London: Bank of England).
- Bernanke, Ben S., 2008, “Reducing Systemic Risk,” speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s Annual Economic Symposium on “Maintaining Stability in a Changing Financial System,” Jackson Hole, Wyoming, August 21–23.
- Blanchard, Olivier, and Jordi Galí, 2007, “The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?” NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Britton, E., P.G. Fisher, and J.D. Whitley, 1998, “The *Inflation Report* Projections: Understanding the Fan Chart,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 38 (February), p. 30–37.
- Buiter, Willem H., 2008, “Lessons from the North Atlantic Financial Crisis,” paper prepared for the Columbia Business School and Federal Reserve Bank of New York conference, “The Role of Money Markets,” New York, May 29–30.
- Calomiris, Charles, Stanley D. Longhofer, and William Miles, 2008, “The Foreclosure-House Price Nexus: Lessons from the 2007–2008 Housing Turmoil,” NBER Working Paper No. 14294 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korsunmov, and D. Laxton, à paraître, “A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Cardarelli, Roberto, Tommaso Monacelli, Alessandro Rebucci, and Luca Sala, à paraître, “Housing Finance, Housing Shocks, and the Business Cycle: Evidence from OECD Countries,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Chen, H., K. Clinton, Ondrej Kamenik, and Douglas Laxton, à paraître, “Constructing Forecast Confidence Bands with GPM,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, à paraître, “What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Dell’Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, and Luc Laeven, 2008, “Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market,” IMF Working Paper 08/106 (Washington: International Monetary Fund).
- Deutsche Bank, 2008, “Housing Correction: U.S. Ahead of Europe,” *Global Economic Perspectives*.
- Estevão, Marcello, and Natalia Barrera, à paraître, “House Prices and Regional Cycles in the United States,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund). (A summary of this work is available as Chapter V in *United States: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/256 (Washington: International Monetary Fund). Disponible à www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08256.pdf).
- Estevão, Marcello, and Prakash Loungani, à paraître, “Housing Markets and Labor Market Dynamics,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Fonds monétaire international (FMI), 2008a, “Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses” (Washington, June and September). Disponible à www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf et www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf.
- , 2008b, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macrofinancial Implications and Policy* (Washington, October).
- Hilbers, Paul, Alexander W. Hoffmaister, Angana Banerji, and Haiyan Shi, 2008, “House Price Developments in Europe: A Comparison,” IMF Working Paper 08/211 (Washington: International Monetary Fund).
- Hodrick, Robert J., and Edward C. Prescott, 1997, “Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29 (February), p. 1–16.
- Klyuev, Vladimir, 2008, “What Goes Up Must Come Down? House Price Dynamics in the United States,” IMF Working Paper 08/187 (Washington: International Monetary Fund).

- Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).
- Laxton, Douglas, D. Rose, and Alasdair Scott, à paraître, "Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Muellbauer, John, 2008, "Housing, Credit and Consumer Expenditure," CEPR Discussion Paper No. 6782 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), 2005, «Le rôle des fondamentaux dans l'évolution récente des prix des logements», *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 78 (décembre).
- , 2008, *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 83 (juin).
- Poterba, James, 1984, "Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 99 (November), p. 729–52.
- Stock, James, and Mark Watson, 1989, "New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators," in *NBER Macroeconomic Annual: 1989* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), p. 351–94.
- , 2003, "How Did Leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession?" *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 89 (Summer), p. 71–90.
- Timmermann, Allan, 2006, "An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts," IMF Working Paper 06/59 (Washington: International Monetary Fund).
- Tsatsaronis, Kostas, and Haibin Zhu, 2004, "What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence," *BIS Quarterly Review* (March), p. 65–78.
- Vamvakidis, Athansios, 2008, "Convergence in Emerging Europe: Sustainability and Vulnerabilities," IMF Working Paper 08/81 (Washington: International Monetary Fund).
- Warnock, Veronica Cacadac, and Francis E. Warnock, 2007, "Markets and Housing Finance," NBER Working Paper No. 13081 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Zarnowitz, Victor, 1992, *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting* (Chicago: University of Chicago Press).

Le présent chapitre analyse, dans le cadre du panorama économique mondial esquissé au chapitre 1, les réponses que les principaux pays et groupements régionaux ont apportées aux intenses pressions financières actuelles, au renchérissement des produits de base et au fléchissement de l'activité dans le monde. Il en tire ensuite les leçons, en s'appliquant à trouver un juste équilibre entre trois lignes d'action : répondre à la détérioration des perspectives de croissance à court terme, endiguer l'inflation et stimuler le potentiel de croissance à long terme¹.

Fléchissement de l'activité aux États-Unis et au Canada : éléments d'un pronostic

Les États-Unis sont au cœur de la tourmente financière qui s'intensifie dans l'économie mondiale (voir chapitre 1), et l'activité enregistre maintenant un très net ralentissement. Selon les dernières données disponibles, le PIB a augmenté de 2,8 % (en rythme annuel) au second trimestre, car l'essor des exportations nettes et les remboursements d'impôts ont dopé les dépenses de consommation et plus que compensé le ralentissement provoqué par les turbulences financières, la poursuite du processus de correction du marché immobilier et le renchérissement des produits de base. Si l'on s'en tient aux trois trimestres les plus récents, toutefois, le rythme de la croissance n'a été en moyenne que de 1¼ %, donc nettement inférieur au potentiel. Chose plus importante, les données disponibles pour le troisième trimestre laissent entrevoir une poursuite du ralentissement et les indicateurs avancés — confiance des consommateurs et des entreprises, multiplication des signes d'un impact négatif des perturbations récentes des mar-

chés financiers sur le crédit — font penser que l'économie va probablement se contracter au quatrième trimestre et au début de 2009.

Depuis l'été 2007, le recul de l'investissement résidentiel a été le principal frein à la production (soustrayant environ ¾ de point de croissance), les stocks ont été comprimés et la consommation a ralenti. En revanche, deux foyers de résistance sont apparus. Premièrement, les exportations nettes ont confirmé leur dynamisme — ajoutant 1½ point de croissance durant la période —, même si l'envolée des prix pétroliers a maintenu le déficit extérieur courant autour de 5 % du PIB. Deuxièmement, malgré le ralentissement de l'activité et le resserrement des conditions de crédit, les entreprises américaines sont restées solides, tirant parti d'un endettement relativement faible, de profits élevés et d'une demande d'exportations soutenue, ce qui explique pourquoi les coupes opérées dans les dépenses et les effectifs ont été modérées jusqu'à une période récente.

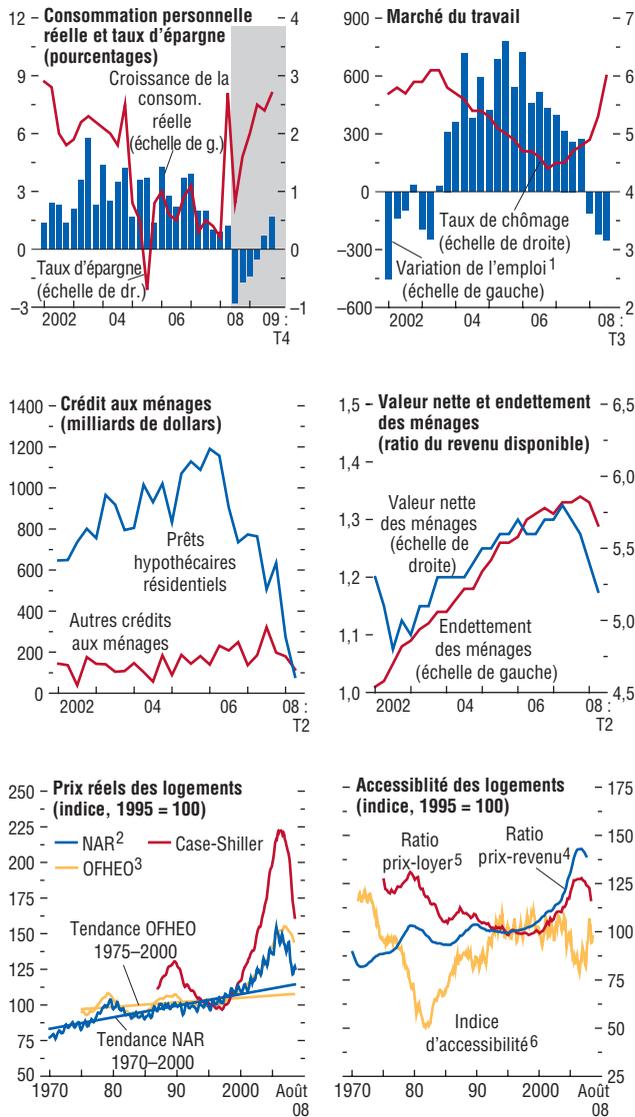
La récession apparaissant désormais de plus en plus probable, trois questions se posent : quelle sera l'ampleur du fléchissement de l'activité, quand aura lieu la reprise et quelle sera sa vigueur? À court terme, les facteurs clés seront l'efficacité des initiatives prises récemment par l'administration américaine pour stabiliser les conditions sur le marché financier, le comportement des ménages face à la montée des difficultés, la profondeur du cycle immobilier et la mesure dans laquelle les préoccupations liées à l'inflation vont peser sur la politique monétaire.

Confrontées à une crise financière qui gagne rapidement du terrain et devient de plus en plus dangereuse, les autorités ont pris des initiatives pour répondre aux menaces immédiates sur la stabilité du système et fait voter une initiative majeure de rachat des actifs illiquides des banques. Cela dit, l'organisation concrète de ces mesures sera longue. Une fois

¹L'analyse des évolutions régionales et nationales est approfondie dans les *Rapports sur les perspectives économiques régionales* du FMI.

Graphique 2.1. États-Unis : les ménages sous pression

Aux États-Unis, la pression s'accroît sur les ménages. Jusqu'à présent, ces derniers ont continué d'augmenter modérément leurs dépenses, mais différents freins — baisse de l'emploi, resserrement du crédit, érosion des patrimoines nets, renchérissement des carburants et des produits alimentaires — pèsent sur la poursuite de la croissance. Cependant, les logements deviennent plus accessibles économiquement et certains signes montrent que leur valorisation se rapproche des tendances historiques.



Sources : Davis, Lehnert, and Martin (2007); Haver Analytics; estimations des services du FMI.
 1) Variations trimestrielles de la masse salariale totale non agricole, en milliers.
 2) National Association of Realtors; moyenne mobile sur trois mois des variations en pourcentage sur 12 mois.
 3) Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).
 4) Ratio indice OFHEO des prix des logements-revenu personnel disponible par habitant.
 5) Inverse du ratio loyer-prix pour un stock agrégé de logements occupés par leur propriétaire.
 6) Indice égal à 100; le revenu familial médian permet d'obtenir un prêt hypothécaire de 80 % sur un logement individuel existant à prix médian, réindexé à 1995 = 100.

qu'elles seront toutes en place, elles devraient aider à stabiliser les conditions sur les marchés mais, même dans ce cas, le redressement des bilans sera un processus long et ardu. Il faudra beaucoup de temps avant que les pertes subies soient totalement reconnues, que les banques soient recapitalisées, que leur levier d'endettement soit réduit et qu'elles retrouvent la confiance du marché. Le resserrement des conditions d'intermédiation bancaire a désormais un impact très perceptible sur l'octroi de nouveaux prêts, et l'offre de crédits restera probablement restreinte jusqu'à la fin de 2009. L'impact sera vraisemblablement plus fort pour les ménages — dont les bilans se sont détériorés — mais, compte tenu des bouleversements actuels des marchés financiers, les entreprises ne seront sans doute pas épargnées, en dépit de bilans plus solides et de marges bénéficiaires toujours confortables.

Si la hausse de la consommation s'est poursuivie au cours des trimestres récents aux États-Unis, les ménages n'en rencontrent pas moins des problèmes de trésorerie et de bilan de plus en plus aigus. La progression des revenus a ralenti car l'emploi a diminué depuis janvier, la durée de travail hebdomadaire s'est réduite, le chômage a augmenté d'un point, les salaires ont stagné et les prix de l'essence sont restés élevés (graphique 2.1). La baisse des prix des logements et le repli des marchés d'actions ont contribué à la chute de 10 % du patrimoine net des ménages par rapport au PIB. En outre, l'accès au crédit a été très nettement resserré, pour les prêts hypothécaires surtout mais aussi pour d'autres sources de crédit à la consommation.

L'un des éléments clés du scénario de référence est que la consommation va montrer maintenant des signes plus manifestes de faiblesse. Selon les projections, elle diminuera au second semestre de 2008, à mesure que l'effet de stimulation des remboursements d'impôts cessera de se faire sentir, et au début de 2009. Elle devrait enregistrer une reprise progressive durant le reste de l'année, freinée par la persistance des difficultés de trésorerie et la nécessité de reconstruire l'épargne.

Les difficultés des ménages tiennent en partie au marasme persistant du marché immobilier. La chute des prix des logements — estimée entre 5 et 17 % par rapport à l'an passé, selon l'indice retenu — est sans précédent depuis la crise des années 30. Pour plus de 10 millions de ménages, elle signifie que le montant dû au titre de leur emprunt hypothécaire dépasse désormais la valeur de leur logement sur le marché. L'activité du secteur est elle aussi en chute libre — les mises en chantier de logements ont diminué de 60 % par rapport aux sommets qu'elles avaient atteints. Cette correction s'imposait après une période d'excès, et l'on observe aujourd'hui de timides signes de stabilisation, en particulier au niveau des ventes de logements neufs, même si près d'un tiers des ventes s'inscrivent désormais dans une procédure de forclusion, ce qui serait un indicateur de faiblesse plutôt que de force.

Selon les projections du scénario de référence, le cycle de l'immobilier atteindra finalement son plancher après quatre ans de correction en 2009. Les prix des logements devraient encore baisser de 10 % d'ici à la fin de l'année, comme l'anticipe le marché (même si ces marchés à terme sont très étroits), ce qui les alignera davantage sur les paramètres économiques fondamentaux. Par ailleurs, le ratio investissement résidentiel/PIB se situe à peu près à son niveau le plus bas depuis 40 ans, et la chute des mises en chantier réduit le stock de nouveaux logements invendus. La législation adoptée récemment devrait aussi aider à refinancer les prêts hypothécaires «sinistrés» — grâce à l'octroi de garanties fédérales — et donner l'assurance que Fannie Mae et Freddie Mac (deux institutions financières spécialisées d'intérêt public qui sont derrière 80 % des nouveaux prêts hypothécaires octroyés au cours des trimestres récents) continueront de financer le logement.

Sur le front de l'inflation, les prix toujours élevés de l'énergie ont porté l'inflation globale des dépenses de consommation des particuliers (DCP) à 4,6 % (sur 12 mois) en août 2008, tandis que l'inflation sous-jacente des DCP atteignait 2,6 %. Étant donné le repli récent des prix mondiaux du pétrole, les chiffres d'inflation globale

devraient sans doute commencer à diminuer, et le creusement de l'écart de production, la modération des hausses de salaires et le redressement de la productivité devraient aider à contenir l'inflation sous-jacente.

Une fois assemblées, les pièces du puzzle permettent de projeter que l'activité diminuera au dernier trimestre de 2008 et au premier trimestre de 2009, avant qu'une reprise progressive ne se dessine. En glissement annuel, la croissance se modère pour passer de 2,0 % en 2007 à 1,6 % en 2008 puis 0,1 % en 2009 (tableau 2.1). L'économie ne retrouve sa croissance potentielle qu'en 2010. Cela dit, les risques entourant ces prévisions penchent dans le sens d'une possible révision à la baisse de ces dernières. On peut craindre en effet qu'un resserrement du crédit bride encore plus sévèrement l'activité, que le processus de correction du marché immobilier se prolonge jusqu'à 2010 et que les pressions inflationnistes se révèlent plus persistantes et limitent la marge de manœuvre de la Réserve fédérale. En revanche, les résultats pourraient être meilleurs que prévu si, malgré les difficultés financières, les entreprises américaines sont en mesure de maintenir leur profil de dépenses mieux que prévu, car cela apporterait un soutien plus fort qu'escompté aux revenus des ménages.

Les autorités ayant pour tâche immédiate de stabiliser les conditions financières, elles doivent s'assurer que la politique macroéconomique est conçue de manière à apporter un soutien adéquat, y compris en s'efforçant de contenir les effets pernicioseux qui pourraient se déclencher, en boucle, entre le secteur financier et le secteur réel. La politique monétaire, très accommodante à l'heure actuelle, pourrait encore être assouplie si le fléchissement de l'activité semble devoir s'aggraver — même si son efficacité risque d'être limitée en cas de persistance des difficultés financières — et la Réserve fédérale ne relâchera pas sa vigilance sur le front de l'inflation. À terme, la politique conduite devra prendre un tour plus neutre à mesure que la reprise économique se dessinera et que les conditions financières s'amélioreront. Sur le front budgétaire, le plan de relance a apporté un soutien opportun, mais le

Tableau 2.1 Pays avancés : PIB réel, prix à la consommation et chômage*(Variations annuelles en pourcentage; chômage en pourcentage de la population active)*

	PIB réel				Prix à la consommation				Taux de chômage			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Pays avancés	3,0	2,6	1,5	0,5	2,4	2,2	3,6	2,0	5,7	5,4	5,7	6,5
États-Unis	2,8	2,0	1,6	0,1	3,2	2,9	4,2	1,8	4,6	4,6	5,6	6,9
Zone euro ¹	2,8	2,6	1,3	0,2	2,2	2,1	3,5	1,9	8,7	7,4	7,6	8,3
Allemagne	3,0	2,5	1,8	—	1,8	2,3	2,9	1,4	9,8	8,4	7,4	8,0
France	2,2	2,2	0,8	0,2	1,9	1,6	3,4	1,6	9,2	8,3	7,7	8,3
Italie	1,8	1,5	-0,1	-0,2	2,2	2,0	3,4	1,9	6,8	6,2	6,7	6,6
Espagne	3,9	3,7	1,4	-0,2	3,6	2,8	4,5	2,6	8,5	8,3	11,2	14,7
Pays-Bas	3,4	3,5	2,3	1,0	1,7	1,6	2,9	2,6	3,9	3,2	2,8	2,9
Belgique	2,9	2,8	1,4	0,2	2,3	1,8	4,6	2,8	8,3	7,5	7,1	8,6
Autriche	3,4	3,1	2,0	0,8	1,7	2,2	3,5	2,3	4,8	4,4	4,2	4,4
Finlande	4,9	4,5	2,5	1,6	1,3	1,6	3,9	2,5	7,7	6,8	6,2	6,2
Grèce	4,2	4,0	3,2	2,0	3,3	3,0	4,4	3,1	8,9	8,3	7,7	8,3
Portugal	1,4	1,9	0,6	0,1	3,0	2,4	3,2	2,0	7,7	8,0	7,6	7,8
Irlande	5,7	6,0	-1,8	-0,6	2,7	2,9	3,5	2,4	4,4	4,5	5,7	7,0
Luxembourg	6,1	4,5	2,3	1,8	2,7	2,3	3,7	1,8	4,4	4,4	4,4	4,8
Slovénie	5,7	6,1	4,3	3,7	2,5	3,6	5,9	3,3	5,9	4,8	4,8	5,0
Chypre	4,0	4,4	3,4	2,8	2,2	2,2	4,6	3,5	4,6	3,9	3,9	3,9
Malte	3,1	3,7	2,8	2,3	2,6	0,7	3,7	2,2	7,3	6,4	6,5	7,0
Japon	2,4	2,1	0,7	0,5	0,3	—	1,6	0,9	4,1	3,8	4,1	4,5
Royaume-Uni ¹	2,8	3,0	1,0	-0,1	2,3	2,3	3,8	2,9	5,4	5,4	5,4	6,0
Canada	3,1	2,7	0,7	1,2	2,0	2,1	2,5	2,1	6,3	6,0	6,2	6,3
Corée	5,1	5,0	4,1	3,5	2,2	2,5	4,8	4,0	3,5	3,3	3,1	3,0
Australie	2,7	4,2	2,5	2,2	3,5	2,3	4,6	3,6	4,8	4,4	4,3	4,8
Taiwan, province chinoise de	4,9	5,7	3,8	2,5	0,6	1,8	4,2	2,5	3,9	3,9	3,9	4,1
Suède	4,1	2,7	1,2	1,4	1,5	1,7	3,4	2,8	7,0	6,1	6,6	7,1
Suisse	3,4	3,3	1,7	0,7	1,0	0,7	2,6	1,5	3,0	2,5	2,6	2,8
Hong Kong (RAS)	7,0	6,4	4,1	3,5	2,0	2,0	4,8	4,3	4,8	4,1	3,5	3,6
Danemark	3,9	1,7	1,0	0,5	1,9	1,7	3,4	2,8	3,9	2,8	1,8	2,6
Norvège	2,5	3,7	2,5	1,2	2,3	0,8	3,2	2,7	3,4	2,5	2,5	3,0
Israël	5,2	5,4	4,3	2,8	2,1	0,5	4,8	3,3	8,4	7,3	6,0	6,2
Singapour	8,2	7,7	3,6	3,5	1,0	2,1	6,5	3,3	2,7	2,1	2,1	2,2
Nouvelle-Zélande ²	1,9	3,2	0,7	1,5	3,4	2,4	4,2	3,8	3,8	3,6	4,0	4,3
Islande	4,4	4,9	0,3	-3,1	6,8	5,0	12,1	11,2	1,3	1,0	2,2	3,9
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	2,7	2,2	1,2	0,1	2,4	2,2	3,5	1,7	5,8	5,5	5,8	6,6
Nouvelles économies industrielles d'Asie	5,6	5,6	4,0	3,2	1,6	2,2	4,8	3,5	3,7	3,4	3,3	3,3

¹Sur la base de l'indice harmonisé des prix à la consommation d'Eurostat.²Les prix à la consommation excluent les taux d'intérêt.

déficit se creuse rapidement et, selon les projections, il devrait atteindre 4½ % en 2009 (niveau record pour les pays du G-7), sans prendre en compte l'impact — qui pourrait être important — des mesures prises récemment pour stabiliser les secteurs financier et immobilier. La nécessité de rééquilibrer les finances publiques face aux pressions de dépenses à moyen terme et aux défis à long terme de l'évolution démographique et du renchérissement des soins de santé montre qu'il faudra prévoir ailleurs des mesures d'ajustement une fois que la situation sera stabilisée, afin

de compenser le coût des mesures de soutien au système financier.

Au Canada, l'activité économique a nettement ralenti depuis le milieu de 2007 et, selon les projections, la croissance devrait tomber à 2,7 % en 2007 à 0,7 % en 2008, avant de se reprendre pour s'établir à 1,2 % en 2009. Bien que les secteurs à forte intensité de ressources aient bénéficié du niveau élevé des prix des produits de base, les effets retardés de l'appréciation réelle antérieure du dollar canadien, conjugués au ralentissement observé aux États-Unis, ont

duement touché le secteur manufacturier. La Banque du Canada a abaissé ses taux d'intérêt de 150 points de base entre décembre 2007 et avril 2008, et ne les a pas modifiés depuis. En dépit d'une accélération récente qui l'a portée à 3½ %, l'inflation est restée en général solidement ancrée, ce qui est dû en partie à l'appréciation de la monnaie. D'une manière générale, les banques ont bien résisté aux tensions financières, aidées en cela par une réglementation prudente et une faible exposition sur les produits structurés, mais le risque demeure compte tenu de l'importance des liens économiques et financiers avec les États-Unis.

L'Europe occidentale aux prises avec des chocs multiples

L'Europe occidentale est aux prises avec des chocs majeurs qui minent l'activité économique, et en particulier avec de formidables tensions financières. La croissance du PIB réel est au point mort dans la zone euro après le rebond observé au premier trimestre. L'expansion était déjà nettement plus faible en dehors de la zone au premier trimestre, notamment au Royaume-Uni et dans la plupart des pays nordiques, mais les indicateurs de conjoncture laissent désormais prévoir que de nombreux pays se rapprochent de la récession ou y sont entrés. Parallèlement, les prix élevés du pétrole et des denrées alimentaires maintiennent l'inflation à de hauts niveaux.

L'expansion économique est freinée par une série de facteurs — la hausse des prix pétroliers surtout, dans un premier temps, puis de plus en plus le resserrement des conditions financières². Par rapport à 2007, les prix pétroliers ont augmenté d'environ 40 % en euros et cette hausse, conjuguée à l'envolée des prix des produits alimentaires, a comprimé la croissance déjà maussade de la consommation. Toutes choses

²Voir aussi le rapport du FMI sur les *Perspectives économiques régionales de l'Europe* (à paraître), où les conséquences pour l'Europe des chocs de prix des produits de base et des turbulences financières en cours sont analysées plus en détail.

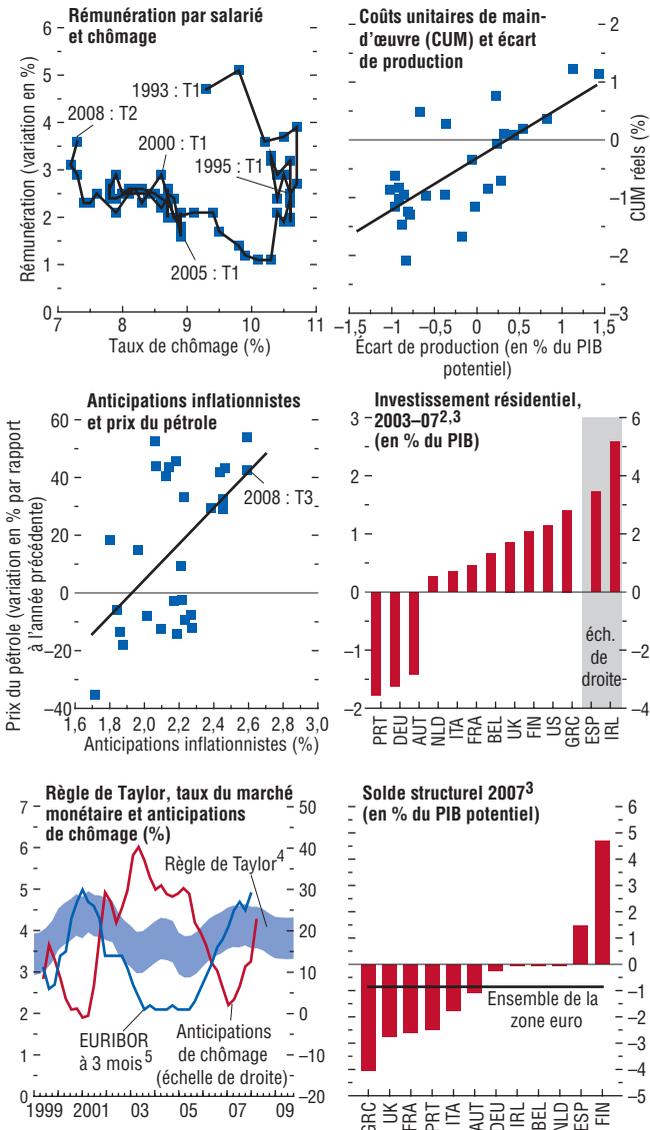
égales par ailleurs, et si l'on s'en tient aux leçons de l'expérience, ces chocs devraient entraîner des pertes de production de l'ordre de ⅓ % du PIB pour la zone euro — et un peu plus faibles pour les pays producteurs de pétrole tels que le Royaume-Uni et la Norvège. Bien que les prix pétroliers aient été multipliés par sept entre 1999 et 2008, la réponse des salaires est restée en général modérée, contrairement à la situation observée dans les années 70, ce qui s'explique par les réformes structurelles et l'amélioration des cadres de politique économique. Conjugués au ralentissement de plus en plus marqué de l'activité et à la montée des craintes de chômage, ces facteurs devraient aider à contenir les salaires l'année prochaine (graphique 2.2). C'est pourquoi, alors que l'inflation globale était récemment de l'ordre de 3 à 4 % dans de nombreux pays, l'inflation sous-jacente (qui exclut les produits alimentaires et l'énergie) a été le plus souvent inférieure à 2 % dans la zone euro et au Royaume-Uni³. Les anticipations d'inflation sont restées en général bien ancrées, quoique de façon un peu moins solide au Royaume-Uni que dans la zone euro.

Alors que le renchérissement du pétrole et des denrées alimentaires érode les revenus disponibles réels, les conditions financières se resserrent rapidement. Les banques européennes subissent la confluence de plusieurs chocs. Elles ont essuyé des pertes sur leurs avoirs liés aux prêts hypothécaires aux États-Unis et doivent faire face par ailleurs à une détérioration de la qualité globale de leur crédit depuis 2007. Centrées initialement sur la liquidité, les préoccupations gagnent désormais aussi la solvabilité. La confiance dans le secteur est ébranlée et les banques qui ont un fort levier financier s'évertuent à maintenir leur financement à un moment où les créanciers

³La hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC) des produits alimentaires dans la zone euro est passée d'environ 2 % au milieu de 2007 à 6,2 % en août 2008, contribuant pour 0,8 point à l'inflation globale de 3,8 % mesurée par l'IPC en août. La contribution de l'énergie a été de 1,1 point. La hausse des prix des denrées alimentaires ayant surtout pour effet de redistribuer les revenus au sein de l'Europe occidentale, son impact direct sur la croissance économique est beaucoup plus faible que celui de la hausse des prix pétroliers (voir chapitre 3).

Graphique 2.2. Europe occidentale : ralentissement de la demande et forte inflation¹

Bien que l'inflation globale soit élevée, l'évolution des salaires reste en général modérée et le ralentissement de l'activité, conjugué à la montée de la crainte du chômage, devrait freiner les revendications salariales. Les conditions monétaires sont tendues (en regard aux tendances récentes) dans la zone euro, dont les membres ont peu de latitude pour une relance budgétaire discrétionnaire, à moins de dépasser le plafond de 3 % du PIB imposé aux déficits publics par le traité de Maastricht.



Sources : Banque centrale européenne; Commission européenne; Eurostat; Haver Analytics; Thomson Datastream; estimations des services du FMI.

¹Les données portent sur la zone euro, sauf indication contraire.

²Écart par rapport à la moyenne sur 1993-2002.

³AUT : Autriche; BEL : Belgique; FIN : Finlande; FRA : France; DEU : Allemagne; GRC : Grèce; IRL : Irlande; ITA : Italie; NLD : Pays-Bas; PRT : Portugal; ESP : Espagne; UK : Royaume-Uni; US : États-Unis.

⁴La formule donne une pondération équivalente (0,5) à l'écart du point mort d'inflation vis-à-vis de la cible de l'inflation et à l'écart de production; la bande inférieure repose sur un taux naturel de 3,5 %, la bande supérieure sur un taux naturel de 4,5 %.

⁵Taux interbancaire offert de la zone euro.

se préoccupent de plus en plus des risques de bilan. Les ratios fonds propres/actifs devront être rehaussés, ce qui sera fait en grande partie en coupant dans les prêts car les cours des valeurs bancaires ont chuté. Le processus de désendettement, y compris dans certains cas par la sortie du marché, sera vraisemblablement long et difficile, et les banques ont déjà resserré leurs normes de prêt bien au-delà des niveaux en vigueur avant les turbulences.

Les ménages et les sociétés actives dans l'immobilier peinent sous le fardeau de plus en plus lourd de leur dette, en particulier dans des pays comme l'Irlande, l'Espagne et le Royaume-Uni, où les taux hypothécaires flottants indexés aux taux d'intérêt à court terme sont chose commune. Les prix de l'immobilier résidentiel baissent en termes réels dans ces pays ainsi que dans quelques autres, et affichent ailleurs un net ralentissement (encadré 1.2). Le risque d'un véritable resserrement du crédit au logement existe, mais certains facteurs atténueraient les effets pernicieux en boucle qui pourraient se déclencher entre les secteurs financier et réel (chapitre 4). Bien que l'immobilier résidentiel représente d'ordinaire une plus grande part de l'activité en Europe qu'aux États-Unis, l'expansion récente des investissements dans ce secteur y a été en général moins prononcée, même si ce n'est pas le cas en Espagne, en Finlande, en Grèce, en Irlande et au Royaume-Uni. D'autre part, ces pays risquent moins de souffrir des facteurs de vulnérabilité financière mis au jour aux États-Unis : les taux d'épargne des ménages y sont en général plus élevés et les taux d'endettement moins lourds, les crédits immobiliers à risque moins répandus, les ratios prêts/valeur plus prudents et les possibilités d'extraction hypothécaire beaucoup plus limitées. Cependant, même en l'absence d'un véritable resserrement du crédit, le repli de l'activité dans le secteur immobilier résidentiel aura un impact appréciable, à court terme, dans certains pays (Espagne, Irlande ou Royaume-Uni, par exemple) et, à quelques exceptions près (Allemagne, Autriche ou Suisse, par exemple), il exercera à moyen terme un effet de freinage important.

Quant aux sociétés non financières, leurs bilans sont plus solides qu'au début de la phase de contraction du crédit de 2001–02, et cela devrait limiter l'effet des difficultés du secteur financier sur l'investissement. En revanche, plus ces tensions financières se prolongeront et plus les bénéficiaires, bilans et investissements des entreprises en souffriront.

Le solde extérieur courant de la zone euro a été proche de l'équilibre en 2007 (tableau 2.2). Toutefois, les exportations devraient ralentir de pair avec la demande mondiale et l'on s'attend à ce que le compte courant se détériore en raison, surtout, de la dégradation des termes de l'échange. D'autre part, le taux de change effectif réel apparaît solide par rapport aux paramètres économiques fondamentaux à moyen terme, en dépit d'un fléchissement récent. En revanche, la balance courante du Royaume-Uni est nettement déficitaire et la livre sterling s'est dépréciée de plus de 10 %, en termes effectifs réels, depuis le début des turbulences sur les marchés.

Dans ce climat difficile, les banques centrales se sont efforcées d'atténuer les problèmes de liquidité des établissements de crédit, notamment en leur fournissant des liquidités en dollar, et les gouvernements d'un certain nombre de pays (Allemagne, Belgique, France, Luxembourg, Pays-Bas et Royaume-Uni, par exemple) ont pris diverses initiatives consistant à apporter un soutien public à de grands établissements financiers (dont Dexia et Fortis) en proie à des problèmes de solvabilité, à relever les limites de garantie des dépôts et étendre les garanties aux créanciers (Irlande), ou encore à fournir une assurance explicite des dépôts (en Allemagne et au Royaume-Uni, par exemple). Cependant, même si une approche globale est rapidement mise en place pour désamorcer ces craintes grandissantes, il faudra du temps pour que la perception du risque de contrepartie revienne à des niveaux normaux. Aussi le processus de désengagement des banques pèsera-t-il d'une façon très perceptible sur la croissance au cours des prochains trimestres.

Les projections de référence envisagent donc un ralentissement notable de l'activité en Europe

Tableau 2.2. Pays avancés : soldes des transactions courantes

(En pourcentage du PIB)

	2006	2007	2008	2009
Pays avancés	-1,6	-0,9	-1,0	-0,6
États-Unis	-6,0	-5,3	-4,6	-3,3
Zone euro ¹	0,3	0,2	-0,5	-0,4
Allemagne	6,1	7,6	7,3	6,8
France	-0,7	-1,2	-2,8	-2,7
Italie	-2,6	-2,2	-2,8	-2,4
Espagne	-8,9	-10,1	-10,1	-7,7
Pays-Bas	8,2	6,8	5,6	5,1
Belgique	2,7	2,1	—	-1,1
Autriche	2,4	3,2	2,8	2,4
Finlande	4,6	4,6	3,4	2,9
Grèce	-11,1	-14,1	-14,0	-14,1
Portugal	-10,1	-9,8	-12,0	-12,7
Irlande	-3,6	-5,4	-5,0	-4,4
Luxembourg	10,5	9,9	8,6	8,2
Slovénie	-2,8	-4,9	-4,7	-4,7
Chypre	-5,9	-9,7	-9,7	-7,8
Malte	-8,2	-5,4	-7,7	-6,4
Japon	3,9	4,8	4,0	3,7
Royaume-Uni	-3,4	-3,8	-3,6	-3,4
Canada	1,4	0,9	0,9	—
Corée	0,6	0,6	-1,3	-0,7
Australie	-5,3	-6,2	-4,9	-4,3
Taiwan, province chinoise de	7,2	8,6	7,8	6,5
Suède	8,5	8,5	6,4	5,8
Suisse	14,7	16,6	9,3	8,7
Hong Kong (RAS)	12,1	13,5	11,7	10,3
Danemark	2,9	1,1	1,3	1,8
Norvège	17,3	15,4	19,1	18,0
Israël	5,9	3,2	0,4	0,5
Singapour	21,8	24,3	19,2	17,0
Nouvelle-Zélande	-8,7	-8,2	-9,3	-8,1
Islande	-25,4	-14,6	-18,2	-13,7
<i>Pour mémoire</i>				
Principaux pays avancés	-2,0	-1,5	-1,3	-0,9
Zone euro ²	—	0,3	-0,5	-0,5
Nouvelles économies industrielles d'Asie	5,3	6,2	4,7	4,3

¹Somme des soldes des pays membres de la zone.

²Après correction pour tenir compte des discordances dans les données sur les transactions intérieures à la zone.

occidentale, suivi d'une reprise très graduelle à partir du second semestre de 2009. On s'attend à ce que l'expansion se modère dans la zone euro, pour passer de 2,6 % en 2007 à 1,3 % et 0,2 %, respectivement, en 2008–09, avant de revenir à 1,4 % en 2010. Au Royaume-Uni, ces chiffres tomberaient de 3,0 % en 2007 à 1,0 % en 2008; l'activité se contracterait de 0,1 % en 2009, avant de s'accélérer pour s'établir à 2,2 % en 2010. Les risques pesant sur ces projections penchent dans

le sens d'une révision à la baisse des chiffres de croissance, qui pourrait venir d'une accélération du désendettement du secteur financier répondant à une déflation plus large des prix des actifs et à un resserrement mondial du crédit, d'une correction abrupte des déséquilibres mondiaux et d'une forte appréciation de l'euro. En revanche, les chiffres de croissance pourraient être révisés à la hausse si le dynamisme de l'emploi persiste et s'accompagne par conséquent d'une consommation plus forte que prévu, mais cela semble peu probable. Quant à la volatilité des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, elle est susceptible de peser sur les prévisions dans les deux sens.

Si les pays d'Europe occidentale affichent des situations budgétaires fort différentes, bon nombre d'entre eux ont accompli des progrès très sensibles dans l'assainissement des finances publiques depuis le dernier épisode de contraction de l'activité. En dépit d'un certain creusement en 2008–09 imputable à la fois à des facteurs cycliques et aux mesures de soutien qui ont été prises, le déficit des administrations publiques des pays de la zone euro se situerait toujours aux alentours de 1¼ % du PIB en moyenne, soit 1¼ de point au-dessous de son niveau de 2003–04. Les déficits budgétaires de certains pays (France, Grèce, Irlande, Italie, Portugal) n'en demeurent pas moins éloignés de leurs objectifs à moyen terme et devraient, dans certains cas, dépasser à brève échéance le plafond de 3 % du PIB imposé aux déficits par le traité de Maastricht. La situation budgétaire du Royaume-Uni — où l'on projette un déficit de 3½ % du PIB en 2008 — est beaucoup plus fragile qu'elle ne l'était durant la phase précédente de fléchissement de l'activité.

Le Pacte de stabilité et de croissance révisé laisse une certaine latitude pour ajuster les objectifs budgétaires en réponse à l'évolution des situations économiques. Sachant que l'efficacité des mesures discrétionnaires diminue dans le contexte actuel de perte de confiance dans les marchés financiers, les ressources utilisées dans ce cadre devraient être orientées principalement vers la stabilisation du secteur financier lorsque c'est nécessaire. De façon plus générale, et compte

tenu des défis du vieillissement démographique, la politique budgétaire devrait être compatible avec les objectifs à moyen terme. Les stabilisateurs automatiques peuvent être autorisés à jouer librement autour du sentier d'ajustement en réponse au fléchissement de l'activité, sauf lorsque cela risque de contrevenir aux règles du Pacte. De même, le Royaume-Uni devrait adopter une politique cadrant avec ses règles budgétaires à moyen terme. Pour 2009 et 2010, les plans de dépenses à moyen terme convenus devraient rester en place, et il faudrait laisser les stabilisateurs automatiques jouer librement autour du sentier d'ajustement.

Au cours des six derniers mois, les modifications des taux directeurs ont été limitées et les banques centrales se sont appliquées à injecter des liquidités. La Banque centrale européenne (BCE) a relevé ses taux directeurs de 25 points de base pour les porter à 4¼ % en juillet 2008 — première modification depuis juin 2007 — tandis que la Banque d'Angleterre a maintenu les siens inchangés à 5 % depuis avril 2008. Selon les projections, l'inflation globale devrait tomber en dessous de 2 % dans la zone euro et au Royaume-Uni d'ici la fin de 2009. La priorité immédiate des banques centrales est de veiller à ce que les marchés financiers restent calmes, en continuant d'apporter des liquidités s'il le faut. Cependant, eu égard à la détérioration des perspectives économiques, à la modération des pressions inflationnistes et au resserrement des conditions financières, il existe des possibilités d'assouplissement monétaire tant dans la zone euro qu'au Royaume-Uni.

La persistance des turbulences financières pose de sérieux problèmes — sur différents fronts — aux responsables économiques en raison, notamment, de la complexité des liens financiers transfrontières et des effets de contagion dans ce domaine. Ces derniers préoccupent particulièrement les pays de l'Union européenne (UE), qui cherchent à mettre en place un marché unique des services financiers. Les problèmes spécifiques que cela pose se manifestent déjà, car les mesures prises dans certains pays pour atténuer les tensions financières ont des répercussions négatives sur les établissements de crédit d'autres

pays. Pour répondre aux craintes que suscitent ces effets de contagion, il faudra créer des conditions plus propices à une responsabilité conjointe en matière de stabilité financière, notamment pour la prévention, la gestion et la résolution des crises, conformément aux engagements pris lors du Conseil des ministres des finances de l'UE (ECOFIN) en mai 2008⁴. Le rétablissement de la confiance passe maintenant par un engagement résolu à conduire des actions concertées et coordonnées pour atténuer les tensions financières et éviter le risque grave d'un retour en arrière dans l'intégration financière européenne.

L'accent mis sur les politiques visant à limiter les conséquences dommageables des turbulences financières ne doit pas, toutefois, faire oublier les grands enjeux structurels. Dix ans après l'introduction de l'euro, le principal défi que les membres de la zone doivent relever à moyen terme est de faire en sorte que l'union économique connaisse le même succès que l'union monétaire (encadré 2.1). À cet égard, la croissance de la productivité est restée en retrait par rapport à celle des autres pays avancés et les divergences profondes et persistantes des comptes courants au sein de la zone euro soulèvent des préoccupations quand aux mécanismes d'ajustement dans l'UEM. C'est pourquoi il faut entretenir la dynamique des réformes structurelles et réorienter celles-ci, de façon coordonnée, pour améliorer l'ajustement aux disparités internes à la zone. Les réformes en cours portent leurs fruits et contribuent, par là même, à la forte croissance de l'emploi et aux gains de productivité des secteurs déréglementés. Cependant, des pans entiers des activités de services n'ont toujours pas été touchés par ces réformes, ce qui prive la zone euro de bénéfices considérables sur le plan des revenus, de la résilience et de la lutte contre l'inflation. C'est donc à juste titre que l'agenda de Lisbonne insiste, dans ses recommandations pour

la zone euro, sur l'accélération de la réforme du marché des services et de l'intégration financière. Une meilleure coordination des politiques économiques s'impose si l'on veut que les programmes de réforme nationaux cadrent mieux avec ces recommandations spécifiques.

Pays avancés d'Asie : répondre aux chocs extérieurs

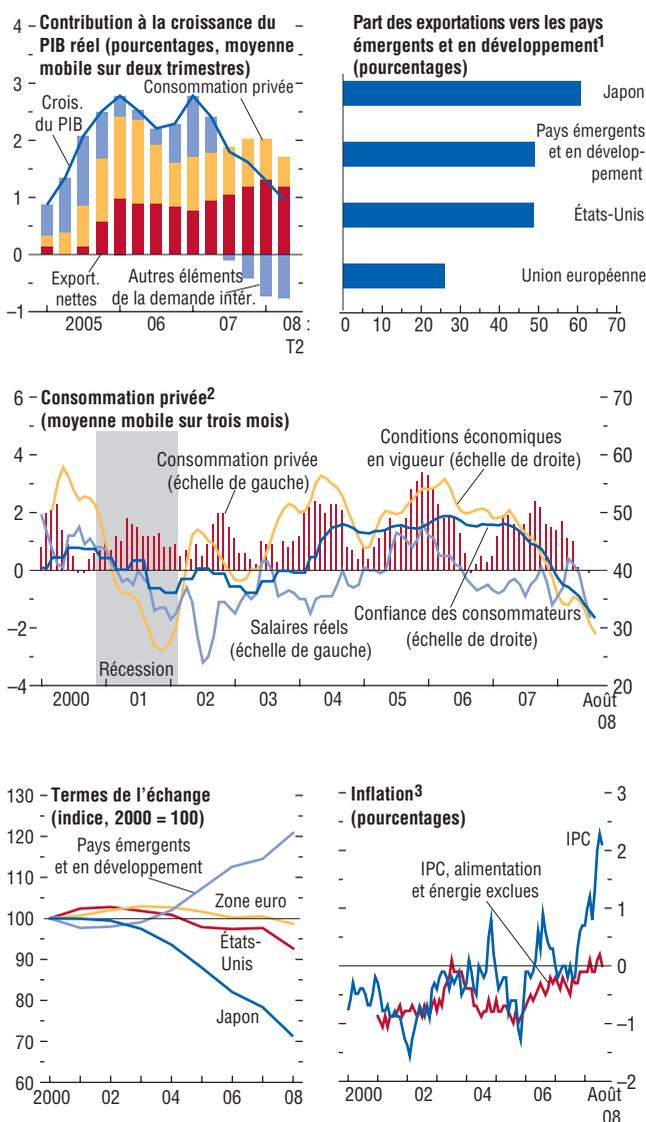
Quoique la croissance ait bien résisté au Japon durant le premier trimestre, la hausse des prix des produits de base et l'essoufflement de la demande extérieure commencent à peser sur l'activité. Au second trimestre de 2008, l'économie s'est contractée à un taux annualisé de 3 % (d'un trimestre sur l'autre), et la croissance sur les quatre derniers trimestres a été inférieure à 1 %. Le ralentissement récent est imputable en premier lieu à la consommation privée et à l'investissement fixe, tandis que la contribution des exportations nettes a chuté pour devenir nulle (graphique 2.3).

Les indicateurs récents laissent craindre une aggravation de ce climat maussade. Le ralentissement de la demande extérieure en provenance des États-Unis et de l'Europe occidentale, le renchérissement des intrants et la révision à la baisse des anticipations de bénéfices pèsent sur le moral des entrepreneurs et les plans d'investissement des sociétés. Parallèlement, les prix élevés des denrées alimentaires et des combustibles, conjugués à l'assombrissement des perspectives d'évolution des salaires, ont miné la confiance des consommateurs pour la ramener à des niveaux très faibles. Les conditions financières ont été moins resserrées que dans les autres grandes économies — ce qu'explique en partie l'exposition plus réduite des banques japonaises aux produits titrisés —, mais le marché des actions n'en a pas moins enregistré récemment une chute brutale imputable aux craintes soulevées par le fléchissement des perspectives de croissance. Les écarts sur les swaps de défaut se sont creusés dans le secteur bancaire en raison des préoccupations liées à la situation financière mondiale difficile et, là aussi, à la détérioration

⁴Pour plus de détails, voir «ECOFIN Council of Finance Ministers adopt conclusions on financial supervision and provision of financial stability in the EU», 15 mai 2008, qui peut être consulté sur www.eu2008.si/en/News_and_Documents/Press_Releases/May/0514MF_Svet_ECOFIN.html.

Graphique 2.3. Japon : comment l'économie résisterait-elle à un choc des termes de l'échange?

L'économie japonaise est particulièrement exposée à la détérioration des termes de l'échange. La robustesse de ses exportations vers les pays émergents et en développement devrait étayer la croissance, mais la consommation devrait fléchir.



Sources : Haver Analytics; IMF, *Direction of Trade Statistics*; calculs des services du FMI.
¹En pourcentage des exportations totales, moyennes 2006-08.
²Variations en pourcentage d'une année sur l'autre de la consommation privée réelle et des gains réels, conditions économiques en vigueur, indice de diffusion d'Econ Watch Survey et confiance des consommateurs; indice de diffusion à l'ensemble des ménages.
³IPC : Indice des prix à la consommation.

des perspectives⁵. Après la faillite de Lehman Brothers, les préoccupations suscitées par l'exposition des banques japonaises sur cet établissement ont augmenté, contribuant au creusement spectaculaire des écarts sur swaps de défaut pour certaines entités et à un ample mouvement de chute des cours des actions. Les difficultés du secteur financier devraient persister, même si elles resteront moins intenses qu'aux États-Unis ou en Europe occidentale.

L'inflation globale a augmenté — pour se situer nettement au-dessus du taux de 2007 et dépasser 2 % — en raison de la hausse des prix des denrées alimentaires et des combustibles, mais l'inflation sous-jacente, qui exclut l'alimentation et l'énergie, est restée proche de zéro⁶. Les entreprises ont commencé à répercuter l'augmentation de leurs coûts sur les consommateurs, mais elles accordent aussi des augmentations salariales plus réduites en raison du ralentissement de l'activité, et les coûts unitaires de main-d'œuvre (calculés en glissement annuel) continuent de baisser. Les mesures de l'inflation disponibles laissent penser que les anticipations inflationnistes à court terme se sont légèrement relevées, tandis que les anticipations à long terme restent contenues.

Bien que l'alourdissement de la facture des importations de produits de base ait érodé l'excédent commercial, l'augmentation du revenu des investissements a aidé à maintenir le solde extérieur courant à un niveau proche de son pic historique. Jusqu'à la fin mars 2008, le yen s'est apprécié contre les autres grandes monnaies,

⁵Bien que les problèmes de liquidité ne se soient pas posés avec la même acuité au Japon que dans les autres économies du G-3, la forte injection de liquidités par la Banque du Japon a aussi aidé à stabiliser les marchés monétaires. Pour une présentation détaillée de l'impact des turbulences financières mondiales sur l'économie japonaise, voir le document de la série des *Selected Issues* joint au rapport sur les consultations de 2008 au titre de l'article IV avec le Japon (disponible à www.imf.org) (FMI, 2008c).

⁶Selon la définition retenue par les autorités, l'inflation sous-jacente (qui n'exclut que les produits alimentaires frais) a été de l'ordre de 2 %, et traduit le renchérissement récent des prix des autres denrées alimentaires et des combustibles.

Encadré 2.1. Dix années d'Union économique et monétaire

Il y a dix ans de cela, les chefs d'État et de gouvernement de l'UE autorisaient le passage à la troisième étape de l'UEM, approuvant l'introduction de l'euro dans 11 pays membres de l'UE le 1^{er} janvier 1999. Quatre autres États de l'UE ont adopté l'euro depuis cette date, et la Slovaquie devrait les suivre début 2009. L'union monétaire est un indéniable succès, et la zone euro est devenue un espace de stabilité dans l'économie mondiale. La solide crédibilité de la BCE a permis d'enregistrer une diminution de l'inflation au cours de la dernière décennie et les anticipations inflationnistes sont désormais moins variables dans la zone euro que dans les autres pays avancés (Beechey, Johansen, and Levine, 2008)¹. Il reste encore, sur le front monétaire, à intégrer dans cette zone tous les autres pays de l'UE qui se sont engagés à passer à l'euro (ce n'est pas le cas du Danemark et du Royaume-Uni)². L'union économique n'en demeure pas moins un véritable défi, même pour les membres actuels de la zone euro, et certains s'inquiètent des performances de croissance de la zone et des fortes divergences des comptes courants au sein de celle-ci.

L'UEM et la croissance. L'idée, répandue parmi les observateurs, selon laquelle l'UEM a apporté la stabilité économique mais pas la croissance n'est pas solidement étayée. Les solides performances de l'UEM dans le domaine de l'emploi aident à expliquer pourquoi, depuis que l'union existe, la croissance du PIB réel par habitant n'a pas été moins rapide dans la zone euro qu'aux États-Unis (premier tableau). Les résultats obtenus sur ce front dans la zone euro sont liés en partie à l'UEM, qui a sans doute aidé à renforcer la crédibilité de la politique monétaire, et aux réformes des marchés du travail — engagées parfois bien avant le passage à la monnaie unique en 1999. Les taux d'emploi restent plus bas qu'aux États-Unis, et le revenu par habitant est encore inférieur de 30 % à celui des États-Unis. Cependant, la convergence totale est peu probable : comparés aux Américains, les Européens ont utilisé davantage

¹ Les principaux auteurs de cet encadré sont Jörg Decressin et Emil Stavrev, qui s'appuient sur les conclusions de Decressin and Stavrev (à paraître).

² Pour adopter l'euro, il faut remplir certains critères de convergence économique. Pour plus de détails, voir le site Internet : http://ec.europa.eu/economy_finance/the_euro/joining_euro9413_en.htm.

Zone euro et États-Unis : principales variables macroéconomiques

(Moyenne sur les sept mêmes années, pourcentages)

		1992	1999	2007
Croissance du PIB réel par habitant	Zone euro	2,5	1,7	1,3
	États-Unis	1,7	2,6	1,3
Croissance du PIB réel	Zone euro	2,9	2,0	1,8
	États-Unis	2,8	3,7	2,4
Croissance de l'emploi	Zone euro	0,5	0,7	0,9
	États-Unis	1,8	1,8	1,4
Ratio emploi/population, fin de période	Zone euro	40,8	41,7	44,4
	États-Unis	45,3	47,4	47,8
Solde budgétaire des adm. pub.	Zone euro	-5,0	-3,7	-2,1
	États-Unis	-4,5	-1,7	-3,1
Balance courante	Zone euro	-0,7	0,3	0,3
	États-Unis	-1,7	-2,0	-5,1
Inflation	Zone euro	3,4	2,1	2,2
	États-Unis	3,9	2,5	2,7
PIB par habitant ¹	Zone euro	75,1	70,8	70,9
Pour mémoire	PGF ²	1980-95	1995-2004	
	Zone euro	0,8	0,2	
	États-Unis	0,7	1,6	

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

¹ En pourcentage du PIB par habitant des États-Unis, à parité de pouvoir d'achat.

² PGF = productivité globale des facteurs.

les gains de productivité dégagés depuis la Seconde Guerre mondiale pour accroître leurs loisirs (Blanchard, 2004) et, dans la mesure où cet acquis peut être assuré, la convergence n'est pas souhaitable.

Les chiffres de productivité médiocres affichés par la zone euro dans le cadre de l'UEM n'ont pas manqué d'attirer l'attention (voir, par exemple, Pisani-Ferry and others, 2008) mais, comme pour la croissance économique, la réalité pourrait bien être plus complexe que ne le suggèrent les données brutes. Ainsi, la croissance moyenne de la productivité du travail a été de l'ordre de 1 % par an ces quinze dernières années, et se situe donc en net recul par rapport aux années précédentes, et la croissance de la productivité globale des facteurs (PGF) s'est pour ainsi arrêtée durant la décennie en cours. Cependant, la faible croissance de la productivité pourrait fort bien être liée au boom de l'emploi, comme le soutiennent Dew-Becker et Gordon (2008). De fait, l'examen d'une coupe transversale des données de la base KLEMS de l'UE pour 12 pays avancés et six secteurs de chacun d'eux (van Ark, O'Mahony, and Ypma, 2007) fait

Encadré 2.1 (suite)

apparaître de solides arguments en faveur de l'existence d'une relation négative entre la croissance de la PGF et l'utilisation du facteur travail (premier graphique). De multiples raisons peuvent être avancées pour expliquer cet arbitrage. L'une d'entre elles est évidente : la substitution du travail au capital répondrait aux réformes qui ont rehaussé l'offre — et, peut-être, la demande — de main-d'œuvre (en allégeant les charges sociales). La croissance de la PGF pourrait donc fort bien s'inverser, pour retrouver ses niveaux plus élevés des années 80, une fois que le marché de travail se sera ajusté aux réformes et à l'évolution démographique.

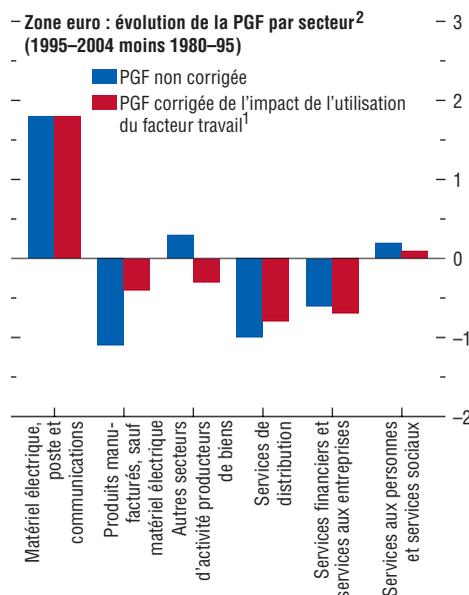
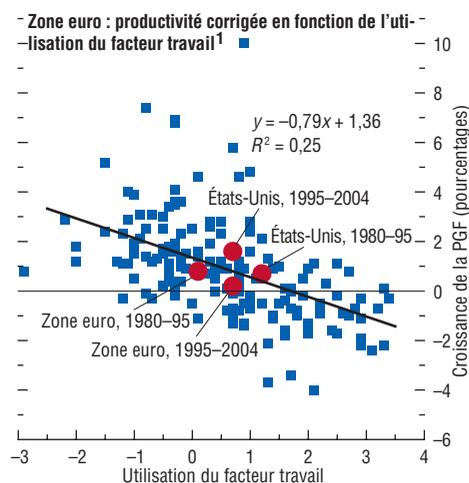
Il reste toutefois préoccupant de constater que, même si l'on prend en compte l'impact des différences d'utilisation du facteur travail, la croissance moyenne de la PGF a été plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis, notamment pour le secteur des services. Cela montre qu'il faut ouvrir à la concurrence le secteur plus protégé des services, c'est-à-dire rendre les services «échangeables».

La dispersion des taux de croissance du PIB réel est aussi préoccupante. Cela dit, les cycles des pays de l'UEM sont en fait devenus plus synchrones, car les chocs communs ont gagné en importance avec le temps — au point d'expliquer maintenant 60 % environ de l'évolution de la production, contre 30 % avant le passage à l'euro (Stavrev, 2007). Les évolutions spécifiquement nationales de la production s'inscrivent, pour une large part, dans un processus de convergence des revenus par habitant vers des niveaux plus élevés. Globalement, la dispersion des taux de croissance dans la zone euro s'apparente désormais à celle observée aux États-Unis, même si elle reste plus persistante. La lenteur du processus d'ajustement signifie que de longues périodes de forte croissance peuvent être suivies de longues périodes de faible activité, comme le Portugal en a fait récemment l'expérience, par exemple (Blanchard, 2007).

L'UEM et les balances courantes. La position extérieure de la zone euro dans son ensemble est restée équilibrée depuis le lancement de l'UEM et n'est donc pas un sujet de préoccupation. Cet équilibre extérieur a été préservé malgré l'appréciation très sensible du taux de change effectif réel de l'euro ces dernières années (voir chapitre 1). De plus, l'euro s'est imposé comme la deuxième monnaie internationale, qui représente aujourd'hui plus d'un quart des réserves internationales et est utilisée pour facturer plus de la moitié des échanges commerciaux.

Évolution de la productivité

(En points de pourcentage, sauf indication contraire)



Sources : base de données Klems de l'UE; calculs des services du FMI.

¹À partir d'une régression de la productivité globale des facteurs (PGF) sur l'utilisation du facteur travail, portant sur plusieurs pays et plusieurs secteurs.

²Pour des taux de croissance moyens de la PGF, les nombres négatifs indiquent une détérioration des résultats dans ce domaine.

La Commission européenne s'est inquiétée, avec d'autres, des graves déséquilibres constatés dans la

Dispersion des balances courantes et conséquences pour la position extérieure nette (PEN)

	Balance courante ¹	Solde extérieur courant d'équilibre estimé (2007, en pourcentage du PIB)	PEN	PEN lorsque le solde extérieur courant atteint l'équilibre estimé ²
Allemagne	5,6	2,5	28	52
Autriche	2,7	1,1	-22	-10
Belgique	3,2	2,5	34	40
Finlande	4,6	-0,3	-28	10
France	-1,3	0,6	5	-9
Grèce	-13,9	-4,4	-100	-174
Irlande	-4,5	1,1	-1	-45
Italie	-2,2	-0,1	-6	-22
Pays-Bas	6,6	2,2	0	35
Portugal	-9,4	-5,8	-80	-107
Espagne	-10,1	-5,7	-74	-109

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

¹Les données reposent sur les estimations de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives*. Pour les chiffres les plus récents, se reporter au tableau A11 de l'appendice statistique.

²La vitesse de convergence estimée implique qu'il faut une dizaine d'années pour combler 70 % de l'écart entre la balance courante et l'état stable.

zone euro au niveau des comptes courants et de la compétitivité (voir, par exemple, Commission européenne, 2008). Les divergences enregistrées à ce niveau entre les membres de la zone euro semblent en effet considérables, puisque les situations constatées vont de déficits approchant ou dépassant 10 % du PIB (Grèce, Portugal et Espagne) à des excédents supérieurs à 5 % du PIB en Allemagne ou aux Pays-Bas, par exemple (voir second tableau). En fait, ces divergences — mesurées par l'écart-type pour les pays de la zone euro correspondant à chaque année — se sont nettement accentuées ces vingt dernières années (voir second graphique). Mais sont-elles d'une ampleur inhabituelle dans le monde actuel? Comme le montre le chapitre 6, l'évolution de plus en plus divergente des comptes courants est un phénomène très répandu. Il suffit pour s'en convaincre de diviser l'écart-type des comptes courants pour les pays de la zone euro par la même mesure appliquée aux comptes courants d'un groupe de 13 autres pays avancés³. Il apparaît que ce ratio n'a pas augmenté

³Les deux échantillons incluent, d'une part, 11 membres de l'UEM (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas et Portugal) et, de l'autre, 13 pays avancés (Australie, Canada, Corée, Danemark, États-Unis, Islande, Israël, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède et Suisse). Les données sont extraites des *Perspectives* d'avril 2008.

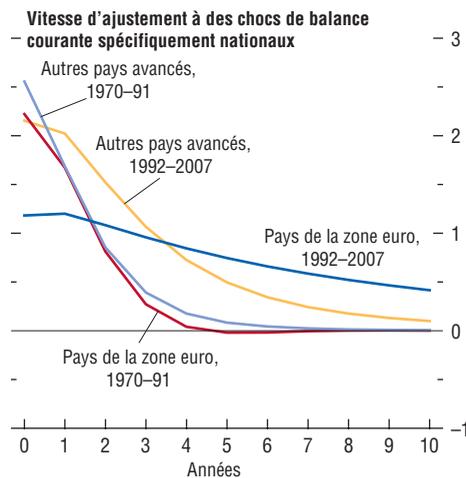
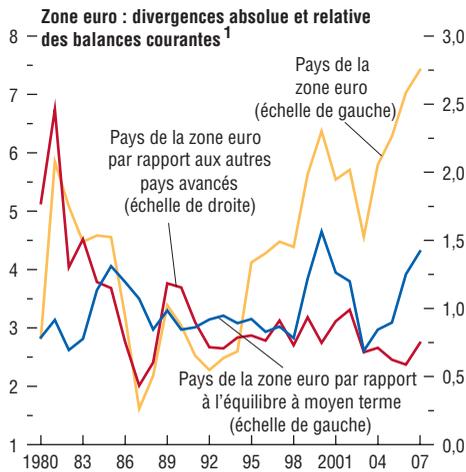
de façon systématique, car les divergences entre les 13 autres pays avancés se sont amplifiées elles aussi.

Une question connexe se pose : les excédents ou déficits courants reflètent-ils des forces d'équilibre ou de déséquilibre, et comment ont-ils évolué avec le temps? Pour y répondre, un modèle des soldes extérieurs courants d'équilibre, inspiré étroitement de la méthodologie du Groupe de coordination sur les taux de change mis en place par le FMI (Lee and others, 2008), est utilisé pour mesurer l'évolution, au fil du temps, de ces écarts par rapport aux équilibres. Pour chaque pays de la zone euro, le solde extérieur courant d'équilibre est obtenu sous forme de fonction de la croissance du PIB réel, du revenu relatif par habitant, de la croissance démographique, du ratio avoirs extérieurs nets/PIB, du solde budgétaire en pourcentage du PIB, du ratio de dépendance des personnes âgées et du solde pétrolier en pourcentage du PIB. L'étape suivante consiste à calculer, pour l'ensemble des pays et pour chacune des années, la somme des valeurs absolues de l'écart par rapport aux soldes extérieurs courants d'équilibre. Il apparaît que la divergence par rapport à l'équilibre n'a pas, elle non plus, augmenté avec le temps.

Si l'ampleur de la divergence n'est pas forcément une préoccupation majeure, la lenteur de l'ajustement aux soldes extérieurs courants d'équilibre pourrait l'être. En effet, les déficits durables tendent à alourdir la dette extérieure des pays concernés et, contrairement à ce qui se passe,

Encadré 2.1 (fin)

Divergence des balances courantes



Source : calculs des services du FMI.
¹D'après les soldes extérieurs courants en pourcentage du PIB. Les divergences sont mesurées par l'écart-type pour les pays membres de l'Union économique et monétaire (UEM) européenne et pour les autres pays avancés, respectivement.

dans une union monétaire comme les États-Unis, les populations ne peuvent attendre une aide de l'autorité fédérale ni se déplacer aisément vers des régions mieux loties pour améliorer leur capacité de remboursement. En outre, dans une union monétaire regroupant différents pays, l'évolution économique défavorable de certains membres

risque davantage d'affaiblir l'ensemble de l'union. La persistance de déséquilibres extérieurs courants au sein de l'UEM peut être mesurée à partir d'une régression totale univariée des comptes extérieurs courants sur leur propres décalages, en tenant compte des effets de soldes extérieurs courants «en état stable» spécifiques à chaque pays (effets fixes). Il en ressort que, depuis 1992, il faut une dizaine d'années pour combler environ 70 % de l'écart entre les comptes extérieurs courants effectifs et les comptes extérieurs courants «en état stable» dans la zone euro (voir second graphique). Cette vitesse d'ajustement est sensiblement inférieure à ce qu'elle était avant 1992, lorsque les taux de change étaient plus flexibles, mais n'a pas ralenti de façon significative durant l'UEM. Elle est aussi sensiblement inférieure à celle des 13 autres pays avancés. Cependant, le choc type sur le compte extérieur courant d'un pays de la zone euro est inférieur de moitié à celui enregistré par les autres pays dans la période 1992-2007, ce qui est un facteur d'atténuation. Il est aussi inférieur de moitié à celui enregistré dans la zone euro sur la période 1970-91, ce qui souligne là encore l'intégration croissante des membres de l'UEM.

Les résultats obtenus peuvent être utilisés afin de mesurer les conséquences de la divergence actuelle des comptes extérieurs courants pour les positions extérieures nettes des pays de la zone euro (voir second tableau). Il apparaît clairement que la facture du service de la dette extérieure de certains pays sera beaucoup plus lourde, ce qui bridera leur consommation et freinera leur croissance. Comme les résultats de l'UE risquent d'être remis en cause en période d'austérité, il est impératif que les autorités s'assurent que les marchés des biens et des facteurs sont assez souples pour permettre un ajustement rapide : stimuler la productivité est un des moyens de favoriser l'ajustement interne, et l'assouplissement des salaires en est un autre (Blanchard, 2007). Parallèlement, les dispositifs de protection sociale doivent apporter une aide suffisamment généreuse, mais temporaire, aux victimes de l'ajustement. Enfin, étant donné que les processus d'ajustement interne concernent tous les pays (via leurs effets sur l'union), il est dans l'intérêt de tous de relever ce défi. L'agenda de Lisbonne offre à l'UE le bon moyen de concevoir et mettre en œuvre les réformes structurelles qui s'imposent pour tirer parti des effets d'entraînement et des synergies des réformes.

et en particulier vis-à-vis du dollar, suite au dénouement des opérations de portage à caractère spéculatif conduites sur des marchés des changes volatils (graphique 2.3). La monnaie japonaise a recommencé ensuite à fléchir lorsque les anticipations de resserrement de la politique monétaire se sont dissipées face au ralentissement de la croissance, puis a recommencé à s'apprécier en septembre suite au repli des prix des produits de base et à l'aversion accrue des investisseurs pour le risque. Les perspectives à moyen terme laissant entrevoir que le pays continuera à dégager de larges excédents extérieurs, le yen reste sous-évalué en regard des paramètres économiques fondamentaux à moyen terme.

Comme le montre le graphique 2.3, le Japon a enregistré ces dernières années un recul beaucoup plus fort de ses termes de l'échange que les autres grands pays avancés. Jusqu'à présent, plusieurs facteurs ont amorti l'impact de ce recul sur l'activité économique. Premièrement, la robustesse de ses exportations vers les pays émergents et en développement — dont beaucoup sont exportateurs de produits de base — a compensé en partie la détérioration de ses termes de l'échange. Deuxièmement, même si le Japon est tributaire des importations de pétrole pour la quasi-totalité de ses besoins intérieurs, il utilise cette source d'énergie avec beaucoup plus d'efficacité que les États-Unis. Enfin, comme l'inflation sous-jacente est modérée, les conditions monétaires vont probablement demeurer accommodantes.

Selon les projections actuelles, la croissance sera nettement inférieure à 1 % en 2008–09, donc bien en deçà du potentiel. La morosité ambiante aux États-Unis et en Europe occidentale pèsera sensiblement sur l'activité, mais l'expansion devrait mieux résister dans les pays émergents et continuer à étayer les exportations. On s'attend à ce que la consommation privée reste modérée en raison de la détérioration des perspectives de hausses salariales et des prix élevés des denrées alimentaires et des combustibles, tandis que le fléchissement des perspectives d'évolution de la demande et des profits ralentira l'investissement privé.

Ces perspectives sont assujetties à l'incertitude considérable qui entoure la conjoncture internationale, et les risques penchent globalement dans le sens de leur possible révision à la baisse. Les risques extérieurs pourraient venir surtout d'un ralentissement plus prononcé que prévu de l'activité dans les pays émergents et en développement et d'un regain d'instabilité financière dans le monde. Sur le front intérieur, les prix élevés des produits de base pourraient peser encore sur les bénéfices des entreprises et les revenus des ménages.

Étant donné les perspectives actuelles — poursuite du fléchissement de la demande intérieure, modération persistante des pressions inflationnistes —, la Banque du Japon continue à juste titre de mener une politique monétaire accommodante et de maintenir ses taux d'intérêt aux faibles niveaux en vigueur en attendant que les incertitudes qui entourent l'évolution économique se dissipent. Le pays lutte contre l'inflation depuis près d'une décennie et, bien que le problème semble près d'être résolu, l'issue de son combat n'est pas pour autant assurée. L'inflation sous-jacente définie par les autorités est proche de la limite supérieure (2 %) du «concept de stabilité des prix» retenu par le Conseil de politique monétaire de la Banque du Japon, mais la croissance des salaires ralentit et les anticipations inflationnistes sont contenues. Il y a peu d'indications de prise de risques excessifs sur les marchés d'actifs (seconde perspective du cadre de politique monétaire de la Banque du Japon) ou de bulles spéculatives sur le marché financier ou le marché immobilier⁷.

Un ralentissement plus prononcé que prévu de l'activité pourrait justifier un nouvel abaissement du taux directeur, mais la marge de manœuvre est limitée puisque celui-ci n'est déjà que de 50 points de base seulement. Dans un tel contexte, la Banque du Japon devrait être mieux

⁷Le cadre de politique monétaire de la Banque du Japon repose sur une double perspective, la première à court terme — pour l'activité économique et les prix — et la seconde à long terme, pour les risques pesant sur les projections économiques, y compris ceux qui seraient liés à une «bulle» des prix des actifs.

à même de guider les anticipations maintenant qu'elle s'applique à être plus transparente en élargissant les discussions du Conseil de politique monétaire sur les perspectives d'évolution et les risques y afférents, et en mettant davantage l'accent sur la médiane (1 %) du «concept de stabilité des prix» dans ses communications.

Au-delà du court terme, l'économie japonaise reste confrontée au vieillissement rapide de la population et à l'augmentation de la dette publique. L'assainissement des finances publiques a marqué le pas, comme on pouvait s'y attendre, dans le contexte de ralentissement de la croissance mondiale — le déficit primaire des administrations publiques, sécurité sociale exclue, devrait se creuser en 2008 et 2009 — et les discussions sur le relèvement du taux de la taxe sur la consommation ont été reportées. Fin août, le gouvernement japonais a annoncé un plan de relance visant à enrayer l'essoufflement de la croissance. La marge de manœuvre dont il dispose pour une relance budgétaire est toutefois limitée, et il est primordial, à moyen terme⁸, de ménager un espace budgétaire afin de financer l'augmentation prévue des dépenses nécessaires pour répondre aux pressions démographiques. Le plan actuel des autorités, qui cible un solde primaire pour l'exercice 2011, doit être encore renforcé pour empêcher la dette publique nette de s'orienter à la hausse.

L'activité ralentit sensiblement en Australie et en Nouvelle-Zélande, après de longues périodes d'expansion économique tirée par les booms des prix des produits de base et de l'immobilier. Ces phases de croissance ayant mobilisé toutes les capacités productives et porté l'inflation à des sommets historiques, les autorités ont répondu en resserrant la politique monétaire et les tensions de la demande intérieure se sont apaisées. En Australie, la croissance du PIB réel devrait, selon les projections, tomber en dessous de son potentiel pour s'établir autour de 2½ % en 2008–09

⁸Le projet du gouvernement inclut des dépenses représentant environ 17 milliards de dollars (0,4 % du PIB) et l'octroi de la garantie de l'État aux emprunts d'entreprises. Le gouvernement s'est aussi engagé à alléger l'impôt sur le revenu avant la fin de l'exercice.

(contre 4¼ % en 2007). La modération récente de la demande intérieure et le resserrement des conditions du crédit ont conduit la banque centrale à assouplir prudemment la politique monétaire. En Nouvelle-Zélande, la banque centrale a fait de même. Les deux pays affichent des soldes budgétaires solides qui leur donnent la latitude nécessaire pour laisser les stabilisateurs automatiques jouer pleinement et qui permettraient une utilisation judicieuse de la stimulation budgétaire discrétionnaire si les perspectives d'évolution devaient encore se détériorer.

Pays émergents d'Asie : équilibrer les risques pesant sur la croissance et la stabilité des prix

Le retournement du cycle économique s'est amorcé début 2008 dans les pays émergents d'Asie, et l'on s'attend à ce qu'il se confirme en réponse au ralentissement de la demande en provenance des pays avancés et à l'intensification des tensions sur les marchés financiers régionaux. En Chine, la décélération de la croissance — retombée à 10½ % (en glissement annuel) au premier semestre 2008, contre 12 % en 2007 — est due en partie au fléchissement des exportations. Cependant, le dynamisme de l'investissement et l'accélération de la consommation ont continué d'étayer l'activité. En Inde, la croissance a ralenti au second trimestre pour s'établir autour de 8 % car, si l'investissement a fléchi, la consommation privée et les exportations ont en revanche bien résisté. L'activité a affiché aussi une décélération dans les nouvelles économies industrielles (NEI) et les pays de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN). En effet, la demande intérieure s'est modérée car la hausse des prix des denrées alimentaires et des combustibles a commencé à peser sur la consommation, tandis que la diminution des marges bénéficiaires et l'essoufflement de la demande ont incité les entreprises à revoir à la baisse leurs plans d'investissement. Le Vietnam traverse pour sa part une phase de forte correction, car le boom de la demande provoqué par l'afflux massif de capitaux prend fin.

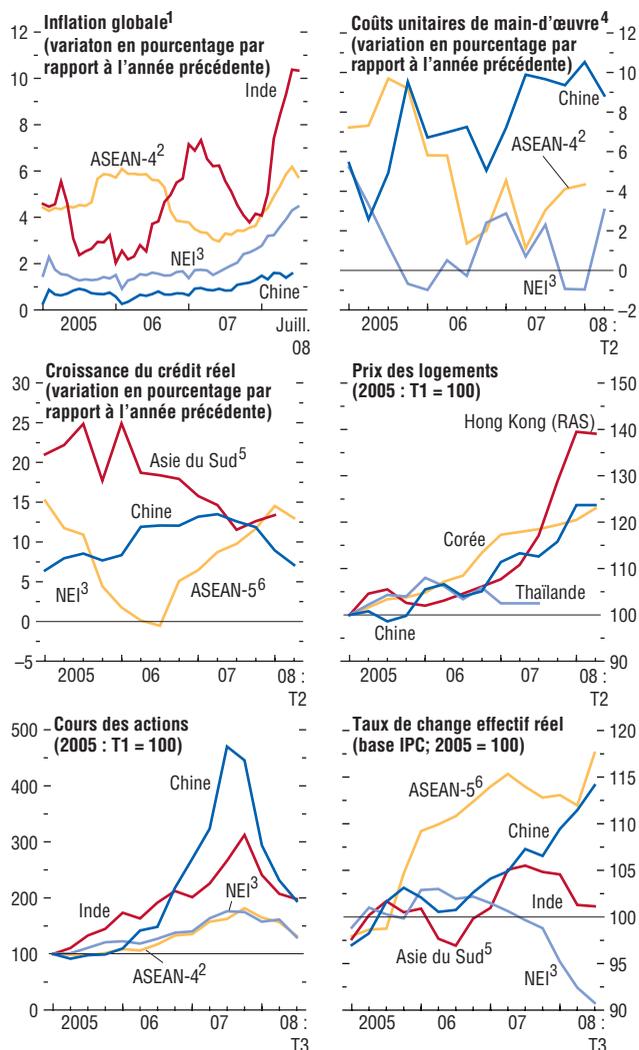
Les marchés financiers ont faibli ces derniers mois face à la montée des craintes entourant les perspectives économiques mondiales et à la diminution de l'appétence des investisseurs pour le risque dans le contexte, en particulier, des turbulences qui ont agité les marchés en septembre. Les marchés d'actions qui avaient enregistré les plus fortes hausses des cours ces dernières années — sur la période 2005–07, les prix ont plus que quadruplé en Chine, et triplé en Inde — sont aussi ceux qui ont le plus baissé (graphique 2.4). Dans certains pays, les marges sur les emprunts ont fortement augmenté pour les banques qui s'appuient sur des financements de montant élevé.

En règle générale, les soldes extérieurs courants ont été mis sous pression par l'alourdissement de la facture des importations de produits de base et le ralentissement de la croissance des exportations, tandis que les comptes de capital et les taux de change ont connu des évolutions variables. La Chine a continué de bénéficier d'un afflux soutenu de capitaux, comme en témoigne la progression toujours spectaculaire de ses réserves (au-delà du seul excédent commercial), tandis que les entrées de capitaux vers certains pays — ceux qui accusent de lourds déficits extérieurs, en particulier — sont devenues plus volatiles. Les monnaies de ces pays ont alors été soumises à des pressions qui ont incité les banques centrales (en Inde, au Pakistan et au Vietnam) à intervenir pour les défendre. Le won coréen a accusé de son côté un fléchissement imputable en partie au retournement du solde extérieur courant, devenu légèrement déficitaire suite à la détérioration des termes de l'échange. Le cheminement différent des taux de change nominaux a entraîné une évolution divergente des taux de change effectifs réels, le renminbi chinois et les monnaies des pays de l'ASEAN continuant de s'apprécier alors que les devises des pays d'Asie du Sud et des NEI se dépréciaient (graphique 2.4).

Selon les projections, la croissance régionale devrait se modérer pour revenir à 7¼ % en 2008 puis à 7 % en 2009, contre 9¼ % en 2007 (tableau 2.3). Le fléchissement de la demande extérieure pèsera sans doute sur les exportations, mais son impact

Graphique 2.4. Pays émergents d'Asie : les préoccupations inflationnistes subsistent

L'inflation sous-jacente a augmenté dans les pays émergents d'Asie au cours des trimestres récents. Les hausses de salaires ont contribué dans certains cas à ce mouvement, malgré les gains de productivité. Eu égard en partie à l'expansion rapide des prêts bancaires, les prix des logements sont restés orientés à la hausse. En revanche, la longue phase de hausse des cours des actions s'est achevée par une correction brutale déclenchée, début 2008, par les turbulences financières mondiales. Les taux de change n'ont pas pu donner beaucoup de sursis à l'inflation, car les monnaies se sont soit trop peu appréciées, soit dépréciées.



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

¹La définition de l'inflation sous-jacente varie d'un pays à l'autre, mais exclut en général les prix des produits alimentaires et énergétiques de l'IPC global.

²Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

³Les nouvelles économies industrielles (NIE) sont la RAS de Hong Kong, la Corée, Singapour et la province chinoise de Taiwan.

⁴Calculés en divisant la masse globale des rémunérations par le PIB, sauf en Chine, pour laquelle les salaires sont utilisés au lieu des rémunérations, ainsi qu'en Indonésie et en Malaisie, où les calculs ne couvrent que le secteur manufacturier. Les données pour la Chine doivent être utilisées avec prudence, car leur couverture est partielle et entachée d'un biais en faveur des grandes entreprises manufacturières d'État.

⁵Bangladesh, Inde, Maldives, Népal, Pakistan et Sri Lanka.

⁶ASEAN-4 et Vietnam.

Tableau 2.3. Pays d'Asie (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation et solde des transactions courantes*(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	PIB réel				Prix à la consommation ¹				Solde des transactions courantes ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Pays émergents d'Asie³	9,2	9,3	7,7	7,1	3,8	4,9	7,3	5,8	5,8	6,8	5,2	5,0
Chine	11,6	11,9	9,7	9,3	1,5	4,8	6,4	4,3	9,4	11,3	9,5	9,2
Asie du Sud⁴	9,2	8,7	7,6	6,4	6,5	6,9	8,8	8,8	-1,4	-1,7	-3,3	-3,3
Bangladesh	6,5	6,3	7,0	5,6	7,1	9,1	10,1	10,0	1,2	1,1	1,0	0,9
Inde	9,8	9,3	7,9	6,9	6,2	6,4	7,9	6,7	-1,1	-1,4	-2,8	-3,1
Pakistan	6,9	6,4	5,8	3,5	7,9	7,8	12,0	23,0	-3,9	-4,8	-8,7	-6,4
ASEAN-5	5,7	6,3	5,5	4,9	8,1	4,4	9,6	7,2	4,8	5,1	2,7	2,1
Indonésie	5,5	6,3	6,1	5,5	13,1	6,2	9,8	8,8	3,0	2,5	0,1	-0,1
Malaisie	5,8	6,3	5,7	4,8	3,6	2,0	6,0	4,7	16,1	15,6	14,8	13,2
Philippines	5,4	7,2	4,4	3,8	6,2	2,8	10,1	7,0	4,5	4,4	2,4	2,2
Thaïlande	5,1	4,8	4,7	4,5	4,6	2,2	5,7	3,2	1,1	6,4	3,1	2,0
Vietnam	8,2	8,5	6,3	5,5	7,5	8,3	24,0	15,0	-0,3	-9,9	-11,7	-10,4
Nouvelles économies industrielles d'Asie	5,6	5,6	4,0	3,2	1,6	2,2	4,8	3,5	5,3	6,2	4,7	4,3
Corée	5,1	5,0	4,1	3,5	2,2	2,5	4,8	4,0	0,6	0,6	-1,3	-0,7
Hong Kong (RAS)	7,0	6,4	4,1	3,5	2,0	2,0	4,8	4,3	12,1	13,5	11,7	10,3
Singapour	8,2	7,7	3,6	3,5	1,0	2,1	6,5	3,3	21,8	24,3	19,1	17,0
Taiwan, province chinoise de	4,9	5,7	3,8	2,5	0,6	1,8	4,2	2,5	7,2	8,6	7,8	6,5

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre peuvent être trouvées au tableau A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³Pays en développement d'Asie, nouvelles économies industrielles d'Asie et Mongolie.

⁴Maldives, Népal et Sri Lanka.

pourrait être atténué, dans certains cas, par les politiques macroéconomiques qui restent peu rigoureuses et par la dépréciation des monnaies. L'investissement se modèrera lui aussi en raison, surtout, de la détérioration des perspectives d'exportation. De même, la consommation ralentira du fait des prix toujours élevés des combustibles et des produits alimentaires, même si les subventions — communes dans la région — pourraient amortir l'impact sur le pouvoir d'achat. Les risques entourant ces perspectives penchent fermement dans le sens d'une possible détérioration de celles-ci. La principale crainte, à cet égard, est qu'une exacerbation des tensions sur le système financier mondial et un ralentissement plus brutal que prévu de l'économie mondiale ne pèsent encore davantage sur l'activité. En revanche, si la demande intérieure se révélait plus solide (la baisse des prix des produits de base donnant un coup de pouce aux revenus réels), les résultats effectifs pourraient être meilleurs que prévu.

Un certain nombre de pays ont vu l'inflation globale, mesurée par l'IPC, monter en flèche suite au renchérissement des denrées alimentaires et des produits énergétiques réglementés au premier semestre de l'année. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont moins augmenté, mais les risques d'autres effets de second tour ne sont toujours pas écartés dans quelques pays. En Chine, l'inflation globale est orientée résolument à la baisse — après avoir culminé à 8½ % en avril dernier — car l'offre de denrées alimentaires s'est normalisée. L'inflation sous-jacente augmente graduellement, mais reste contenue. En Inde, l'inflation mesurée par l'IPC a bondi pour atteindre 9 % en août. L'inflation sous-jacente a progressé, car le fort taux d'utilisation des ressources et l'expansion robuste du crédit ont créé un terrain propice aux effets de second tour (graphique 2.4). Le resserrement insuffisant de la politique suivie y a aussi contribué.

L'essoufflement de la hausse des prix des denrées alimentaires et des combustibles pourrait se confirmer dans les mois qui viennent et la croissance se modèrera, mais l'inflation devrait rester élevée dans l'immédiat. Selon les projections, l'inflation globale augmentera pour s'établir autour de 7¼ % (en glissement annuel) en 2008, contre 5 % en 2007, avant de diminuer pour avoisiner 6 % en 2009. Les pressions inflationnistes sous-jacentes devraient elles aussi rester élevées dans un environnement caractérisé par une forte utilisation des ressources et des politiques macroéconomiques toujours relativement laxistes.

Les réponses des économies de la région à la hausse de l'inflation ont varié. Certaines ont resserré la politique monétaire — en relevant les taux d'intérêt (Inde, Indonésie, Corée, Philippines, Thaïlande, Province chinoise de Taiwan, Vietnam), en resserrant les dispositifs de réserves obligatoires (Cambodge, Inde, Vietnam) ou en élargissant la marge d'appréciation du taux de change (Singapour). Plus récemment, la Banque centrale de Chine a abaissé ses taux prêteurs de référence et son coefficient de réserves obligatoires face aux craintes de ralentissement de la croissance. L'Inde et la Corée sont intervenues sur le marché des changes pour soutenir leur monnaie afin d'enrayer l'inflation. Les pays qui ont continué d'accumuler des réserves de change les ont en partie stérilisées en émettant des obligations et en relevant les coefficients de réserves obligatoires pour contenir l'accroissement des liquidités. Dans de nombreux pays, toutefois, les effets du resserrement monétaire ont été compensés par un assouplissement de la politique budgétaire prenant la forme d'une augmentation très sensible des subventions aux produits pétroliers. Si plusieurs pays (Bangladesh, Chine, Inde, Malaisie et Vietnam, par exemple) ont relevé les prix réglementés des combustibles, ce relèvement a été limité (sauf au Vietnam) par rapport à la hausse des prix mondiaux des combustibles et, dans certains cas, les ressources mobilisées ont été utilisées pour augmenter d'autres dépenses, telles que les subventions aux produits alimen-

taires. Plusieurs grands exportateurs de riz de la région (Cambodge, Chine, Inde et Vietnam) ont pris des mesures visant à interdire, continger ou taxer les exportations — pour augmenter l'offre intérieure de denrées alimentaires et abaisser les prix intérieurs —, amplifiant ainsi la pression sur les prix mondiaux.

Comment, dans ces conditions, répondre au fléchissement des perspectives de croissance et aux turbulences financières mondiales sans perdre de vue les risques d'inflation? C'est un dilemme majeur pour les économies de la région. Les situations nationales divergent considérablement, mais les risques de révision à la baisse des perspectives de croissance des pays émergents d'Asie ont augmenté ces derniers mois, tandis que les risques d'inflation se sont modérés à mesure que les prix des produits alimentaires et pétroliers diminuaient après les pics observés plus tôt dans l'année. Les priorités économiques ont été modifiées en conséquence, même s'il reste là aussi des différences notables selon les pays.

- Dans la plupart des cas, la demande intérieure fléchit rapidement et un certain resserrement de la politique macroéconomique a déjà eu lieu. Bien que les autorités doivent rester attentives au risque d'inflation, l'assouplissement de la politique conduite pourrait se justifier si les menaces pesant sur la croissance sont importantes. Les pays dont la situation budgétaire est solide pourraient laisser les stabilisateurs automatiques jouer à plein, mais le recours aux mesures budgétaires discrétionnaires doit être envisagé avec prudence car l'expérience montre qu'il est difficile de choisir le bon moment de lancer des initiatives de ce type et que celles-ci n'ont pas été très efficaces (voir chapitre 5). Elles pourraient toutefois se justifier en cas de détérioration des perspectives de croissance dans des pays aux finances publiques structurellement solides.
- En revanche, dans certains pays où la croissance devrait rester relativement soutenue, où les risques de poursuite des effets de second tour de l'inflation sont plus élevés et où la crédibilité de la politique monétaire n'est pas encore bien établie, le resserrement de la poli-

tique macroéconomique demeure à l'ordre du jour (en Indonésie et au Vietnam, par exemple). Le resserrement de la politique monétaire devrait être la première ligne de défense contre la hausse de l'inflation, mais il faudra parfois le compléter par un assouplissement du taux de change ou par des mesures budgétaires. Les politiques budgétaires restrictives pourraient aider à réduire les pressions inflationnistes, en particulier dans les pays où l'augmentation des subventions aux produits alimentaires et aux combustibles, conjuguée aux hausses de traitement dans la fonction publique, a fragilisé la position budgétaire et contribué à la tension des prix.

Amérique latine et Caraïbes : naviguer dans des eaux plus périlleuses

Comme d'autres régions du monde, l'Amérique latine est confrontée à la coïncidence fâcheuse d'un essoufflement de l'activité, d'une conjoncture extérieure plus difficile et d'une inflation toujours élevée. Après quatre ans de forte croissance de la production, le rythme de l'expansion s'est modéré dans la plupart des économies au premier semestre de 2008 en raison, surtout, de la décélération des exportations. Étayée par les gains de termes de l'échange engrangés par les exportateurs de produits de base, la demande intérieure est restée jusqu'à présent assez robuste, mais on s'attend à ce qu'elle faiblisse à mesure que l'économie mondiale ralentira et que les pays de la région resserreront leur politique monétaire pour endiguer l'inflation. Les pays de la région ont dû aussi compter avec une détérioration de la conjoncture extérieure ces derniers mois. L'Amérique latine est de plus en plus touchée par les turbulences des marchés financiers matures, comme en témoignent la chute brutale des cours des actions, la forte augmentation des marges, le durcissement très sensible de l'accès aux financements en dollars et les pressions qui s'exercent sur les taux de change — en particulier dans les pays qui exportent des produits de base, dont les prix sont orientés à la baisse.

Selon les projections, la croissance du PIB devrait passer globalement de 5½ % en 2007 à 4½ % en 2008 puis 3¼ % (tableau 2.4). La décélération attendue en 2009 est un peu plus prononcée qu'on ne le prévoyait dans la mise à jour des *Perspectives* en juillet dernier, ce qui s'explique par la détérioration des perspectives économiques mondiales, la détente des prix des produits de base et le durcissement des conditions financières extérieures. La croissance devrait tomber en dessous de son rythme tendanciel au Brésil et l'activité rester morose au Mexique, où les exportations et les fonds reçus de l'extérieur diminueront suite au ralentissement de l'activité aux États-Unis. L'expansion devrait aussi marquer le pas en Amérique centrale et dans les Caraïbes, où cette modération reflétera l'impact du ralentissement de la croissance aux États-Unis sur les envois de fonds des travailleurs expatriés, le commerce et le tourisme, ainsi que les prix élevés des combustibles.

L'inflation globale pour l'ensemble de la région affichait en août dernier, à 8 %, son taux le plus élevé des cinq dernières années, mais elle devrait se modérer fin 2008 et en 2009, sous l'effet conjugué de la détente des prix mondiaux des produits de base, du resserrement des politiques monétaires et du ralentissement de la croissance de la demande. En Bolivie, au Paraguay, en République bolivarienne du Venezuela et dans plusieurs pays d'Amérique centrale, notamment, on continuera cependant d'observer des taux d'inflation à deux chiffres et les analystes estiment que l'inflation effective en Argentine est nettement plus élevée que le taux officiel de 9,0 % annoncé en août (graphique 2.5)⁹. Si la croissance des salaires nominaux est restée maîtrisée dans la plupart des pays, la montée des anticipations inflationnistes se répercute sur les négociations salariales dans des pays comme l'Argentine ou la République bolivarienne du Venezuela, qui sont proches des limites de leurs

⁹Les IPC d'août 2008 pour plusieurs capitales provinciales sont en général nettement supérieurs à ce taux, même s'il convient de noter que les données provinciales reposent sur des paniers de biens différents.

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

	PIB réel				Prix à la consommation ¹				Solde des transactions courantes ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Hémisphère occidental	5,5	5,6	4,6	3,2	5,3	5,4	7,9	7,3	1,5	0,4	-0,8	-1,6
Amérique du Sud et Mexique³	5,4	5,6	4,6	3,1	5,2	5,3	7,6	7,1	1,8	0,8	-0,5	-1,3
Argentine	8,5	8,7	6,5	3,6	10,9	8,8	9,1	9,1	2,6	1,7	0,8	-0,6
Brésil	3,8	5,4	5,2	3,5	4,2	3,6	5,7	5,1	1,3	0,1	-1,8	-2,0
Chili	4,3	5,1	4,5	3,8	3,4	4,4	8,9	6,5	4,7	4,4	-1,1	-0,9
Colombie	6,8	7,7	4,0	3,5	4,3	5,5	7,3	5,5	-1,8	-2,9	-2,2	-1,9
Équateur	3,9	2,5	3,0	3,0	3,3	2,3	8,5	5,1	3,9	2,3	5,6	1,5
Mexique	4,9	3,2	2,1	1,8	3,6	4,0	4,9	4,2	-0,2	-0,6	-1,4	-2,2
Pérou	7,7	8,9	9,2	7,0	2,0	1,8	5,6	4,4	3,0	1,4	-2,0	-1,8
Uruguay	7,0	7,4	6,5	5,5	6,4	8,1	6,8	6,2	-2,4	-0,8	-2,6	-1,9
Venezuela, Rép. boliv. du	10,3	8,4	6,0	2,0	13,7	18,7	27,2	33,5	14,7	8,8	8,5	3,4
Amérique centrale⁴	6,2	6,6	4,6	4,2	6,5	6,7	10,9	8,5	-4,8	-6,9	-9,1	-8,7
Caraïbes⁴	7,8	5,6	3,7	2,9	7,8	6,7	12,1	10,1	-0,7	-1,7	-5,3	-4,4

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre peuvent être trouvées au tableau A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³Y compris la Bolivie et le Paraguay.

⁴La composition de ce groupe régional figure au tableau F de l'appendice statistique.

contraintes de capacité. Dans les pays — Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou — où elle est ciblée par les banques centrales, l'inflation a aussi augmenté pour dépasser parfois les plages d'évolution visées, mais son accélération a été en général mieux contenue qu'ailleurs dans la région, et l'on note des signes de stabilisation, voire de repli des anticipations inflationnistes dans certains pays.

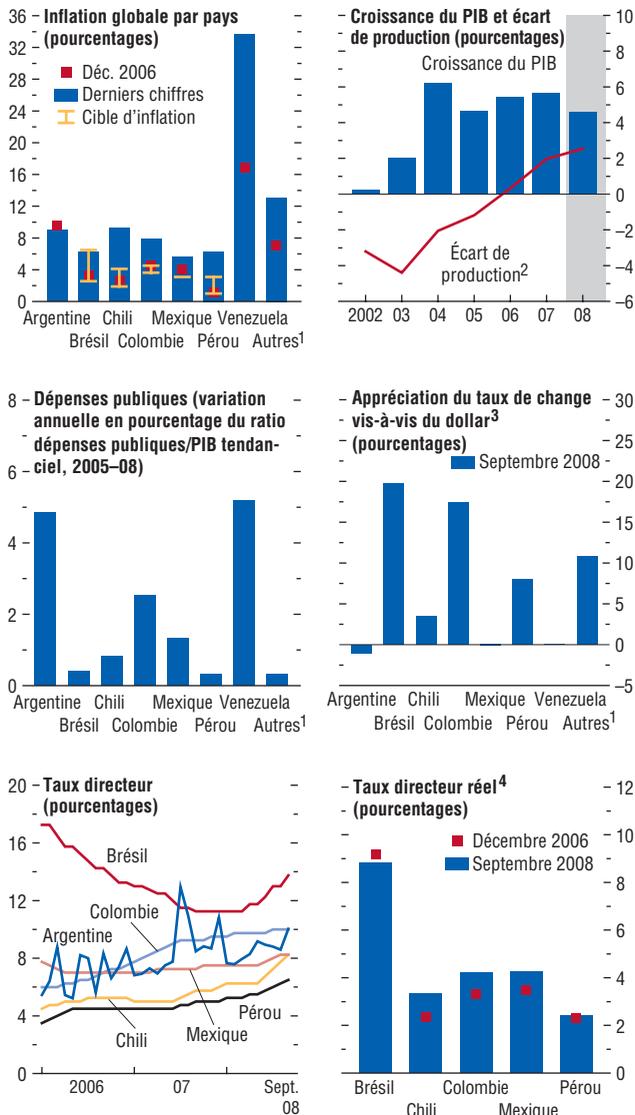
En réponse, les banques centrales ont relevé leurs taux directeurs de façon particulièrement active dans les pays qui ciblent l'inflation, où l'appréciation du taux de change a aussi aidé à contenir les pressions inflationnistes. Au Brésil, le resserrement de la politique monétaire a été étayé par un relèvement (de ½ point de PIB) de la cible d'excédent du budget primaire pour 2008. Le plus souvent, toutefois, les politiques budgétaires conduites dans la région n'ont pas été restrictives, ce qui s'explique en partie par l'impact budgétaire du report des mesures visant à répercuter la hausse des cours mondiaux du pétrole sur les prix intérieurs et de l'augmentation des subventions explicites. L'inflation

devrait diminuer progressivement, mais le resserrement monétaire se justifie toujours dans les pays où les taux d'intérêt réels sont devenus nettement négatifs et où il semble que la politique suivie ait perdu de sa crédibilité. Les banques centrales qui ciblent l'inflation se sont ménagées une marge de manœuvre limitée leur permettant de tolérer que l'inflation globale s'écarte temporairement des objectifs, mais l'évolution des risques pesant sur l'activité pourrait obliger certaines d'entre elles à relever encore leurs taux. Parallèlement, une plus grande maîtrise de l'augmentation des dépenses publiques aiderait à limiter la croissance de la demande intérieure et à réduire l'exposition aux volte-face du marché.

Les positions extérieures sont en général solides, mais les turbulences de l'économie mondiale risquent d'éroder les marges de sécurité constituées ces dernières années. Le solde extérieur courant de la région devrait devenir déficitaire en 2008 et 2009, après avoir été constamment excédentaire depuis 2003, mais ce déficit restera assez faible. Qui plus est, les réserves sont abondantes et les taux de change flexibles offrent

Graphique 2.5. Amérique latine : retour de l'inflation

L'inflation est en hausse dans la région, sous l'effet conjugué du renchérissement des prix des denrées alimentaires et du resserrement des contraintes de capacité. Les banques centrales qui ciblent l'inflation ont opté en général pour des relèvements plus fréquents des taux d'intérêt, étayés par une gestion plus souple du taux de change.



Sources : Haver Analytics; Banque interaméricaine de développement; estimations des services du FMI.
¹ Bolivie, Costa Rica, Guatemala, Honduras, Paraguay et Uruguay.
² Les estimations de l'écart de production, exprimées sous forme de ratio du PIB potentiel, reposent sur les calculs des services du FMI.
³ Depuis décembre 2006.
⁴ Par rapport aux anticipations d'inflation sur un an.

une marge de manœuvre à certains pays. Globalement, les facteurs de vulnérabilité des bilans du secteur public ont été réduits et les notes de crédit se sont améliorées — le Brésil et le Pérou ont été classés dans la catégorie des bons investissements ces derniers mois. Les conditions de financement en dollars se sont toutefois durcies dans plusieurs pays au cours des derniers mois, et cette situation — conjuguée à une baisse soutenue des prix des produits de base — pourrait mettre à l'épreuve les cadres de politique macroéconomique.

Les risques penchent davantage dans le sens d'une détérioration de ces perspectives, qui résulterait surtout de l'évolution extérieure. Un fléchissement plus prononcé de la croissance mondiale pourrait ainsi déclencher une forte chute des prix des produits de base, et les conditions financières extérieures auxquelles l'Amérique latine est confrontée pourraient continuer à se resserrer. Un tel scénario ralentirait encore davantage la croissance dans la région et, bien que l'inflation se modérerait considérablement, les positions extérieures pourraient être mises sérieusement en difficulté. Les autorités devraient être prêtes, dans ce cas, à infléchir leur politique pour préserver la stabilité macroéconomique et les perspectives de croissance à long terme. Quelques pays, dont la situation budgétaire est très solide, pourraient disposer d'une certaine latitude pour engager une réponse budgétaire contracyclique. Enfin, une gestion flexible du taux de change permettrait de mieux résister à des flux de devises potentiellement volatils.

Pays émergents d'Europe : perspectives d'atterrissage en douceur

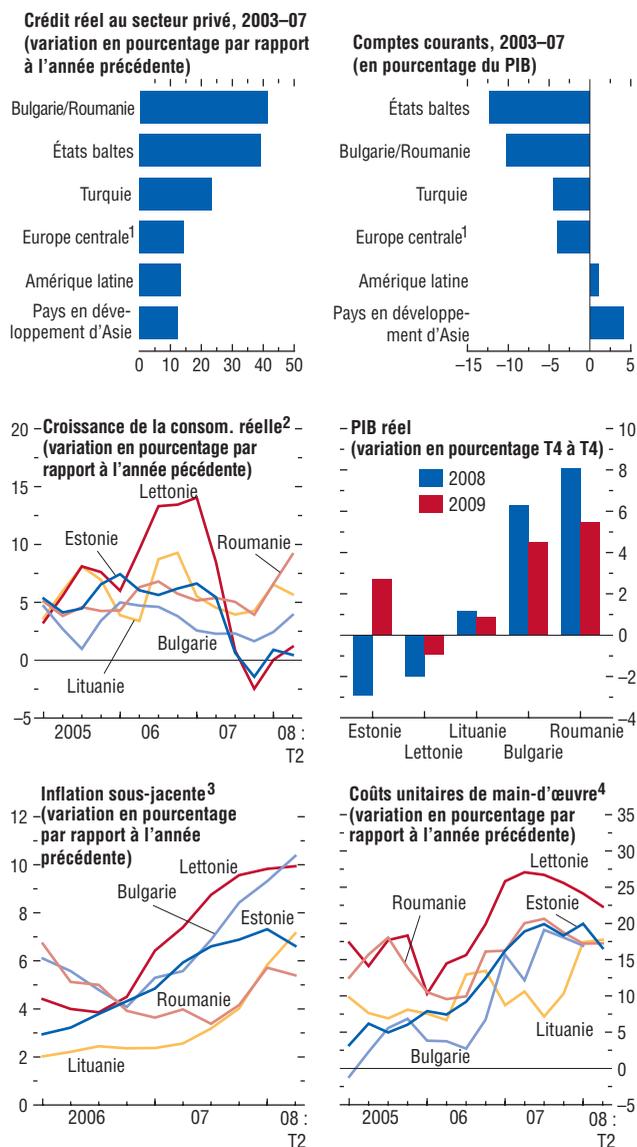
Après une longue période d'expansion économique, l'activité a commencé à se modérer dans les pays émergents d'Europe, où il semble qu'un ralentissement très sensible se prépare. Le fléchissement de la demande extérieure — imputable surtout à la décélération de la demande en provenance d'Europe occidentale — et le resserrement des conditions finan-

cières pèsent sur les investissements et les exportations, tandis que la consommation privée a ralenti face à la flambée des prix des produits alimentaires et énergétiques. Néanmoins, l'expansion en cours des capacités de production et le développement rapide des prêts consentis au secteur privé par des banques le plus souvent étrangères (en Bulgarie et en Roumanie, notamment) continuent d'étayer la demande intérieure, même si les chances que l'afflux massif de capitaux se poursuive ont considérablement diminué. Les pays baltes — l'Estonie et la Lettonie, en particulier — enregistrent d'ores et déjà de fortes corrections car les déséquilibres internes et externes qui s'étaient accumulés durant les longues phases de boom de la consommation et de l'investissement commencent à se résorber (graphique 2.6). Les revenus réels étant érodés par le lourd service de la dette et une inflation élevée alors que les banques étrangères — qui craignent de plus en plus l'accumulation des déséquilibres — freinent l'octroi des prêts, la consommation privée et, dans une moindre mesure, l'investissement ont chuté tandis que les déficits extérieurs courants ont commencé à diminuer.

Alors que la demande intérieure reste soutenue et que les marchés du travail sont toujours tendus, l'inflation a été ravivée par la hausse des prix des produits alimentaires et énergétiques. En juin 2008, l'inflation globale était deux fois plus élevée dans la plupart des pays de la région qu'il y a un an, et affichait des taux à deux chiffres dans les pays baltes (notamment en Lettonie), en Bulgarie et en Turquie. L'inflation sous-jacente est en hausse elle aussi suite aux revalorisations des salaires (en Pologne et en République slovaque, par exemple) et aux fortes pressions de la demande (en Bulgarie, en Roumanie et en Turquie, notamment). On constate par ailleurs des effets de second tour dus à la flambée des prix des produits alimentaires et énergétiques, et les anticipations inflationnistes ont légèrement augmenté dans de nombreux pays. Les pays émergents d'Europe centrale et orientale, la Roumanie et la Turquie — qui ont largement dépassé leurs cibles d'in-

Graphique 2.6. Pays émergents d'Europe : le boom du crédit s'essouffle-t-il?

Le crédit au secteur privé a augmenté beaucoup plus vite dans les pays baltes, en Bulgarie et en Roumanie qu'ailleurs dans la région. Le boom du crédit s'est accompagné du creusement d'importants déséquilibres extérieurs. Une forte correction est en cours en Estonie et en Lituanie, alors que la consommation et le PIB continuent de croître à un rythme soutenu en Bulgarie, en Roumanie et, dans une moindre mesure, en Lituanie. L'inflation sous-jacente et la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre ont commencé à se stabiliser en Estonie et en Lituanie, tandis que l'inflation reste forte en Bulgarie, en Lituanie et en Roumanie.



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

¹Hongrie, Pologne, République slovaque et République tchèque.

²Moyenne mobile sur deux trimestres.

³L'indice des prix à la consommation (IPC) global exclut l'énergie, l'alimentation, l'alcool et le tabac.

⁴Calculés en divisant la masse globale des rémunérations par le PIB, sauf pour la Roumanie où les salaires sont utilisés à la place des rémunérations.

Tableau 2.5. Pays émergents d'Europe : PIB réel, prix à la consommation et solde des transactions courantes*(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	PIB réel				Prix à la consommation ¹				Solde des transactions courantes ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Pays émergents d'Europe	6,7	5,7	4,5	3,4	5,4	5,7	7,8	5,8	-6,0	-6,6	-7,1	-7,2
Turquie	6,9	4,6	3,5	3,0	9,6	8,8	10,5	8,4	-6,0	-5,7	-6,5	-6,7
Turquie non comprise	6,6	6,3	5,0	3,5	3,2	4,1	6,4	4,5	-6,0	-7,1	-7,4	-7,4
Pays baltes	9,8	8,8	1,2	-0,3	4,8	7,3	12,5	7,3	-15,8	-18,1	-14,0	-8,6
Estonie	10,4	6,3	-1,5	0,5	4,4	6,6	10,2	5,1	-16,7	-18,1	-10,8	-8,7
Lettonie	12,2	10,3	-0,9	-2,2	6,5	10,1	15,9	10,6	-22,7	-22,9	-15,1	-8,3
Lituanie	7,9	8,9	3,9	0,7	3,8	5,8	11,3	6,2	-10,7	-14,6	-14,9	-8,7
Europe centrale	6,2	6,1	4,6	3,6	2,1	3,4	4,9	3,5	-3,6	-3,7	-4,4	-5,0
Hongrie	3,9	1,3	1,9	2,3	3,9	7,9	6,3	4,1	-6,1	-5,0	-5,5	-6,1
Pologne	6,2	6,6	5,2	3,8	1,0	2,5	4,0	3,3	-2,7	-3,8	-4,7	-5,7
République slovaque	8,5	10,4	7,4	5,6	4,3	1,9	3,9	3,6	-7,1	-5,4	-5,1	-4,7
République tchèque	6,8	6,6	4,0	3,4	2,5	2,8	6,7	3,4	-2,6	-1,8	-2,2	-2,5
Europe du Sud et du Sud-Est	7,0	6,0	7,3	4,5	6,2	5,1	8,8	6,4	-10,7	-14,1	-14,8	-14,0
Bulgarie	6,3	6,2	6,3	4,2	7,4	7,6	12,2	7,0	-15,6	-21,4	-24,4	-21,5
Croatie	4,8	5,6	3,8	3,7	3,2	2,9	7,0	4,9	-7,9	-8,6	-10,1	-10,2
Roumanie	7,9	6,0	8,6	4,8	6,6	4,8	8,2	6,6	-10,4	-14,0	-13,8	-13,3

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre peuvent être trouvées au tableau A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

flation — ont resserré leur politique monétaire dans le cadre de régimes de taux de change flottant. Dans les économies d'Europe centrale et orientale, l'appréciation des monnaies et les bonnes récoltes ont aidé à combattre les pressions inflationnistes. Les pays qui appliquent un taux de change fixe (pays baltes et Bulgarie) ont eu cependant une marge de manœuvre plus restreinte pour resserrer la politique monétaire, tandis qu'en Roumanie et en Turquie, la dépréciation de la monnaie a contribué à l'inflation malgré le relèvement des taux d'intérêt. Les pressions inflationnistes n'en ont pas moins commencé à s'atténuer en Estonie, en Hongrie et en Lettonie suite aux corrections apportées aux politiques économiques (graphique 2.6).

On s'attend à ce que la croissance continue d'enregistrer une forte décélération imputable, entre autres, à la diminution des entrées de capitaux et au resserrement des contraintes financières. Selon les projections, elle devrait

tomber de 6 % en 2007 à près de 4½ % en 2008 puis à 3½ % en 2009 dans les pays d'Europe centrale et orientale (tableau 2.5). Le fléchissement de la demande en provenance d'Europe occidentale ralentira les exportations et l'investissement, tandis que les revenus réels et la consommation paieront leur tribut à la forte inflation. La croissance fléchira aussi en Europe du Sud et du Sud-Est ainsi qu'en Turquie, car la détérioration des perspectives extérieures et le niveau toujours élevé des prix des produits de base pèseront sur la consommation et l'investissement. Le processus de correction engagé dans les pays baltes devrait se poursuivre et ramener la croissance, selon les projections, de près de 9 % (en moyenne) en 2007 à environ 1¼ % en 2008 puis à -¼ % en 2009. La reprise devrait s'amorcer progressivement au second semestre de 2009, tandis que les hausses des prix des produits de base et les pressions intérieures (coûts et demande) se modéreront.

Les risques penchent dans le sens d'une révision à la baisse de ces perspectives, qui pourrait se concrétiser en cas de détérioration des conditions financières extérieures, de fléchissement plus important que prévu de la demande extérieure ou de nouvelle hausse des prix des produits de base. Les pays dont les déficits extérieurs courants considérables sont financés en partie par des entrées de capitaux non assimilables à des investissements directs étrangers sont particulièrement vulnérables à un renversement brutal de ces flux. Dans certains pays émergents d'Europe, la vulnérabilité à de nouvelles volte-face des marchés est exacerbée par l'importance des portefeuilles d'obligations en monnaie locale détenus par des non-résidents, le grand nombre d'emprunts intérieurs libellés en devises et la dépendance de certains établissements financiers envers les financements de montant élevé en provenance de l'étranger. Au-delà de ces risques, une grande incertitude entoure le rythme de l'ajustement dans les pays baltes. Même l'hypothèse d'un ralentissement plus prononcé que prévu n'est pas exclue si la confiance extérieure et intérieure devait s'effondrer. La phase de ralentissement de l'activité pourrait aussi être plus longue qu'escompté si les marchés du travail, qui doivent s'ajuster pour redevenir compétitifs, se révèlent moins flexibles que prévu.

Les risques financiers ont eux aussi beaucoup augmenté suite au déclenchement de turbulences sur les marchés financiers avancés. Bien que les banques actives dans les pays émergents d'Europe ne soient guère — et parfois pas du tout — exposées directement sur le marché des prêts hypothécaires à risque des États-Unis, elles ont été touchées (de même que leur société mère) par l'aggravation des turbulences en Europe occidentale. La plus grande frilosité des investisseurs constatée à l'échelle mondiale a accru le risque de liquidité en augmentant le coût des financements externes pour les banques et en raccourcissant les échéances. Le risque de crédit a augmenté lui aussi, car le boom du crédit était allé de pair avec un allongement des échéances, une hausse des ratios prêts/valeur

et une exposition accrue sur les produits plus risqués (prêts libellés en yen pour la Hongrie ou en francs suisses pour la Pologne, par exemple, parfois à taux variable). La décélération récente des prix de l'immobilier, au moins dans certains pays, rend les banques plus vulnérables au risque de crédit. Les prêts en devises sont très répandus, que ce soit dans les pays où le taux de change est fixe (les prêts se font pour l'essentiel en euros dans les pays baltes) ou dans ceux où le taux de change est flottant (en Hongrie et en Roumanie, par exemple, les prêts en devises représentaient environ 60 % des prêts aux ménages en 2007). La baisse des cours des actions et l'augmentation des marges sur les obligations ont aussi alourdi les coûts de financement.

La question est de savoir comment assurer un atterrissage en douceur tout en jetant les bases d'une convergence viable vers les niveaux de vie d'Europe occidentale.

- Dans les économies d'Europe centrale et orientale, les risques qui pèsent sur l'inflation et sur la croissance semblent équilibrés et justifient le maintien de la politique monétaire en l'état pour le moment, même si la balance des risques dépend de l'évolution imprévisible des flux de capitaux et des taux de change. Les positions budgétaires se sont consolidées récemment grâce au dynamisme des recettes et à la modération des dépenses, mais les marges de manœuvre disponibles pour laisser jouer les stabilisateurs automatiques sont limitées. La poursuite de l'assainissement des finances publiques aiderait à élargir ces marges et à soulager quelque peu la politique monétaire. Les finances publiques doivent être placées sur une trajectoire d'évolution durablement viable afin de relever le défi du vieillissement démographique et d'accompagner le processus de convergence vers la zone euro, notamment en République slovaque où le passage à l'euro est prévu pour janvier 2009. S'attaquer aux rigidités qui subsistent sur les marchés du travail faciliterait l'ajustement à long terme des finances publiques, tout en desserrant les contraintes qui brident l'emploi et en allégeant les pressions salariales.

- Dans les pays baltes, l'ajustement macroéconomique doit être mené à bien. Les tensions de la demande intérieure s'atténuent, notamment en Estonie et en Lettonie, mais les déséquilibres externes n'en restent pas moins préoccupants, l'inflation affiche des taux à deux chiffres et la confiance s'effrite. Il importe de résister à la tentation d'assouplir très sensiblement la politique budgétaire dans cette phase de fléchissement de l'activité, car le degré d'ouverture élevé de ces économies limiterait l'impact d'une telle mesure sur la demande. Il faudra aussi revenir sur les augmentations de dépenses non viables héritées d'un passé récent et adopter une cible de solde structurel à moyen terme. Enfin, il sera important également de redoubler de vigilance dans le contrôle du secteur financier et de prévoir des plans d'urgence pour les établissements de crédit qui pourraient essuyer des pertes considérables sur les prêts suite au ralentissement de l'activité. Cela suppose que les autorités prudentielles nationales collaborent étroitement avec leurs homologues étrangères, puisque une grande partie des banques sont détenues par des intérêts étrangers.
- Les pays d'Europe du Sud et du Sud-Est doivent prendre des mesures pour enrayer le processus d'aggravation des déséquilibres externes et internes, en ayant à l'esprit que les conditions financières extérieures sont plus volatiles. Comme les pays baltes il y a plusieurs années, ces pays traversent encore une période faste et doivent éviter que leur politique budgétaire ou leur politique de revenus n'ajoute des impulsions procycliques à l'activité d'un secteur privé déjà en surchauffe. Il leur faut en particulier maîtriser la croissance des dépenses publiques en faisant en sorte que les rémunérations dans le secteur public restent compatibles avec les gains de productivité et en réduisant le rôle de l'État, tout en procédant aux réformes nécessaires pour rendre le secteur public plus efficace. Le crédit au secteur privé affichant des taux de croissance à deux chiffres, il est essentiel aussi de maintenir des normes prudentielles

élevées — et de les appliquer scrupuleusement — pour empêcher tout relâchement des normes de crédit. Là encore, et pour les mêmes raisons que dans les pays baltes, l'existence d'une collaboration internationale étroite sera importante.

Communauté des États indépendants : gérer le boom des prix des produits de base

La plupart des pays de la Communauté des États indépendants (CEI) ont connu une forte croissance du PIB réel, étayée par une demande intérieure dynamique stimulée elle-même par les gains de terme de l'échange enregistrés dans la plupart des pays de la région et par les politiques macroéconomiques expansionnistes mises en œuvre. Cependant, les perspectives de croissance se détériorent et la région a été touchée par les turbulences financières mondiales : c'est le cas notamment pour le Kazakhstan, et plus récemment pour la Russie, qui a dû faire face à une perte de confiance et à un renversement brutal des flux de capitaux. Le fléchissement de la demande des partenaires commerciaux devrait amplifier l'impact des perturbations des marchés financiers sur la croissance.

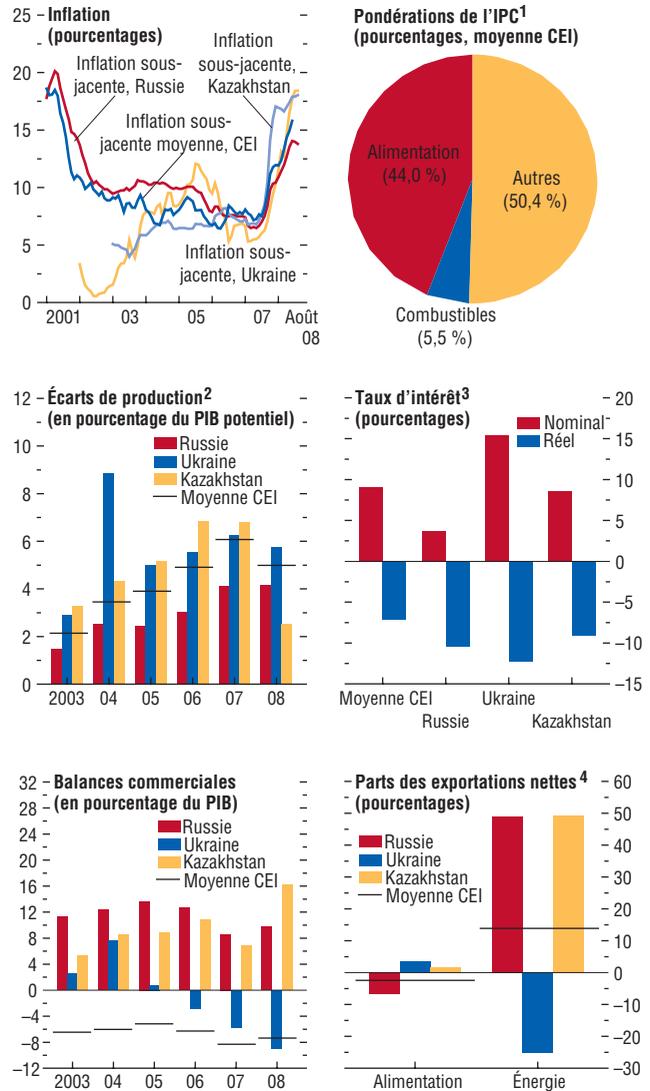
Les prix mondiaux élevés des denrées alimentaires et des combustibles ont largement contribué aux pressions inflationnistes dans la région. Compte tenu en partie du poids élevé des produits alimentaires dans le budget de consommation des ménages, l'inflation globale est montée en flèche au premier semestre de 2008, pour avoisiner 15 % cet été (graphique 2.7). L'inflation sous-jacente a augmenté elle aussi dans la région, suite aux tensions provoquées par la hausse des produits de base et la demande intérieure. Les craintes de surchauffe existent donc, car la production est systématiquement supérieure à son potentiel et les marchés du travail restent tendus. L'orientation des politiques conduites dans la région demeure dans l'ensemble expansionniste; les taux d'intérêt sont devenus négatifs en termes réels, et les dépenses publiques continuent d'augmenter

rapidement. Les prix mondiaux élevés des produits de base ont continué de doper les balances commerciales des pays qui en sont exportateurs nets, tandis que les importateurs nets de ces produits ont vu leur position extérieure se dégrader très sensiblement. L'Azerbaïdjan, le Kazakhstan, la Russie, le Turkménistan et l'Ouzbékistan sont les pays qui ont bénéficié le plus de ces gains de termes de l'échange, tandis que l'Arménie, le Moldova et le Tadjikistan enregistrent au contraire une détérioration à ce niveau. Chez les importateurs nets de denrées alimentaires, la balance de ces produits s'est très sensiblement détériorée et accuse dans certains cas un déficit alarmant. En réponse au renchérissement de ses importations alimentaires, la République kirghize a bénéficié d'un décaissement accru du FMI pour l'aider à combler le déficit plus important que prévu de sa balance des paiements.

Suite au ralentissement de la demande extérieure et à la montée des pressions sur le marché financier, la croissance du PIB réel devrait ralentir pour passer de 7¼ % cette année à environ 5¼ % en 2009 (tableau 2.6). En dépit de la baisse récente des prix du pétrole, on s'attend à ce que la production augmente à un rythme soutenu dans les pays exportateurs nets d'énergie, où les gains de termes de l'échange devraient continuer de stimuler la demande, alors que les pays importateurs nets d'énergie verront probablement leur dynamique de croissance fléchir nettement. En Russie, les prévisions de croissance pour 2008 tiennent compte des résultats meilleurs que prévu enregistrés en début d'année, des gains de termes de l'échange et du plan de relance budgétaire, plus ambitieux que prévu. Mais l'expansion devrait sensiblement fléchir suite au ralentissement de la demande mondiale et au resserrement des conditions financières. Au Kazakhstan, la croissance devrait rester relativement modérée, car les excès liés au boom précédent du crédit se dissipent, mais le dynamisme persistant du secteur pétrolier devrait compenser encore en partie les effets de la contraction du crédit. En Ukraine, les perspectives de croissance pour 2008 reflètent les solides performances enregistrées au premier semestre,

Graphique 2.7. Communauté des États indépendants (CEI) : gérer le boom des prix des produits de base

La flambée des prix des produits alimentaires et énergétiques entraîne une divergence des positions extérieures et contribue à l'accélération de l'inflation dans la région, où les politiques expansionnistes continuent de stimuler la demande.



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

¹IPC = indice des prix à la consommation.

²Les écarts de production sont estimés à partir du PIB potentiel, en utilisant le filtre de Hodrick-Prescott. Pour plus de détails sur la méthodologie et les questions d'estimations qui se posent, voir l'encadré 1.3.

³Taux des dépôts. Les taux réels sont calculés en utilisant l'inflation globale.

⁴Part des exportations totales moins parts des importations totales.

Tableau 2.6. Communauté des États indépendants : PIB réel, prix à la consommation et solde des transactions courantes*(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	PIB réel				Prix à la consommation ¹				Solde des transactions courantes ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Communauté des États indépendants (CEI)	8,2	8,6	7,2	5,7	9,5	9,7	15,6	12,6	7,5	4,4	5,5	3,0
Bélarus	10,0	8,2	9,2	8,0	7,0	8,4	15,3	9,6	-3,9	-6,8	-5,9	-8,0
Kazakhstan	10,7	8,9	4,5	5,3	8,6	10,8	17,6	9,8	-2,4	-6,9	4,3	3,3
Russie	7,4	8,1	7,0	5,5	9,7	9,0	14,0	12,0	9,5	5,9	6,5	3,4
Turkménistan	11,4	11,6	10,8	10,3	8,2	6,3	13,0	12,0	15,7	15,4	26,5	33,0
Ukraine	7,3	7,6	6,4	2,5	9,1	12,8	25,3	18,8	-1,5	-3,7	-7,2	-9,2
CEI-7	14,7	14,5	10,5	10,5	10,1	12,7	16,3	13,7	7,7	11,2	15,7	16,2
Arménie	13,3	13,8	10,0	8,0	2,9	4,4	9,4	5,0	-1,8	-6,4	-9,7	-10,8
Azerbaïdjan	30,5	23,4	16,0	16,4	8,4	16,6	22,4	20,0	17,7	28,9	38,3	38,6
Géorgie	9,4	12,4	3,5	4,0	9,2	9,2	10,0	7,6	-15,9	-20,0	-20,8	-18,7
Moldova	4,8	4,0	6,5	6,5	12,7	12,4	13,7	9,7	-11,8	-17,0	-19,9	-19,1
Ouzbékistan	7,3	9,5	8,0	7,5	14,2	12,3	11,1	10,6	17,2	19,1	16,8	12,8
République kirghize	3,1	8,2	7,5	6,7	5,6	10,2	24,5	12,2	-3,1	-0,2	-4,2	-5,4
Tadjikistan	7,0	7,8	6,0	7,0	10,0	13,2	21,6	15,5	-2,8	-11,2	-8,5	-8,1
<i>Pour mémoire</i>												
Exportateurs nets d'énergie ³	8,2	8,7	7,2	6,0	9,7	9,4	14,5	12,1	9,1	5,9	7,5	4,8
Importateurs nets d'énergie ⁴	8,0	8,1	7,0	4,2	8,5	11,4	21,5	15,4	-3,0	-5,6	-7,9	-9,6

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre peuvent être trouvées au tableau A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³Azerbaïdjan, Kazakhstan, Ouzbékistan, Russie et Turkménistan.

⁴Arménie, Bélarus, Géorgie, Moldova, République kirghize, Tadjikistan et Ukraine.

les gains de termes de l'échange et les signes indicateurs d'une excellente campagne agricole. Selon les projections, l'expansion devrait néanmoins enregistrer une forte décélération due au fléchissement de la croissance des marchés d'exportation, au ralentissement de la hausse des salaires réels, à la modération des gains de termes de l'échange et à l'alourdissement des coûts de financement.

Les risques qui pèsent sur ces perspectives ont évolué dans le sens d'une possible dégradation des résultats effectifs par rapport aux prévisions. Les incertitudes entourant les marchés financiers sont préoccupantes, en particulier pour les pays dont le déficit extérieur courant se creuse rapidement (l'Ukraine, par exemple) ou qui dépendent déjà beaucoup des entrées de capitaux. Un nouveau resserrement des politiques monétaires et budgétaires est attendu au second semestre de 2008, mais ses effets à court terme sur l'activité et l'inflation seront sans doute limités.

Aussi les risques d'inflation sont-ils en hausse pour les importateurs nets, comme pour les exportateurs nets, de produits de base.

On s'attend désormais à ce que l'inflation soit plus que forte que prévu dans les *Perspectives* d'avril 2008, pour s'établir autour de 15½ % cette année et de 12½ l'année suivante du fait de l'exacerbation des tensions des prix, dans le contexte de prix des produits de base toujours élevés et de faibles capacités inemployées. Dans ces conditions, l'efficacité de la politique monétaire reste en général limitée par la rigidité des régimes de change, même si l'Ukraine vient de réévaluer son taux de change dans le cadre d'une bande de fluctuation élargie. Pour compenser, les gouvernements des pays de la CEI ont eu recours à diverses mesures budgétaires et commerciales afin de contenir les pressions inflationnistes et d'atténuer l'impact social du renchérissement des denrées alimentaires. Ces mesures ont consisté, entre autres, à diminuer

ou supprimer les taxes à l'importation et droits de douane sur certaines denrées essentielles, à baisser les taxes sur la consommation intérieure ou augmenter les subventions aux produits alimentaires et énergétiques, à plafonner directement les prix de certains produits de première nécessité et à imposer des taxes ou contingents à l'exportation. Quelques pays ont opté pour des mesures à court terme axées sur l'offre, sous forme principalement de subventions ou autres mesures de soutien à l'agriculture. Cependant, le coût budgétaire de ces initiatives a atteint parfois des proportions déconcertantes qui suscitent des craintes quant à leur viabilité budgétaire.

Aussi longtemps que les projections ne laisseront pas entrevoir une diminution sensible de l'inflation par rapport aux niveaux élevés où elle se situe à l'heure actuelle, de nombreux pays de la région devront prendre des mesures plus énergiques pour s'assurer que les anticipations inflationnistes à long terme restent fermement ancrées. Une réponse globale devrait porter à la fois sur le resserrement de la politique monétaire, l'assouplissement du taux de change et l'orientation prudente de la politique budgétaire. Il serait utile, en particulier, de remplacer les subventions généralisées — qui amplifient les tensions de la demande intérieure et pèsent sur les finances publiques — par des mesures temporaires et ciblées visant à atténuer l'impact social de la flambée des prix alimentaires et énergétiques sur les segments les plus vulnérables de la population. À cet égard, les dispositifs de restriction des exportations et les autres mesures interventionnistes qui empêchent l'ajustement indispensable de l'offre risquent fort de se révéler contreproductives.

Sur le long terme, la région reste confrontée à la tâche difficile consistant à diminuer sa sensibilité aux chocs des prix de produits de base en diversifiant son économie pour être moins tributaire de ces produits. En persévérant dans les efforts engagés pour améliorer le climat des affaires, intensifier la concurrence (y compris dans les secteurs de l'alimentation et de l'énergie), consolider les systèmes financiers intérieurs et poursuivre, plus largement, la mise en place

des institutions de marché, les pays de la CEI se donneraient les moyens de réaliser de meilleures performances à l'avenir et de réduire les facteurs de vulnérabilité associés aux retournements des termes de l'échange.

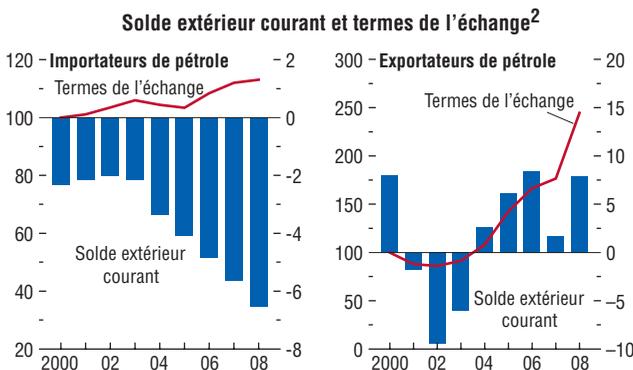
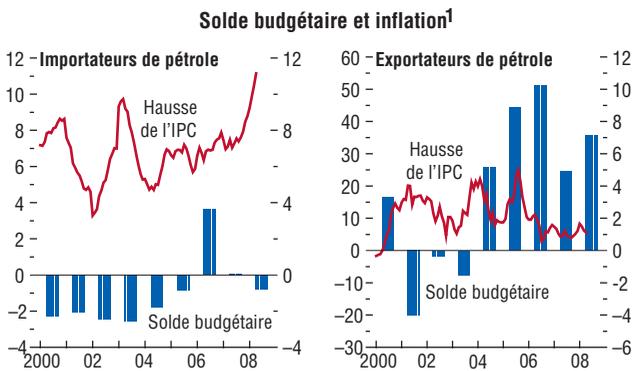
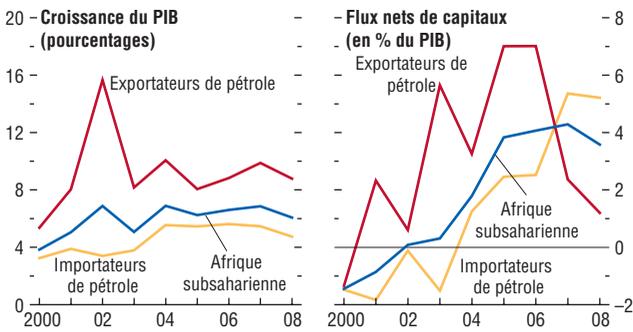
Afrique subsaharienne : un test pour les cadres de politique économique

La croissance économique devrait se modérer en Afrique subsaharienne (AfSS) face aux turbulences financières et au renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires, même si de nombreux pays de la région bénéficient des gains de termes de l'échange induits par l'envolée des prix des autres produits de base. Selon les projections, la croissance de la région devrait ralentir pour passer de près de 7 % en 2007 à un peu plus de 6 % en 2008–09. Les différences sont toutefois importantes d'un pays à l'autre (graphique 2.8 et tableau 2.7). En dépit de la détérioration de la conjoncture extérieure, l'expansion économique ne devrait que modérément fléchir dans les pays exportateurs de pétrole en 2008–09, pour s'établir autour de 7½ % — après avoir avoisiné 8 % en 2007 — suite à une amélioration de près de 75 % des termes de l'échange en 2008. Dans les pays importateurs de pétrole, les termes de l'échange resteront à peu près stables en 2008 car la hausse des prix pétroliers sera contrebalancée par celle de certains produits d'exportation (métaux, café, cacao, coton)¹⁰. Cependant, les pays les plus durement touchés (Bénin, Gambie, Kenya, Madagascar, Rwanda et Sierra Leone) devraient, selon les projections, enregistrer une détérioration de 15 à 20 % de leurs termes de l'échange. En Afrique du Sud, principale économie d'AfSS, la pénurie d'électricité observée au début de 2008

¹⁰Les importateurs de pétrole vont bénéficier de la hausse des prix des métaux (Afrique du Sud, Botswana, Ghana, Guinée, Kenya, Mozambique, Ouganda, Sénégal, Togo et Zambie), du café, du cacao et du coton (Burundi, Côte d'Ivoire, Éthiopie, Kenya, Ouganda, Rwanda et Zambie, entre autres). Pour plus de détails sur les effets du choc récent des prix des produits de base, voir chapitre 3 et FMI (2008a).

Graphique 2.8. Afrique subsaharienne : avantages et inconvénients des prix élevés des produits de base

Globalement, la croissance de l'Afrique devrait afficher une certaine résistance au ralentissement de l'économie mondiale, car de nombreux pays bénéficient d'une amélioration des termes de l'échange due à l'envolée des prix des combustibles et des autres prix de base, et l'afflux de capitaux net dans la région reste dans l'ensemble soutenu. Il existe néanmoins des différences spectaculaires entre les résultats économiques des pays importateurs et des pays exportateurs de pétrole, les premiers enregistrant une détérioration très nette de leur balance courante et de leur solde budgétaire accompagné d'un dérapage de l'inflation.



Sources : Haver Analytics; FMI, *Direction of Trade Statistics*; calculs des services du FMI.
 1 La hausse de l'IPC est mesurée par sa variation en pourcentage par rapport à l'année précédente (échelle de gauche); le solde budgétaire est donné en pourcentage du PIB (échelle de droite).
 2 Les soldes extérieurs courants sont mesurés en pourcentage du PIB (échelle de droite), et les termes de l'échange par un indice, 2000 = 100 (échelle de gauche).

et le relèvement de 500 points de base des taux directeurs depuis le milieu de 2006 pour endiguer l'inflation devraient ralentir la croissance pour la ramener de 5 % en 2007 à environ 3½ % en 2008–09. Les risques entourant les perspectives d'expansion régionale penchent dans le sens d'une révision à la baisse des chiffres de croissance et pourraient résulter principalement d'une croissance plus lente que prévu de la demande mondiale et d'un ralentissement des entrées de capitaux.

L'envolée récente des prix des produits alimentaires et des combustibles met à rude épreuve la stabilité des prix en AfSS. L'inflation devrait augmenter pour passer d'environ 7 % en 2007 à près de 12 % en 2008, avant de s'atténuer quelque peu pour s'établir à 9½ % en 2009 — moyenne qui masque toutefois d'amples variations d'un pays à l'autre. Le renchérissement des denrées alimentaires tend à avoir un impact très sensible sur l'inflation en AfSS, où le panier de l'indice des prix à la consommation fait une large place à l'alimentation (voir chapitre 3). Les tensions de la demande intérieure, qui sont apparues dans certains pays d'AfSS au cours des dernières années de croissance soutenue, pourraient aussi amplifier l'impact initial des chocs de prix des denrées alimentaires et des combustibles en déclenchant des effets de second tour sur l'inflation.

Dans ce contexte d'inflation en hausse, l'impact du renchérissement des denrées alimentaires sur la pauvreté est une préoccupation majeure, car il risque de saper les progrès accomplis dans ce domaine et de mettre en péril la cohésion sociale. La forte dépendance des pays d'AfSS vis-à-vis des importations de produits alimentaires et de combustibles et l'incidence élevée de la pauvreté les rendent particulièrement vulnérables aux hausses de prix de ces produits. Les populations n'ont guère d'options pour se protéger contre le renchérissement des denrées alimentaires, et ce sont les pauvres des zones urbaines qui sont le plus touchés. Les services du FMI estiment que la hausse des prix des produits importés se fera davantage sentir en Gambie, au Ghana, en Mauritanie et au Swaziland, compte

Tableau 2.7. Pays d'Afrique (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation et solde des transactions courantes*(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	PIB réel				Prix à la consommation ¹				Solde des transactions courantes ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Afrique	6,1	6,3	5,9	6,0	6,3	6,2	10,2	8,3	2,9	0,4	3,0	0,2
Maghreb	4,3	4,3	5,5	4,9	3,1	3,0	4,3	4,0	13,9	12,1	15,5	10,3
Algérie	2,0	4,6	4,9	4,5	2,5	3,6	4,3	4,0	24,8	22,8	28,1	19,8
Maroc	7,8	2,7	6,5	5,5	3,3	2,0	3,9	3,5	2,2	-0,1	0,4	-0,3
Tunisie	5,5	6,3	5,5	5,0	4,5	3,1	5,1	4,5	-2,0	-2,6	-3,4	-3,5
Afrique subsaharienne	6,6	6,9	6,1	6,3	7,3	7,1	11,9	9,5	-0,3	-3,0	-0,7	-2,4
Corne de l'Afrique³	11,3	10,6	8,4	7,2	9,1	11,0	19,5	20,9	-13,4	-10,4	-6,3	-6,5
Éthiopie	11,6	11,4	8,4	6,5	12,3	15,8	25,3	40,8	-9,1	-4,5	-5,0	-5,2
Soudan	11,3	10,2	8,5	7,7	7,2	8,0	16,0	10,0	-15,2	-12,6	-6,3	-6,7
Région des grands lacs³	7,1	7,0	6,5	7,6	10,4	9,2	15,7	7,9	-4,3	-4,5	-6,2	-7,8
Congo, Rép. dém. du	5,6	6,3	10,0	10,3	13,2	16,7	17,5	15,1	-2,4	-1,8	-1,9	-12,6
Kenya	6,4	7,0	3,3	6,4	14,5	9,8	25,0	6,5	-2,3	-3,1	-6,1	-4,5
Ouganda	10,8	7,9	9,8	8,1	6,6	6,8	7,3	7,8	-3,5	-2,8	-3,4	-5,8
Tanzanie	6,7	7,1	7,5	8,0	7,3	7,0	9,2	6,5	-7,7	-9,0	-9,8	-10,0
Afrique du Sud³	11,0	12,9	10,6	9,4	11,5	10,0	11,3	9,4	12,8	6,7	9,6	8,3
Angola	18,6	21,1	16,0	12,8	13,3	12,2	12,1	9,3	23,3	11,3	18,0	15,9
Zimbabwe ⁴	-5,4	-6,1	...	...	1.016,7	10.452,6	...	...	-7,0	-3,5	...	...
Afrique de l'Ouest et Afrique centrale³	4,9	5,1	5,4	6,8	6,8	4,6	9,3	8,3	4,5	-0,8	3,1	-0,4
Ghana	6,4	6,3	6,5	5,8	10,2	10,7	16,8	13,3	-9,0	-10,9	-13,1	-13,2
Nigéria	6,2	5,9	6,2	8,1	8,3	5,5	11,0	11,1	9,5	2,1	6,2	0,6
Zone franc CFA³	2,8	4,2	4,3	5,6	3,2	1,4	5,6	4,1	0,1	-2,4	2,5	0,7
Cameroun	3,2	3,5	3,8	4,6	5,1	0,9	4,1	2,1	0,6	-1,9	1,3	-1,1
Côte d'Ivoire	0,7	1,6	2,9	4,7	2,5	1,9	5,6	5,7	2,8	-0,7	3,8	-0,6
Afrique du Sud	5,4	5,1	3,8	3,3	4,7	7,1	11,8	8,0	-6,5	-7,3	-8,0	-8,1
<i>Pour mémoire</i>												
Pays importateurs de pétrole	5,9	5,3	5,0	5,0	6,3	6,6	10,9	8,5	-3,8	-4,9	-5,7	-6,3
Pays exportateurs de pétrole ⁵	6,5	7,9	7,4	7,6	6,4	5,5	9,2	8,0	13,1	7,9	13,5	8,1

¹Pour les prix à la consommation, le Zimbabwe est exclu. Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre peuvent être trouvées au tableau A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³La composition de ce groupe régional figure au tableau F de l'appendice statistique.

⁴Aucune projection de l'inflation pour 2008 et au-delà n'est indiquée. Le chiffre de l'inflation pour 2007 est une estimation.

⁵Y compris la Mauritanie et le Tchad.

tenu de la forte dépendance de ces économies vis-à-vis des importations et de leurs faibles revenus (FMI, 2008a). Certains pays ont répondu à la montée des pressions inflationnistes en resserrant la politique monétaire, mais beaucoup d'autres ont réduit les tarifs d'importations et abaissé la TVA sur les produits alimentaires ou imposé des taxes et d'autres restrictions à l'exportation.

La position extérieure des pays importateurs de pétrole est mise à l'épreuve, elle aussi, par l'envolée des prix des importations de denrées alimentaires et des combustibles. Selon les projections, les déficits extérieurs courants des pays

importateurs de pétrole devraient se détériorer pour passer d'une moyenne d'environ 5 % du PIB en 2007 à 5¼ % en 2008 et 6¼ % en 2009. Le creusement du déficit extérieur courant de l'Afrique du Sud, qui atteignait 7¼ % du PIB au second trimestre de 2008, est particulièrement préoccupant. Ce déficit est financé en grande partie par des flux de portefeuille volatils, mais le faible niveau de la dette extérieure et la flexibilité du taux de change devraient assurer une certaine résistance en cas de renversement des flux de capitaux. En revanche, les balances courantes des pays exportateurs de pétrole affichent un excé-

dent qui, selon les projections, devrait encore se renforcer pour passer de 8 % en 2007 à 13½ % en 2008, avant de retomber à environ 8 % en 2009.

Le principal défi, pour la région, est de déterminer les modalités de la riposte à ce choc important des prix des produits de base et à la menace d'un ralentissement des flux de capitaux. Les pays importateurs de pétrole, dont le solde budgétaire et la position extérieure ont été fragilisés par les chocs négatifs de termes de l'échange, doivent ajuster leurs politiques monétaire, budgétaire et de revenu. Retarder cet ajustement, c'est risquer de compromettre non seulement la stabilité macroéconomique, mais aussi les acquis récents de l'amélioration des cadres de politique économique et des institutions, qui a largement contribué aux résultats de croissance impressionnants enregistrés par la région ces dernières années.

- Les pays où le taux de change est administré ou fixe devraient resserrer leur politique monétaire, en relevant les taux d'intérêt ou par la voie administrative, afin d'empêcher que les anticipations inflationnistes ne s'enracinent profondément et de consolider leur balance des paiements et leur solde budgétaire. Une réduction des emprunts du secteur public et un assouplissement du taux de change étayeraient ce resserrement de la politique monétaire et contribueraient à désamorcer les pressions sur les balances de paiements.
- Parallèlement, des mesures budgétaires ciblées, y compris sous forme de subventions, sont nécessaires pour protéger les pauvres. Elles devraient être complétées par des initiatives visant à préserver le solde budgétaire à long terme, et notamment par une répercussion progressive — mais néanmoins intégrale — des cours mondiaux du pétrole sur les prix à la consommation pendant que des mesures mieux ciblées seront mises en place en faveur des plus démunis. Le contrôle des prix des denrées alimentaires risque fort de se révéler inefficace en entraînant des pénuries et des coûts budgétaires plutôt qu'une baisse de l'inflation.
- Un surcroît d'assistance des donateurs d'aide s'impose pour amortir l'impact de l'ajus-

tement sur les pays qui sont les plus vulnérables parce qu'ils ont un niveau de pauvreté élevé, un accès limité aux financements extérieurs, de faibles réserves et un endettement extérieur ou public considérable. Ces financements leur permettraient en effet de régler des factures d'importation qui augmentent et d'apporter une assistance budgétaire ciblée aux couches les plus pauvres de la population, pendant que les ajustements indispensables s'opèreront progressivement. Sur le long terme, l'aide des bailleurs de fonds pourrait être redéployée vers le développement du secteur agricole de ces pays et la mise en place de dispositifs de protection sociale viables.

Les pays exportateurs de pétrole doivent mieux gérer les recettes exceptionnelles dégagées par les prix élevés des produits de base qu'ils ne l'ont fait dans le passé, lors d'épisodes similaires qui n'avaient pas débouché sur une amélioration permanente des niveaux de vie. L'augmentation des excédents extérieurs courants et de l'inflation milite en faveur d'une coordination étroite des politiques monétaire et budgétaire. Mettre en réserve une fraction des revenus pétroliers aiderait à atténuer les pressions inflationnistes qui se font jour tout en créant le socle financier solide nécessaire pour répondre à certains besoins vitaux (infrastructure, santé, dépenses sociales). Le resserrement de la politique monétaire pourrait aider à stabiliser l'inflation afin de prévenir sa généralisation dans la région. Laisser les taux de change nominaux s'apprécier aiderait aussi à continuer de maîtriser l'inflation.

Moyen-Orient : la surchauffe reste une préoccupation

L'activité a maintenu un rythme soutenu dans la majeure partie du Moyen-Orient, tandis que les pressions inflationnistes sont restées fortes ou ont continué d'augmenter, en particulier dans certains pays exportateurs de pétrole. Selon les projections, la croissance du PIB réel des pays du Moyen-Orient ne devrait fléchir que modéré-

ment en 2008–09, pour passer de 6½ % à un peu moins de 6 %, les pays de la région — exportateurs de pétrole ou non — affichant des taux de croissance similaires (tableau 2.8). Les effets de la chute de la demande dans les économies avancées qui sont leurs partenaires commerciaux et du resserrement des contraintes sur l'offre dans les secteurs pétroliers devraient, selon les projections, être compensés en partie par la robustesse de la demande intérieure et de l'activité dans les secteurs non pétroliers. Le renchérissement du pétrole et des denrées alimentaires posent de sérieux problèmes budgétaires à nombre d'économies non pétrolières. En revanche, les turbulences financières mondiales n'ont jusqu'à présent guère eu d'effet dans la région, si ce n'est de pousser les marchés d'actions à annuler les gains dégagés précédemment.

L'expansion est soutenue principalement par les secteurs non pétroliers, car les contraintes de capacité ralentissent la croissance de la production de pétrole (graphique 2.9). Dans les pays exportateurs de pétrole, l'activité est tirée par la construction privée, le commerce de détail, les transports et les services financiers. Outre les effets indirects de l'augmentation des revenus pétroliers, la vigueur de la croissance reflète l'amélioration du climat des affaires — qui favorise l'investissement privé — et la mise en œuvre des chantiers publics destinés à remédier aux goulets d'étranglement qui se sont accumulés (suite à l'expansion démographique rapide) au niveau des infrastructures et des logements. En dépit des pics atteints récemment par les prix du pétrole, le secteur a été beaucoup moins dynamique, au cours de la période récente, que les secteurs non pétroliers. Les lourds investissements n'empêchent pas que la production et la distribution augmentent lentement en raison de l'envolée des coûts des investissements, des contraintes techniques ou géologiques et de l'épuisement progressif des gisements exploités. Cela dit, la capacité de production de pétrole et de gaz naturel devrait, selon les projections, augmenter modérément en 2008–09 avec la mise en exploitation de nouvelles capacités importantes à Qatar et en

Arabie Saoudite. Dans les économies non pétrolières, la croissance du PIB réel bénéficie des efforts déployés précédemment pour améliorer le climat des affaires. Les entrées soutenues d'IDE stimulent l'activité en Égypte et en Jordanie, tandis que le Liban poursuit le processus de redressement amorcé après le conflit de 2006.

Les signes de surchauffe se multiplient. L'inflation atteint des taux à deux chiffres même dans des pays comme l'Arabie Saoudite, où elle est traditionnellement faible, et dépasse 20 % en Égypte ou en République islamique d'Iran. De plus, elle monte en flèche alors même que la hausse des prix mondiaux des combustibles — et, dans une moindre mesure, des produits alimentaires — n'a été répercutée que de façon limitée sur les marchés intérieurs¹¹. On ne sera pas surpris si, bien que l'inflation soit toujours tirée principalement par les prix déterminés de l'extérieur (et notamment par la dépréciation du dollar vis-à-vis des autres devises), les pressions se propagent de plus en plus aux biens non échangeables, dont les prix sont déterminés de l'intérieur. C'est vrai en particulier dans les pays exportateurs de pétrole, où l'augmentation et l'enrichissement des populations se conjuguent à l'afflux de travailleurs étrangers pour peser sur les prix des services, notamment des logements, et où les gouvernements octroient des hausses salariales généreuses. Cela dit, d'autres pays commencent aussi à enregistrer des pressions plus diversifiées. C'est pourquoi, malgré les hypothèses techniques qui tablent sur un arrêt de la dépréciation du taux de change effectif réel et sur des prix des combustibles et des produits alimentaires à peu près inchangés, l'inflation ne devrait diminuer que modérément en 2009.

Parallèlement, la vigueur de la demande intérieure entraîne une accélération des importations à travers la région. Les comptes courants varient fortement selon que les pays exportent

¹¹Ensemble, ces postes représentent d'ordinaire entre un quart et un tiers des paniers de l'indice des prix à la consommation, dont l'alimentation constitue la part essentielle.

Tableau 2.8. Pays du Moyen-Orient (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation et solde des transactions courantes*(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	PIB réel				Prix à la consommation ¹				Solde des transactions courantes ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Moyen-Orient	5,7	5,9	6,4	5,9	7,0	10,6	15,8	14,4	21,1	18,4	22,9	17,1
Pays exportateurs³	5,6	5,7	6,2	5,9	7,6	10,7	16,8	14,3	24,2	21,2	26,0	19,9
Iran, Rép. islamique d'	5,8	6,4	5,5	5,0	11,9	18,4	26,0	22,0	9,2	10,1	11,2	6,7
Arabie Saoudite	3,0	3,5	5,9	4,3	2,3	4,1	11,5	10,0	27,9	25,1	32,5	23,8
Émirats arabes unis	9,4	7,4	7,0	6,0	9,3	11,1	12,9	10,8	22,6	20,5	22,6	18,8
Koweït	6,3	4,6	5,9	5,8	3,1	5,5	9,0	7,5	52,2	43,1	44,6	39,3
Levant	5,9	6,3	6,6	5,8	5,4	9,2	11,3	13,5	-1,7	-2,2	-3,1	-3,6
Égypte	6,8	7,1	7,2	6,0	4,2	11,0	11,7	16,1	0,8	1,5	0,6	-0,9
Jordanie	6,3	6,0	5,5	5,3	6,3	5,4	15,8	7,6	-11,3	-17,5	-18,5	-16,3
Liban	—	4,0	6,0	5,0	5,6	4,1	11,0	6,2	-5,6	-12,7	-14,0	-13,7
République arabe syrienne	4,4	3,9	4,2	5,2	10,4	4,7	8,0	7,0	-2,9	-1,4	-2,7	-2,9
<i>Pour mémoire</i>												
Israël	5,2	5,4	4,3	2,8	2,1	0,5	4,8	3,3	5,9	3,2	0,4	0,5

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre peuvent être trouvées au tableau A7 de l'appendice statistique.

²En pourcentage du PIB.

³Arabie Saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, République islamique d'Iran, Koweït, Libye, Oman, Qatar, République arabe syrienne et République du Yémen.

ou non du pétrole. Les économies exportatrices enregistrent des excédents de plus en plus importants, qui devraient représenter en règle générale de 10 à 45 % du PIB, selon les projections, en 2008–09. Dans les autres économies, le renchérissement des importations a entraîné un creusement des déficits, qui atteignent des taux à deux chiffres en Jordanie et au Liban, mais sont toujours bas en Égypte.

Les risques qui pèsent sur les perspectives d'expansion restent à peu près équilibrés. Sur le plan externe, ils penchent principalement dans le sens d'une révision à la baisse des chiffres de croissance, qui pourrait venir du fléchissement de la demande dans les pays avancés et d'une éventuelle baisse des prix du pétrole. Les entrées de capitaux dans les pays qui affichent un déficit pourraient diminuer en cas de détérioration soudaine des conditions financières mondiales, et l'accès aux financements des principales sociétés non financières pourrait aussi devenir plus difficile. En revanche, les perspectives de croissance pourraient être révisées à

la hausse si la demande intérieure reste robuste et l'intérêt des investisseurs étrangers soutenu — que ce soit à l'intérieur de la région, notamment dans les pays du Conseil de coopération du Golfe (CCG), ou en dehors de celle-ci. Toutefois, si ces conditions favorables devaient se concrétiser et exacerber les pressions inflationnistes, cela compliquerait davantage encore la politique macroéconomique.

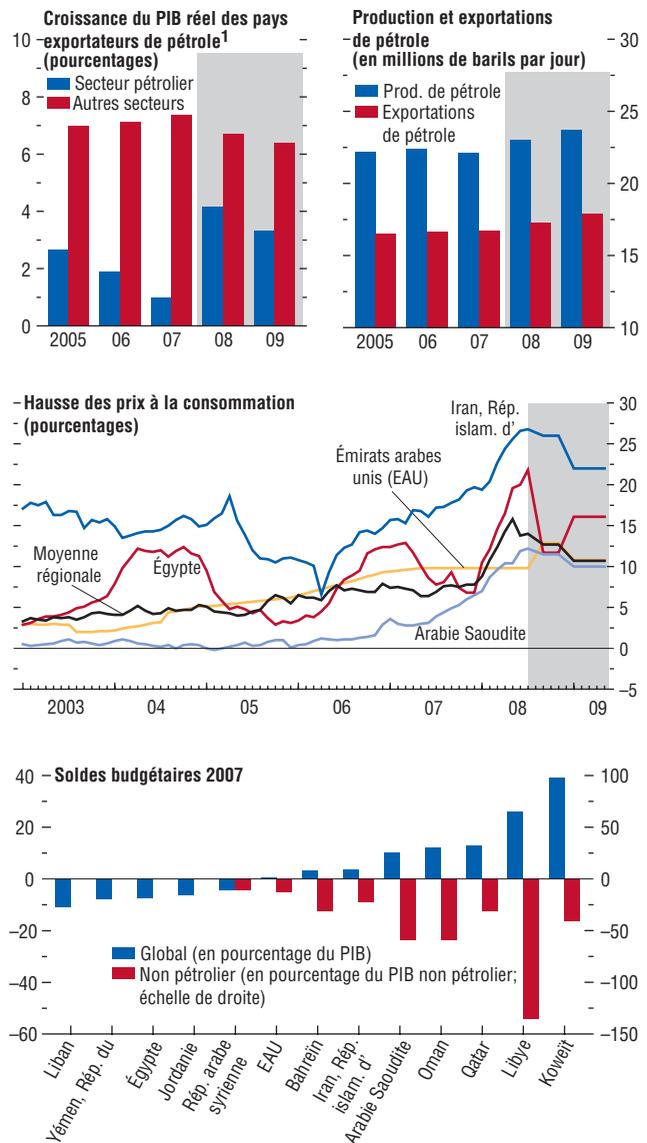
Il faut donc s'attaquer aux déséquilibres grandissants si l'on veut éviter que les pressions inflationnistes ne s'amplifient. Les pays dont la monnaie n'est pas arrimée à une devise étrangère (l'Égypte et la République islamique d'Iran, par exemple) peuvent encore resserrer leur politique monétaire et la rendre plus efficace en assouplissant leur taux de change. Dans les pays qui ont opté pour une parité fixe, la politique monétaire est «importée» de l'étranger, c'est-à-dire le plus souvent des États-Unis. Dans de nombreux pays exportateurs de pétrole, la monnaie est sous-évaluée — à des degrés divers, toutefois — et la hausse des taux d'inflation favorise l'ap-

préciation des taux de change effectifs réels. Le principal moteur de cette sous-évaluation des monnaies est leur arrimage au dollar, qui s'est déprécié alors que les termes de l'échange s'amélioraient. Une fois que les prix intérieurs auront été alignés sur les niveaux plus élevés compatibles avec un taux de change effectif réel plus fort, les pressions inflationnistes devraient s'apaiser pour autant que l'arrimage monétaire et la politique budgétaire permettent d'ancrer efficacement les anticipations.

Le passage à un nouvel équilibre pourrait aussi s'opérer via une réévaluation des monnaies, mais le processus serait complexe — en particulier dans les pays du CCG, qui ont prévu de constituer une union monétaire en 2010. Premièrement, les réévaluations introduiraient une incertitude quant aux réponses qui seront apportées aux chocs extérieurs à l'avenir et celle-ci minerait la valeur de la parité fixe en tant qu'ancrage nominal. Deuxièmement, de nombreux pays adeptes de l'arrimage du taux de change doivent encore développer leurs moyens de conduire une politique monétaire indépendante et l'infrastructure de marché financier que cela suppose. Troisièmement, la volatilité des marchés pétroliers pourrait se propager aux marchés des change en régime de taux flottant, au risque d'entraver les efforts déployés par ces pays pour diversifier leur base d'exportations. Il serait possible de répondre à certaines de ces questions en abandonnant l'ancrage au dollar pour un arrimage à un panier de monnaies reflétant mieux la composition des échanges de biens et services avec le reste du monde. Cependant, si un tel dispositif d'ancrage avait été en place au cours de la période récente, cela n'aurait pas entraîné de différence majeure en ce qui concerne les pressions excédentaires de la demande, comme le montre l'expérience du Koweït. Si l'inflation devait persister sur le long terme, toutefois, l'arrimage à un panier de devises resterait une option intéressante. Globalement, le rôle que le taux de change peut jouer dans la gestion des tensions de la demande dépend de la situation de chaque pays — de la marge dont il dispose

Graphique 2.9. Moyen-Orient : gérer les pressions inflationnistes

La croissance du PIB réel devrait rester soutenue en raison surtout de l'activité des secteurs non pétroliers. Les pressions inflationnistes s'accroissent et les politiques budgétaires doivent être resserrées pour maintenir les anticipations inflationnistes solidement ancrées, en particulier dans les économies non exportatrices de pétrole, qui enregistrent aussi un creusement des déficits extérieurs courants.



Sources : FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.
¹Arabie Saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, République islamique d'Iran, Koweït, Libye, Oman, Qatar, République arabe syrienne et République du Yémen.

pour ajuster sa politique budgétaire, notamment — et de l'engagement des membres du CCG à arrimer leur monnaie au dollar dans la période précédant l'union monétaire.

La politique budgétaire jouera un rôle central dans la restriction des tensions de la demande dans les économies du Moyen-Orient. De nombreux pays non producteurs de pétrole ont réduit très sensiblement leur endettement au cours de la dernière décennie. Néanmoins, la dette intérieure se situe toujours à des niveaux élevés en regard des normes internationales et un resserrement budgétaire semble donc s'imposer tant d'un point de vue conjoncturel que dans une optique de moyen terme. La hausse des prix pétroliers a permis aux pays exportateurs de pétrole de dégager une marge de manœuvre budgétaire pour accroître les dépenses publiques, mais a également intensifié les pressions sur les ressources intérieures. Ainsi, suite à l'augmentation rapide des dépenses liées aux salaires et subventions, le prix du pétrole auquel ces pays équilibrent leur budget à moyen terme est en hausse. Les mesures spécifiques à prendre sur le plan budgétaire varient, mais, en règle générale, il importe de mettre l'accent sur la réduction des dépenses courantes tout en continuant à soutenir les projets d'infrastructure essentiels qui desserreront les goulets d'étranglement de l'offre dans ces économies. D'autre part, la politique budgétaire peut aussi aider à relever les défis sociaux liés au niveau élevé des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. La mise au point de programmes de transferts plus ciblés aiderait à s'attaquer à la pauvreté et, dans les pays exportateurs de pétrole, à partager les gains dégagés par la hausse des prix pétroliers. À mesure que des progrès seront accomplis, il faudra réduire les dépenses élevées qui financent encore les subventions généralisées aux produits pétroliers et alimentaires — elles atteignent aujourd'hui 10 % du PIB en Arabie Saoudite et en Égypte, par exemple.

À moyen terme, il sera important de consolider les cadres de politique macroéconomique et de poursuivre les réformes structurelles pour

rendre les économies du Moyen-Orient plus résistantes aux chocs et répondre aux besoins d'une population jeune en pleine expansion. La politique budgétaire pourrait utilement être orientée dans une optique à plus long terme — en l'inscrivant par exemple dans un cadre budgétaire à moyen terme — car les pays non exportateurs de pétrole doivent réduire leur dette et certains pays exportateurs doivent se préparer à une diminution de leurs revenus pétroliers. Les pays de la région doivent aussi améliorer leur capacité de conduire une politique monétaire indépendante et de soutenir les marchés financiers. À mesure que les systèmes financiers intérieurs gagneront en complexité, les problèmes de régulation et de contrôle qui se feront jour devront être résolus. Enfin, de nombreux pays gagneraient à améliorer encore le climat des affaires en s'appliquant, notamment, à augmenter l'investissement dans le système éducatif et à consolider les dispositifs de protection sociale.

Bibliographie

- Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth*, second edition (New York: McGraw Hill).
- Beechey, Meredith J., Benjamin K. Johannsen, and Andrew T. Levin, 2008, "Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?" Finance and Economics Discussion Paper No. 23 (Washington: Federal Reserve Board).
- Blanchard, Olivier, 2004, "The Economic Future of Europe," NBER Working Paper No. 10310 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2007, "Adjustment within the Euro: The Difficult Case of Portugal," *Portuguese Economic Journal*, Vol. 6 (April), p. 1–21.
- , and Justin Wolfers, 2000, "The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence," *Economic Journal*, Vol. 110 (March), p. 1–33.
- Britton, E., P.G. Fisher, and J.D. Whitley, 1998, "The *Inflation Report* Projections: Understanding the Fan Chart," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 38 (February), p. 30–37.

- Bruno, Michael, and Jeffrey Sachs, 1985, *Economics of Worldwide Stagflation* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).
- Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korsunmov, and D. Laxton, forthcoming, "A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Commission européenne, 2008, *EMU@10: Successes and Challenges After 10 Years of Economic and Monetary Union* (Brussels).
- Davis, Morris A., Andreas Lehnert, and Robert F. Martin, 2007, "The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housing" (unpublished, December). Disponible sur l'Internet : www.morris.marginalq.com.
- Decressin, Jörg, and Emil Stavrev, forthcoming, "Building Economic Union: Productivity and Current Accounts in 10 Years of EMU," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Dew-Becker, Ian, and Robert J. Gordon, 2008, "The Role of Labour Market Changes in the Slowdown of European Productivity Growth," CEPR Discussion Paper No. 6722 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Fonds monétaire international (FMI), 2008a, "Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses" (Washington, June and September). Disponible sur l'Internet : www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf et [imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf).
- , 2008b, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macrofinancial Implications and Policy* (Washington, October).
- , 2008c, *Japan: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/254 (Washington).
- Laxton, Douglas, D. Rose, and Alasdair Scott, forthcoming, "Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan David Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: International Monetary Fund).
- Pisani-Ferry, Jean, Philippe Aghion, Marek Belka, Jürgen von Hagen, Lars Heikensten, André Sapir, and Alan Ahearne, 2008, *Coming of Age: Report on the Euro Area*, Bruegel Blueprint No. 4 (Brussels: Bruegel).
- Stavrev, Emil, 2007, "Growth and Inflation Dispersions in EMU: Reasons, the Role of Adjustment Channels, and Policy Implications," IMF Working Paper 07/167 (Washington: International Monetary Fund).
- Stock, James, and Mark Watson, 1989, "New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators," in *NBER Macroeconomic Annual: 1989* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), p. 351–94.
- , 2003, "How Did Leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession?" *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 89 (Summer), p. 71–90.
- Timmermann, Allan, 2006, "An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts," IMF Working Paper 06/59 (Washington: International Monetary Fund).
- van Ark, Bart, Mary O'Mahony, and Gerard Ypma, 2007, *The EU KLEMS Productivity Report* (Groningen, Netherlands: Groningen Growth and Development Centre).
- Zarnowitz, Victor, 1992, *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting* (Chicago: University of Chicago Press).

Le présent chapitre dresse un bilan de l'actuelle flambée des cours des produits de base et examine dans quelle mesure les ajustements des prix relatifs qui en découlent risquent de pousser l'inflation à la hausse, ainsi que cela s'est produit durant les années 70. Malgré un récent repli des cours, nombre de facteurs à la base de cette envolée sont toujours à l'œuvre et les prix resteront vraisemblablement élevés par rapport aux tendances historiques. La persistance des risques d'inflation s'explique par le fait que, dans une grande mesure, l'augmentation des cours des produits de base ne s'est pas entièrement répercutée sur la chaîne de l'offre. Les pays les plus vulnérables à une montée persistante de l'inflation sont ceux qui sont les plus exposés aux effets dits de second tour — ceux où les matières premières représentent une grande part des dépenses finales et où la politique monétaire n'a qu'une crédibilité limitée; où des pressions se font également sentir d'autres sources, comme la surchauffe de l'économie; et où la riposte macroéconomique à une inflation grandissante est inadaptée.

Le considérable renchérissement des produits de base des dix-huit derniers mois annonce-t-il la fin d'une décennie de stabilité des prix et le retour d'une inflation aussi élevée que celle des années 70? La question reste clairement à l'ordre du jour en dépit de l'amorce d'un repli des cours depuis le milieu du mois de juillet. Dans beaucoup de pays, l'inflation globale se maintient à des niveaux jamais observés depuis une dizaine ou une quinzaine d'années et l'inflation sous-jacente continue de progresser, surtout dans les pays émergents et en développement.

Bien qu'il soit globalement admis que les risques d'inflation s'accroissent dans le monde entier, les analystes et les dirigeants ne partagent pas nécessairement les mêmes préoccupations.

Les principaux auteurs de cet encadré sont Thomas Helbling, Douglas Laxton, Valerie Mercer-Blackman et Irina Tytell, qui ont bénéficié du concours de Kevin Cheng, Kevin Clinton et, pour les travaux de recherche, de To-Nhu Dao, Nese Erbil, Emory Oakes et Ercument Tulun.

Certains sont surtout préoccupés par le fait que le renchérissement des matières premières soit à ce point rapide et généralisé et craignent que les perceptions d'une inflation montante n'accroissent les anticipations inflationnistes, ne provoquent une surenchère salariale et, partant, n'entraînent une augmentation de l'inflation sous-jacente (effets de second tour). D'autres soulignent que, dans nombre de pays émergents ou en développement, les tensions liées à la montée des prix des produits de base s'ajoutent aux tensions issues d'une surchauffe de l'économie et que l'action combinée de ces deux facteurs accentue les risques d'effets de second tour. Le problème est particulièrement délicat pour les exportateurs de matières premières où l'envolée des cours a eu un caractère expansionniste.

Troisième motif de préoccupation : que la poussée des cours des matières premières ne résulte pas nécessairement d'un choc de l'offre pur et simple, mais soit la conséquence d'une demande mondiale excédentaire imputable à des politiques macroéconomiques par trop expansionnistes. Comme durant les années 70, l'envolée des cours pourrait être un signe avant-coureur d'une surestimation de la capacité dans certains pays. En commettant l'erreur de n'y voir que le produit de contraintes spécifiques à un secteur particulier, les pouvoirs publics risqueraient d'attiser les tensions inflationnistes.

Le chapitre analyse le boom des prix des produits de base et les risques et perspectives d'inflation qui en découlent. Il cherche notamment à répondre aux questions suivantes :

- Pourquoi les cours des produits de base sont-ils si élevés? Vont-ils le rester?
- Quel a été l'effet de la montée des prix sur l'inflation globale et l'inflation sous-jacente à l'échelle mondiale? Quels pays ont été les plus touchés? Quels sont les risques d'effets importants de second tour et quels facteurs agissent sur ces risques?

- Quelle devrait être la politique monétaire appropriée face au renchérissement des matières premières? Dans quelles circonstances une politique monétaire nationale inadaptée risquerait-elle d'avoir des conséquences d'envergure mondiale?

Il ressort du présent chapitre que le boom actuel des prix des matières premières s'explique de manière générale par l'effet conjugué d'une forte demande, du faible niveau des stocks et des capacités de réserve, de la lente expansion de l'offre dans des secteurs fondamentaux et des chocs de l'offre. Les perspectives d'un ralentissement de l'économie mondiale en 2008–09 — en partie à cause du renchérissement des matières premières — et la résolution des contraintes liées aux aléas climatiques qui avaient pesé sur l'offre d'importants produits agricoles ont eu récemment un effet modérateur sur les prix. Cela dit, certains des facteurs à la base de la montée des cours des produits de base sont toujours à l'œuvre, à savoir notamment l'essor de la croissance des grands pays émergents, le faible niveau des stocks et les contraintes de l'offre dans certains secteurs essentiels. À moins d'un ralentissement brutal de l'économie mondiale, ces facteurs limiteront vraisemblablement le repli des cours par rapport aux pics récents et continueront d'être une source de volatilité.

Les risques d'inflation resteront vraisemblablement élevés pendant un certain temps, même si les prix des matières premières ont un effet inflationniste direct moindre que durant ces dix-huit derniers mois. En effet, l'ajustement à la forte augmentation des prix relatifs des produits de base n'a pas encore abouti. Des effets de second tour se sont déjà produits dans certains pays et des risques subsistent dans d'autres. Les pays émergents et en développement sont en général plus vulnérables aux principaux facteurs de risque, dont le fait que les produits de base comptent pour beaucoup dans leurs dépenses finales et que leur gestion monétaire est moins crédible. De plus, la montée des prix mondiaux — notamment ceux de l'énergie — n'a pas été entièrement répercutée sur les prix intérieurs dans beaucoup de pays.

En dépit du récent repli des cours des produits de base, il importe que la politique monétaire soit menée avec détermination là où les tensions inflationnistes étaient déjà fortes avant l'envolée des cours et où les risques d'effets de second tour sont élevés. Temporiser pourrait être coûteux en crédibilité et, partant, compliquer la gestion de la dualité production–inflation. D'autres politiques macroéconomiques pourraient également jouer, notamment si les contraintes liées aux taux de change limitent l'ampleur du resserrement monétaire.

Le chapitre est structuré comme suit. Une première section examine les causes de l'envolée des prix des matières premières, ainsi que les perspectives. La section suivante aborde la relation entre les chocs des prix des matières premières et l'inflation au plan national et cherche à savoir si les augmentations soutenues des prix des produits alimentaires et énergétiques pourraient inverser la récente «grande modération» de l'inflation à l'échelle mondiale. L'analyse porte ensuite sur les conséquences des chocs des prix des matières premières pour la politique monétaire et les répercussions sur la dynamique mondiale de l'inflation. La synthèse et les conclusions établissent par ailleurs certains constats pour la politique économique.

Flambée des prix des produits de base : causes et perspectives

Les prix des produits de base ont accusé une forte ascension durant les dix-huit derniers mois (graphique 3.1, panneaux supérieur et du milieu). Les cours du pétrole ont plus que doublé entre décembre 2006 et la mi-juillet 2008, encore qu'ils se soient partiellement repliés depuis, et les prix des produits alimentaires ont progressé de plus de 50 % durant cette même période. Ces poussées sont venues s'ajouter aux fortes augmentations qui s'étaient produites entre 2003 et 2006. Globalement, les augmentations cumulées des cours des matières premières depuis 2003 correspondent à celles enregistrées au début des années 70 (1971–74), le dernier grand boom en date. Les périodes les plus récentes de crois-

sance mondiale soutenue — les années 80 et 90 — n’ont pas connu de flambées généralisées des prix des produits de base, y compris des carburants ou des aliments. La présente section compare la flambée actuelle des cours à celle du début des années 70, puis examine l’évolution actuelle des prix du pétrole et des aliments ainsi que leurs perspectives¹.

Le boom actuel par rapport à celui des années 70

Les deux phases semblent avoir trois facteurs en commun. Premièrement, elles partent d’une solide croissance mondiale (graphique 3.1, panneau inférieur)². Les prix de beaucoup de matières premières réagissent fortement aux variations de la croissance mondiale ou de l’activité industrielle. Cela s’explique par le rôle des produits de base dans l’activité industrielle mondiale — notamment les biens intermédiaires de l’industrie manufacturière, tels que les métaux et les matières premières agricoles, mais aussi le pétrole — et, pour les autres biens tels que les aliments, le rôle du revenu comme déterminant de la demande.

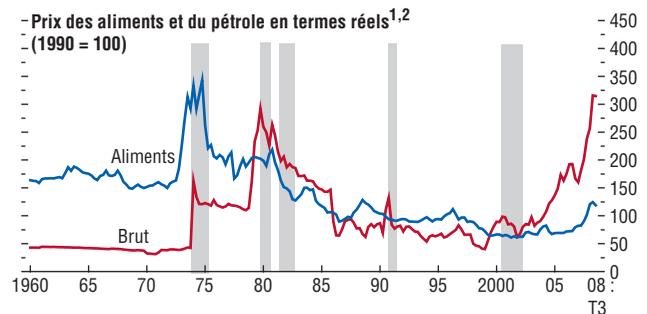
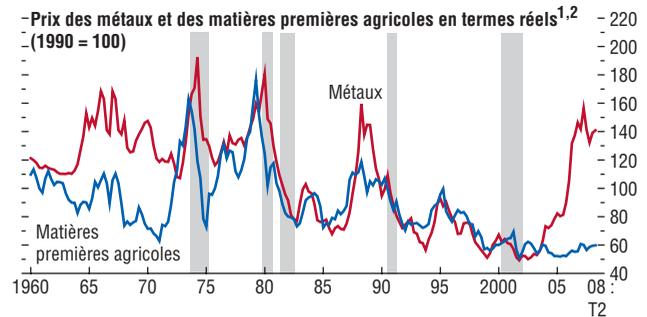
L’accélération de la croissance dans les pays émergents et en développement durant ces dernières années — alimentée par un décollage de l’industrialisation et de fortes augmentations du revenu par habitant à partir d’un faible point de départ — a probablement modifié le lien entre l’activité mondiale et les prix des matières premières durant l’actuelle montée. La croissance mondiale s’étant concentrée sur ces pays, la demande de matières premières s’est intensifiée, car leur expansion a été relativement plus gourmande en produits de base (graphique 3.2, panneau supérieur). Le ralentissement de

¹L’appendice 3.1 donne un aperçu plus détaillé de l’évolution récente des marchés des produits de base et de leurs perspectives.

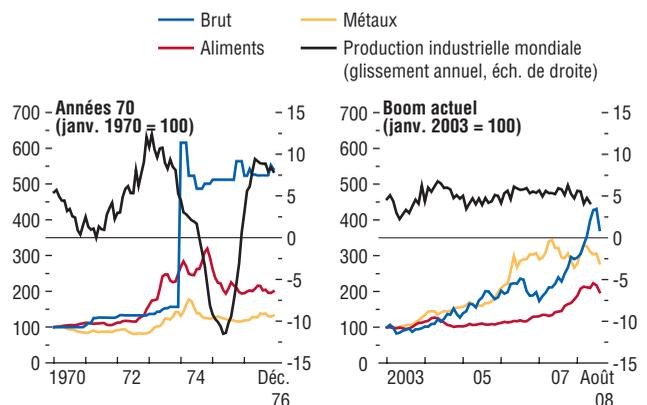
²Radetski (2006), entre autres, a noté que le déclenchement de chaque boom important et généralisé des prix des matières premières durant l’après-guerre (1950–52, 1972–74 et 2003 jusqu’à présent) a coïncidé avec une accélération de la croissance économique et de la production industrielle.

Graphique 3.1. Perspective historique des cours des produits de base

Le boom actuel des cours présente plusieurs similitudes avec la dernière période d’expansion, celle des années 70 : la forte augmentation des prix des produits pétroliers et alimentaires et l’essor de la croissance mondiale.



Cours des produits de base et production industrielle



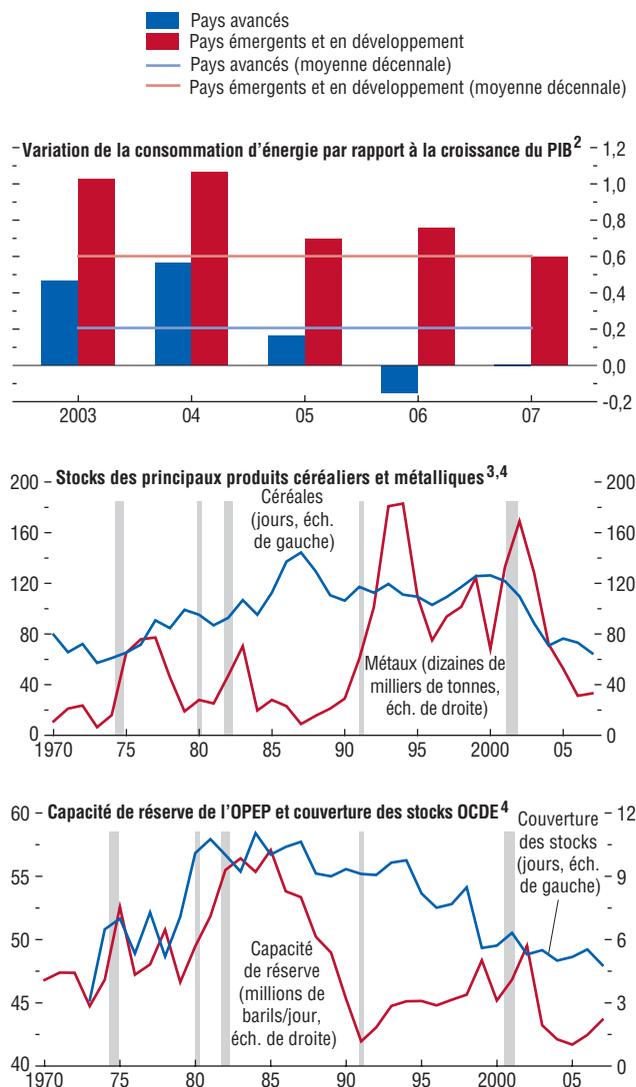
Source : calculs des services du FMI.

¹Déflatés à partir de l’IPC des États-Unis.

²Les barres verticales désignent les phases de récession mondiale (selon un indice mensuel de production industrielle mondiale).

Graphique 3.2. Évolution marginale de l'intensité énergétique, stocks de produits de base et capacité de réserve de l'OPEP¹

La croissance gourmande en produits de base des pays émergents et en développement explique dans une grande mesure la diminution des stocks et le faible niveau de capacité de réserve de l'OPEP.



Sources : *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008); Agence internationale de l'énergie; États-Unis, Département de l'agriculture et Département de l'énergie; calculs des services du FMI.

¹Organisation des pays exportateurs de pétrole.
²Énergie primaire en millions de barils d'équivalent pétrole par rapport au PIB (en milliards de dollars EU de 2005).
³Les céréales comprennent le maïs, le riz et le blé; les métaux comprennent le cuivre, le plomb et le zinc.
⁴Les barres verticales désignent les phases de récession mondiale (selon un indice mensuel de production industrielle mondiale).

l'économie des pays avancés a, pour l'instant, eu moins d'impact sur les cours des matières premières que dans les phases descendantes antérieures. Cela dit, d'un point de vue historique, les points d'inflexion des cycles des prix ont globalement coïncidé avec ceux de l'activité économique mondiale³.

Deuxième facteur en commun avec le boom des années 70 : des stocks et des capacités de réserve qui, au départ, étaient exceptionnellement faibles (graphique 3.2, panneaux du milieu et inférieur). Durant les deux booms, l'absence de marge a amplifié la montée des prix attribuable à l'augmentation de la demande de matières premières, elle-même issue de la forte croissance mondiale⁴. Les raisons qui expliquent le faible niveau actuel des stocks et des capacités de réserve varient d'un produit à l'autre, mais, en règle générale, on peut y voir un sous-investissement et une modeste croissance de l'offre à la fin des années 90, après deux décennies de matières premières bon marché.

Troisième facteur commun : les contraintes de l'offre exercent une pression à la hausse sur les prix. Le renchérissement brutal du pétrole en décembre 1973 et la réduction temporaire de la production de brut durant l'embargo de l'OPEP sont devenus un cas d'école de choc de l'offre des matières premières. Dans la situation actuelle, les récoltes désastreuses imputables aux conditions climatiques, notamment dans le cas du blé, ont dopé les prix des aliments. Ce type de pénuries avait également eu un effet comparable durant la phase précédente (graphique 3.3).

³Voir l'encadré 5.2 de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

⁴L'existence de cette interaction entre l'essor de la demande et le faible niveau initial de réserves constitue vraisemblablement l'un des facteurs qui transforme une montée conjoncturelle des prix en boom. En effet, les différences de croissance mondiale d'une expansion à l'autre sont trop négligeables pour expliquer les considérables différences constatées dans les prix des produits de base durant les phases ascendantes du cycle au niveau mondial. Voir, entre autres, Deaton and Laroque (1992) et Radetski (2006) sur la dimension mécanique des cycles des prix des matières premières.

Aujourd'hui, les contraintes de l'offre des secteurs pourvoyeurs de produits de base, autres que l'agriculture, ne s'expliquent pas par une réduction brutale et temporaire de l'approvisionnement, mais plutôt par une réaction retardée et inélastique de l'offre à une augmentation de la demande et des prix. Sur le marché pétrolier et, dans une moindre mesure, celui de certains métaux, les délais de «construction» semblent s'être rallongés dans le cycle actuel, comme nous le verrons plus loin. Face à une demande en rapide progression, cette lente expansion des capacités a abouti à une faiblesse chronique des stocks et des capacités de réserve, laquelle a perpétué les tensions sur les prix. Cette particularité du boom actuel a engendré la notion de «supercycle» des cours des matières premières — une période d'augmentation séculaire tendancielle des cours du fait de la nécessité de renforcer considérablement les capacités⁵.

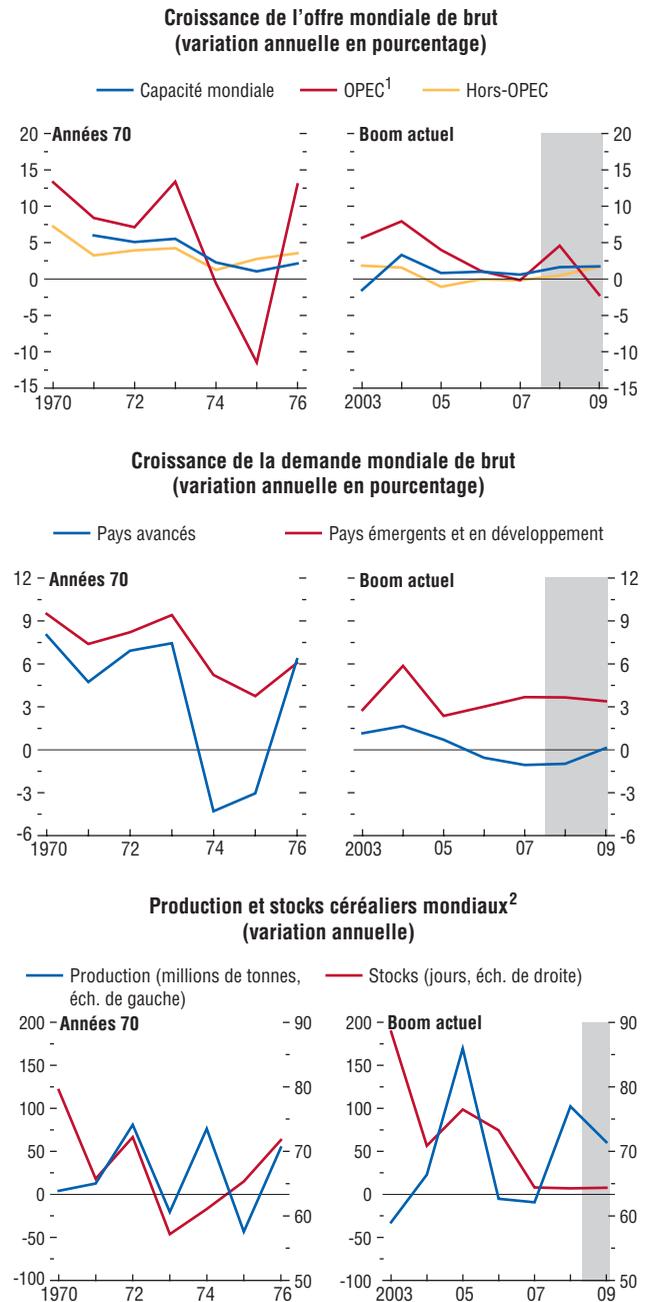
La spéculation — l'achat de matières premières dans l'intention de les revendre à un prix supérieur, et non de les exploiter à des fins commerciales — est généralement considérée comme un facteur qui a poussé à la hausse les cours des produits de base durant les deux périodes⁶. Durant les années 70, la constitution de stocks à des fins spéculatives semble s'être accentuée pour certains produits, en particulier les métaux (voir, par exemple, Cooper *et al.*, 1975). Toutefois, dans le boom actuel, les stocks des matières premières sont généralement restés faibles, ou ont même diminué, ce qui laisse supposer que les prix n'ont pas été poussés par une accumulation spéculative d'actifs réels, comme cela avait été le cas dans le boom précédent. Malgré les récentes innovations financières sur les marchés des matières premières, telles que les

⁵Voir Cuddington and Jerrett (2008) pour une analyse récente. De manière plus générale, les réactions décalées de l'offre (ainsi que de la demande) aux variations imprévues de prix peuvent entraîner des cycles de prix (voir, par exemple, Krautkraemer, 1998) dont la durée et l'amplitude varient selon les différences entre les élasticités-prix à court et à long terme et les structures du décalage, et l'ampleur de la variation initiale.

⁶Voir Harrison and Kreps (1978) ou Feiger (1976) sur les définitions de la spéculation.

Graphique 3.3. Comparaison de la demande, de la production et des stocks de céréales et de brut

L'essor de la demande et la lente expansion des capacités dans les secteurs clés, ainsi que les perturbations de l'offre des principales cultures, sont autant de facteurs que l'on retrouve dans le boom actuel et celui des années 70.



Sources : British Petroleum Statistical Review of World Energy (2008); États-Unis, Département de l'agriculture et Département de l'énergie; estimations des services du FMI.

¹Organisation des pays exportateurs de pétrole.
²Les céréales comprennent le maïs, le riz et le blé.

fonds indexés, qui permettent aux investisseurs de profiter de la montée des cours sans avoir à détenir de stocks physiques, rien ne semble clairement indiquer que l'accumulation de positions financières liées aux matières premières ait systématiquement entraîné à la hausse les cours de certains produits ou contribué à la formation des prix de manière plus générale (encadré 3.1).

Cela étant, les facteurs financiers et l'humeur des marchés jouent un rôle dans la formation des prix des matières premières. Les variables financières telles que les taux d'intérêt agissent sur les cours de par leurs effets sur l'offre et la demande physiques. En effet, le récent tassement des taux directeurs aux États-Unis a probablement dopé la demande de matières premières de façon temporaire, comme nous le verrons plus loin. Les cours de nombreux produits de base manifestent habituellement plus de souplesse que les salaires ou les prix des autres biens et, de ce fait, tendent à réagir plus vite à ce type de signaux de la politique monétaire, avec parfois une amplification des variations à court terme⁷. De plus, comme la plupart des produits de base sont stockables, ils constituent des actifs réels et leurs prix sont donc tributaires non seulement de la situation du marché, mais également des anticipations. À court terme, ces anticipations peuvent être influencées par l'humeur des marchés et le comportement des investisseurs, ce qui peut amplifier les fluctuations de prix à court terme, comme pour les autres marchés d'actifs.

Le boom actuel des matières premières va-t-il se prolonger? Cela dépendra de la mesure dans laquelle la conjonction actuelle de facteurs se maintiendra : vigueur de la demande, faiblesse des stocks et des capacités de réserve et contraintes de l'offre. D'après certaines indications, plusieurs des éléments de ce tableau auraient commencé à s'estomper. Les perspectives d'un ralentissement de la croissance mondiale en 2008-09, la résolution des contraintes climatiques liées à l'offre de certaines

cultures importantes et l'augmentation de l'offre de pétrole ont provoqué un certain repli des cours des matières premières depuis la mi-juillet. Cependant, les stocks et les capacités de réserve restent faibles, la croissance reste vigoureuse dans les grands pays émergents et certaines contraintes de l'offre subsistent et, à moins d'un ralentissement brutal de l'activité mondiale, ces facteurs limiteront vraisemblablement tout autre phénomène de repli et continueront de contribuer à la volatilité des prix.

Cette perspective générale cache des différences entre produits. Ces différences s'expliquent en substance par certaines particularités (comme, par exemple, les facilités de stockage ou bien encore la position qu'occupe le produit dans la chaîne de production) et par le fait que les problèmes d'offre et l'état des stocks tendent à être propres à chaque produit. Les facteurs communs jouent un rôle généralement limité dans les fluctuations de prix à court terme, même en périodes de boom, comme le montrent les grandes différences dans l'ampleur des augmentations de prix et le moment où elles se produisent (tableau 3.1, page 104). Après cette introduction, les paragraphes qui suivent abordent l'évolution et les perspectives des deux groupes de matières premières qui interviennent le plus dans les perspectives d'inflation mondiale : le pétrole et les aliments.

Le ralentissement de la croissance entraînera-t-il un repli des cours du brut?

À la mi-juillet 2008, les cours du pétrole avaient largement dépassé les maxima précédents, se situant à quelque 30 % au-dessus du précédent record de décembre 1979 en termes réels, mais ils se sont repliés depuis. L'envolée des cours depuis le début de 2007 s'expliquait par un resserrement marqué des marchés dans un contexte de marges de manœuvre étroites (faibles niveaux des stocks et des capacités de réserve). La production de l'OPEP pendant la majeure partie de 2007 était inférieure à celle de 2006, et la production hors OPEP a diminué au second semestre de 2007, alors que la demande mondiale de pétrole continuait de s'accroître à

⁷Voir Bordo (1980) sur la réaction des prix des matières premières aux impulsions de la politique monétaire, et Frankel (1986, 2006) et Akram (2008) sur les effets des variations des taux d'intérêt réels sur les cours.

Encadré 3.1. Les investissements financiers influent-ils sur le comportement des prix des produits de base?

Les produits de base sont devenus une autre forme de placement ces dernières années, devant la croissance rapide des positions ouvertes sur le marché des contrats à terme aussi bien que des investissements dans les actifs indexés sur les produits de base¹. Cette financiarisation des produits de base est souvent considérée comme ayant influé sur le comportement des prix de ces produits, quoique les opinions sur l'ampleur de cette influence divergent grandement parmi les analystes. Certains sont d'avis que la financiarisation des produits de base est dans l'ensemble bénéfique et améliore l'efficacité du marché ainsi que la détermination des prix. D'autres estiment que les envolées récentes des prix des produits de base sont en grande partie le résultat des spéculations et du comportement grégaire des investisseurs à la recherche d'autres types d'actifs. Le présent encadré analyse l'impact que les flux de placements peuvent avoir sur le comportement des prix des produits de base. Plus particulièrement, il cherche à déterminer si les faits corroborent l'idée que la spéculation sur les actifs financiers liés aux produits de base est le moteur de l'essor récent des prix de ces produits. Pour faire davantage de lumière sur cette question, il examine en outre comment la croissance des flux financiers a agi sur d'autres aspects de la formation des prix, tels que leur volatilité et leurs covariations.

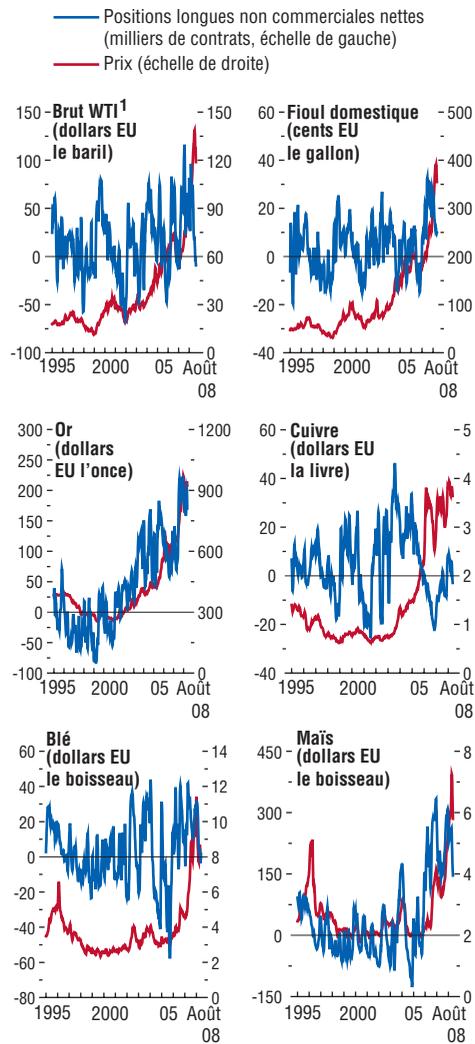
Comment les facteurs financiers influent-ils sur la formation des prix? Les marchés financiers peuvent influencer sur les prix des produits de base par deux circuits. Premièrement, certaines variables financières — telles que les taux de change et d'intérêt — peuvent agir

Le principal auteur de cet encadré est Kevin Cheng.

¹Par exemple, les positions ouvertes des contrats à terme sur pétrole brut négociés au New York Mercantile Exchange (NYMEX) se sont accrues de 155 % durant la période 2003–08, contre 63 % pour l'or. Les placements dans des actifs liés aux produits de base ont augmenté, passant de moins de 10 milliards de dollars en 1997 à environ 230 milliards de dollars au deuxième trimestre de 2008 (Barclays Capital, 2008).

Positions non commerciales nettes sur contrats à terme et prix

(Moyenne mobile sur quatre semaines)



Sources : Bloomberg Financial Markets; Commodities Futures Trading Commission des États-Unis; calculs des services du FMI.

¹WTI est le brut West Texas Intermediate.

directement sur l'offre et la demande de ces produits. Par exemple, un dollar américain en perte de vitesse et des taux d'intérêt plus bas pourraient accroître la demande et réduire la

Encadré 3.1 (suite)

production de produits de base, exerçant ainsi des pressions sur les prix². Deuxièmement, les opérations des investisseurs financiers, notamment des spéculateurs, pourraient influencer le comportement des prix. À cet égard, la controverse est vive sur la question de savoir si la récente flambée des prix des produits de base est le fruit de la rapide augmentation des placements dans des actifs indexés sur les prix des produits de base effectués par des investisseurs cherchant à diversifier leurs portefeuilles.

En raison de la difficulté à déterminer la juste valeur des produits de base, c'est par des approches indirectes que l'on a cherché à savoir si ce comportement a écarté les prix des valeurs fondamentales. L'une de ces approches a consisté à examiner si les variations des positions financières sur les produits de base sont à l'origine des mouvements des prix de ces produits en utilisant l'analyse de séries chronologiques («tests de causalité de Granger»). Nombre d'études récentes de ce type, notamment l'étude présentée dans l'édition d'octobre 2008 du *Global Financial Stability Report* (FMI, 2008d), n'ont pas trouvé de lien de causalité entre positions et prix dans un sens ou dans l'autre³. En effet, il arrive souvent que le sens de l'évolution des flux financiers ne corresponde à celui des mouvements des prix. Par exemple, alors que les prix du pétrole brut ont fortement augmenté en mai et juin 2008, les positions spéculatives nettes ont baissé (premier graphique).

Une deuxième approche est celle qui consiste à examiner si le comportement récent des stocks concorde avec l'hypothèse selon laquelle les tendances récentes des prix sont en grande partie le résultat de la spéculation.

L'intuition de base est la suivante : pour qu'elle ait un effet persistant sur les prix des produits de base, la spéculation doit s'accompagner d'un stockage croissant de ces produits pour que l'équilibre soit maintenu sur les marchés au comptant, car la consommation baisserait si les prix étaient plus élevés (Krugman, 2008). Les données disponibles laissent toutefois penser que, si les stocks de certains produits de base se sont quelque peu accrus ces dernières années, ceux d'autres produits dont le prix avait sensiblement augmenté ont baissé ou sont restés à un niveau à peu près inchangé (deuxième graphique, panneau supérieur). En particulier, bien que les prix du pétrole brut aient presque doublé durant 2007–08, les stocks de pétrole brut des pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) sont restés au même niveau en 2008. Dans l'ensemble, par conséquent, il n'y a guère lieu de conclure à un stockage systématique des produits de base, mais il est à noter que les données sur les stocks de ces produits sont médiocres et ne recouvrent pas tous les pays.

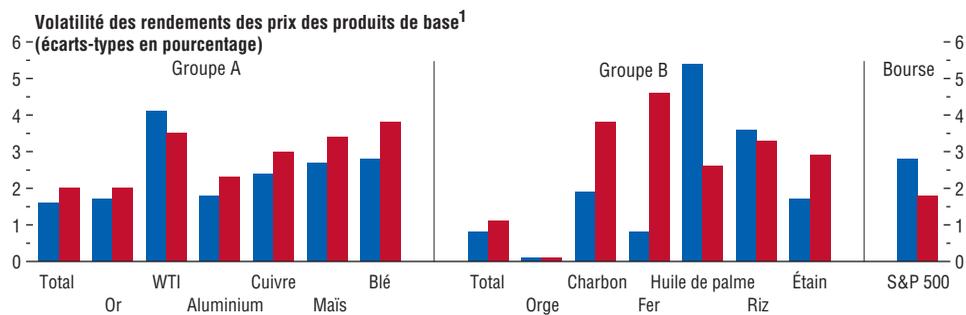
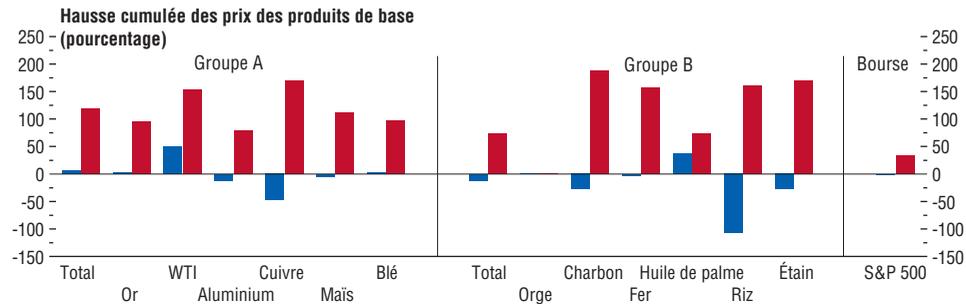
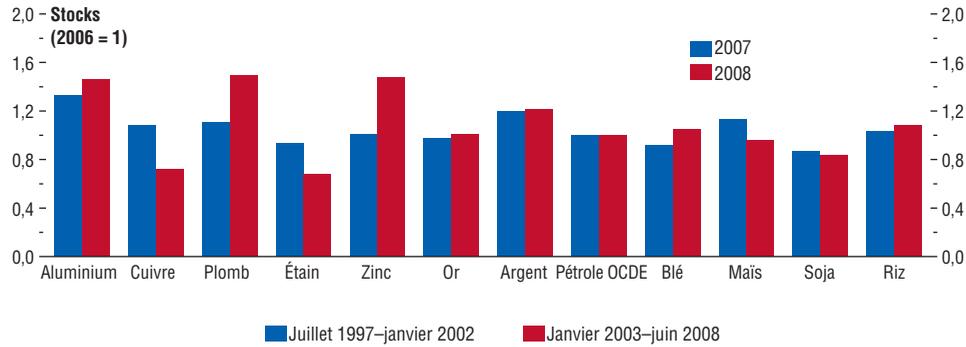
Une troisième méthode d'évaluation de l'impact des placements financiers est celle qui consiste à déterminer la relation transversale entre la formation des prix et les activités des investisseurs avant et après la financiarisation des produits de base. Pour y apporter de plus amples éclaircissements, le présent encadré examine la relation entre la financiarisation et les niveaux des prix sur différents marchés. Il étend en outre l'analyse à deux autres aspects de la formation des prix :

- *Volatilité* : L'impact de la spéculation sur la volatilité des prix est depuis longtemps source de controverse entre les économistes. Quelques-uns parmi les plus éminents d'entre eux — dont Adam Smith, John Stuart Mill et Milton Friedman — ont soutenu que les spéculateurs fournissent des liquidités, facilitent la détermination des prix et améliorent l'allocation intertemporelle des ressources en achetant à bas prix et en vendant à prix élevé, ce qui stabilise les prix. D'autres font valoir que les

²Voir, par exemple, l'encadré 1.4 de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

³Voir également l'encadré 5.1 de l'édition de septembre 2006 des *Perspectives de l'économie mondiale* ou l'*Interim Report on Crude Oil* du Groupe de travail interinstitutions sur les marchés des produits de base (ITC, 2008).

Stocks, variations des prix et volatilité



Sources : Bloomberg Financial Markets; Agence internationale de l'énergie; Bourse des métaux de Londres; États-Unis, Département de l'agriculture; calculs des services du FMI.

¹Un test-F au seuil de signification de 5 % indique que les écarts-types des deux périodes sont statistiquement différents, sauf pour le riz.

participants aux marchés peuvent souvent être «irrationnels», se laisser guider par leurs émotions, l'heuristique et une mentalité grégaire et accroître ainsi la volatilité des marchés.

- *Covariation des prix* : Selon une autre hypothèse, une financiarisation plus poussée des produits de base peut accroître le degré

d'évolution concomitante des prix des produits de base. La raison en est que la croissance des flux financiers peut exposer davantage les produits de base à certains chocs financiers courants, tels que les fluctuations des taux de change et des taux d'intérêt. Il se peut en outre que les investisseurs ne connaissent pas bien

Encadré 3.1 (suite)

tels ou tels produits, ce qui les amène à affecter des fonds à des groupes de produits (théorie de l'habitat ou de la catégorie). Par exemple, ils peuvent faire des placements dans des produits de base en achetant un indice des produits de base, qui répartit les fonds entre divers produits suivant des pondérations spécifiées, et non en investissant dans des produits déterminés qu'ils ne connaissent pas. En outre, la financiarisation des produits de base peut accroître la corrélation — positive ou négative — entre les prix de ces produits et ceux d'autres actifs, tels que les prix des actions, simplement en raison des conditions globales du marché financier.

Pour examiner la possibilité d'un impact sur les prix, on a analysé les propriétés des rendements hebdomadaires des prix (variations de prix hebdomadaires sous forme de logarithmes) de 50 produits de base avant et après l'essor des placements dans ces produits. La récente envolée des prix des produits de base et des investissements dans ces produits ayant commencé à peu près en 2003, la période considérée est celle qui s'étend de janvier 2003 à juin 2008 et la période témoin, celle qui va de juillet 1997 à décembre 2002. Pour mesurer l'ampleur de la financiarisation, on a divisé les produits de base en deux groupes :

- *Groupe A* : Il s'agit des produits qui font l'objet d'un gros volume de transactions sur les marchés financiers. Plus précisément, un produit est classé dans le groupe A s'il est inclus dans l'un des quatre principaux indices de produits de base⁴. Un indice des prix pour l'ensemble du groupe A est calculé sur la

⁴Les quatre indices de produits de base examinés sont l'indice S&P Goldman Sachs, l'indice de la Deutsche Bank, le Dow Jones–AIG Commodity Index et l'UBS Bloomberg Constant Maturity Commodity Index. Les produits de base classés dans le groupe A sont les suivants : pétrole brut Brent, gaz naturel, brut Intermediate West Texas (WTI), gazole, essence sans plomb, fioul domestique, aluminium, cuivre, or, plomb, nickel, argent, zinc, cacao, café, maïs, coton, porc maigre, bœuf, jus d'orange, huile de soja, soja, farine de soja, sucre et blé.

base des pondérations moyennes des quatre indices sous-jacents. Il est en outre procédé à un examen plus détaillé de six produits du groupe : or, brut WTI, aluminium, cuivre, maïs et blé.

- *Groupe B* : Sont classés ici tous les produits de l'indice des produits de base du FMI qui ne font pas partie du groupe A⁵. Un indice des prix pour l'ensemble du groupe B est calculé sur la base des pondérations de l'indice du FMI, et six de ces produits sont analysés en plus grand détail : orge, charbon, minerai de fer, huile de palme, riz et étain.

Niveau des prix

Les prix des produits de base du groupe A ont affiché une hausse de moins de 6 % entre 1997 et 2002, mais ils ont augmenté d'environ 120 % durant la période 2003–08. Les prix des produits du groupe B ont baissé d'environ 12 % au cours de la première période, mais ils ont augmenté de près de 75 % durant la seconde période (premier graphique, panneau du milieu). En effet, un grand nombre de produits de base sans marchés à terme d'importance — tels que le minerai de fer et le riz — ont renchéri davantage que les produits négociés sur des marchés à terme significatifs tels que l'or et le pétrole brut. En outre, une régression transversale simple fait apparaître une relation plate et légèrement négative entre les variations de prix et celles des positions spéculatives nettes longues⁶ en 2003 (troisième graphique, panneau supérieur).

⁵Dont : bananes, orge, charbon, poisson, farine de poisson, arachides, bois dur, bois dur scié, peaux, minerai de fer, viande d'agneau, huile d'olive, huile de palme, volaille, huile de colza, riz, caoutchouc, crevettes, bois tendre, bois tendre scié, huile de tournesol, thé, étain, uranium et laine.

⁶Suivant la classification des positions sur contrats à terme selon le type d'opérateurs par la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) des États-Unis, les positions non commerciales nettes sur contrats à terme servent à mesurer les positions spéculatives sur les marchés des contrats à terme de produits de base. Ces positions sont égales à la différence entre les positions longues et courtes des opérateurs non commerciaux.

Volatilité des prix

Pour déterminer si l'expansion des investissements financiers a déstabilisé les marchés en accroissant la volatilité des prix, celle-ci a été mesurée (écarts-types) pour chaque groupe de produits et pour la période antérieure et postérieure à 2003 (deuxième graphique, panneau inférieur). Les résultats sont contrastés. Premièrement, la volatilité des prix de la plupart des produits du groupe A a été plus forte après 2003, à l'exception notable du prix du pétrole brut, dont la volatilité a sensiblement baissé en dépit du gros volume des transactions sur ce produit. Deuxièmement, la volatilité des prix s'est accrue également pour la plupart des produits du groupe B, qui ne sont pourtant pas très négociés sur les marchés financiers, ce qui donne à penser que l'intensification de la volatilité des prix des produits du groupe A tient peut-être à des facteurs autres que la financiarisation des produits de base. En outre, il a été procédé à une régression transversale simple de la volatilité des rendements sur les variations des positions ouvertes des contrats à terme de produits de base pour la période 2003–08⁷. Les résultats font apparaître une relation positive mais faible entre la volatilité des rendements et l'ampleur de la financiarisation, ce qui amène à conclure que la volatilité des prix tiendrait plutôt à d'autres variables telles que l'étroitesse du marché, le niveau des stocks ou les risques géopolitiques⁸ (troisième graphique, panneau inférieur).

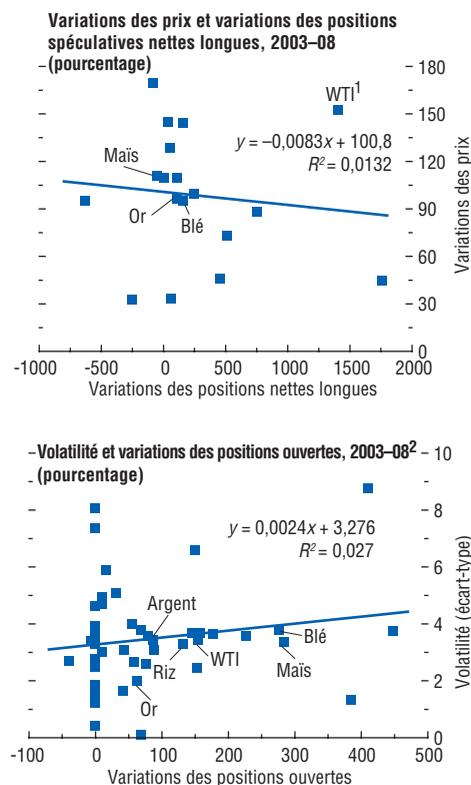
Covariation des prix

Pour déterminer s'il y a eu augmentation de la covariation des cours des produits de base et de ceux des valeurs mobilières, on a procédé à une régression des rendements hebdomadaires

⁷Les positions ouvertes — nombre total des contrats sur options et/ou de contrats à terme qui ne sont pas clos ou livrés à un jour donné — sont utilisées comme mesure approchée du degré de financiarisation.

⁸Haigh, Hranaiova et Overdahl (2007) ne trouvent pas non plus de lien entre la croissance des opérations sur produits de base des fonds spéculatifs et l'augmentation de la volatilité des prix.

Financiarisation, variations des prix et volatilité



Sources : Bloomberg Financial Markets; Commodity Futures Trading Commission des États-Unis; calculs des services du FMI.

¹Brut West Texas Intermediate.

²La taille de l'échantillon peut varier d'un produit de base à l'autre parce que les données sur les positions ouvertes pour certains produits ne sont pas disponibles pour la période antérieure à 2003. Dans le cas des produits de base pour lesquels il n'y a pas de marchés de contrats à terme, les variations des positions ouvertes sont considérées comme égales à zéro.

de certains produits sur une constante et une variable «explicative» — notamment le rendement d'un autre produit du même groupe, le rendement de l'indice pour l'ensemble du groupe (non compris le produit étudié), ou le rendement de l'indice boursier S&P 500. L'ampleur de la covariation est mesurée par le coefficient de détermination ou R^2 . Par intuition, si les covariations tenaient principalement aux placements dans les produits de base, surtout

Encadré 3.1 (fin)

dans les indices, le R^2 pour les produits du groupe A devrait être supérieur à celui du groupe B et devrait augmenter après 2003, avec l'accélération de la financiarisation⁹.

Les résultats font en effet apparaître une covariation grandissante des prix de certains des produits de base les plus financiarisés (voir tableau). Dans l'ensemble, les prix des produits du groupe A affichent une covariation plus forte que ceux des produits du groupe B avant et après 2003. De plus, en moyenne, la covariation des prix des produits du groupe A s'est accrue dans une mesure plus large que celle des prix des produits du groupe B. Et surtout, le pouvoir explicatif des rendements de l'or sur ceux des autres produits du groupe A a sensiblement augmenté, passant d'environ 2 % durant 1997–2002 à plus de 20 % dans la période 2003–08, ce qui amène à conclure à une covariation grandissante des prix de l'or et des

autres produits du groupe A. Cependant, le pouvoir explicatif du pétrole brut sur les autres produits du groupe A a nettement baissé depuis 2003¹⁰. Enfin, les rendements des produits de base des deux groupes ne semblent pas être étroitement liés à ceux des valeurs mobilières dans l'une ou l'autre période¹¹.

En résumé, bien que la financiarisation ait pu accroître la covariation des prix de certains produits, en particulier de l'or, on n'observe pas de lien systématique entre elle et la volatilité ou les mouvements des prix. Ce résultat est conforme à celui des études effectuées récemment par la CFTC, entre autres. Il n'y a donc guère lieu de penser que ce sont les opérations sur les contrats à terme qui ont provoqué l'essor des prix ou qui ont déstabilisé les marchés des produits de base dans la première moitié de 2008.

⁹Il est toutefois possible, étant donné les corrélations entre les produits (substitués dans la production–consommation, par exemple), que la financiarisation influe indirectement sur le groupe B par l'intermédiaire du groupe A, même si les produits du groupe B ne font pas l'objet d'un gros volume de transactions. Voir, par exemple, Adrangi and Chatrath (2006) pour de plus amples détails.

¹⁰Si l'on utilise des données mensuelles, toutefois, le pétrole brut WTI a un pouvoir explicatif élevé — plus de 30 % — sur les rendements des autres produits du groupe A, du fait de la répercussion des coûts de l'énergie sur un horizon plus long.

¹¹Büyüksahin, Haigh et Robe (2008) constatent en outre que la relation entre les rendements des indices de produits de base investissables et ceux des indices boursiers américains n'a pas sensiblement changé ces quinze dernières années.

un rythme pratiquement constant. Lorsque la capacité des marchés pétroliers est sollicitée à ce point, des variations modestes et imprévues de l'offre (ou de la demande) mondiale peuvent avoir de considérables effets sur les prix, compte tenu de la très faible réaction de la demande de brut aux prix à court terme⁸. Durant les dix-huit

derniers mois, l'impact sur les prix de l'évolution de la demande mondiale a été renforcé par une moindre répercussion des cours sur les prix

⁸Les élasticités-prix de la demande de pétrole semblent être généralement faibles à court terme. Le Département de l'énergie des États-Unis (Costello, 2006) les situe dans une fourchette de 0,01 à 0,04 (valeurs absolues), alors que les élasticités-revenu sont nettement supérieures. Dans le même ordre d'idées, Hamilton (2008) présente des élasticités de 0,03 à 0,07 (valeurs absolues) et l'édition de septembre 2005 des *Perspectives de l'économie mondiale* signalait

des valeurs entre 0,03 et 0,08. De ce fait, les effets de revenu ont éclipsé les effets de prix dans la demande de pétrole. Dans un modèle simple de demande avec une offre exogène faisant abstraction des non-linéarités issues des faibles niveaux de stocks et des considérations intertemporelles, ces élasticités-prix signifient qu'une réduction de la production de pétrole de 0,5 million de barils/jour — *grosso modo* la diminution de l'offre de pétrole hors OPEP au second semestre de 2007 — devrait aboutir à des prix supérieurs de 10–60 % (calculs basés sur des données de production de 2007). Si les élasticités-prix à plus long terme sont supérieures à celles à court terme, une réduction de l'offre entraînera une augmentation encore plus forte à long terme.

Covariation des rendements (R^2 en pourcentage)¹

	Groupe A													
	4 juillet 1997–27 décembre 2002							3 janvier 2003–27 juin 2008 ³						
	Or	WTI	Aluminium	Cuivre	Maïs	Blé	Groupe A	Or	WTI	Aluminium	Cuivre	Maïs	Blé	Groupe A
Brut WTI	0,9							6,6*						
Aluminium	0,8	2,1						23,4*	4,8					
Cuivre	2,9	1,6	43,4					19,5*	3,5	34,6				
Maïs	1,1	0,1	0,2	0,0				3,4	0,1	1,6*	1,2			
Blé	0,5	0,5	0,3	0,5	40,6			4,7	0,5	1,0	1,9	23,1		
Groupe A ²	2,3	7,2	0,5	40,1	2,5	36,5		21,0*	0,9*	2,5*	28,1*	0,0*	17,6	
S&P 500	0,0	0,6	0,2	0,2	0,0	0,3	0,5	0,1	0,1	0,6	0,8	0,7	0,1	0,0
Moyenne	6,7							7,2						

	Groupe B													
	4 juillet 1997–27 décembre 2002						3 janvier 2003–27 juin 2008							
	Orge	Charbon	Minerai de fer	Huile de palme	Riz	Étain	Groupe B	Orge	Charbon	Minerai de fer	Huile de palme	Riz	Étain	Groupe B
Charbon	0,0							0,0						
Minerai de fer	0,4	0,0						1,3	0,8					
Huile de palme	2,0	0,2	0,1					0,2	0,0	0,2				
Riz	0,0	0,1	0,0	0,0				0,0	0,2	0,1	0,4			
Étain	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4			0,5	0,4	0,3	0,0	0,2		
Groupe B ²	0,4	56,3	0,0	17,4	0,1	0,4		0,6	73,1*	0,1	0,0*	1,1	0,2	
S&P 500	0,9	1,0	0,3	0,1	0,4	0,0	1,4	0,7	2,7	0,0	0,4	0,1	0,8	2,3
Moyenne	2,9							3,1						

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

¹Plus R^2 est grand, plus la covariation est forte. Dans les régressions bivariées, R^2 est insensible au choix des variables de gauche ou de droite. Par exemple, R^2 issu de la régression des rendements de l'or sur ceux du brut WTI est le même que celui qui est obtenu par régression des rendements du WTI sur ceux de l'or.

²Non compris le produit de base de la colonne à l'étude.

³Un astérisque indique qu'il y a rupture structurelle entre les deux périodes suivant le test de Chow au niveau de signification de 5 %.

intérieurs dans les pays émergents et en développement, ce qui a davantage réduit une élasticité-prix de la demande mondiale de pétrole déjà faible à court terme⁹. D'autres facteurs ont joué, dont le risque accru de perturbations de l'offre chez certains grands producteurs et les considérations géopolitiques.

⁹Dans beaucoup de pays, les consommateurs de produits pétroliers ont été de plus en plus protégés de la montée des cours sur les marchés mondiaux. Sur un échantillon de 43 pays émergents et en développement, moins de la moitié avaient répercuté pleinement l'augmentation des cours en 2007 (contre trois quarts en 2006). Voir FMI (2008b).

Les anticipations grandissantes de la persistance des tensions sur le marché pétrolier à moyen terme ont vraisemblablement joué pour beaucoup dans les augmentations des cours de l'année dernière. Le rythme d'expansion des capacités a été lent et n'a jamais été à la hauteur des attentes ces dernières années, notamment en dehors de l'OPEP (graphique 3.4, panneau supérieur)¹⁰.

¹⁰Les contraintes de capacité dans le secteur aval, en particulier dans le raffinage, ont également contribué à la montée des prix du pétrole. Cependant, la problématique à plus long terme de l'offre examinée ici concerne principalement l'investissement en amont, là où les contraintes à long terme sont les plus rigoureuses.

Tableau 3.1. Contribution des facteurs communs aux fluctuations des cours des produits de base¹
 (Pourcentage)

	1970–2008 (juin)	Booms		Période de «grande modération» 1984–2008 (juin)	Période «sans chocs pétroliers» ² 1992–2002 (juin)
		1972–74	2003–08 (juin)		
Brut	1,6	1,9	3,6	2,6	3,2
Métaux	37,9	29,6	34,5	27,7	63,7
Matières premières agricoles	23,9	1,3	21,8	13,0	12,5
Aliments	16,7	1,2	23,9	24,7	15,2
Viande	8,3	0,5	26,7	9,7	6,8
Céréales	18,9	1,7	11,9	22,8	12,4
Huiles végétales et farines protéiques	24,3	0,7	28,5	42,6	25,9
Autres aliments	7,8	3,0	24,5	6,9	5,2
Boissons	11,2	2,2	28,0	7,5	2,4

Sources : FMI, banque de données sur les produits primaires; calculs des services du FMI.

¹Les contributions sont basées sur la première composante principale des variations logarithmiques des prix de 38 produits primaires en groupe (corrigées des corrélations de série et normalisées).

²Voir Kilian (2008).

L'on s'accorde désormais à reconnaître que l'augmentation de la capacité de production nécessaire pour répondre à la solide expansion prévue des pays émergents et en développement continuera d'être limitée du fait de contraintes conjoncturelles, technologiques, géologiques et stratégiques¹¹. En effet, les délais de «construction» évoqués plus haut se sont rallongés, même si les possibilités de cette augmentation restent réelles, comme le montre le ratio globalement constant entre les réserves prouvées et la production, lequel mesure la rareté à long terme du pétrole (graphique 3.4, panneau du milieu). Cela étant, les capacités futures coûteront beaucoup plus que par le passé du fait de la nette augmentation des coûts d'extraction dans les gisements marginaux, lesquels constituent une composante permanente importante (graphique 3.4, panneau inférieur).

Même les révisions relativement modestes à la baisse du sentier escompté de l'expansion de l'offre attribuables à un regain de pessimisme peuvent entraîner une augmentation considérable des anticipations de prix, compte tenu de l'élasticité-prix relativement faible de la demande de pétrole signalée plus haut¹². Ces anticipations de prix plus élevés doivent se traduire

par des prix spot supérieurs aujourd'hui, faute de quoi les producteurs seraient incités à ne pas exploiter leurs gisements et les négociants à accumuler des stocks, pour vendre à une date ultérieure à un prix plus élevé. C'est la raison pour laquelle certains observateurs voient dans les récentes envolées des cours du brut un «choc de l'offre à venir», c'est-à-dire une réaction à un resserrement des conditions sur le marché à moyen terme (voir, par exemple, Clarida, 2007).

Quel est le rôle des facteurs financiers? La spéculation et les investissements financiers liés aux matières premières sont fréquemment présentés comme des facteurs à la base des récentes augmentations des cours du pétrole. Cependant, rares sont les données qui démontrent que ces facteurs ont un effet systématique sur les prix. Les investissements dans les fonds énergétiques et pétroliers et les positions nettes à terme des investisseurs non commerciaux, par exemple, ont atteint un pic à la fin 2007 et se sont depuis repliés. Cela dit, l'humeur changeante des marchés peut également agir sur la dynamique des prix à court terme, d'autant qu'il y a un manque d'informations actuelles sur la situation des marchés mondiaux. Par ailleurs, il est probable que la situation financière récente ait exercé des pres-

¹¹Voir encadré 1.5 de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

¹²Une réaction plus inélastique de l'offre à moyen terme du fait du rallongement des délais de «construction» signifie également que les révisions à la hausse du

sentier escompté de la demande mondiale devraient avoir un impact plus profond sur les prix spot actuels.

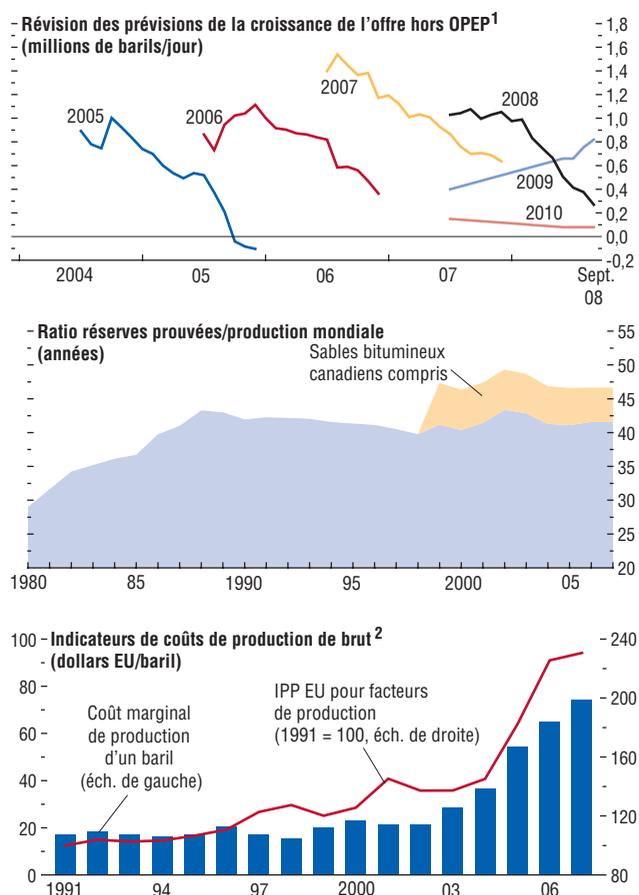
sions à la hausse. La dépréciation du dollar EU et la baisse des taux directs réels tendent à faire grimper les cours du pétrole. Les effets sont essentiellement à court terme, avec un risque de surenchère, mais les effets à plus long terme peuvent se faire sentir par le truchement de l'offre et de la demande physiques de pétrole¹³.

Les cours du pétrole ont récemment enregistré un repli du fait 1) d'une augmentation de la production de l'OPEP (principalement en Arabie Saoudite); 2) des données mettant en évidence une baisse persistante de la demande de pétrole américaine, laquelle semble s'expliquer par une réaction croissante de la demande à la montée des prix, et non simplement par une diminution du revenu; 3) des perspectives de ralentissement de la croissance dans les principaux pays avancés; et 4) d'une conjoncture financière moins favorable, compte tenu du rebond du dollar EU. La demande de pétrole devrait probablement se modérer avec le ralentissement de la croissance mondiale envisagé pour le second semestre de 2008 et pour 2009. Si les récentes augmentations de la production se maintenaient, les conditions du marché à court terme devraient être moins tendues et contribuer à un tassement des prix en dessous des pics récemment enregistrés. D'autres ajustements à la baisse seraient d'ailleurs possibles si le ralentissement était plus prononcé ou que la réaction de la demande aux cours élevés s'accroissait dans les pays avancés. Cela étant, les contraintes de l'offre et la croissance forte et soutenue des pays émergents devraient maintenir les prix nettement au-dessus des niveaux antérieurs au boom et les soumettre à une volatilité persistante.

¹³La dépréciation effective du dollar EU peut pousser à la hausse les prix des matières premières par divers mécanismes. Il ressort de l'analyse empirique dont rend compte l'encadré 1.4 de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale* qu'une dépréciation d'un point de pourcentage fait augmenter les prix du pétrole (en dollars EU) de plus d'un point de pourcentage. La diminution des taux d'intérêt réels à court terme réduit les coûts de détention de stocks et peut entraîner un redéploiement depuis les instruments monétaires vers les matières premières ou d'autres actifs à rendement supérieur. Voir Bordo (1980), Frankel (1986, 2006) et Akram (2008).

Graphique 3.4. Évolution de l'offre de pétrole

La production de pétrole, qui a été systématiquement en deçà des attentes ces quatre dernières années dans un contexte de coûts de production élevés, fait craindre que les tensions ne persistent pendant un certain temps sur les marchés, en dépit de niveaux suffisants de réserves.



Sources : Bloomberg Financial Markets; *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008); Goldman Sachs Global, Inc. Equity Group; Agence internationale de l'énergie; États-Unis, Bureau of Labor Statistics et Département de l'énergie; calculs des services du FMI.

¹Les prévisions correspondent à une moyenne simple de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), de l'Agence internationale de l'énergie et de l'U.S. Energy Information Administration au moment des prévisions.

²Les coûts marginaux sont définis comme la moyenne des producteurs dont les coûts sont les plus élevés (ou quartile inférieur), à partir d'une enquête auprès des compagnies pétrolières cotées. L'indice des prix à la production (IPP) des facteurs de production correspond à la moyenne non pondérée du forage de puits pétroliers et gaziers, des activités de soutien aux opérations pétrolières et gazières et des machines et équipements des gisements pétroliers.

Des facteurs permanents et temporaires à la base du renchérissement des produits alimentaires

La montée des prix des produits alimentaires qui s'est amorcée au milieu de 2006 s'est intensifiée durant les quatre premiers mois de 2008, principalement à cause de l'augmentation des cours de six matières premières principales : maïs, blé, riz, soja et produits assimilés, huile de colza et huile de palme. Ces produits représentent plus de 80 % de l'augmentation de l'indice des prix alimentaires du FMI depuis le début de 2006, bien qu'ils n'aient qu'une pondération de 40 %.

La diminution des stocks mondiaux de ces matières premières durant ces dernières années a joué pour beaucoup dans le déclenchement des augmentations de prix. S'agissant de l'offre, les taux de croissance des rendements ont fléchi à partir du milieu des années 80, en partie à cause de la diminution des prix relatifs et de faibles taux d'investissement (graphique 3.5, panneau supérieur). Les niveaux élevés de protection de l'agriculture dans les pays avancés et la tendance des dépenses publiques des pays en développement à privilégier les subventions (au lieu de l'investissement dans l'infrastructure et la recherche agricoles) ont contribué à cette tendance¹⁴. S'agissant de la demande, la consommation a fortement augmenté du fait d'une rapide progression du revenu dans les pays émergents et en développement (graphique 3.5, panneau du milieu)¹⁵.

La présente analyse cherche à estimer les rôles respectifs d'un certain nombre de facteurs liés à l'offre et à la demande dans l'augmentation des prix de ces six matières premières agricoles sur la période 2006–08 (graphique 3.5, panneau inférieur). Il importe de préciser que la démarche s'appuie sur une simple analyse d'équilibre

¹⁴Dans les pays de l'OCDE, les progrès ont été lents dans la diminution des soutiens en général durant les vingt dernières années, les transferts moyens en faveur des producteurs agricoles en pourcentage des prix aux producteurs ayant reculé de 37 % à 30 % en 2005. Voir Banque mondiale (2007).

¹⁵La composition de la demande a également évolué, privilégiant les huiles, les denrées et les aliments pour animaux riches en protéines, conformément aux tendances dans les pays avancés.

partiel et qu'elle ne tient pas compte des effets d'entraînement des prix issus des faibles niveaux des stocks. De plus, l'incertitude est considérable compte tenu des interactions complexes qui existent entre marchés et périodes¹⁶.

- *Chocs climatiques* : Plusieurs chocs climatiques de l'offre en 2006 et en 2007 ont durement entamé les rendements moyens du blé et de l'huile de colza pendant deux ans (ces chocs se produisent moins d'une fois tous les dix ans en moyenne). On citera les dégâts causés par les sécheresses, qui ont notamment frappé les récoltes de blé en Australie, en Europe de l'Est et en Afrique du Nord, et dont on estime qu'ils représentent près de 20 % de l'augmentation des prix du blé depuis 2006¹⁷. L'impact des chocs climatiques est généralement temporaire. En effet, les surfaces de blé plantées pour la campagne de 2008 se sont nettement étendues du fait de la montée des prix aux États-Unis (Trostle, 2008).
- *Production de biocarburants* : L'essor de la demande de maïs et d'huiles végétales de la part des producteurs de biocarburants est un deuxième facteur qui a contribué à doper les prix des produits alimentaires. La production de biocarburants a connu une forte expansion du fait du renchérissement des produits énergétiques, de la mise en place d'ambitieux projets, des subventions accordées par les pouvoirs publics et des protections tarifaires dans les principaux pays avancés. Ainsi, notamment, la production de bioéthanol à base de maïs est montée en puissance aux États-Unis. Près de 30 % de la récolte de maïs y a été consacrée à la production de biocarburants en 2006–07, part qui devrait passer à 36 % en 2008. Malgré une forte réaction de la production, les tensions issues du gonflement de la demande devraient compter

¹⁶La méthodologie est décrite plus en détail à l'appendice 3.2. Sauf indication contraire, les références correspondent aux campagnes de récolte (2007 correspond ainsi à la période allant du milieu de 2007 au milieu de 2008).

¹⁷Sans les récoltes exceptionnelles de soja, de blé et de maïs en 2005, l'envolée des prix se serait vraisemblablement produite avant.

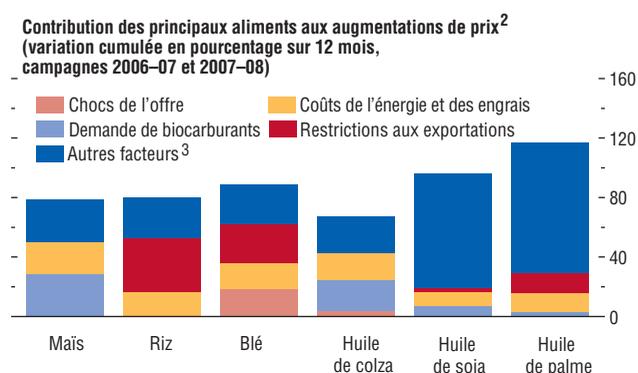
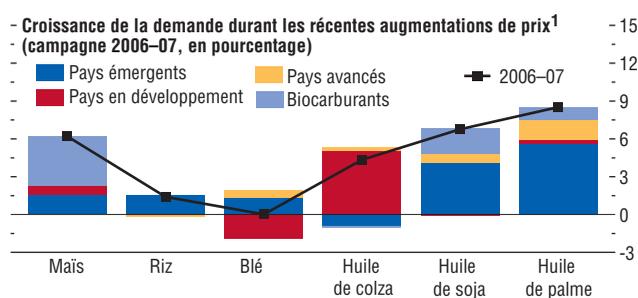
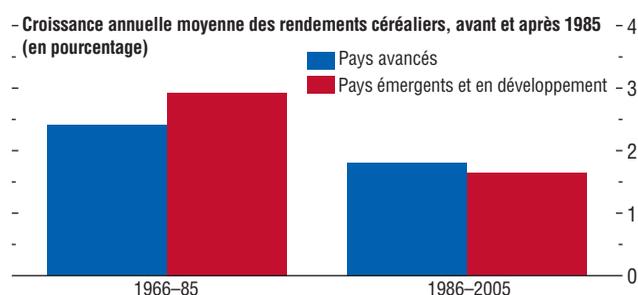
pour 25 à 45 % de la montée des cours internationaux du maïs durant cette période, selon une fourchette plausible de valeurs de l'élasticité-prix de la demande. Les pressions de la demande d'éthanol devraient continuer de pousser les prix à la hausse à moins d'une modification des politiques mises en œuvre. L'effet de la production de biocarburants sur les prix du colza — la principale source de biodiesel en Europe — a progressivement perdu en importance. Du fait de la réduction des subventions de l'UE sur fond de réexamen des politiques liées aux biocarburants et de montée en flèche du prix des huiles végétales, de nombreuses unités de production de biodiesel ont cessé d'être rentables et la demande d'huile de colza pour la production de biodiesel a baissé en 2007¹⁸. De plus, cette huile ne représente qu'une part de plus en plus faible du marché des huiles comestibles.

- *Répercussions de l'augmentation des prix énergétiques* : Il est un troisième facteur qui concerne la répercussion directe de l'augmentation des coûts énergétiques sur les prix des aliments et qui, selon les estimations, aurait représenté environ 20 % de l'augmentation du prix des six matières premières. Les coûts de production agricole ont grimpé davantage du fait d'un quasi-triplement du prix des engrais et du doublement des prix de l'énergie depuis le milieu de 2006. Cela vaut particulièrement pour le maïs, le colza et le riz, cultures à forte intensité énergétique.
- *Politique de commerce extérieur* : Les politiques commerciales restrictives ont fait office de quatrième facteur de renchérissement des produits alimentaires. Les inquiétudes croissantes quant à l'impact de la hausse des prix alimentaires au plan intérieur ont poussé plusieurs gros exportateurs de produits alimentaires

¹⁸Près de 20 % de la demande mondiale d'huile de colza va actuellement à la production de biodiesel. L'emploi d'huile de soja ou de palme pour la production de biodiesel s'est également intensifié durant cette période, mais continue de représenter une très faible part de l'utilisation mondiale totale (9 % et 3 % en 2006 et 2008, respectivement, selon les estimations).

Graphique 3.5. Tendence des prix des principaux aliments

La récente poussée des prix fait suite à une période de diminution des rendements céréaliers sur fond de faibles investissements dans l'agriculture. La récente croissance de la demande, principalement dans les pays émergents, s'est portée sur l'huile de soja et de palme. Outre l'essor des biocarburants, la montée des prix s'explique par une conjonction de facteurs.



Sources : Organisation pour l'alimentation et l'agriculture; États-Unis, Département de l'agriculture; Banque mondiale (2007); calculs des services du FMI.

¹La croissance de la demande de biocarburants est exclue des calculs pour les groupes de pays.

²Voir l'appendice 3.2 pour plus de détails sur les calculs.

³Y compris les effets de débordement et de substitution.

Tableau 3.2. Indicateurs de débordements sur les prix des principaux produits alimentaires

	Maïs	Riz	Blé	Huile de soja	Huile de colza	Huile de palme
Pourcentage de variation de prix (estimations) résultant d'une augmentation de 1 point du prix des produits alimentaires entrant dans les biocarburants ¹						
Maïs	1,00	0,23	0,19	0,78	—	—
Huile de colza	—	—	0,62	1,19	1,00	—
Statistique de concordance des comouvements cycliques ²						
Par rapport au maïs (janv. 1957–mai 2008)	100**	82**	61*	71**	74**	66**
Par rapport à l'huile de colza (janv. 1980–mai 2008)	74**	76**	46	82**	100**	78**
Pour mémoire (campagne 2007)						
Part de la production mondiale exportée	13	6	18	29	10	72
Part de l'énergie et des engrais dans le coût de production total ³	32	30	25	12	30	14

Sources : États-Unis, Département de l'agriculture (2008); base de données en ligne de l'Organisation pour l'alimentation et l'agriculture, FAOSTAT; Fedepalma (2008); North Carolina Solar Center (2006); calculs des services du FMI (voir l'appendice 3.2 pour plus de détails).

¹Calculé à partir d'estimations composites des élasticités de substitution.

²La statistique de concordance mesure les périodes durant lesquelles le prix de deux produits de base se trouve dans la même phase, dans une fourchette de 0 à 100. Une valeur élevée signifie que leurs cycles sont plutôt synchronisés et que les deux produits peuvent se substituer dans une grande mesure (Cashin, McDermott, and Scott, 1999). * = signification au niveau de 10 %. ** = signification au niveau de 5 %.

³Le coût de production de l'huile de soja et de l'huile de colza est celui de la culture correspondante. La part d'énergie servant au transport n'est pas incluse.

à imposer des restrictions à l'exportation à compter du milieu de 2007. Ces restrictions ont eu un effet particulièrement important sur les prix du riz — comptant pour près de la moitié de l'augmentation globale selon les estimations des services du FMI —, mais elles ont également eu des répercussions sur les prix du blé et, dans une moindre mesure, sur celui de l'huile de palme et de soja. Ces mesures ont également catapulté certains prix à court terme, du fait — semble-t-il — d'achats sous l'emprise de la panique ou de l'accumulation de stocks¹⁹. Ces restrictions, pour la plupart, ont ensuite été supprimées et certains pays ont écoulé des stocks. La levée des restrictions devrait se poursuivre vu les prévisions plus favorables de récoltes de riz et de blé.

Globalement, les coûts énergétiques constituent le facteur direct qui a le plus influé sur

l'augmentation des prix des aliments depuis 2006, suivis de très près, en deuxième position, par les restrictions commerciales. Cependant, les effets directs de ces facteurs n'expliquent pas la totalité des augmentations de prix constatées. Interviennent également des effets indirects, qui se renforcent réciproquement et se manifestent principalement par les mécanismes de substitution de l'offre et de la demande. Le tableau 3.2 illustre les effets de débordement des augmentations de prix du maïs et de l'huile de colza (qui entrent dans la production de biocarburants), à partir des élasticités-prix croisées de l'offre et de la demande. Il ressort des résultats que ces effets expliquent pour beaucoup les augmentations de prix du soja et des produits assimilés : une augmentation de 1 % du prix du maïs, toutes autres choses étant égales, pousse les prix du soja d'environ 0,75 %, car les agriculteurs passent du soja au maïs et les consommateurs du maïs à la farine de soja²⁰. Si l'on

¹⁹Ces effets sont courants lorsque les marchés internationaux sont segmentés et que la part du commerce extérieur dans la production totale est modeste, comme dans le cas du riz, mais ils n'entrent pas dans les estimations. Voir FAO (2008).

²⁰En l'occurrence, les consommateurs seraient principalement les éleveurs de bétail et de volaille, qui utilisent les farines de maïs et de soja pour nourrir leur cheptel.

supposait que l'augmentation des cours du maïs n'avait aucun rapport avec le renchérissement des autres principaux produits alimentaires, les effets indirects de la montée des prix du maïs expliqueraient quelque 60 % de l'augmentation des prix du soja et environ 20 % de l'augmentation des prix du riz et du blé.

La résolution des perturbations de l'offre liées à des facteurs climatiques durant la campagne actuelle et la levée des restrictions à l'exportation ont déjà entraîné un certain repli des prix des produits alimentaires. Cependant, les pressions des cours élevés du pétrole et de l'augmentation de la production de biocarburants sur les prix des aliments vont vraisemblablement perdurer et limiteront donc l'ampleur du repli. Par ailleurs, le faible niveau des stocks continuera de contribuer à la volatilité des prix. De fait, ces facteurs plus permanents ont déjà eu pour effet de rallonger de douze mois la durée du boom actuel par rapport à la moyenne (graphique 3.6).

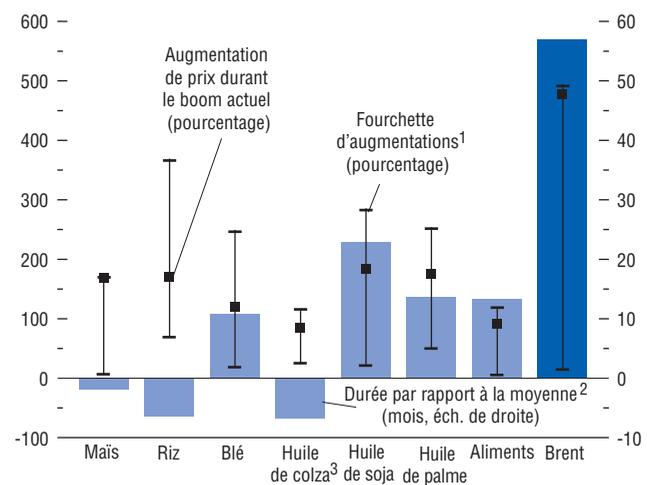
Chocs des matières premières et inflation

Les importants ajustements des prix relatifs issus des récentes poussées des cours des matières premières peuvent-ils s'opérer sans entraîner une montée durable de l'inflation sous-jacente? La principale préoccupation tient à ce qu'une période prolongée de forte inflation globale suite à la montée des cours des matières premières peut provoquer un décrochage des anticipations inflationnistes²¹. Cette préoccupation s'explique de manière générale par le contraste du comportement des matières premières durant deux grands épisodes de l'histoire récente. Pendant la «grande modération» — la période

²¹Si les variations de prix relatifs n'aboutissent pas généralement à des variations soutenues du niveau global des prix, des chocs temporaires importants et persistants, notamment des prix des matières premières essentielles, peuvent provoquer un décrochage des anticipations inflationnistes et déborder sur l'inflation sous-jacente. Pour une analyse plus formelle de la relation entre variations des prix relatifs et inflation globale, voir Ball and Mankiw (1995), et Sims (2003).

Graphique 3.6. Durée et amplitude des cycles des prix des aliments et du brut

La durée du boom actuel dépasse déjà la moyenne pour les prix des aliments et du brut. Cependant, à l'exception du brut et du maïs, les augmentations de prix ne sont pas exceptionnellement élevées.



Source : calculs des services du FMI.

¹Fourchette d'augmentations de prix durant les périodes ascendantes précédentes entre janvier 1957 et juin 2008.

²Mois d'augmentation dans le cycle par rapport à la moyenne des cycles précédents.

³Les séries de prix de l'huile de colza commencent en janvier 1980.

prolongée de modération des taux d'inflation à partir des années 90 jusqu'à il y a peu —, les variations des cours des matières premières étaient relativement modestes et temporaires, alors que pendant la «grande inflation» — les années 70 — ces chocs étaient considérables et persistants, comme pendant la période récente²².

Les craintes d'effets de second tour restent justifiées malgré le récent tassement des cours internationaux des matières premières, car les tensions sur les prix intérieurs persisteront vraisemblablement pendant un certain temps à cause de la répercussion continue des augmentations antérieures des cours et des tensions persistantes de surchauffe dans beaucoup de pays émergents. La présente section examine les liens entre les prix des matières premières et l'inflation dans le temps pour un vaste échantillon de pays. Il met en évidence les liens entre les risques relatifs aux perspectives d'inflation et la crédibilité de la politique monétaire — sa capacité à ancrer effectivement les anticipations —, l'ampleur et la persistance des chocs des prix des matières premières, et les facteurs structurels.

La montée spectaculaire de l'inflation globale durant ces derniers mois tient pour beaucoup aux augmentations des cours des matières premières des dix-huit derniers mois, les prix des aliments ayant joué un rôle particulièrement important dans les pays émergents et dans les pays en développement (graphique 3.7).

²²Il existe un nombre grandissant d'études sur les origines de la «grande modération». Par exemple, Gerlach *et al.* (étude à paraître) attribuent principalement la «grande modération» à l'amélioration de la politique monétaire. Le rôle de la mondialisation est moins clair. La chute des prix des produits manufacturés, attribuable aux gains rapides de productivité, eux-mêmes issus de l'intégration d'une vaste main-d'œuvre sous-utilisée dans les pays émergents et en développement, a aidé à rendre le processus de réduction de l'inflation moins coûteux que cela n'aurait été le cas autrement. Cependant, la forte croissance de la demande de matières premières constatée récemment a accentué les tensions sur les prix. Le tassement de la courbe de Phillips (voir le chapitre 3 de l'édition d'avril 2006 des *Perspectives de l'économie mondiale*) s'explique sans doute par la concurrence mondiale, mais tient peut-être également à une meilleure gestion monétaire.

En revanche, la contribution des prix des produits énergétiques a été modérée, les effets se faisant davantage sentir dans les pays avancés. En effet, les prix intérieurs des produits alimentaires se sont principalement accélérés dans les pays émergents et les pays en développement, alors que les prix des produits énergétiques ont principalement grimpé dans les pays avancés (graphique 3.8)²³. Cependant, à ce jour, l'inflation sous-jacente est restée globalement stable dans les pays avancés, même si elle a connu une augmentation sensible dans le reste du monde, comme nous l'avons vu au chapitre 1 (graphique 1.3)²⁴. Les anticipations inflationnistes ont également commencé à s'intensifier, notamment dans les pays émergents, où les salaires augmentent dans un marché du travail généralement tendu.

Quels sont les facteurs qui influent sur la transmission, ou la répercussion, des cours internationaux des matières premières sur les prix intérieurs au détail des aliments et des carburants? Premièrement, comme les prix intérieurs sont libellés en monnaie nationale et que les cours internationaux le sont en général en dollars, les

²³Il y a des différences considérables entre pays quant au traitement des prix des produits alimentaires et énergétiques dans les indices des prix à la consommation, et notamment dans les émergents et les pays en développement. Les paniers de produits alimentaires retenus pour mesurer l'inflation de ces produits varient d'un pays à l'autre. Certains incluent les boissons et le tabac dans les aliments, alors que d'autres pays ont une définition plus restreinte qui comprend les produits frais, mais non les produits transformés. La problématique du calcul est encore plus délicate dans le cas des prix des produits énergétiques : la définition de la composante énergie dans l'indice des prix à la consommation (IPC) va des prix de l'essence jusqu'aux services aux ménages.

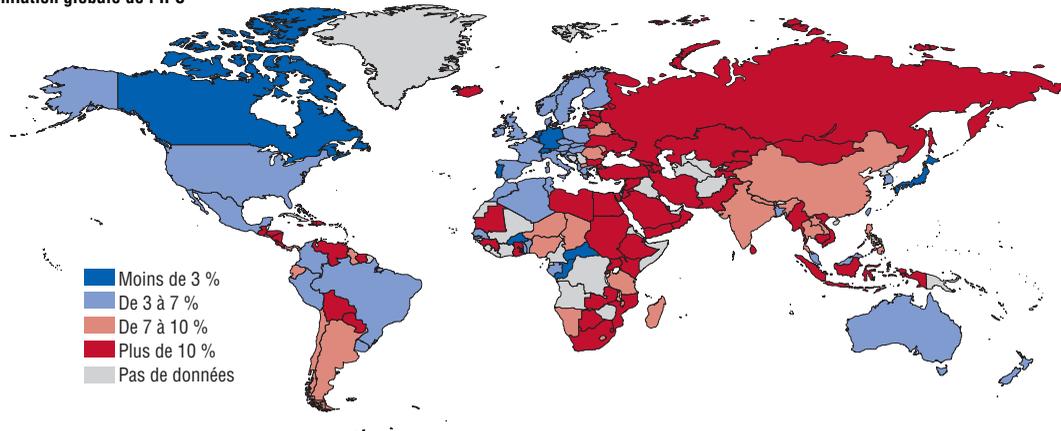
²⁴Il est difficile de mesurer l'inflation sous-jacente. En théorie, on la définit comme la partie persistante de l'inflation qui donne une indication de l'inflation future, mais les définitions précises varient (voir, par exemple, Eckstein, 1981; Bryan and Cecchetti, 1994). Dans la pratique, l'inflation sous-jacente est généralement mesurée à partir de l'IPC à l'exclusion des prix des produits énergétiques et alimentaires et des composantes les plus volatiles, mais les mesures varient d'un pays à l'autre. La variation des mesures de l'inflation sous-jacente tend à être particulièrement importante entre les pays émergents et en développement, où les déductions quant à l'inflation sous-jacente doivent s'opérer avec prudence.

Graphique 3.7. L'inflation dans le monde¹

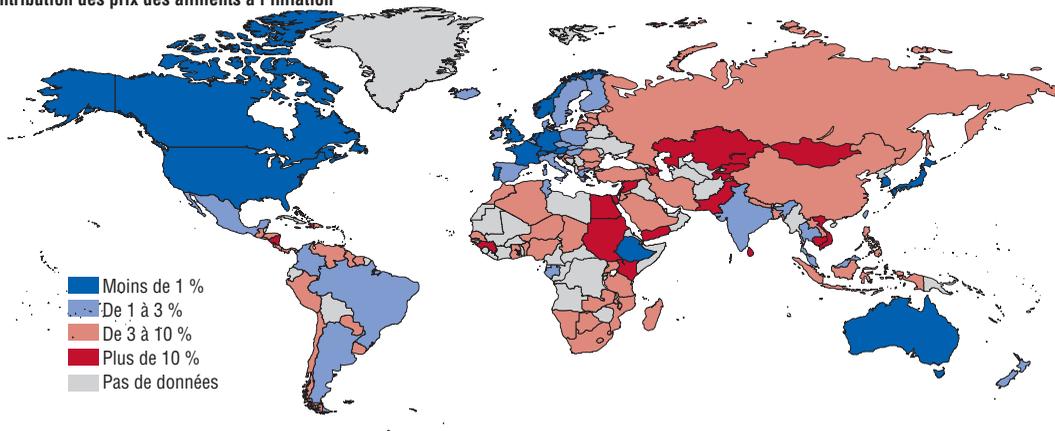
(Pourcentage de variation entre le 2^e trimestre de 2007 et le 2^e trimestre de 2008)

L'inflation globale est en hausse, notamment dans les pays émergents et en développement où les prix des aliments jouent un rôle particulièrement important. La contribution des prix de l'énergie est comparativement plus faible, ceux-ci ayant un effet plus marqué dans les pays avancés.

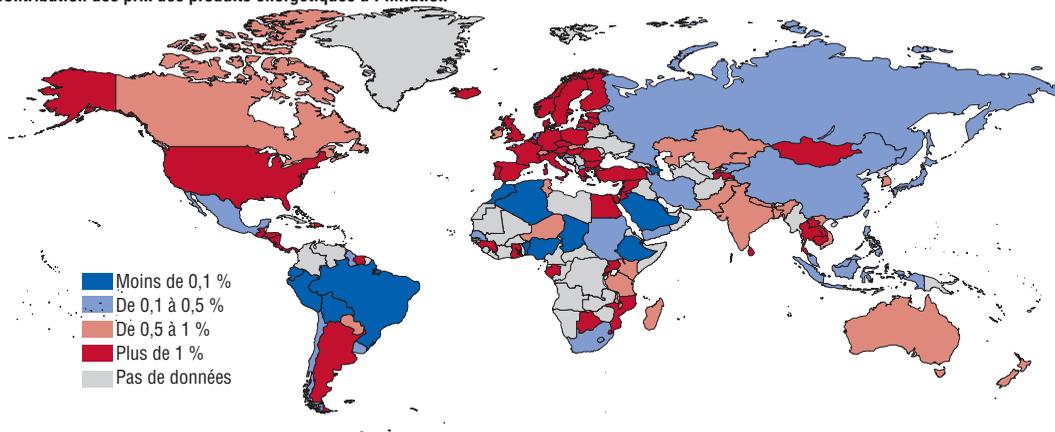
Inflation globale de l'IPC



Contribution des prix des aliments à l'inflation



Contribution des prix des produits énergétiques à l'inflation

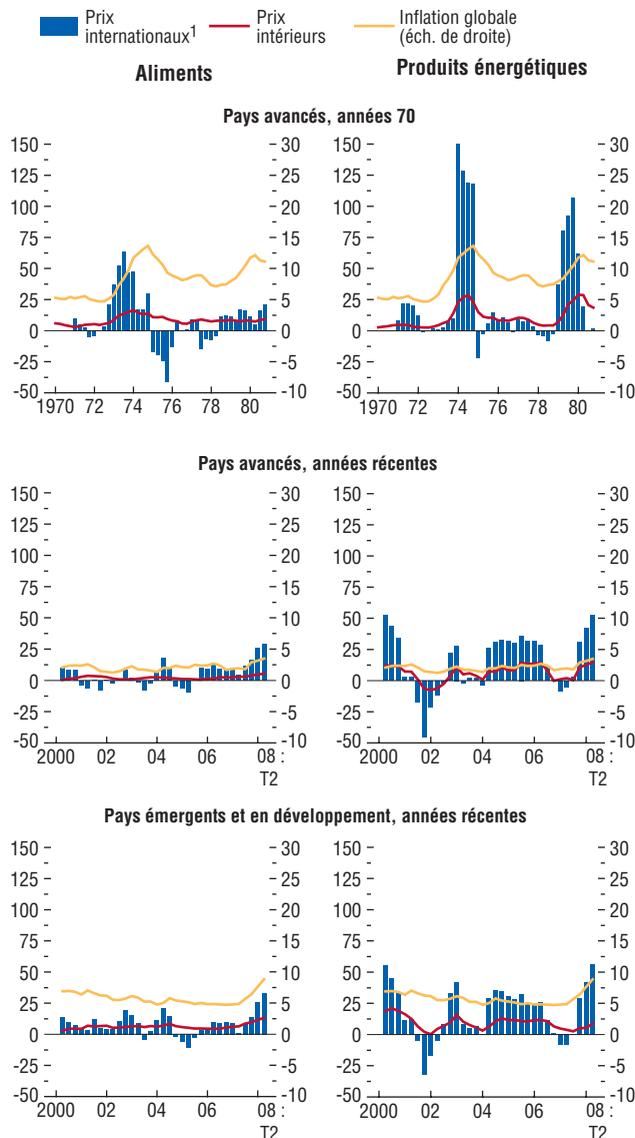


Source : calculs des services du FMI.

¹Les contributions des prix des produits alimentaires et des produits énergétiques sont calculées respectivement comme l'inflation des prix des aliments et des produits énergétiques multipliée par la pondération correspondante de l'IPC.

Graphique 3.8. Variations des prix internationaux et intérieurs des produits de base et de l'inflation globale
(Variation en glissement annuel, en pourcentage)

Les fortes variations des prix des produits de base étaient caractéristiques des années 70, époque où l'inflation régnait dans les pays avancés. Comparativement, les récentes fluctuations de prix ont été modestes, encore que durant ces derniers mois les prix intérieurs des aliments soient montés en flèche dans les pays émergents et en développement, les prix des produits énergétiques aient grimpé dans les pays avancés et l'inflation se soit attisée dans le monde entier.



Sources : base de données du FMI sur les produits primaires; calculs des services du FMI.
¹Les prix internationaux des produits énergétiques et alimentaires sont convertis en monnaie locale. Les indices de prix des aliments et des carburants durant les années 70 couvrent un ensemble plus restreint de produits de base pour des raisons de disponibilité.

fluctuations du taux de change peuvent amplifier ou amortir l'impact local des cours mondiaux²⁵. Deuxièmement, beaucoup de pays appliquent des taxes ou des subventions à certains produits de base — notamment les carburants —, lesquelles, elles aussi, peuvent amplifier ou amortir le phénomène de transmission (encadré 3.2)²⁶. Troisièmement, le niveau d'intégration de l'économie locale au marché international des matières premières joue pour beaucoup, car, sur les marchés plus isolés, les conditions de l'offre locale peuvent avoir plus d'importance que l'évolution des cours internationaux (par exemple pour certaines cultures). Quatrièmement, la structure de coûts de la production nationale a une profonde influence sur la portée et l'enchaînement des répercussions sur les prix locaux, car les coûts de main-d'œuvre, de transport et de distribution représentent une grande part du prix final de bon nombre de produits alimentaires, notamment dans les pays avancés. D'ailleurs, les coûts liés aux produits eux-mêmes peuvent parfois être comparativement modérés²⁷.

²⁵Selon De Gregorio, Landerretche et Neilson (2007), les chocs pétroliers passés ont souvent été accompagnés de dépréciations qui ont peut-être amplifié la répercussion sur les prix intérieurs, alors que les dépréciations ont été moins courantes ces dernières années. De fait, beaucoup de pays ont enregistré une appréciation de leur monnaie qui a sans doute amorti l'effet de transmission.

²⁶Plusieurs pays émergents et en développement ont recouru à des subventions pour amortir l'impact des chocs liés aux cours mondiaux des produits énergétiques. Ces mesures peuvent toutefois avoir un coût budgétaire considérable, notamment en période de fortes tensions sur les prix internationaux (FMI, 2008b). L'ampleur de ces coûts budgétaires a récemment amené nombre de pays à réduire certaines de ces subventions. Qui plus est, la relance budgétaire et les besoins de financement des déficits qui en découlent peuvent provoquer une inflation (Sargent and Wallace, 1985).

²⁷L'évolution des coûts locaux de main-d'œuvre et de transport peut varier et peut soit compenser ou aggraver les tensions issues des variations des cours des matières premières. Par exemple, les coûts de main-d'œuvre dans les pays avancés ont manifesté une tendance baissière durant les deux dernières décennies, en partie du fait de l'accès grandissant à une offre mondiale de main-d'œuvre (Jaumotte and Tytell, 2007). Cela a sans doute contribué à compenser la montée des coûts de l'énergie et des approvisionnements ces dernières années.

Les variations des prix intérieurs des produits alimentaires et énergétiques peuvent exercer une influence sur l'inflation globale, à la fois de façon directe et indirecte. Les effets directs (ou de premier tour) sur l'inflation globale sont déterminés par le poids de ces produits dans le panier de la consommation. Bien qu'ils soient importants dans beaucoup de pays — notamment les pays pauvres —, ils finissent par s'estomper une fois que les variations des prix internationaux sont répercutées localement, à moins que l'inflation sous-jacente ne soit touchée²⁸. Ces effets indirects (ou de second tour) sur l'inflation sous-jacente peuvent être plus ou moins importants selon que les anticipations inflationnistes décrochent ou non et que se déclenche ou non un processus de revendications salariales²⁹. Cela renvoie en partie à l'ampleur relative des effets des variations de prix des produits de base sur l'offre et la demande. D'une part, le renchérissement des produits énergétiques et alimentaires entraîne une augmentation des coûts et peut faire baisser la productivité, exerçant par là un effet négatif sur l'offre, générateur de tensions inflationnistes. D'autre part, il peut entraîner un redéploiement des dépenses par rapport aux autres biens et services, créant par là un effet négatif sur la demande qui pousse l'inflation à la baisse. Bien que

²⁸En fait, ces effets sont rarement immédiats, car les chocs des prix des matières premières peuvent tarder à se propager jusqu'aux prix de détail. Par exemple, Rigobon (2008) estime que les chocs des cours du pétrole mettent généralement 9 à 12 mois à se répercuter sur les prix à la pompe, délai qui peut se rallonger à 30 mois dans le cas des aliments.

²⁹Par le passé, le risque de spirale salaires-prix était exacerbé par l'indexation des salaires dans de nombreux pays, les salaires étant indexés sur l'inflation passée, ce qui contribuait davantage à la persistance de l'inflation. Les systèmes d'indexation ont été revus ces dernières décennies, ce qui a amorti les effets inflationnistes. Cela dit, le rôle de l'indexation est difficile à quantifier, car les pratiques d'établissement des salaires varient d'un pays à l'autre. Dans certains pays — notamment ceux où le marché du travail est déjà tendu —, l'indexation des revenus de transfert peut avoir un effet indirect sur les négociations salariales et accroître les risques d'inflation. En outre, dans plusieurs pays, les salaires de la fonction publique sont ajustés pour tenir compte de toute augmentation des prix des produits alimentaires ou énergétiques, ce qui peut contribuer à une spirale salaires-prix.

l'effet sur l'offre tend à prédominer, l'importance relative des deux effets est relativement incertaine, notamment dans les pays importateurs nets de matières premières. Dans les pays exportateurs nets, un boom des cours des produits de base a généralement pour effet d'accroître la demande globale et d'intensifier les tensions inflationnistes, encore que des ajustements du taux de change puissent amortir cet effet.

Quels sont les facteurs qui contribuent à rendre un pays vulnérable aux risques d'inflation liés aux variations des cours des matières premières? Nous pouvons les regrouper de manière générale en facteurs structurels et facteurs de politique économique. Parmi les facteurs structurels, l'intensité de l'emploi des produits revêt une grande importance. En effet, l'intensité énergétique — c'est-à-dire la consommation d'énergie par unité de PIB réel — a baissé de quelque 40 % dans les pays avancés depuis les années 70. En revanche, les pays émergents et surtout les pays en développement présentent une intensité énergétique nettement plus forte (graphique 3.9)³⁰. La différence entre ces deux groupes de pays est encore plus frappante dans le cas de la consommation d'aliments. L'alimentation représente plus d'un tiers de la consommation des ménages dans les pays émergents ou en développement, la proportion allant d'un peu plus de 10 % à près de 80 % dans certains pays en développement. Par contre, dans les pays avancés, les aliments ne représentent qu'un dixième de la consommation des ménages (la moitié par rapport aux années 70), et la part des coûts des matières premières dans les coûts totaux est nettement inférieure.

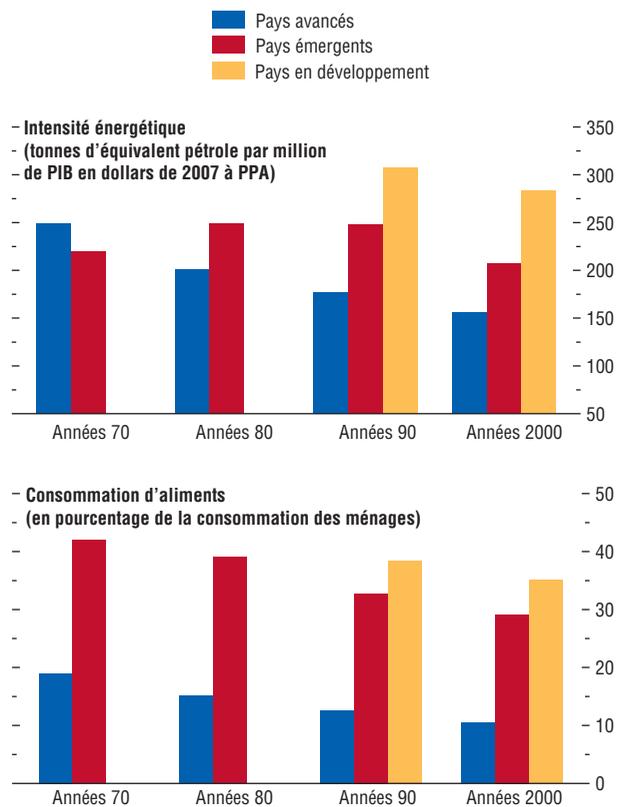
Parmi les facteurs liés à la politique économique, la crédibilité de la politique monétaire présente une importance toute particulière. La qualité de la gestion monétaire — on utilisera un indice d'autonomie de la banque centrale comme approximation³¹ — s'est améliorée de

³⁰L'intensité énergétique dans les pays émergents et en développement est encore plus élevée lorsque le PIB est calculé aux taux de change du marché.

³¹Cet indice traduit la capacité d'une banque centrale à mener une politique monétaire indépendante et il s'inspire d'Arnone *et al.* (2007).

Graphique 3.9. L'importance relative des aliments et de l'énergie

L'importance relative de la consommation d'énergie et d'aliments suit globalement une tendance à la baisse, mais les pays émergents et en développement présentent une plus forte intensité énergétique et une plus grande dépendance à l'égard de la consommation d'aliments que les pays avancés.



Sources : *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008); Comptes nationaux de l'ONU; États-Unis, Département de l'agriculture; calculs des services du FMI.

par le monde, mais elle reste inférieure dans les pays émergents et surtout dans les pays en développement par rapport aux pays avancés (graphique 3.10). Plus de 80 % des pays émergents et en développement entretiennent des régimes de change lourdement contrôlés, à la différence des pays avancés, où les taux de change sont désormais, à une écrasante majorité, flottants³². Bien que le rattachement de leur monnaie ait, par le passé, aidé de nombreux pays émergents et en développement à ancrer les anticipations inflationnistes, ce régime limite clairement la capacité de réaction de la politique monétaire, notamment lorsque les pays avancés et non avancés ont affaire à des conditions cycliques différentes. La discordance entre, d'une part, l'essor de l'activité économique et, d'autre part, l'orientation tolérante de la politique monétaire, qui caractérisent aujourd'hui les pays émergents et en développement est particulièrement frappante et n'est pas sans rappeler la situation qu'ont connue les pays avancés durant la grande inflation des années 70.

Deux calculs économétriques ont été effectués pour évaluer les risques d'effets de second tour des variations des prix des produits alimentaires et énergétiques et les rattacher aux attributs structurels et aux caractéristiques de politique économique des différents pays. Le premier relie l'inflation sous-jacente aux prix des aliments et des carburants, en faisant la part des variations de l'écart de production (courbe de Phillips)³³. Il s'appuie sur des estimations nationales sur une période relativement longue et permet de comparer la situation actuelle et celle de la grande inflation des années 70. Le deuxième relie directement les

³²Cette comparaison s'appuie sur une classification actualisée des régimes de change de Reinhart et Rogoff (2004). Les régimes de change non flexibles comprennent les taux de change fixes de droit ou de fait et les bandes de fluctuations, à l'exclusion des unions monétaires. Voir également Izetzki, Reinhart, and Rogoff (à paraître).

³³Voir Blanchard and Galí (2007) pour une analyse de la répercussion des cours du pétrole dans les différents pays industrialisés. On trouvera dans De Gregorio, Landerretche, and Neilson (2007) une étude similaire sur un échantillon de pays industrialisés et de pays émergents ou en développement. Les deux études concluent que la répercussion des cours du pétrole sur l'inflation globale a diminué dans le temps.

variations des anticipations inflationnistes et les variations de l'inflation globale effective, en subdivisant cette dernière en inflation sous-jacente et en variations du taux d'inflation intérieur pour les aliments et l'énergie³⁴. Ce calcul s'appuie sur un panel de pays avancés et émergents et permet de comparer les résultats à partir des caractéristiques structurelles et des politiques économiques de ces pays ces dernières années.

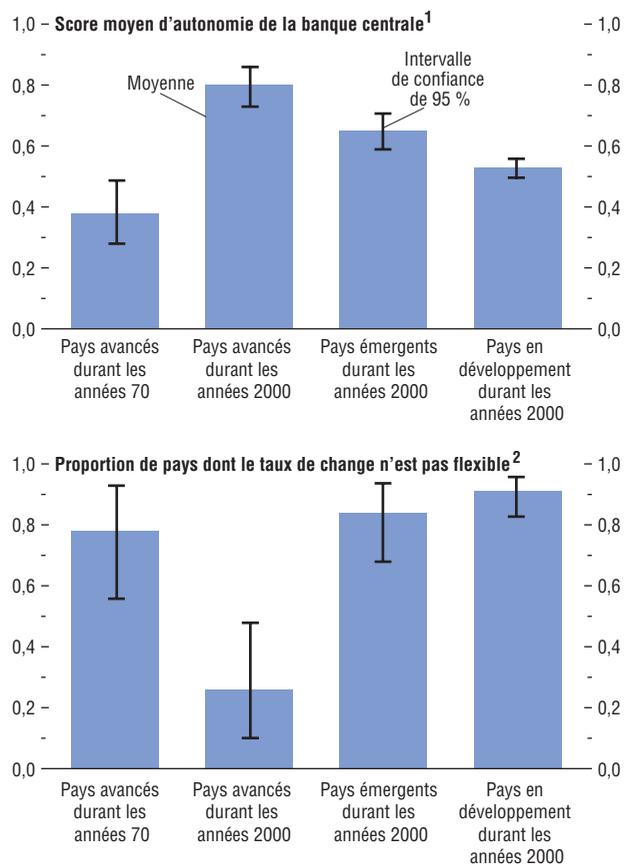
Il ressort de la première série d'estimations que la répercussion des prix internationaux sur les prix intérieurs des produits alimentaires, et de ces derniers sur l'inflation sous-jacente dans les pays émergents est comparable à celle constatée dans les pays avancés durant les années 70 et nettement plus forte que celle observée dans les pays avancés plus récemment (graphique 3.11)³⁵. Dans les pays émergents,

³⁴Les anticipations inflationnistes sont généralement mesurées de deux façons. La première consiste à sonder les consommateurs ou les prévisionnistes, et la seconde s'appuie sur la différence des rendements des obligations classiques et de celles indexées sur l'inflation (Soderlind and Svensson, 1997; Fung, Mitnick, and Remolona, 1999; Shen and Corning, 2001). Ces deux méthodes présentent des carences. Celle qui repose sur les sondages peut faire intervenir des perceptions subjectives de l'inflation, qui parfois n'ont aucun fondement, tandis que celle qui s'appuie sur les rendements obligataires peut faire apparaître des primes de volatilité de l'inflation et des liquidités ainsi que des caractéristiques institutionnelles particulières à certains marchés obligataires. Dans la présente étude, les anticipations inflationnistes sont mesurées en utilisant les prévisions d'inflation publiées par Consensus Economics, car la formule basée sur les obligations ne permet pas de couvrir un éventail suffisamment large de pays. Voir Goretto and Laxton (2005) et Levin, Natalucci, and Piger (2004) pour des analyses comparables.

³⁵L'échantillon comprend 25 pays émergents et 21 pays avancés (9 pour la période 1970-95). Pour limiter les effets intempêtes de facteurs endogènes sur ces estimations, la répercussion des prix intérieurs sur l'inflation sous-jacente n'est estimée qu'à partir de la variation des prix intérieurs imputable aux variations des prix internationaux et des effets décalés de l'évolution des prix intérieurs. Il convient de mentionner que les estimations varient considérablement d'un pays à l'autre, ce qui s'explique en partie par des différences dans la qualité des données, le calcul de l'inflation et les périodes retenues, notamment dans les pays émergents. L'estimation des répercussions tient compte de la répercussion intégrale à long terme et ne rend pas compte des différences de sentier temporel des réponses à l'inflation. L'appendice 3.3 décrit plus en détail la démarche.

Graphique 3.10. Politiques monétaires et de change

La qualité de la gestion monétaire s'est améliorée dans le monde entier, mais les pays avancés enregistrent, sur ce plan, de meilleurs résultats que les pays émergents et en développement, dont la majorité continuent de maintenir des taux de change rigides.



Sources : Arnone *et al.* (2007); Reinhart and Rogoff (2004), mis à jour; calculs des services du FMI.

¹Pour les années 70, le score est obtenu en utilisant la méthodologie d'Arnone *et al.* (2007) pour un ensemble plus restreint d'indicateurs.

²Les taux de change non flexibles comprennent tous les régimes à parité fixe de fait ou de droit et assortis de bandes, à l'exclusion des unions monétaires.

Encadré 3.2. Évaluation des ripostes budgétaires aux récentes hausses des prix des produits de base

La flambée des prix des produits alimentaires et de l'énergie a donné lieu à l'adoption par les pays du monde entier d'un large éventail de mesures budgétaires visant à en atténuer l'impact sur leur économie. Le présent encadré résume ces mesures et cherche à déterminer si elles parviennent à réduire l'impact du renchérissement des produits de base sur les pauvres et, plus généralement, quelles sont leurs conséquences macroéconomiques.

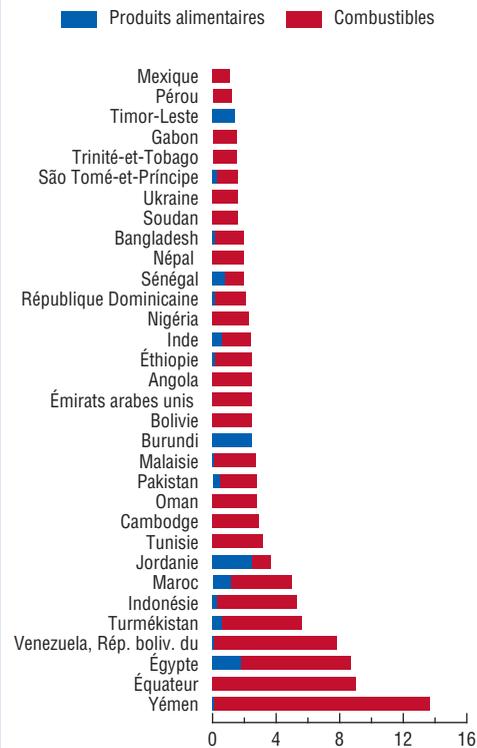
Une récente enquête du FMI a permis de recueillir des informations sur la riposte budgétaire de 161 pays aux hausses des cours internationaux (FMI, 2008b). L'enquête a abouti notamment aux résultats suivants :

- Les mesures ont porté surtout sur les dépenses dans le cas des combustibles, et sur les recettes dans celui des produits alimentaires. Plus d'un quart des pays interrogés ont relevé les subventions aux combustibles, et environ un cinquième d'entre eux ont réduit les taxes sur ces produits. Les subventions aux combustibles ont atteint des niveaux élevés dans nombre de pays cette année, dépassant 5 % du PIB en Égypte, en Équateur, au Turkménistan, en République bolivarienne du Venezuela et en République du Yémen. C'est presque l'inverse qui s'observe dans le cas des produits alimentaires; en effet, plus de la moitié des pays ont réduit les taxes sur ces produits et moins d'un cinquième ont accru les subventions alimentaires.
- Les pays exportateurs ont pris des mesures fiscales aussi bien que réglementaires pour freiner la hausse des prix intérieurs des produits alimentaires. Ces mesures ont consisté notamment à accroître les taxes à l'exportation, à instituer des quotas à l'exportation, voire à interdire purement et simplement certaines exportations. Fait notable, les

Le principal auteur de cet encadré est David Coady.

Subventions généralisées, 2008¹

(En pourcentage du PIB)



Source : enquête budgétaire du FMI.
¹Dans le cas des pays pour lesquels seule la subvention aux produits alimentaires ou aux combustibles est illustrée, les données sur l'autre type de subvention ne sont pas disponibles.

interdictions d'exporter et les taxes à l'exportation sont les solutions adoptées par les gros exportateurs des principales céréales, dont l'Argentine, la Chine, l'Inde, le Kazakhstan, l'Ukraine et le Vietnam. Cependant, plus récemment, quelques gros exportateurs ont commencé à assouplir certaines restrictions à l'exportation. Le Vietnam et le Kazakhstan viennent de lever les interdictions d'exporter du riz et du blé, respectivement, et l'Ukraine a relevé les quotas à l'exportation de blé.

- Environ un quart des pays interrogés ont récemment accru les fonds destinés au financement d'un plus grand nombre de programmes de transfert ciblés, et 15 pays ont augmenté les salaires et pensions du secteur public en partie pour faire face à la hausse des prix.

Le coût total de ces mesures pour le budget a été élevé. L'augmentation médiane annualisée du coût budgétaire pour l'ensemble des pays interrogés a été de 0,7 % du PIB pendant la période 2007–08. Pour à peu près un quart d'entre eux, ce coût a dépassé 1 % du PIB, résultat attribuable surtout au relèvement des subventions généralisées à l'alimentation et aux combustibles. En 2008, le coût total de ces subventions, en particulier pour les combustibles, était devenu une lourde charge pour le budget de nombreux pays. Par exemple, ces subventions représentent à présent au moins 5 % du PIB dans 7 pays et au moins 2 % du PIB dans 17 autres pays (voir graphique).

Ces mesures sont adoptées en partie parce que les hausses des prix des produits alimentaires et des combustibles sont jugées particulièrement préjudiciables aux pauvres. En général, la charge du renchérissement alimentaire a tendance à être très régressive, mais celle du renchérissement des combustibles dépend du type de combustible. En effet, des études récentes du FMI¹ montrent qu'un doublement des prix du riz entraîne une diminution de 12 % du revenu réel pour le quintile le plus pauvre, contre une baisse de 5 % pour le quintile le plus riche. En revanche, tandis qu'un doublement des prix de tous les combustibles a pour effet de réduire d'environ 10 % le revenu de tous les groupes, l'impact des hausses des prix de l'essence est à peu près d'égale proportion, mais celui du renchérissement du kérosène est très régressif.

Les subventions de prix généralisées sont un moyen de préserver le bien-être des ménages

pauvres à un grand coût pour le budget. En effet, un faible niveau des prix des produits alimentaires et des combustibles bénéficie dans une forte proportion aux groupes à revenu élevé, car leur part dans la consommation totale est plus grande. Par exemple, il ressort d'études faites par le FMI qu'environ 64 % d'une subvention au riz sont allés aux trois quintiles les plus riches (FMI, 2008b); les parts correspondantes pour le kérosène et l'essence étaient de 55 % et 92 %, respectivement (Coady *et al.*, 2006). L'adoption de mesures d'atténuation du choc qui soient mieux ciblées peut sensiblement réduire les coûts dont elles s'accompagnent tout en aidant plus efficacement les segments les plus touchés de la population.

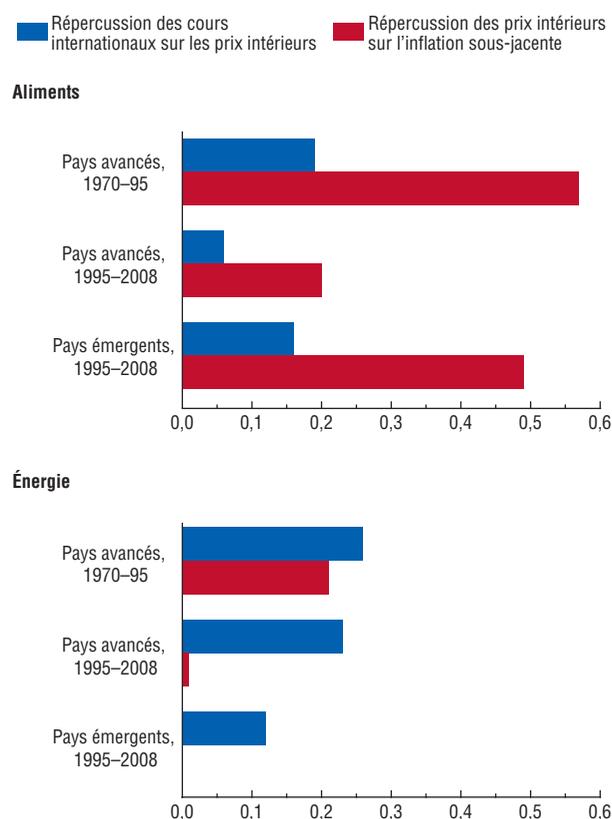
En outre, une répercussion partielle des hausses des cours internationaux des produits de base sur les prix intérieurs de ces produits fausse les incitations des consommateurs et producteurs intérieurs et finit par renforcer les pressions des cours mondiaux. Plus particulièrement, la réduction des taxes et le relèvement des subventions diluent l'impact de la hausse des cours internationaux des produits de base sur la demande, et l'imposition de taxes à l'exportation et de quotas réduit les gains tirés par les exportateurs de la hausse des prix et entrave donc la réaction de l'offre qui, à la longue, aiderait à faire baisser les prix. Les besoins de financement qu'implique le coût budgétaire élevé des subventions finiront par entraîner soit leur mouvement en sens inverse, soit une augmentation des taxes sur les autres biens et services — et, par conséquent, une hausse de leurs prix. Ils pourraient en outre se traduire par des tensions inflationnistes plus générales si les déficits en découlant sont monétisés ou s'ils donnent lieu à une accumulation excessive de la dette publique. Pour ces raisons, les mesures budgétaires générales actuellement mises en place dans un large éventail de pays ne sont pas un substitut viable d'une réaction de la politique monétaire propre à préserver la stabilité macroéconomique face aux fluctuations des prix des produits de base.

¹Le FMI (2008a) étudie le cas du Sénégal, et Coady *et al.* (2006) en apportent des preuves pour la Bolivie, le Ghana, la Jordanie, le Mali et Sri Lanka.

Graphique 3.11. Répercussion des cours des produits de base¹

(Réaction intégrale à long terme à une variation de 1 point de l'inflation des prix des produits de base, en points de pourcentage)

La répercussion des prix des aliments dans les pays émergents est depuis peu comparable à celle observée dans les pays avancés durant les années 70, tandis que la répercussion des prix énergétiques a été nettement moins marquée. La répercussion des prix sur l'inflation sous-jacente dans les pays avancés a été récemment modérée, tant pour les aliments que pour l'énergie.



Source : calculs des services du FMI.

¹Moyennes pondérées des estimations nationales à partir de données trimestrielles. La répercussion des cours internationaux sur les prix intérieurs est estimée à partir de régressions à deux variables. La répercussion des prix intérieurs des produits de base sur l'inflation sous-jacente est estimée à partir d'équations à courbe Phillips où les prix intérieurs sont nets de toute influence autre que celle des prix internationaux et de leurs propres décalages. Dans les deux cas d'estimations, la répercussion intégrale à long terme est calculée à partir de la somme des coefficients sur la valeur courante et les quatre décalages de la variable indépendante divisée par 1, moins la somme des coefficients sur les quatre décalages de la variable dépendante.

environ la moitié du choc sur les prix intérieurs des aliments finit par se répercuter sur l'inflation sous-jacente suite à un choc des cours mondiaux, alors que dans les pays avancés la proportion est inférieure à un quart. Ces conclusions concordent avec la part élevée que représentent les aliments dans la consommation et avec l'importance relative du coût des approvisionnements dans la production des pays émergents, et elles soulignent la sensibilité de ces pays à l'évolution des prix des aliments.

S'agissant des prix des produits énergétiques, la répercussion des cours internationaux sur les prix intérieurs est nettement inférieure dans les pays émergents que dans les pays avancés. La répercussion des prix intérieurs sur l'inflation sous-jacente est depuis peu nettement moins forte que durant les années 70, époque à laquelle plus de 20 % du choc des prix finissait par se répercuter sur l'inflation sous-jacente. Les faibles coefficients de répercussion peuvent s'expliquer par l'effet conjugué de plusieurs facteurs, dont la diminution de l'intensité énergétique, l'existence généralisée de subventions à l'énergie et de contrôles dans les pays émergents, et le niveau élevé des taxes énergétiques dans de nombreux pays avancés³⁶.

Il ressort de l'analyse économétrique de la relation entre les variations des anticipations inflationnistes et de l'inflation réelle que les différences de vulnérabilités des structures et des politiques influent sur les anticipations dans les différents pays (graphique 3.12)³⁷.

³⁶En outre, du fait des comouvements entre prix énergétiques et prix alimentaires, il pourrait être d'autant plus difficile de faire la part de chacun des deux effets. Les variations des prix énergétiques contribuent fortement à la dynamique des prix alimentaires, comme le signale la section précédente. De plus, la problématique de calcul des prix intérieurs des produits alimentaires et surtout énergétiques signalée plus haut pourrait atténuer les coefficients de répercussion estimés.

³⁷Les estimations reposent sur un panel d'observations semestrielles à partir de 2003. L'échantillon comprend 14 pays avancés et 21 pays émergents. Pour dissocier les effets de l'inflation sous-jacente de ceux des variations des prix des matières premières, l'analyse ne considère que la variation de l'inflation sous-jacente qui n'est pas attribuable aux variations des prix des produits alimen-

Dans les pays avancés, les anticipations semblent être bien ancrées : les prévisions d'inflation à long terme ne réagissent pas à l'inflation effective. Les anticipations sont généralement moins bien ancrées dans les pays émergents, où elles continuent d'être influencées par l'inflation réelle même à long terme. Autrement dit, lorsque l'inflation globale augmente d'un point de pourcentage, l'inflation prévue l'année suivante augmente de près de 0,2 point en moyenne. Même à un horizon de six à dix ans, les prévisions d'inflation augmentent d'environ 0,05 point. En outre, dans ces pays, les anticipations inflationnistes réagissent fortement aux variations de l'inflation des prix intérieurs des produits alimentaires, tandis que l'inflation des prix énergétiques ne semble pas exercer un effet notable, ce qui s'explique probablement par la part relative des aliments et de l'énergie dans la consommation totale. Dans les pays où les aliments représentent une part importante de la consommation des ménages, une variation de l'inflation globale et de l'inflation des produits alimentaires effectives entraîne une augmentation sensible des anticipations inflationnistes.

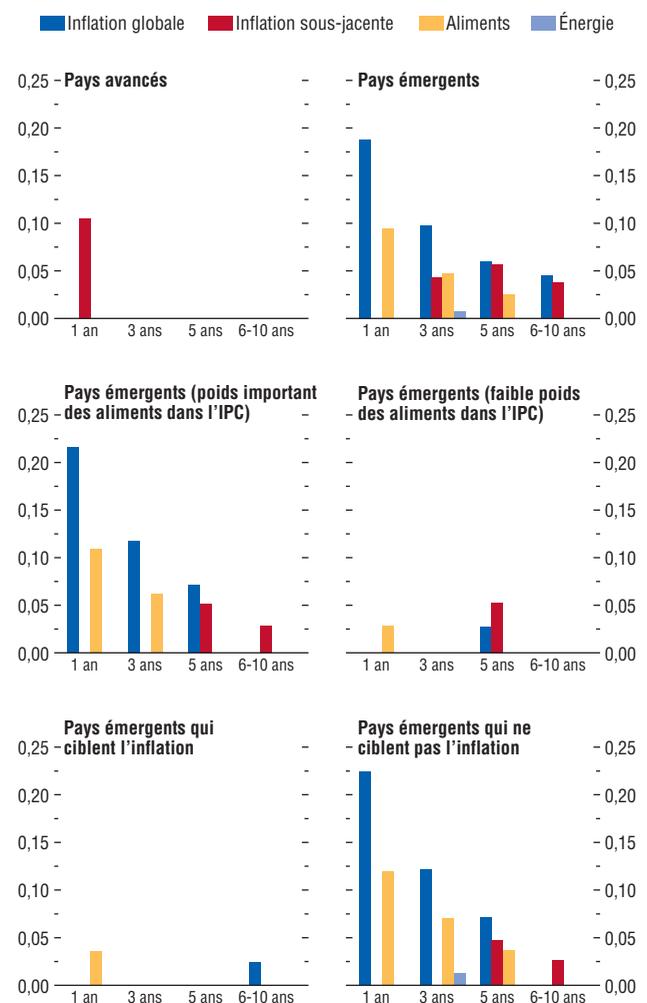
La répercussion des chocs des prix des matières premières sur les anticipations inflationnistes semble être fortement tributaire de la conduite de la politique monétaire. Concrètement, le ciblage de l'inflation semble avoir réussi à ancrer les anticipations inflationnistes : au-delà de l'horizon à un an, les anticipations réagissent très peu aux variations de l'inflation effective. En revanche, les pays qui n'ont pas adopté une politique de ciblage de l'inflation — beaucoup d'entre eux ciblent de façon officielle ou non les taux de change nominaux — semblent avoir moins réussi à ancrer les anticipations. Cela dit, les avantages apparents du ciblage de l'inflation s'expliquent peut-être en partie par la qualité globale de la gestion monétaire nationale et par le niveau de développement de manière plus générale

taires et énergétiques. L'appendice 3.3 donne plus de précisions sur les calculs.

Graphique 3.12. Variations de l'inflation escomptée en réaction aux variations de l'inflation effective¹

(Inflation escomptée dans 1, 3, 5 et 6-10 ans; réactions en points de pourcentage à une variation de 1 point de pourcentage de l'inflation effective)

Les anticipations inflationnistes apparaissent nettement mieux ancrées dans les pays avancés que dans les pays émergents, notamment ceux où les aliments représentent une part importante de l'IPC. Dernièrement, dans les pays émergents, le ciblage de l'inflation semble avoir mieux réussi récemment que les autres dispositifs de politique monétaire à ancrer les anticipations



Sources : Consensus Forecasts; calculs des services du FMI.

¹À partir de coefficients statistiquement significatifs de régressions de panel à effets fixes, en utilisant des données semestrielles depuis 2003. L'inflation sous-jacente est mesurée hors inflation des produits alimentaires et énergétiques.

(cela étant, les pays ont récemment eu plus de mal à tenir les cibles)³⁸. Enfin, d'autres facteurs spécifiques aux différents pays — comme, par exemple, le degré de souplesse du marché du travail ou la conduite de la politique budgétaire — peuvent également influencer la réaction des anticipations à l'inflation effective.

La récente poussée des prix des produits alimentaires et énergétiques va-t-elle entraîner une augmentation des taux d'inflation de par le monde? Les conclusions de cette analyse peuvent se prêter à un optimisme prudent, notamment pour les pays avancés et les pays émergents qui ont adopté le ciblage de l'inflation. Par ailleurs, le ralentissement de l'activité, surtout dans les pays avancés, diminue également les risques d'inflation, mais des tensions de surchauffe persistent dans beaucoup de pays émergents et en développement. Cela étant, les relations empiriques fondées sur les données passées n'éclairent pas nécessairement de façon fiable l'avenir, même si l'on suppose que la crédibilité de la politique monétaire continuera de s'améliorer et que l'intégration et la concurrence mondiales continueront de s'intensifier. Les récents chocs liés aux marchés des matières premières ont été plus importants et plus persistants qu'ils ne l'avaient été sur la période retenue pour les estimations, et donc le phénomène de répercussion pourrait être plus fort que prévu, à moins que le ralentissement de l'économie mondiale ne soit plus prononcé³⁹. Ce risque de surprise est intimement lié aux anticipations d'inflation et à la capacité des politiques monétaires à les ancrer effectivement, comme le développe la section suivante.

³⁸Le chapitre 4 de l'édition de septembre 2005 des *Perspectives de l'économie mondiale* examine le ciblage de l'inflation dans les pays émergents. Selon une étude plus récente — Mishkin and Schmidt-Hebbel (2007) —, le ciblage de l'inflation aiderait les pays à réduire l'inflation, à renforcer la politique monétaire et, notamment, à amortir les effets inflationnistes des chocs des cours du pétrole.

³⁹Par ailleurs, si la flexibilité des marchés locaux du travail continuera probablement de s'améliorer, le rôle anti-inflationniste des marchés mondiaux du travail finira sans doute par s'affaiblir à mesure que les marchés de main-d'œuvre des pays émergents et en développement acquerront une plus grande maturité et que leurs salaires se rapprocheront de ceux des pays avancés.

Riposte de la politique monétaire aux chocs des cours des matières premières

Les erreurs de la politique monétaire peuvent avoir de graves conséquences en présence de chocs permanents des cours des matières premières, comme l'a démontré la grande inflation des années 70 dans les pays avancés. Compte tenu d'une inflation déjà grandissante et des conditions monétaires accommodantes, la riposte appropriée au choc pétrolier — un choc négatif de l'offre — aurait été à l'époque de procéder à un durcissement. C'est le contraire qui s'est produit, et la poussée d'inflation s'est vue exacerbée par un relâchement persistant de la politique monétaire, ce qui a d'autant plus attisé les anticipations inflationnistes et nui à la crédibilité des politiques. Depuis cette expérience, les banques centrales ont pris clairement conscience de ce que la politique monétaire ne devait pas tolérer les effets de second tour des chocs de l'offre⁴⁰.

Il est clairement établi que la politique monétaire appropriée face à un choc de l'offre dépend de la position dans le cycle conjoncturel et du degré de crédibilité de ladite politique. Par exemple, lorsque l'utilisation de la capacité est élevée et que la crédibilité de la politique est faible, les risques de répercussion sur l'inflation sous-jacente sont relativement importants. La poussée actuelle des prix des produits alimentaires et énergétiques se prête à cette lecture. Comme l'examine le chapitre 1, beaucoup de pays émergents donnent des signes de surchauffe et de relâchement de la politique monétaire. Les taux d'intérêt nominaux à court terme sont sensiblement inférieurs à la croissance nominale des revenus — en partie du fait que les conditions expansionnistes de la politique monétaire aux

⁴⁰De nombreux économistes ont noté la diminution sensible de la volatilité des grandes variables macroéconomiques depuis les années 80, y compris, par exemple, Bernanke (2004) et King (2005). Kumhof et Laxton (2007) estiment que près de la moitié de l'augmentation de la variabilité de la production durant les années 70 et au début des années 80 par rapport à 1995–2007 peut s'expliquer par une politique monétaire inefficace, et la moitié par des chocs plus importants de l'offre et de la demande.

États-Unis ont été importées au même titre que les contraintes de change sur la politique monétaire, comme noté plus haut (graphique 3.13). Par ailleurs, dans ces pays, la crédibilité de la politique monétaire est plus fragile. Pour maîtriser l'inflation et éviter une succession de phases d'expansion et de contraction, il faudra considérablement durcir les conditions monétaires. Comme le signale l'encadré 3.3, cela devrait aussi avoir un effet modérateur sur la demande de matières premières au plan mondial et sur leurs cours internationaux.

Crédibilité de la politique monétaire et dynamique de l'inflation

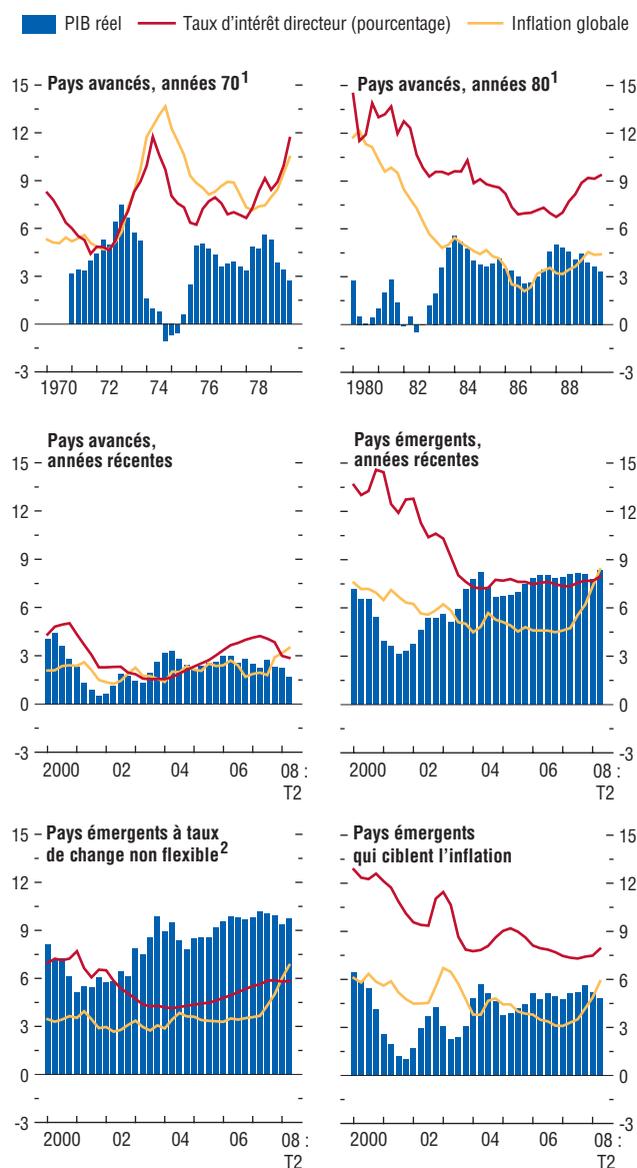
Les simulations fondées sur des modèles à contraintes endogènes de crédibilité et de capacité peuvent donner des indications utiles pour la conduite de la politique monétaire face à des chocs négatifs de l'offre, selon divers degrés de crédibilité de la politique monétaire, différentes positions dans le cycle conjoncturel et différents niveaux d'inflation initiale. L'analyse porte sur un modèle macroéconomique d'économie petite et ouverte où le comportement de l'inflation et les anticipations inflationnistes dépendent de la crédibilité de la politique monétaire. La crédibilité est déterminée de manière endogène et dépend de l'évolution des résultats d'inflation par rapport à l'objectif à long terme⁴¹. Cela influe ensuite sur la portée des effets de second tour des chocs de l'offre dans le modèle, car l'effet des chocs d'inflation sur les anticipations dépend des niveaux actuel et passés d'inflation. Dans une situation de crédibilité totale, les anticipations inflationnistes sont exclusivement axées sur l'avenir, ce qui signifie qu'une augmentation permanente des cours des matières premières a peu d'effet sur elles. En revanche, si la crédibilité est faible, les anticipations dépendent pour l'essentiel de l'inflation actuelle et passée, et les chocs à l'inflation actuelle influent donc sur elles.

⁴¹Voir Alichì *et al.* (à paraître) pour une description du modèle et de ses propriétés.

Graphique 3.13. Activité, taux d'intérêt et inflation

(Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente, sauf indication contraire)

La période inflationniste qu'ont connue les pays avancés durant les années 70 se caractérisait par un niveau faible, voire négatif, des taux d'intérêt réels, à la différence de la période de stabilisation qui a suivi, dans les années 80. Les taux d'intérêt réels sont récemment devenus négatifs dans les pays émergents — en particulier ceux dont le taux de change n'est pas flexible — parallèlement à l'essor d'une activité plus dynamique que dans les pays avancés.



Source : calculs des services du FMI.

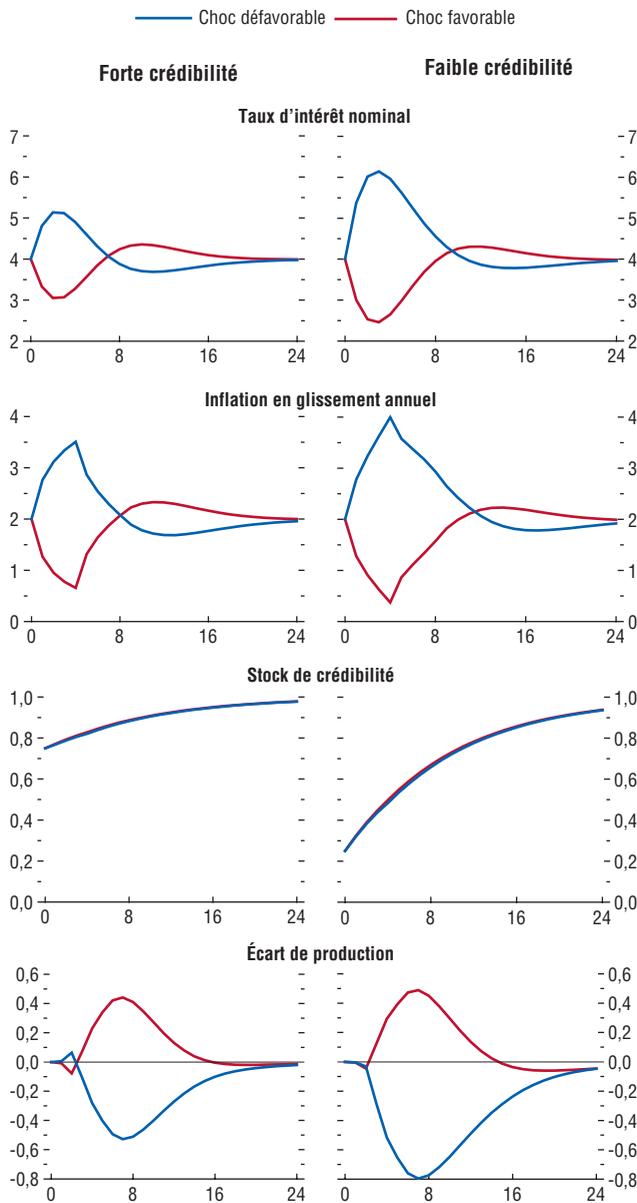
¹Lorsque les données ne sont pas disponibles, les taux du marché monétaire sont utilisés au lieu des taux directeurs pour un certain nombre de pays.

²Les régimes de change non flexibles comprennent tous les régimes à rattachement de fait ou de droit, les systèmes de bandes, les parités mobiles ou bandes inférieures à $\pm 2\%$. Voir Reinhart and Rogoff (2004) et Ilzetzki, Reinhart, and Rogoff (à paraître).

Graphique 3.14. Une économie avancée avec chocs favorables et défavorables liés à l'offre

(Pourcentage; trimestres en abscisse)

Les chocs favorables et défavorables de l'offre sont globalement symétriques quant à leur impact sur l'inflation et la production et sur la politique monétaire lorsque la crédibilité est élevée.



Source : calculs des services du FMI.

Le modèle détermine la riposte optimale de la politique monétaire — par le biais des variations de taux d'intérêt à court terme — compte tenu des objectifs de la banque centrale. Ces derniers concernent les écarts par rapport aux cibles d'inflation, les écarts de production et la variabilité à court terme des taux d'intérêt.

Le modèle part du principe que la banque centrale fixe les taux d'intérêt de manière à réduire, dans toute la mesure possible, la variabilité sur les trois axes. En présence de chocs négatifs de l'offre, les difficultés à orienter la politique s'expliquent par le fait que l'inflation et la production évoluent initialement en sens contraire et que le durcissement de la politique monétaire réduit à la fois la production et l'inflation à court terme. Les préférences de la banque centrale déterminent dans quelle mesure elle privilégie la réduction de l'inflation au détriment d'une baisse de la production.

Chocs de l'offre et crédibilité de la politique monétaire

Dans une première simulation, les chocs de l'offre interviennent lorsque l'inflation se situe au niveau ciblé de 2 % et que le niveau initial d'écart de production est nul⁴². Avec un niveau initial de crédibilité élevé — correspondant aux conditions qui prévalent dans les pays avancés —, l'inflation dépasse 3 % après le choc inflationniste de l'offre (graphique 3.14, panneaux de gauche). La riposte optimale ramène l'inflation au niveau ciblé en l'espace de huit trimestres — ce qui est conforme aux estimations classiques des décalages dans la transmission de la politique monétaire. Le taux d'intérêt doit être temporairement relevé pour atteindre une crête d'environ 5 % — environ 1 point au-dessus du taux neutre de 4 % que suppose le modèle. Dans le cas de figure d'une faible

⁴²Les expérimentations s'appuient sur des chocs de l'offre qui augmentent ou diminuent de façon permanente le prix des produits de base. L'écart de production est défini de telle sorte qu'une valeur positive correspond à une demande excédentaire et à des tensions inflationnistes.

Encadré 3.3. Les régimes de politique monétaire et les prix des produits de base

Les décideurs du monde entier se sont récemment montrés très préoccupés par l'intensification des tensions inflationnistes, les fortes poussées des prix du pétrole et des produits alimentaires commençant à se répercuter sur l'inflation globale et même sur l'inflation sous-jacente dans un grand nombre de pays. Il s'agit de savoir si les régimes de politique monétaire, en particulier l'étalon dollar, adopté par de nombreux pays qui rattachent leur monnaie au dollar EU (officiellement ou de façon informelle par le biais de change fortement dirigés) peuvent être rendus en partie responsables de cette évolution. Et, dans l'affirmative, quels effets aurait l'adoption d'autres approches?

Dans le régime de politique monétaire actuel, l'orientation de la politique monétaire des États-Unis influe sur une grande partie de l'économie mondiale, lorsque d'autres pays ont un régime d'ancrage ou font des interventions sur les marchés des changes. Mais le monde est actuellement confronté à des chocs très asymétriques; en effet, l'économie des États-Unis et de la zone euro ralentit sous l'effet de tensions financières et d'une détérioration des termes de l'échange, alors que la croissance se poursuit à des taux records dans la plupart des autres pays. Une politique monétaire adaptée à la situation des États-Unis, c'est-à-dire des taux d'intérêt nominaux et réels faibles, ne convient donc pas du tout ailleurs.

Le présent encadré cherche à répondre à deux questions. Premièrement, si les régimes d'ancrage les plus importants sont maintenus pour le moment, les États-Unis ont-ils intérêt à tenir compte des effets de leur politique monétaire sur l'économie mondiale? Deuxièmement, dans la situation actuelle, qu'en serait-il du comportement de l'économie mondiale et des économies individuelles si les pays qui rattachent actuellement leur monnaie au dollar passaient à des régimes de taux de change plus flexibles?

La politique monétaire et l'inflation sous-jacente

Pour essayer de répondre à ces questions, il est fait appel aux simulations dynamiques illustra-

Les principaux auteurs de cet encadré sont Michael Kumhof, Douglas Laxton et Dirk Muir.

tives qui utilisent la version du modèle de l'économie mondiale de la Banque du Canada (BoC-GEM)¹. Il s'agit d'un modèle d'équilibre général stochastique et dynamique à cinq régions, dans lequel le régime de politique monétaire de chaque région est soit un régime d'ancrage au dollar EU, soit un régime de ciblage de l'inflation². Ce dernier est caractérisé par une fonction de réaction des taux d'intérêt dans laquelle les taux d'intérêt nominaux sont relevés lorsque l'inflation s'accélère. Cette caractérisation des politiques monétaires n'a pas pour but de donner une image exacte des politiques, mais plutôt une représentation stylisée utile qui peut aider à faire la lumière sur ces questions. Une caractéristique du BoC-GEM qui est essentielle à cette étude est l'hypothèse de rigidités nominales importantes dans le secteur manufacturier et les services, mais non dans les secteurs du pétrole et des produits de base³. Cela implique que, si la politique monétaire a pour seule préoccupation la stabilisation intérieure de la volatilité des prix et de la production, elle devrait, non pas viser un strict objectif à court terme qui inclut l'inflation des prix du pétrole et des produits de base, mais chercher surtout à stabiliser l'«inflation sous-jacente» dans les autres secteurs, ce qui sera donc notre hypothèse de référence. Enfin, comme la réduction des capacités disponibles et la faible élasticité de l'offre semblent être les principaux facteurs à l'origine de la récente volatilité des prix du pétrole et des produits

¹Voir Lalonde and Muir (2007).

²Les régions sont : les États-Unis (21,2 % du PIB mondial pondéré en fonction de la parité de pouvoir d'achat (PPA)), les pays émergents d'Asie (24,8 %), les exportateurs de produits de base (15,2 %), le Canada (1,8 %) et les autres pays (37,0 %). Les simulations laissent de côté la question du passage d'un régime monétaire à l'autre. Elles ignorent aussi les aspects de la politique monétaire autres que la question proprement dite du moment à choisir pour modifier les taux d'intérêt, tels que les préférences des portefeuilles pour les avoirs de réserve dans différentes monnaies ou la réglementation du système financier et la maîtrise de l'expansion du crédit.

³Le secteur des produits de base inclut la production alimentaire mais ne s'y limite pas.

Encadré 3.3 (suite)

alimentaires, le modèle introduit des coûts d'ajustement des facteurs qui limitent la réaction à court terme de l'offre dans ces secteurs. En conséquence, sous l'effet d'un choc positif qui accroît la demande mondiale, il y aura en un premier temps une poussée des prix, qui ne sera suivie que plus tard par une réaction significative de la production.

La simulation de référence est représentée par les lignes noires dans le graphique. Dans la période initiale, les États-Unis abaissent leur taux d'intérêt de 2,5 points face à un choc qui a pour effet de faire baisser la consommation et la demande d'investissement et aux préoccupations accrues quant à la stabilité du secteur financier. Cette intervention monétaire atténue les effets du choc sur la demande, et la production ne tombe pas plus de 1,2 % au-dessous de son potentiel dans l'année suivant le choc.

Dans le même temps, la demande dans les pays émergents d'Asie et un groupe de pays exportateurs de pétrole (GPEP) continue de progresser rapidement⁴. Ayant un régime d'ancrage, ces régions ne peuvent relever les taux d'intérêt de manière anticyclique, et ceux-ci baissent à peu près au même rythme que les taux des États-Unis⁵. Conjuguée aux effets très inflationnistes des chocs, cette évolution entraîne une forte baisse des taux d'intérêt réels qui amplifie au lieu d'atténuer l'impact des chocs sur la production. Le PIB de ces régions s'accroît donc fortement, de 4,5 % pour les pays émergents d'Asie et de 2,8 % pour le GPEP, tandis que l'inflation globale augmente d'environ 4,5 points et l'inflation sous-jacente de 2,0 points. Cette demande additionnelle émane de régions représentant seulement environ 20 % du PIB mondial⁶, mais, parce que les produits de base entrent pour beaucoup dans la croissance des pays émergents

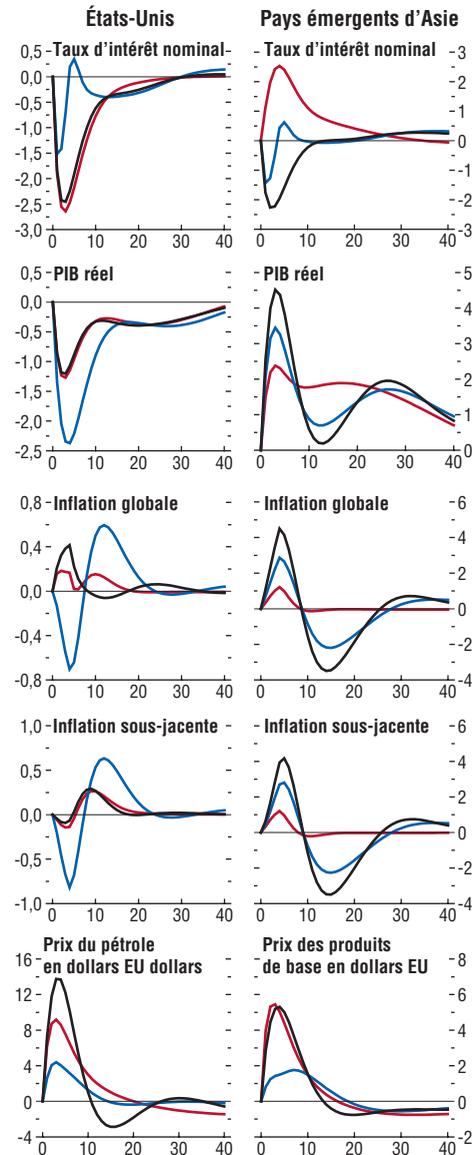
⁴Le graphique montre seulement les résultats de la simulation pour les pays émergents d'Asie; les résultats pour le GPEP sont très similaires.

⁵Le faible écart observé tient à une prime de risque de change qui accroît les engagements extérieurs nets de chaque région.

⁶Le PIB mondial s'accroît d'environ 1,4 %.

Scénarios d'ajustement¹

- Scénario de référence
- Ciblage de l'inflation sous-jacente et de l'inflation des prix du pétrole aux États-Unis
- Taux de change flexibles partout



Source : calculs des services du FMI.

¹Les graphiques montrent les écarts par rapport à la valeur témoin. Le taux d'intérêt nominal et l'inflation sont en points de pourcentage. Le PIB réel et les prix sont en pourcentage. Les trimestres sont portés en abscisse.

d'Asie et du GPEP, il en résulte de fortes pressions à la hausse sur les prix internationaux du pétrole et des produits de base, qui augmentent de 14 % et de 5,3 %, respectivement. Cela explique la légère hausse de l'inflation globale aux États-Unis (0,4 point) pendant la période initiale, en dépit du ralentissement de leur économie. La raison en est que ces prix très flexibles se répercutent immédiatement sur l'inflation globale. L'inflation sous-jacente diminue certes avec la demande, mais se redresse au bout d'un an à peu près, sous l'effet de la répercussion partielle de la hausse des prix du pétrole et des produits de base.

La dynamique de l'inflation dans la simulation de référence est presque entièrement imputable aux chocs sous-jacents sur la demande et à leur amplification par la politique monétaire, et non aux fortes poussées initiales des prix du pétrole et des produits de base qui tiennent aux rigidités de l'offre⁷. Lorsque les chocs sous-jacents sont des chocs sur la demande, la flexibilité des prix des produits de base est donc un signe annonciateur de déséquilibres sous-jacents et de surchauffe plutôt qu'un problème en soi. La situation serait très différente, bien entendu, si les chocs sous-jacents étaient des chocs sur l'offre, question qui n'est pas traitée ici.

Les États-Unis devraient-ils tenir compte de l'impact de leur politique monétaire sur le reste du monde?

La Réserve fédérale pourraient en principe tenir compte des effets de sa politique monétaire sur l'inflation dans le reste du monde. Cependant, parce que le ciblage d'une mesure globale d'inflation mondiale n'est pas une option réaliste pour une institution dont le mandat est d'assurer la stabilité des prix et de la production intérieurs, nous considérons un scénario dans lequel la Réserve fédérale réagit non seulement

à l'inflation sous-jacente intérieure, mais aussi à l'inflation des prix du pétrole. Les simulations correspondantes sont représentées par les lignes bleues dans le graphique. La politique monétaire est à présent beaucoup moins accommodante, les taux d'intérêt nominaux étant initialement réduits d'environ 1,5 point au lieu de 2,5 points. Ils remontent ensuite rapidement pour se situer à un niveau de 0,3 point supérieur au taux neutre sous l'effet de pressions à la hausse sur les prix du pétrole.

Par rapport à la simulation de référence, dans le cadre de cette politique, l'écart de production s'est accru de 1,2 point, avec un écart cumulé sur dix ans de 3 % au niveau des pertes de production. D'un autre côté, une politique monétaire moins accommodante atténue sensiblement le cycle en dents de scie dans les pays émergents d'Asie et le GPEP, avec une réduction de 1 % de l'excès de demande dans la première année. Elle a un effet considérable sur les cours mondiaux du pétrole, dont la hausse culmine à 4 % au lieu de 14 %. Le centrage de la politique américaine sur l'inflation des prix du pétrole n'a pas seulement un effet de contraction dans le pays, il conduit également à une volatilité beaucoup plus grande de l'inflation, dont les bénéficiaires sont encore une fois les pays émergents d'Asie et le GPEP, où la volatilité de l'inflation baisse d'environ un tiers. Si elle bénéficie nettement aux pays émergents d'Asie et au GPEP, l'adoption d'une mesure d'inflation plus globale est donc très peu souhaitable pour les États-Unis. Mais ces régions ont à leur disposition une option bien plus puissante qui joue en leur faveur sans exiger des sacrifices des autres pays — le passage des taux de change fixes aux taux de change flexibles.

Quels sont les avantages des régimes de taux de change flexibles?

Les lignes rouges du graphique illustrent un scénario dans lequel les pays émergents d'Asie et le GPEP adoptent eux aussi le ciblage de l'inflation sur fond de taux de change flexibles, ce qui les amène à relever fortement les taux d'intérêt nominaux face aux chocs sur la demande. Cette mesure réduit à peu près de moitié l'expansion

⁷Cela exige une simulation, non présentée ici, dans laquelle les rigidités de l'offre d'énergie et de produits de base sont éliminées. Le seule grande différence en résultant est que la hausse maximale des prix réels du pétrole est de 3,5 %, et non de 14 %, et celle des prix des produits de base est de 4 % au lieu de 5,3 %.

Encadré 3.3 (fin)

de la production dans ces régions, et les taux d'inflation ne représentent qu'un quart de leurs valeurs de référence. Son effet sur la production des États-Unis, par le biais d'une réduction de la demande de leurs exportations, est de moins de 0,05 % la première année et de quasiment zéro par la suite; il en est de même pour l'inflation sous-jacente aux États-Unis. Mais l'inflation globale initiale aux États-Unis affiche une hausse qui est de moitié celle observée dans un régime d'ancrage, principalement parce que le recul de

la demande hors des États-Unis freine fortement l'augmentation des prix du pétrole, qui est de 9 %, et non de 14 %.

Cela apporte une réponse à notre seconde question : dans la situation actuelle, un régime de taux de change flexibles ferait assurément une grande différence pour les pays dont la monnaie est actuellement rattachée au dollar, favorisant la stabilisation de la production et de l'inflation, en particulier des prix du pétrole et des produits de base.

crédibilité, la situation globale est comparable, à cela près que l'inflation augmente davantage et que l'augmentation du taux d'intérêt nécessaire pour ramener l'inflation à la cible est proportionnellement plus importante (graphique 3.14, panneaux de droite).

Un choc positif déflationniste a *grosso modo* des conséquences symétriques pour le taux d'inflation et les autres grandes variables. Autrement dit, il se produit un tassement transitoire de l'inflation, qui permet à la banque centrale de faire baisser le taux d'intérêt de manière provisoire.

Chocs de l'offre et tensions inflationnistes existantes

Dans une deuxième simulation, le même choc frappe l'économie lorsque se produisent des tensions de demande excédentaire et que l'inflation dépasse déjà considérablement la cible. On suppose que l'inflation initiale est de 8 %, niveau supérieur à l'objectif à long terme de 3 % — phénomène comparable aux pressions inflationnistes issues de la surchauffe que connaissent aujourd'hui certains pays émergents. Avec une inflation initiale qui dépasse l'objectif fixé et une faible crédibilité de la politique monétaire, un choc négatif de l'offre aura des effets de second tour plus importants sur l'inflation (graphique 3.15, panneaux de droite). Logiquement, une réaction immédiate et énergique

sur les taux d'intérêt s'impose pour ramener l'inflation à sa cible, les taux passant à 14 %, ce qui suppose une augmentation nettement plus importante que celle de l'inflation. Les taux d'intérêt doivent aussi rester plus élevés pendant plus longtemps, et l'écart de production négatif dure plus. Autrement dit, même si la politique monétaire réagit de manière appropriée, l'effet conjugué d'un choc inflationniste de l'offre et d'une faible crédibilité aboutit à une période de stagflation. À titre de comparaison, si la crédibilité est plus forte, l'inflation peut être ramenée à l'objectif visé en agissant de manière moins énergique sur les taux d'intérêt et à un coût moindre en termes de production (graphique 3.15, panneaux de gauche). En revanche, dans le cas d'un choc de l'offre désinflationniste et favorable, la solution optimale consiste à faire baisser l'inflation sur une période plus courte, car les gains plus rapides de crédibilité ont pour effet de réduire le prix à payer en termes de production pour parvenir à diminuer l'inflation.

Chocs de l'offre avec une riposte monétaire retardée

Dans une dernière simulation, nous supposons que la politique monétaire temporise. Concrètement, la politique optimale est suspendue pendant deux trimestres du fait de la décision de maintenir les taux d'intérêt constants face à

un choc inflationniste de l'offre. Dans le cas de figure d'une inflation initialement conforme à la cible et d'une solide crédibilité de la politique monétaire, la situation ne s'écarte pas véritablement de la riposte optimale décrite plus haut (graphique 3.16, panneaux de gauche). Cela dit, le report signifie qu'il faudra accroître davantage le taux d'intérêt. En revanche, si au départ l'inflation est excessive et que la crédibilité est faible, le report de l'augmentation des taux d'intérêt face à un choc négatif de l'offre pousse l'inflation à la hausse et celle-ci se maintient à un niveau supérieur à la cible à long terme. L'incidence négative pour la crédibilité signifie qu'il faudra des augmentations nettement plus importantes des taux d'intérêt et des écarts de production négatifs plus persistants pour ramener l'inflation au niveau ciblé⁴³. Par ailleurs, l'horizon de la stabilisation de l'inflation est repoussé, d'où une augmentation des risques éventuels de chocs négatifs de l'offre à l'avenir.

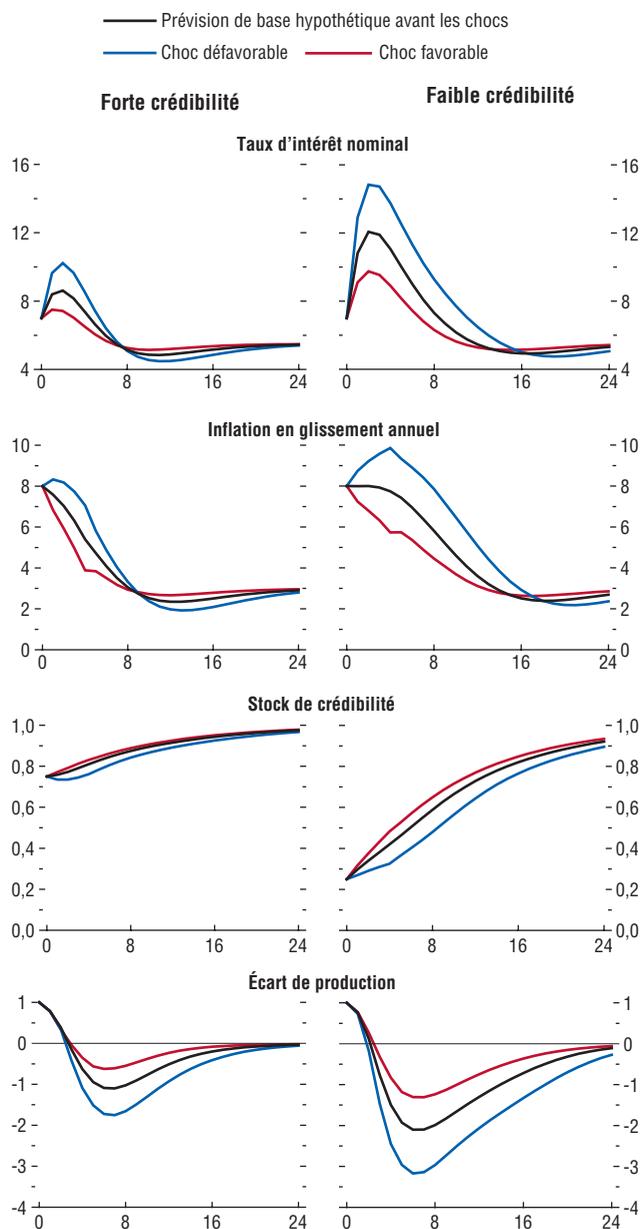
Si le choc négatif de l'offre entraînait une augmentation *tendancielle* des cours des matières premières au lieu d'une augmentation permanente *ponctuelle*, les difficultés de politique monétaire liées au manque de crédibilité et aux tensions inflationnistes existantes s'intensifieraient davantage. Les simulations (dont il n'est pas rendu compte ici) qui partent d'une augmentation plus persistante des prix des matières premières montrent que ces chocs exigeraient une réaction encore plus énergique de la politique monétaire. Les coûts de toute temporisation seraient encore plus importants en présence de ce type de choc de l'offre.

Pour résumer, les résultats des simulations mettent en évidence l'importance primordiale de la crédibilité de la politique monétaire. Lorsqu'elle est faible, le binôme production-inflation à court terme devient plus défavorable, ce qui signifie qu'il faut accroître de façon plus

⁴³L'expérience passée corrobore ce résultat. Par exemple, aux États-Unis et au Canada au début des années 80, les taux d'intérêt à court terme ont nettement dépassé les 20 %, suite à l'adoption de politiques anti-inflationnistes par la Réserve fédérale des États-Unis et la Banque du Canada.

Graphique 3.15. Une économie émergente plus vulnérable avec chocs favorables et défavorables liés à l'offre
(Pourcentage; trimestres en abscisse)

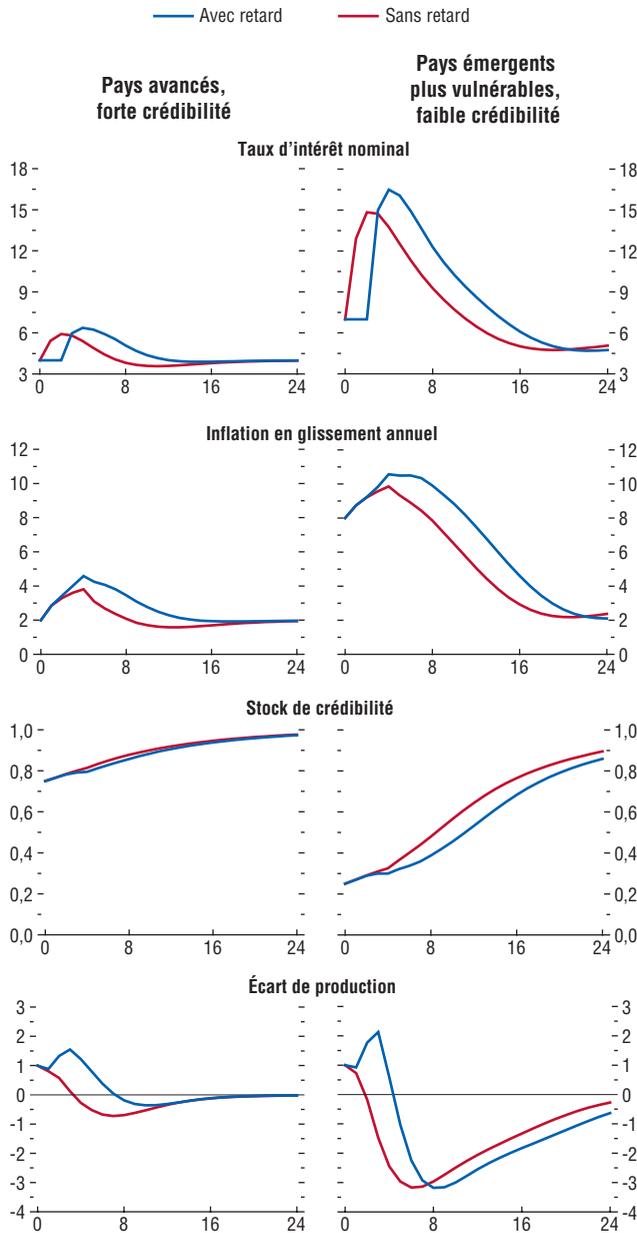
La symétrie entre chocs favorables et défavorables de l'offre disparaît lorsque la crédibilité de la politique monétaire est faible et que l'inflation initiale dépasse l'objectif. Une réaction immédiate plus forte est nécessaire sur le plan des taux d'intérêt pour ramener l'inflation au niveau visé après un choc défavorable de l'offre.



Source : calculs des services du FMI.

Graphique 3.16. Coûts potentiels du report d'un relèvement des taux d'intérêt
(Pourcentage; trimestres en abscisse)

Lorsque l'on retarde la réaction de la politique monétaire à un choc défavorable de l'offre, les taux d'intérêt doivent augmenter encore plus par la suite pour ramener l'inflation au niveau visé, avec ce que cela comporte de risques pour la crédibilité.



Source : calculs des services du FMI.

énergique le taux d'intérêt directeur en réaction à un choc négatif de l'offre avec effets de second tour. Toute décision inopportune ou temporelle peut rapidement nuire à la crédibilité et compliquer le retour à la stabilité des prix.

Synthèse et conclusions

Le boom des cours des matières premières est le plus vaste et le plus soutenu qu'ait connu l'économie mondiale depuis le début des années 70. Il résulte dans une grande mesure de l'effet conjugué d'une solide croissance mondiale, d'un manque de capacité de réserve dans certains secteurs particuliers et de la faiblesse initiale des stocks et d'une réaction lente de l'offre. En outre, des facteurs spécifiques à certaines matières premières ont contribué à la récente envolée des prix des produits alimentaires, dont la demande liée à la production de biocarburants, les perturbations dans l'approvisionnement de certaines cultures principales et les restrictions au commerce extérieur. Les liens entre les prix de diverses matières premières ont accentué la montée des prix, le renchérissement des produits énergétiques ayant entraîné les prix des aliments. En revanche, le rôle croissant des matières premières comme actifs financiers de rechange n'a eu qu'un faible impact systématique — voire aucun — sur les prix, même si les fluctuations de l'humeur des marchés peuvent influencer sur la dynamique des prix à court terme, et des variables financières telles que les taux d'intérêt peuvent agir sur les prix de par leurs effets sur l'offre et la demande physiques.

L'évolution récente de la situation semblerait indiquer que certains des facteurs à la base du boom actuel sont en train de s'estomper. Les perspectives de ralentissement de la croissance mondiale en 2008–09 — en partie du fait du niveau élevé des cours des matières premières —, la résolution cette année des contraintes de l'offre liées aux conditions climatiques dans le cas des principales cultures vivrières et l'augmentation de l'offre de brut ont déjà abouti à un certain repli des cours des matières premières. Cela dit, les contraintes de l'offre et le

faible niveau des stocks risquent de perdurer et, par ailleurs, la croissance de la demande reste vive dans les grands pays émergents. Tout repli ultérieur des prix dépendra de l'interaction entre les facteurs liés à l'offre et la croissance mondiale, étant entendu que les probabilités de volatilité sont grandes.

À moins d'une chute des cours des produits de base, les risques d'inflation resteront élevés pendant un certain temps. Beaucoup de pays continuent de s'ajuster à l'augmentation initiale des cours et s'efforcent toujours d'absorber ces variations des prix relatifs en évitant les effets de second tour, c'est-à-dire les retombées sur l'inflation sous-jacente.

Les conclusions empiriques du chapitre relatives à la répercussion des prix des produits alimentaires et énergétiques sur l'inflation sous-jacente et sur les anticipations inflationnistes font apparaître que les risques d'effets de second tour dépendent dans une grande mesure de la crédibilité de la politique monétaire et de sa capacité à ancrer les anticipations, et du poids des produits de base — notamment les aliments — dans les dépenses finales. Les pays émergents et en développement enregistrent de moins bons résultats sur ces plans, et certains d'entre eux courent donc plus de risques, en dépit de l'effet compensatoire que peut avoir l'existence d'un marché du travail généralement plus flexible. Ces craintes se voient corroborées par la récente augmentation de l'inflation sous-jacente et de l'inflation globale dans certains de ces pays. Bien que les risques d'inflation diminuent dans les pays avancés du fait de l'impact déflationniste des turbulences financières, ces pays ne sont pas nécessairement à l'abri de ces risques. Comme les récents chocs des prix des matières premières ont été plus importants et persistants qu'ils ne l'avaient été durant la période retenue pour l'analyse, la répercussion effective risque d'être plus forte que prévu à moins que le ralentissement de l'économie mondiale ne s'intensifie.

Les indices se multiplient selon lesquels la politique monétaire n'a pas encore réagi de manière adéquate aux risques d'une augmentation de l'inflation dans certains pays émergents et en

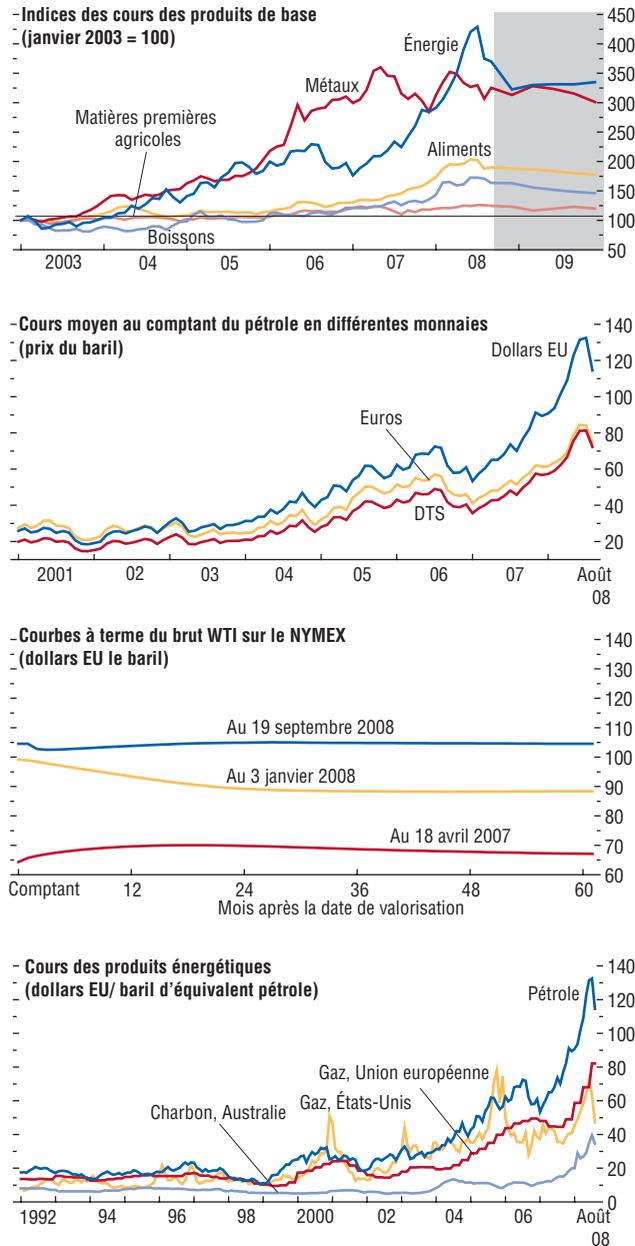
développement. Dans nombre de ces pays, les taux d'intérêt réels sont faibles, même avec des taux de croissance élevés, les récentes augmentations de l'inflation sous-jacente et des risques relativement plus élevés d'effets de second tour issus des récentes poussées des cours des matières premières. Dans certains pays, cela s'explique en partie par les contraintes que les taux de change exercent sur la politique monétaire; certains pays ont ainsi importé l'orientation monétaire expansionniste des États-Unis. De ce fait, les politiques monétaires qui ne sont pas suffisamment rigoureuses face à l'essor de la demande intérieure ont peut-être récemment exacerbé les tensions sur les prix mondiaux des matières premières.

Les résultats des simulations dont le chapitre rend compte mettent en évidence qu'une réaction tardive à la montée de l'inflation peut nuire à la crédibilité de la politique monétaire, notamment lorsque les anticipations inflationnistes ne sont pas bien ancrées — ce qui semblerait être encore le cas dans beaucoup de pays émergents. Il s'ensuit que la riposte monétaire doit, au bout du compte, être d'autant plus énergique pour pouvoir ramener l'inflation au niveau ciblé, et le coût en termes de production finit par être plus élevé. Cette dynamique se voit généralement renforcée lorsque l'inflation initiale est plus élevée ou que le durcissement des contraintes de capacité produit des tensions inflationnistes. Par ailleurs, même lorsque les autorités monétaires réagissent rapidement, le temps nécessaire pour réduire l'inflation sera vraisemblablement plus long si leur crédibilité est faible, situation qui rend l'économie plus vulnérable à d'éventuels chocs négatifs de l'offre. Cela souligne l'importance d'une riposte monétaire adéquate face à la poussée d'inflation provoquée par la récente montée des cours des matières premières, notamment lorsque l'inflation est déjà élevée (qu'elle «dépasse» la cible) au départ pour d'autres raisons — notamment une surchauffe de l'économie — et que la crédibilité de la politique monétaire est faible.

Appendice 3.1. Évolution récente du marché des produits de base

Le principal auteur de cet appendice est Valerie Mercer-Blackman, qui a bénéficié du concours de To-Nhu Dao et de Nese Erbil.

Graphique 3.17. Cours des produits de base et du pétrole



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

Les prix des produits de base ont augmenté de 33 % au cours des six premiers mois de 2008, portés par l'essor des prix des combustibles, avant de s'affaiblir au troisième trimestre de l'année. Les prix du pétrole ont poursuivi leur hausse rapide pendant la plus grande partie de cette période et, en dépit de baisses récentes, sont restés élevés par rapport à leurs niveaux passés. Les prix des produits alimentaires sont montés en flèche au premier trimestre de 2008, tirés par les prix du blé et du riz, mais se sont stabilisés par la suite, les prix de ces deux céréales ayant commencé à reculer. Les prix des matières premières agricoles et des boissons n'ont augmenté que légèrement dans l'ensemble, tandis que ceux des métaux de base se sont plus ou moins stabilisés (graphique 3.17, panneau supérieur).

En tête, les prix des combustibles

Les prix du pétrole (nominaux et réels) ont atteint le niveau sans précédent de 143 dollars le baril le 11 juillet et ont baissé par la suite pour se situer à un peu plus de 100 dollars à la mi-septembre⁴⁴. Les prix du pétrole en euros ont eux aussi atteint des niveaux records, bien que leur hausse ait été de 24 points inférieure à celle des prix en dollars EU durant les six premiers mois de 2008 (graphique 3.17, deuxième panneau).

Bien qu'ils aient légèrement augmenté par rapport à leur faible niveau de fin 2007 au regard de la couverture à terme, les stocks de l'OCDE sont restés relativement bas dans la première moitié de 2008. Pour cette raison et par suite de la détente de la situation générale du marché (voir ci-dessous), la courbe des prix

⁴⁴Sauf indication contraire, les prix du pétrole désignent le prix moyen au comptant du pétrole calculé par le FMI, qui est une moyenne simple des prix des variétés West Texas Intermediate, Dated Brent et Dubai Fateh.

des contrats à terme est passée d'une situation de déport au premier trimestre à une situation de léger report ces dernières semaines, constellation qui incite à une plus grande constitution de stocks à court terme (graphique 3.17, troisième panneau). Cependant, les déplacements de la courbe des prix des contrats à terme ont dépassé, par leur ampleur, les mouvements le long de cette courbe, en particulier à la mi-septembre, lorsque la volatilité générale des marchés financiers s'est transmise au marché pétrolier.

Les prix du gazole ont augmenté à un rythme beaucoup plus rapide que ceux de l'essence, par suite d'une forte croissance de la demande de ce produit par rapport à la capacité de raffinage mondiale. En conséquence, les marges de raffinage ont été en général beaucoup plus élevées sur le gazole que sur l'essence, quoique une forte poussée des marges sur ce dernier ait été observée pendant un certain temps, jusqu'à la mi-septembre, du fait de l'interruption temporaire des activités des raffineries due au cyclone. Les prix des autres combustibles ont suivi ceux du pétrole brut, mais avec un décalage (graphique 3.17, panneau inférieur). Les prix du charbon, en particulier, ont augmenté de 70 % durant les six premiers mois de 2008, soit la hausse la plus forte parmi les produits énergétiques. Cette évolution tient à des facteurs à court terme (tels que les perturbations de l'offre au début de l'année), aux goulets d'étranglement dans les principaux ports d'expédition et à la substitution graduelle du charbon au fioul, plus onéreux, dans les centrales électriques.

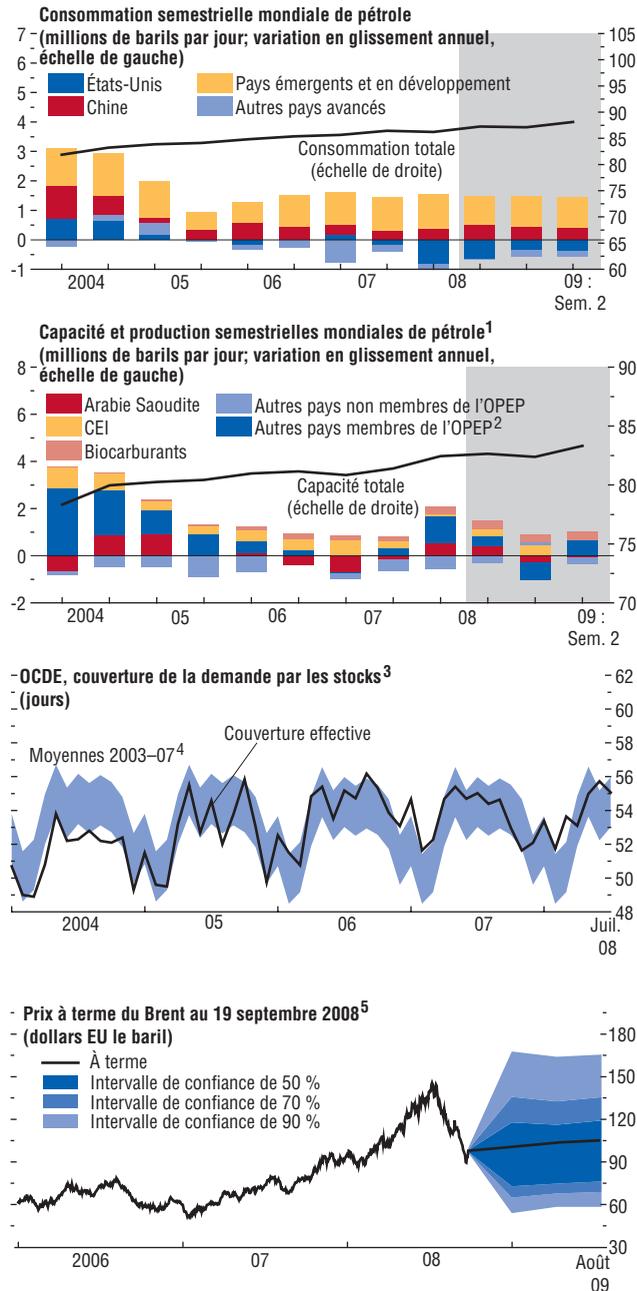
La consommation mondiale de pétrole s'est légèrement ralentie après sept années consécutives de hausse des prix, augmentant d'environ 0,7 million de barrils par jour (mbj) dans la première moitié de 2008 (en glissement annuel), contre 1 mbj durant la période 2005–07. Dans les pays membres de l'OCDE, la consommation a baissé de 1,0 mbj pendant cette période, surtout aux États-Unis, mais elle a progressé de 1,5 mbj dans les pays non membres de l'OCDE, soutenue principalement par la Chine, le Moyen-Orient et l'Amérique latine (tableau 3.3 et graphique 3.18, panneau supérieur). Parmi les divers produits,

c'est la demande de carburants de transport (essence et gazole) qui a le plus augmenté, tirée par la croissance du taux de propriété de véhicules dans les économies émergentes et en développement sur fond de maintien des subventions aux combustibles et du contrôle des prix⁴⁵. Cependant, la consommation d'essence aux États-Unis a diminué de 1,7 % au premier semestre de 2008 — premier recul depuis 15 ans au moins — et a continué de baisser jusqu'à ce jour, d'après les données provisoires, sous l'effet de tensions sur les revenus dans un climat de ralentissement économique et, de plus en plus, d'une réaction de la demande à l'une des poussées les plus fortes des prix de l'essence dans l'histoire récente des États-Unis.

La production de pétrole a progressé de 1,6 mbj dans la première moitié de 2008, en raison de l'augmentation de 1,7 mbj (en glissement annuel) de la production de l'OPEP, due en partie à la décision prise par l'organisation en septembre 2007 d'accroître la production à partir de novembre 2007. Parmi les pays de l'OPEP, l'accroissement de la production en Arabie Saoudite (qui dépasse ainsi le quota fixé en septembre 2007), le redressement des exportations iraniennes et la reprise de la production en Iraq ont plus que compensé les pertes de production (causées par des attaques continuelles contre les installations de production) au Nigéria et la faiblesse de la production vénézuélienne. Par contre, la production de pétrole brut des pays non membres de l'OPEP a diminué de 0,1 mbj, principalement sous l'effet d'un recul inattendu de la production russe et du déclin des gisements de la mer du Nord et du Mexique. En outre, l'offre de carburants liquides a été stimulée par de fortes hausses de la production de gaz naturels liquides de l'OPEP (GNL, non soumis à des quotas) et de biocarburants, lesquelles ont

⁴⁵Dans nombre d'économies qui ont limité les répercussions des prix des combustibles, la charge des subventions aux combustibles pour le budget est devenue de plus en plus lourde. Face à une telle situation, les gros importateurs de ces produits, comme la République islamique d'Iran, la Malaisie et le Pakistan, ont relevé les prix intérieurs d'environ 20 %.

Graphique 3.18. Marchés mondiaux du pétrole et cours du pétrole à terme



Sources : Bloomberg Financial Markets; Agence internationale de l'énergie; Energy Information Agency des États-Unis; estimations des services du FMI.

¹CEI : Communauté des États indépendants; OPEP : Organisation des pays exportateurs de pétrole.

²Y compris les gaz naturels liquides de l'OPEP.

³L'OCDE est l'Organisation de coopération et de développement économiques.

⁴La fourchette repose sur les moyennes pour chaque mois civil de 2003 à 2007, avec un intervalle de confiance de 40 % fondé sur les écarts observés durant cette période.

⁵À partir des options sur contrats à terme.

contribué pour un quart à l'accroissement net de l'offre durant le premier semestre de 2008 (graphique 3.18, deuxième panneau).

Il se peut qu'à court terme la détente se poursuive sur le marché pétrolier. Selon les prévisions de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la croissance de la demande mondiale sera de 0,8 mbj (sur une base annuelle) en 2008 et de 0,7 mbj en 2009, contre 1,1 mbj en 2007. La production des pays non membres de l'OPEP devrait s'accroître de 1,2 mbj au second semestre de 2008 (par rapport à la même période de l'année précédente) avant de redescendre graduellement en 2009. L'achèvement d'une multitude de nouveaux projets, surtout en Arabie Saoudite, devrait temporairement relever le niveau des capacités disponibles de l'OPEP. Mais la détente sera peut-être de courte durée. Dans son récent *Medium-Term Oil Market Report*, l'AIE prévoit que les capacités disponibles de l'OPEP (en pourcentage de la consommation mondiale) tomberont au-dessous de leur niveau de 2008 d'ici à 2012, car la demande de l'OCDE se redressera ultérieurement et les tendances de croissance de l'offre restent limitées (du fait, en partie, des taux accrus de déclin des gisements).

Le marché connaissant une légère détente — au moins jusqu'à fin 2009 — mais les stocks et les capacités disponibles restant à un faible niveau, les prix devraient demeurer élevés, quoique au-dessous des crêtes récentes. Les prix des options sur contrats à terme du pétrole laissent attendre une plus grande marge d'incertitude quant aux perspectives de prix que ces dernières années. Comme le montre le graphique 3.18 (panneau inférieur), l'intervalle de confiance de 90 % pour les prix du pétrole de fin 2008 s'étend d'environ 60 dollars le baril à plus de 165 dollars le baril, soit une bande beaucoup plus large que celle qui est généralement observée.

Hausse des prix des aliments tirée par les prix des principaux produits agricoles

Les prix des céréales et des huiles végétales ont fortement augmenté dans la première moitié de 2008 sur fond de restrictions commer-

Tableau 3.3. Demande et production mondiales de pétrole par régions*(Millions de barils par jour)*

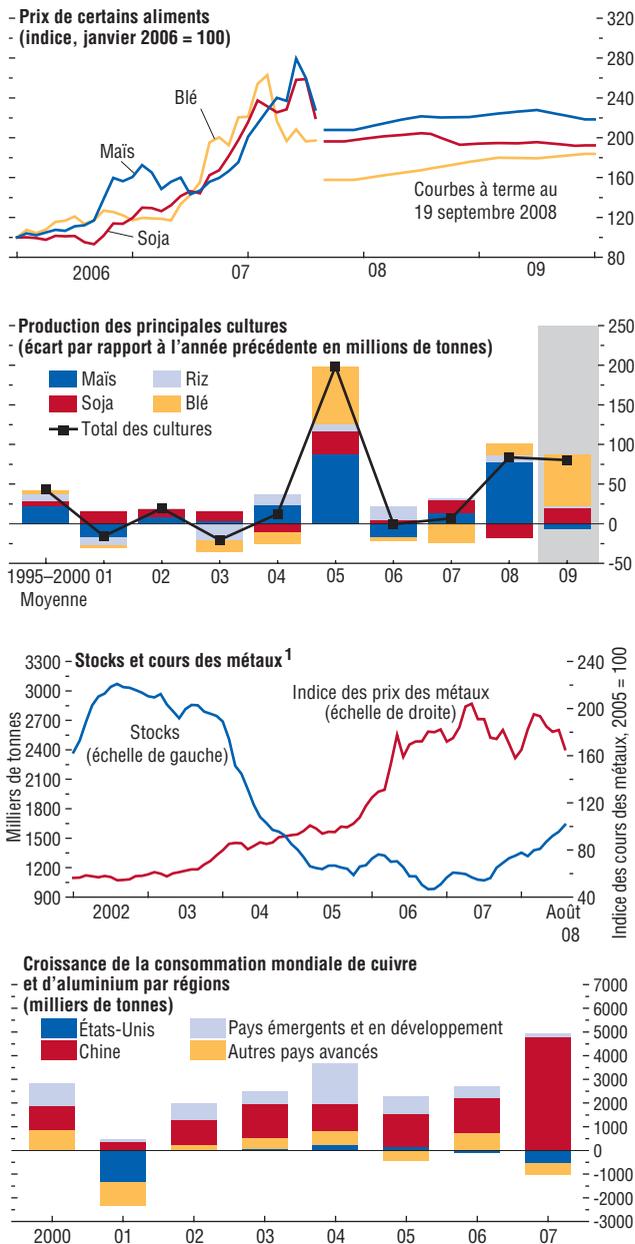
								Variation annuelle en pourcentage				
	2006	2007	2008 Proj.	2007		2008 Sem. 1	2006	2007	2008 Proj.	2007		2008 Sem. 1
				Sem. 1	Sem. 2					Sem. 1	Sem. 2	
Demande												
OCDE	49,6	49,2	48,4	49,0	49,3	48,1	-0,5	-0,8	-1,3	-1,0	-0,6	-1,9
Amérique du Nord	25,4	25,5	24,8	25,5	25,5	24,8	-0,6	0,5	-2,6	1,1	-0,2	-3,4
<i>Dont :</i>												
États-Unis	21,0	21,0	20,3	21,1	22,0	20,2	-0,5	0,0	-3,5	0,8	0,8	3,9
Europe	15,7	15,3	15,2	15,1	15,5	15,0	0,1	-2,4	-0,4	-3,6	-1,2	-0,4
Pacifique	8,5	8,3	8,4	8,4	8,3	8,5	-1,4	-1,6	1,1	-2,4	-0,8	0,9
Hors OCDE	35,5	36,9	38,3	36,6	37,1	38,2	4,0	3,8	3,8	3,7	3,9	4,0
<i>Dont :</i>												
Chine	7,2	7,5	8,0	7,5	7,6	7,9	7,8	4,6	5,6	4,8	4,3	4,9
Autres pays d'Asie	9,0	9,3	9,5	9,3	9,2	9,6	2,3	2,8	2,4	2,2	3,5	3,6
Ex-Union soviétique	4,1	4,1	4,2	4,0	4,2	4,1	3,4	1,7	2,5	2,1	1,3	2,2
Moyen-Orient	6,2	6,5	6,9	6,5	6,6	6,8	4,0	4,7	5,9	5,5	4,0	6,0
Afrique	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	0,9	3,9	1,7	3,0	4,7	2,2
Amérique latine	5,3	5,6	5,9	5,5	5,7	5,8	4,6	5,2	4,3	4,8	5,7	4,7
Monde	85,1	86,1	86,8	85,7	86,5	86,2	1,3	1,1	0,8	1,0	1,3	0,7
Production												
OPEP (composition actuelle) ¹	36,3	35,9		35,5	36,4	37,2	0,8	-0,9		-2,1	0,2	4,7
<i>Dont :</i>												
Arabie Saoudite	10,4	10,0		9,9	10,1	10,4	-1,5	-4,4		-7,0	-1,8	5,6
Nigéria	2,5	2,3		2,3	2,4	2,1	-5,2	-4,8		-4,4	-5,1	-8,2
Venezuela	2,8	2,6		2,6	2,6	2,6	-5,8	-7,8		-9,6	-5,9	-0,7
Iraq	1,9	2,1		2,0	2,2	2,4	4,9	9,9		5,3	14,3	23,9
Hors OPEP	49,2	49,6	49,9	49,8	49,4	49,7	1,1	0,9	0,6	1,6	0,1	-0,2
<i>Dont :</i>												
Amérique du Nord	14,3	14,2	14,1	14,1	14,1	14,2	0,6	0,4	-1,6	-0,3	-0,4	1,0
Mer du Nord	4,8	4,6	4,3	4,7	4,5	4,4	-7,6	-5,0	-6,6	-5,6	-4,4	-5,5
Russie	9,8	10,1	10,0	10,1	10,1	10,0	2,2	2,4	-0,5	3,2	1,6	-0,8
Autres pays de l'ex-Union soviétique	2,4	2,7	2,9	2,7	2,7	2,9	11,1	12,0	8,4	16,9	7,5	6,5
Autres pays hors OPEP	17,9	17,9	18,6	18,3	18,0	18,3	2,3	0,4	3,5	2,3	-0,2	-0,4
Monde	85,5	85,6		85,4	85,8	86,9	1,0	0,1		0,0	0,2	1,9
Demande nette²	-0,4	0,5		0,3	0,7	-0,7						

Sources : Agence internationale de l'énergie, *Oil Market Report* (septembre 2008); calculs des services du FMI.¹Y compris l'Angola (soumis à des quotas depuis janvier 2007) et l'Équateur (de nouveau membre de l'OPEP depuis novembre 2007, après le retrait en décembre 1992).²La demande nette est la différence entre la demande et la production. Elle inclut un écart statistique. Une valeur positive indique un resserrement des soldes du marché.

ciales et de resserrement de l'offre, se traduisant par une hausse de 23 % de l'indice des prix des produits alimentaires du FMI pour les six premiers mois de 2008. Les prix du blé ont atteint des niveaux nominaux records au début de mars à la suite des récoltes médiocres de 2006 et 2007, dues à la sécheresse; ils ont toutefois baissé depuis lors, du fait de l'abondance des récoltes

de cette année, attribuable à des conditions atmosphériques plus favorables. Les prix du riz ont commencé à augmenter à la fin de 2007, car les consommateurs des pays en développement ont abandonné le blé et le maïs, dont le prix est élevé, au profit du riz, qui est moins cher. La hausse des prix s'est accélérée au début de 2008, période où les gros exportateurs ont com-

Graphique 3.19. Évolution des marchés des aliments et des métaux



Sources : Bloomberg Financial Markets; World Bureau of Metal Statistics; calculs des services du FMI.

¹Les stocks représentent la somme des stocks mondiaux de cuivre, d'aluminium, d'étain, de zinc, de nickel et de plomb suivis par la Bourse des métaux de Londres. Les prix correspondent à un indice composite de ces métaux.

mencé à imposer des interdictions commerciales (graphique 3.19, panneau supérieur)⁴⁶.

Les prix du maïs et du soja sont restés élevés jusqu'à ce jour de 2008, avec des crêtes de courte durée en juin, mois où les inondations dans le Centre-Ouest des États-Unis (la première région productrice du monde) ont fait craindre des dégâts aux cultures. Les prix des autres produits agricoles ont eux aussi augmenté, quoique beaucoup plus graduellement, en partie parce que les approvisionnements et les stocks sont restés jusqu'à présent à un niveau plus confortable. Les prix de la viande et de la volaille se sont accrus par suite de la hausse des coûts des aliments pour animaux. Les prix des produits alimentaires devraient rester élevés, étant donné la persistance des pressions de la demande, en particulier celle d'éthanol à base de maïs. Comme la culture du maïs fait place à celle du blé, voire du soja, sur une superficie limitée face aux mouvements des prix relatifs, la production de maïs devrait légèrement baisser en 2009 par rapport à 2008 (graphique 3.19, deuxième panneau). En outre, le niveau élevé des prix du pétrole influera plus largement sur les coûts des produits agricoles dans les années à venir, en particulier par son effet sur la hausse des prix des engrais.

Stabilisation des prix des métaux

La divergence des tendances des données fondamentales explique les résultats très contrastés des marchés des métaux de base jusqu'à ce jour. Les prix du minerai de fer⁴⁷ ont augmenté de 66 %, et ceux du cuivre et de l'aluminium se sont redressés de 17 % et de 21 %, respectivement, mais les prix du zinc et du nickel ont fortement

⁴⁶Le riz est surtout consommé localement, et la part du commerce mondial de ce produit par rapport à sa consommation est très faible (la plus grande partie du riz reçu par les gros importateurs provient d'un ou de deux producteurs seulement).

⁴⁷Les prix du minerai de fer sont déterminés par des contrats annuels entre producteurs et fabricants d'acier. La hausse d'avril 2008 tient en grande partie à l'envolée des coûts d'extraction par rapport à l'année précédente et à une forte demande.

reculé. Tandis que la demande de cuivre et d'aluminium, qui sont plus largement négociés que les autres métaux, s'est repliée, l'offre de ces produits chez les principaux producteurs (Afrique du Sud, Chili et Chine) a été perturbée par des pannes de courant. Par contre, le niveau des stocks de zinc et de nickel à la Bourse des métaux de Londres est remonté devant la baisse de la demande et l'accroissement de la production (graphique 3.19, troisième panneau).

Un repli des prix des métaux de base est attendu pour 2008 et 2009, car la croissance de la demande devrait s'affaiblir sous l'effet du ralentissement de la production industrielle mondiale et de l'achèvement des travaux de construction préparatoires aux Jeux olympiques en Chine (graphique 3.19, panneau inférieur). Cependant, la persistance de problèmes du côté de l'offre laisse attendre des tensions sur les marchés du cuivre et de l'aluminium pendant un certain temps.

Appendice 3.2. Facteurs à l'origine des hausses des prix des produits alimentaires, 2006–08

Le principal auteur de cet appendice est Valerie Mercer-Blackman, qui a bénéficié du concours de Stephen Tokarick.

La présente section décrit la méthodologie servant à estimer l'impact des divers facteurs de demande et d'offre sur les prix des six produits de base essentiels traités dans le corps du texte (graphique 3.5, troisième panneau). Par souci de commodité, l'analyse est faite à l'aide de modèles simples d'équilibre partiel.

L'insuffisance de l'offre due aux conditions atmosphériques, q_i^{sh} , a été déterminée par l'écart de la production mondiale par rapport à la tendance, sur la base des statistiques annuelles de la production agricole depuis 1990⁴⁸. La variation

en pourcentage du prix mondial du produit i , due à l'insuffisance de l'offre q_i^{sh} a été calculée comme suit :

$$p_i = \% \Delta P_i = \varepsilon_i^m * q_i^{sh} = \sum_c w_c [(\varepsilon_{i,c}^{D*} (C_{i,c} / M_{i,c}) - \varepsilon_{i,c}^{S*} (Q_{i,c} / M_{i,c}))] * q_i^{sh}, \quad (1)$$

où ε_i^m , l'élasticité du produit i par rapport à la demande d'importations mondiale, est une moyenne pondérée des élasticité de la demande des principaux pays importateurs par rapport aux importations (w_c est la pondération des importations du pays c). Elle dépend de l'élasticité de la demande ($\varepsilon_{i,c}^D$), et de celle de l'offre ($\varepsilon_{i,c}^S$) du pays c , respectivement. $M_{i,c}$ est le total des importations, $C_{i,c}$ la consommation totale et $Q_{i,c}$ la production totale du produit i dans le pays c .

L'impact d'une hausse des prix de l'énergie sur le prix des produits en question a été calculé sur la base de la part des combustibles et des engrais dans le coût de production de chacun des produits alimentaires, tel qu'il est communiqué par le Department of Agriculture des États-Unis (USDA). Pour les campagnes 2007 et 2008, les coûts ont été estimés sur la base des projections des prix des produits de base établies par le FMI, à supposer que les autres coûts augmentent suivant la tendance. Les parts correspondantes dans les coûts de production de l'huile de palme et de l'huile de colza sont fondées sur les estimations de Fedepalma (2008) et du North Carolina Solar Center (2008), respectivement. Les calculs supposent qu'il y a répercussion totale de la hausse des coûts sur les prix et que la structure des coûts de la production agricole est la même partout dans le monde.

L'impact sur les prix d'une hausse de la demande de biocarburants a été calculé pour les produits alimentaires dont la récolte est utilisée, à hauteur de plus de 1 %, comme matière première de biocarburants (ce qui exclut le blé)⁴⁹. L'expansion de la demande attribuée aux biocarburants est ensuite exprimée sous forme de la

⁴⁸En général, les pénuries de l'offre (écarts négatifs) tiennent à une diminution des rendements, et non à une réduction des superficies cultivées, notamment dans le cas du blé et de l'huile de colza, ce qui corrobore cette approche.

⁴⁹La part des matières premières de biocarburants a été calculée à l'aide des données de l'USDA sur la part de chaque culture utilisée à des fins industrielles et des données de l'AIE sur la production de biocarburants.

Tableau 3.4. Estimations des élasticités utilisées dans les calculs des prix

	Élasticité-prix de la demande	Élasticité-prix de l'offre	Élasticité-prix croisée de l'offre avec le blé	Élasticité-prix croisée de la demande avec le soja ¹
Maïs	-0,21 à -0,43	0,50	-0,08 à -0,1	0,36 à 0,54
Riz	-0,38	0,32	...	...
Blé	-0,3	0,48	...	...
Soja/huile de soja	-0,31 à -0,48	0,23	-0,03	...
Huile de colza	-1,2	0,58	-0,62 à -0,8	0,57
Huile de palme	-0,47	0,21	...	...

¹Les fèves de soja sont un important produit de remplacement du maïs, tant pour l'offre que pour la demande. Les estimations de l'offre croisée de maïs et de soja varient entre -0,27 et -0,3.

différence, en pourcentage, entre la croissance de la demande totale du produit agricole (d_i) et celle de la demande hors biocarburants (désignée par d_i^b)⁵⁰. L'impact sur les prix (en pourcentage) a été calculé comme suit :

$$\% \Delta P_i = (d_i - d_i^b) * (1/\varepsilon_i^D), \quad (2)$$

où ε_i^D est l'élasticité-prix de la demande du produit agricole. Un éventail d'estimations de l'élasticité provenant de diverses sources a été utilisé (tableau 3.4). En outre, parce qu'un sous-produit de l'éthanol à base de maïs est le DDGS (résidus de grains après distillation avec des produits solubles), qui est utilisé dans les aliments pour animaux (environ 30 % de chaque boisseau de maïs entrant dans la production), l'offre de ce sous-produit a été déduite de la demande de biocarburants.

Pour mesurer l'impact des restrictions commerciales, on a eu recours à une version légèrement modifiée du modèle commercial de Tokarick (2003). Dans cette version, l'offre et la demande sont des fonctions constantes de l'élasticité, sur la base des élasticités de Gardiner, Roningen et Liu (1989). Les données en valeur sur les échanges de produits de base sont tirées de la base de données COMTRADE des Nations Unies. Les données en valeur sur la production ont été estimées à l'aide des données en volume

⁵⁰Cette définition tient compte de deux aspects concurrents. D'une part, c'est la variation, et non le niveau, de la demande qui a le plus gros impact sur les prix. D'autre part, elle permet d'éviter de mesurer la variation à partir d'une base aussi faible (vu que les biocarburants représentent une petite part de la demande totale), ce qui amplifierait l'impact sur les prix de la hausse de la demande de biocarburants.

tirées de la base de données du FAS de l'USDA et des indices de prix du FMI.

Ces effets directs, qui peuvent être considérés comme des chocs initiaux, expliquent ensemble la moitié environ de la hausse totale des prix de ces produits durant la période considérée (campagnes 2006 et 2007). Il serait impossible de rendre pleinement compte des effets indirects des chocs. Cependant, il est possible de donner une idée de l'ampleur relative des effets croisés dus à la substitution de l'offre et de la demande et aux covariations des prix. Deux indicateurs sont considérés (tableau 3.2) :

- *Substitution d'un produit à l'autre* : À supposer qu'il y a symétrie et qu'il n'existe pas d'effet de second ordre, l'impact d'une hausse du prix du produit j , ΔP_j sur le prix du produit i , ΔP_i est exprimé par :

$$\frac{\Delta P_i}{P_i} = \frac{\varepsilon_{ij}}{\varepsilon_i} * \left(\frac{\Delta P_j}{P_j} \right), \quad (3)$$

où ε_{ij} est l'élasticité-prix croisée de l'offre (de la demande) entre les produits i et j , et ε_j est l'élasticité-prix de l'offre (de la demande) du produit j , à supposer que les produits i et j sont des substituts l'un de l'autre dans la production (consommation).

- *Covariation dans le temps* : Elle a été déterminée à l'aide de la statistique de concordance. Cette statistique a été estimée pour toutes les paires de prix des produits de base au moyen des données mensuelles de la période allant de janvier 1957 à mai 2008 (à partir de 1980 pour l'huile de colza), à l'aide de la méthodologie de Cashin, McDermott et Scott

(1999). La statistique de concordance entre les produits i et j , définie comme étant la proportion de temps où deux produits sont dans la même phase du cycle, est exprimée par :

$$C_{i,j} = T^{-1} \left\{ \sum_{t=1}^T (S_{i,t} * S_{j,t}) + \sum_{t=1}^T (1 - S_{i,t}) (1 - S_{j,t}) \right\}, \quad (4)$$

où $S_{i,t}$ est une variable aléatoire binaire qui est égale à un lorsque le prix du produit i , P_i , est dans sa phase ascendante et à zéro lorsqu'il est dans sa phase descendante. La même définition s'applique à S_j . T est la taille de l'échantillon et $C_{ij} \in \{0,1\}$ mesure la proportion de temps où les deux séries sont dans la même phase.

Les estimations de l'élasticité utilisées dans le calcul sont des valeurs composites mondiales pondérées des élasticités de chaque pays tirées de Gardiner, Roningen et Liu (1989). Les fourchettes d'élasticité plausibles pour l'huile de soja et l'huile de colza européenne ont été tirées des estimations du modèle FAPRI/GOLD de Westhoff et Young (2000) et d'Arnade, Kelch et Leetmaa (2002). Les estimations et fourchettes utilisées sont présentées au tableau 3.4.

Appendice 3.3. Estimation des effets inflationnistes des chocs sur les prix des produits de base

Le principal auteur de cet appendice est Irina Tytell.

La présente section décrit la méthodologie utilisée dans les deux analyses économétriques présentées dans le corps du texte et illustrées par les graphiques 3.11 et 3.12.

Répercussion de la hausse des prix des produits de base

Les coefficients de répercussion illustrés au graphique 3.11 sont obtenus à l'aide des données trimestrielles de 25 économies émergentes et de 21 économies avancées (9 pour la période 1970–95). Premièrement, la répercussion de la hausse des cours internationaux des produits alimentaires et des combustibles sur les prix inté-

rieurs est estimée au moyen de régressions bivariées pays par pays de la forme suivante :

$$\pi_t^{\text{intérieur}} = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i}^{\text{intérieur}} + \sum_{i=0}^4 \delta_i \pi_{t-i}^{\text{monde}} + \varepsilon_t. \quad (1)$$

Dans ces équations, π désigne la différence logarithmique trimestrielle annualisée (en pourcentage) des prix des produits alimentaires et des combustibles, respectivement (les équations contiennent en outre des variables fictives saisonnières). Les coefficients de répercussion indiqués reflètent la répercussion totale à long terme de la hausse des cours internationaux sur les prix intérieurs :

$$\text{répercussion de la hausse des cours} = \frac{\sum_{i=0}^4 \delta_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i}. \quad (2)$$

Deuxièmement, la répercussion de la hausse des prix intérieurs des produits alimentaires et des combustibles sur l'inflation sous-jacente est estimée pour chaque pays à l'aide des équations généralisées de la courbe de Phillips suivantes⁵¹ :

$$\pi_t = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \gamma_i (y_{t-i} - y_{t-i}^*) + \sum_{i=0}^4 \phi_i \pi_{t-i}^{\text{alimentation}} + \sum_{i=0}^4 \varphi_i \pi_{t-i}^{\text{combustibles}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\text{répercussion de la hausse des prix des produits alimentaires} = \frac{\sum_{i=0}^4 \phi_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i}.$$

$$\text{répercussion de la hausse des prix des combustibles} = \frac{\sum_{i=0}^4 \varphi_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i}$$

Comme précédemment, π désigne la différence logarithmique trimestrielle annualisée (en pourcentage) de l'inflation sous-jacente, des prix des produits alimentaires et des combustibles, tandis que y et y^* représentent la différence

⁵¹Cette méthode est semblable à celle qu'utilisent De Gregorio, Landerretche et Neilson (2007) pour estimer la répercussion de la hausse des cours mondiaux du pétrole sur l'inflation intérieure. Voir aussi Blanchard and Galí (2007).

logarithmique trimestrielle annualisée (en pourcentage) du PIB réel et du PIB potentiel, respectivement (les équations incluent en outre des variables fictives saisonnières)⁵². En vue de limiter la contamination des estimations par des facteurs endogènes, la répercussion de la hausse des prix intérieurs des produits de base sur l'inflation sous-jacente est estimée à l'aide des valeurs prévues de l'inflation des prix intérieurs des produits alimentaires et des combustibles tirées des régressions bivariées de premier niveau. De cette manière, les prix intérieurs des produits alimentaires et des combustibles reflètent seulement la variation due aux fluctuations des cours internationaux et aux effets retardés de l'évolution des prix intérieurs, et non les variations des coûts de main-d'œuvre, de transport et de détail qui peuvent avoir pour origine commune l'inflation globale.

Les coefficients de répercussion obtenus sont agrégés sous forme de moyennes pondérées pour tous les pays, les pondérations étant inversement proportionnelles aux erreurs types des coefficients spécifiques aux pays correspondants⁵³. Étant donné la forte variation observée d'une économie — émergente en particulier — à l'autre, qui tient en partie à des différences au niveau de la qualité des données, de la méthode de mesure de l'inflation et des périodes d'échantillonnage, cette approche vise à donner plus de poids aux coefficients de répercussion estimés de façon plus précise.

Anticipations et inflation effective

Les réponses des anticipations à l'inflation effective illustrées au graphique 3.12 sont fondées sur un ensemble de données de panel

⁵²L'inflation sous-jacente est fondée sur l'IPC hors alimentation et énergie. Les données de l'OCDE sur le PIB potentiel sont celles qui sont utilisées pour ses pays membres, et le PIB potentiel des pays hors OCDE a été estimé sur la base de la tendance filtrée par la méthode de Hodrick-Prescott.

⁵³Dans les modèles dynamiques, il est préférable d'agréger les estimations pays par pays au lieu de faire la somme des données sous-jacentes ou d'utiliser des régressions de panel groupées, comme le montrent Pesaran et Smith (1995).

semestrielles afférent à 14 économies avancées et 21 économies émergentes et portant sur la période commençant en 2003. Dans cette analyse, les variations de l'inflation attendue sont liées à celles de l'inflation globale effective, qui est désagrégée en inflation sous-jacente et en variations de l'inflation des prix intérieurs des produits alimentaires et des combustibles⁵⁴ :

$$\begin{aligned} \Delta\pi_{i,t}^{attendue} &= \lambda_i + \theta\Delta\pi_{i,t}^{globale} + \varepsilon_{i,t} \\ &= \mu_i + \alpha\Delta\pi_{i,t}^{sous-jacente} + \beta\Delta\pi_{i,t}^{alimentation} \\ &\quad + \gamma\Delta\pi_{i,t}^{combustibles} + v_{i,t} . \end{aligned} \quad (4)$$

Dans ces équations, $\Delta\pi$ désigne les différences premières d'inflation attendue à divers horizons (1, 3, 5 et 6–10 ans) et d'inflation effective (inflation globale et ses composantes inflation sous-jacente, inflation des prix des produits alimentaires et des combustibles) en points de pourcentage. Les données sur les anticipations inflationnistes sont tirées de Consensus Economics et fondées sur les résultats d'enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels qui sont publiés deux fois par an, en mars/avril et septembre/octobre. Pour qu'il y ait concordance avec ces fréquences, les données sur l'inflation effective sont celles qui se rapportent aux premier et troisième trimestres de l'année et sont mesurées en glissement annuel. Afin de mieux distinguer l'impact des prix des produits alimentaires et des combustibles de l'inflation sous-jacente, on utilise le résidu d'une régression de l'inflation sous-jacente sur l'inflation des prix des produits alimentaires et des combustibles (en différences premières) au lieu de l'inflation sous-jacente effective. Les équations incluent en outre les effets fixes pays et année. Les résultats obtenus ne font état que des coefficients qui sont statistiquement significatifs au niveau de 10 %.

L'échantillon d'économies émergentes est subdivisé selon le poids de l'alimentation dans l'indice des prix à la consommation (IPC) et le

⁵⁴Voir Goretti and Laxton (2005) et Levin, Natalucci, and Piger (2004) pour des analyses similaires, mais sans désagrégation de l'inflation globale en inflation sous-jacente, prix des produits alimentaires et des combustibles.

type de régime de politique monétaire⁵⁵. Les pays sont classés dans le groupe de ceux où l'alimentation est affectée d'une forte ou faible pondération selon que le poids de l'alimentation dans leur IPC est supérieur ou inférieur à 25 %. Suivant cette définition, le Chili, la Chine, la Colombie, la RAS de Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, le Pérou, la Roumanie, la Russie, la province chinoise de Taiwan, la Turquie et l'Ukraine entrent dans le groupe des pays où l'alimentation a une forte pondération dans l'IPC; le Brésil, la Corée, la Hongrie, le Mexique, la Pologne, la République tchèque, la République slovaque, Singapour et la Thaïlande sont des pays où l'alimentation a peu de poids dans l'IPC. S'agissant du type de régime de politique monétaire, les ciblesurs d'inflation sont les pays qui ont institué ce régime avant le début de la période d'échantillonnage, et ce groupe exclut donc les ciblesurs d'inflation récents. Par conséquent, sont classés parmi les ciblesurs d'inflation le Brésil, le Chili, la Colombie, la Corée, la Hongrie, le Mexique, le Pérou, la Pologne, la République tchèque et la Thaïlande, et sont exclus de ce groupe la Chine, la RAS de Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, la République slovaque, la Roumanie, la Russie, Singapour, la province chinoise de Taiwan, la Turquie et l'Ukraine.

Bibliographie

- Adrangi, Bahram, and Arjun Chatrath, 2006, "Do Commodity Traders Herd," Working Paper No. 11 (Portland, Oregon: University of Portland).
- Agence internationale de l'énergie, 2008, "IEA Medium-Term Oil Market Report" (Paris, July).
- Akram, Q. Farooq, 2008, "Commodity Prices, Interest Rates and the Dollar," Working Paper 2008/12 (Oslo: Central Bank of Norway).
- Alichi, A., H. Chen, K. Clinton, C. Freedman, O. Kamenik, and D. Laxton, à paraître, "Inflation-Forecast Targeting under Imperfect Policy Credibility," IMF Working Paper (Washington International Monetary Fund).
- Arnade, Carlos, David Kelch, and Susan Leetmaa, 2002, "Supply Response in France, Germany and the UK: Technology and Price," paper presented at the Agricultural and Applied Economics Association 2002 Summer Meetings, Long Beach, California, July 28–31.
- Arnone, Marco, Bernard J. Laurens, Jean-François Segalotto, and Martin Sommer, 2007, "Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends," IMF Working Paper 07/88 (Washington: International Monetary Fund).
- Ball, Laurence, and N. Gregory Mankiw, 1995, "Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110 (February), p. 161–93.
- Banque mondiale, 2008, *Rapport sur le développement dans le monde 2008 : L'agriculture au service du développement* (Washington).
- Barclays Capital, 2008, *The Commodity Refiner* (Spring).
- Bernanke, Ben S., 2004, "The Logic of Monetary Policy," Remarks before the National Economists Club, Washington, D.C. (December 2). Disponible à www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2004/20041202/default.htm.
- Blanchard, Olivier, and Jordi Galí, 2007, "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?" NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bordo, Michael D., 1980, "The Effects of Monetary Change on Relative Commodity Prices and the Role of Long-Term Contracts," *Journal of Political Economy*, Vol. 88 (December), p. 1088–109.
- Bradsher, Keith, and Andrew Martin, 2008, "The Food Chain: Hoarding Nations Drive Food Costs Even Higher," *New York Times*, June 30.
- Bryan, Michael F., and Stephen G. Cecchetti, 1994, "Measuring Core Inflation," in *Monetary Policy*, ed. by N. Gregory Mankiw (Chicago: University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research), p. 195–215.
- Buüyuük, sahin, Bahattin, Michael Haigh, and Michel Robe, 2008 "Commodities and Equities: A 'Market of One'," Working Paper (Social Science Research Network). Disponible à www.ssrn.com.
- Cashin, Paul C., John McDermott, and Alasdair Scott, 1999, "The Myth of Comoving Commodity Prices," IMF Working Paper 99/169 (Washington: International Monetary Fund).
- Clarida, Richard H., 2007, *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment* (Chicago:

⁵⁵Il importe de noter que les deux sous-classements se chevauchent : les ciblesurs d'inflation tendent à être des pays où l'alimentation a un poids relativement faible.

- University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research).
- Coady, David, Moataz El-Said, Robert Gillingham, Kangni Kpodar, Paulo Medas, and David Newhouse, 2006, "The Magnitude and Distribution of Fuel Subsidies: Evidence from Bolivia, Ghana, Jordan, Mali, and Sri Lanka," *IMF Working Paper 06/247* (Washington: International Monetary Fund).
- Cooper, Richard, Robert Lawrence, Barry Bosworth, and Hendrik Houthakker, 1975, "The 1972–75 Commodity Boom," *Brookings Papers on Economic Activity*: 3, Brookings Institution, p. 671–723.
- Costello, Dave, 2006, "Reduced Form Energy Elasticities from EIA's Regional Short-Term Energy Model (RSTEM)" (non publié; Washington: Energy Information Agency, May). Disponible à www.eia.doe.gov/emeu/steo/pub/pdf/elasticities.pdf.
- Cuddington, John T., and Daniel Jerrett, 2008, "Super Cycles in Real Metals Prices?" *IMF Staff Papers*, à paraître.
- Deaton, Angus, and Guy Laroque, 1992, "On the Behaviour of Commodity Prices," *The Review of Economic Studies*, Vol. 59 (January), p. 1–23.
- De Gregorio, José, Oscar Landerretche, and Christopher Neilson, 2007, "Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation," Working Paper No. 417 (Santiago: Central Bank of Chile).
- Eckstein, Otto, 1981, *Core Inflation* (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall).
- États-Unis, Department of Agriculture (USDA), 2008, "World Agricultural Supply and Demand Estimates," WASDE-458 (May 9).
- Fedepalma, 2008, "Actualización de Costos de Producción de Aceite de Palma," study by Duarte, Guterman y Compania Ltda (Bogotá, July).
- Feiger, George, 1976, "What Is Speculation?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 (November), p. 677–87.
- Fonds monétaire international (FMI), 2008a, Senegal: Selected Issues, IMF Country Report No. 08/221 (Washington).
- , 2008b, "Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses" (Washington, June and September). Disponible à www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf et www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf.
- , 2008c, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, (Washington, April).
- Fonds monétaire international (FMI), 2008d, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, October).
- Frankel, Jeffrey A., 1986, "Expectations and Commodity Price Dynamics: The Overshooting Model," *American Journal of Agricultural Economics*, Vol. 68 (May), p. 344–48.
- , 2006, "The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices," NBER Working Paper No. 12713 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Friedman, Milton, 1953, "The Case for Flexible Exchange Rates," in *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press).
- Fung, Ben Siu Cheong, Scott Mitnick, and Eli Remolona, 1999, "Uncovering Inflation Expectations and Risk Premiums from Internationally Integrated Financial Markets," Working Paper No. 99-6 (Ottawa: Bank of Canada).
- Gardiner, Walter H., Vernon Roningen, and Karen Liu, 1989, "Elasticities in the Trade Liberalization Database," Economic Research Service Staff Report No. 89-20 (Washington: U.S. Department of Agriculture, May).
- Gerlach, Stefan, Alberto Giovannini, Cedric Tille, and José Viñals, à paraître, "Low Inflation: Testing Times for Central Banks," 10th Geneva Report on the World Economy (London: International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research).
- Goretti, Manuela, and Douglas Laxton, 2005, "Long-Term Inflation Expectations and Credibility," Box 4.2 in *World Economic Outlook: Building Institutions*, September (Washington: International Monetary Fund).
- Haigh, Michael, Jana Hranaiova, and Jim Overdahl, 2007, "Hedge Funds, Volatility, and Liquidity Provision in Energy Futures Markets," *Journal of Alternative Investments* (Spring), p. 10–38.
- Hamilton, James D., 2008, "Understanding Crude Oil Prices," Energy Policy and Economics Working Paper No. 023 (San Diego: University of California Energy Institute).
- Harrison, J. Michael, and David M. Kreps, 1978, "Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectations," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 92 (May), p. 323–36.
- Ilzetzki, Ethan O., Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, à paraître, "Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?"

- Interagency Task Force on Commodity Markets (ITC), 2008, *Interim Report on Crude Oil* (Washington, July). Disponible à www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/itfinterimreportoncrudeoil0708.pdf.
- Jaumotte, Florence, and Irina Tytell, 2007, "How Has the Globalization of Labor Affected the Labor Income Share in Advanced Countries?" IMF Working Paper 07/298 (Washington: International Monetary Fund).
- Kilian, Lutz, 2008, "A Comparison of the Effects of Exogenous Oil Supply Shocks on Output and Inflation in the G7 Countries," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 6 (January), p. 78–121.
- King, Mervyn, 2005, "Monetary Policy: Practice Ahead of Theory," Mais Lecture at the Cass Business School, City University, London (May 17). Disponible à www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech245.pdf.
- Krautkraemer, Jeffrey, A., 1998, "Nonrenewable Resource Scarcity," *Journal of Economic Literature*, Vol. 36 (December), p. 2065–107.
- Krugman, Paul, 2008, "The Oil Nonbubble," *New York Times*, May 12.
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits," IMF Working Paper 07/202 (Washington: International Monetary Fund).
- Lalonde, René, and Dirk Muir, 2007, "The Bank of Canada's Version of the Global Economy Model," Technical Report No. 98 (Ottawa: Bank of Canada).
- Levin, Andrew T., Fabio M. Natalucci, and Jeremy M. Piger, 2004, "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 86 (July/August), p. 51–80.
- Mill, John Stuart, 1871, *Principles of Political Economy* (7th ed.).
- Mishkin, Frederic S., and Klaus Schmidt-Hebbel, 2007, "Does Inflation Targeting Make a Difference?" NBER Working Paper No. 12876 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- North Carolina Solar Center, 2006, "North Carolina Canola Production" (Raleigh, North Carolina: North Carolina Solar Center and the North Carolina State University, September).
- Organisation pour l'alimentation et l'agriculture (FAO), 2008, "Food Outlook: Global Market Analysis" (Rome, June).
- Pesaran, M. Hashem, and Ron Smith, 1995, "Estimating Long-Run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels," *Journal of Econometrics*, Vol. 68 (July), p. 79–113.
- Radetski, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms," *Resources Policy*, Vol. 31 (March), p. 56–64.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119 (February), p. 1–48.
- Rigobon, Roberto, 2008, "Commodity Pass-Through," presented at the international conference "The Global Rise in Food Prices and the U.S. Slowdown: Issues and Challenges in Monetary Policy" held in Lima, Peru, June 16–17, 2008, and jointly organized by the Central Reserve Bank of Peru and the Office of the Chief Economist for Latin America and the Caribbean Region of the World Bank.
- Sargent, Thomas J., and Neil Wallace, 1985, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 9 (Winter), p. 15–31.
- Shen, Pu, and Jonathan Corning, 2001, "Can TIPS Help Identify Long-term Inflation Expectations?" *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* (Fourth Quarter), p. 61–87.
- Sims, Christopher A., 2003, "Implications of Rational Inattention," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50 (April), p. 665–90.
- Smith, Adam, 1776, *The Wealth of Nations*.
- Soderlind, Paul, and Lars Svensson, 1997, "New Techniques to Extract Market Expectations from Financial Instruments," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 40 (October), p. 383–429.
- Tokarick, Stephen, 2003, "Measuring the Impact of Distortions in Agricultural Trade in Partial and General Equilibrium," IMF Working Paper 03/110 (Washington: International Monetary Fund).
- Trostle, Ronald, 2008, "Global Agriculture Supply and Demand: Factors Contributing to the Recent Increase in Food Commodity Prices," Outlook Report No. WRS-0801 (Washington: U.S. Department of Agriculture, July).
- Westhoff, Patrick, and Robert Young, 2002, "Modeling the European Union Agri-Food Sector: An Update on the FAPRI Approach," FAPRI Paper (Columbia, Missouri: University of Missouri, Food and Agricultural Policy Research Institute).

Le présent chapitre analyse les raisons pour lesquelles certaines périodes de turbulences financières entraînent des phases de contraction économique alors que d'autres n'ont que des retombées limitées sur l'économie globale. Il ressort de cet examen que les périodes de troubles financiers caractérisées par des difficultés dans le secteur bancaire sont plus susceptibles d'être associées à des phases de repli graves et prolongées que les épisodes de tensions qui concernent essentiellement les marchés des valeurs mobilières ou les marchés des changes. Les pays dotés de systèmes financiers plus concurrentiels semblent particulièrement vulnérables à de violentes contractions de l'activité économique en raison du caractère plus procyclique de l'effet de levier dans leurs systèmes bancaires. Le chapitre dégage les conséquences de cette évolution sur les perspectives économiques aux États-Unis et dans la zone euro et examine en quoi des mesures adoptées par les pouvoirs publics pourraient atténuer les conséquences de la crise financière actuelle et des crises futures sur la production.

Les remous financiers apparus au cours de l'été 2007 ont évolué en une véritable crise qui frappe les marchés des titres en général et les systèmes bancaires de plusieurs pays avancés. En quoi l'activité macroéconomique sera-t-elle touchée, et que peuvent faire les responsables publics pour réduire les conséquences économiques de cette crise et en prévenir d'autres à l'avenir? Si des périodes antérieures de tumulte sur les marchés bancaires, boursiers et/ou des changes n'ont été associées que dans certains cas à des phases de décélération économique (graphique 4.1, partie supérieure), ces dernières ont généralement été plus graves (graphique 4.1, partie inférieure).

Les principaux auteurs de ce chapitre sont Subir Lall, Roberto Cardarelli et Selim Elekdag, qui ont reçu l'aide d'Angela Espiritu, Gavin Asdorian et Hyun Song Shin. Jörg Decressin et Tim Lane dirigeaient cette étude.

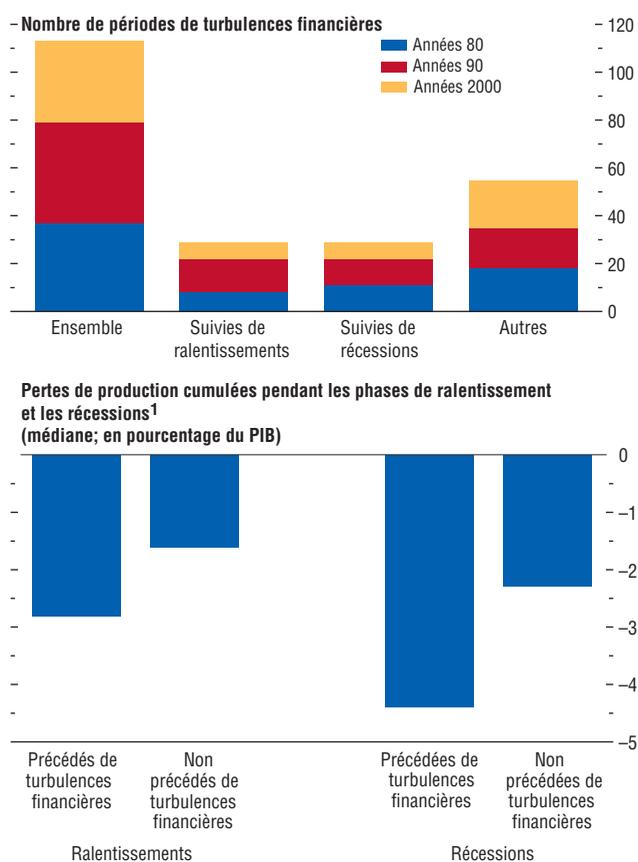
Un concept essentiel dans l'évaluation des retombées des désordres financiers sur l'activité économique est le rôle des cycles financiers, qui sont demeurés un élément constant du paysage économique malgré l'évolution qu'ont connue les systèmes financiers sous l'effet de l'innovation et des réformes réglementaires. Les systèmes financiers sont intrinsèquement procycliques, la croissance du crédit, de l'endettement et des prix des actifs renforçant souvent la dynamique économique sous-jacente — et conduisant parfois à une accumulation de déséquilibres financiers suivie d'une correction brutale (voir Borio, 2007; Goodhart, 1996; Minsky, 1992).

L'effet des cycles financiers sur l'économie réelle demeure sujet à débat, tant dans les milieux universitaires qu'économiques. Un courant d'études met en avant le rôle amplificateur que l'accélérateur financier exerce sur cet effet par le biais de son influence sur la valeur des garanties et, partant, sur la disposition du système financier à fournir des crédits à l'économie (Bernanke and Gertler, 1995; Bernanke, Gertler, and Gilchrist, 1999; Kiyotaki and Moore, 1997). Selon cette théorie, les chocs qui mettent en péril la solvabilité des emprunteurs accentuent généralement les variations de la production. Un autre courant s'intéresse aux bilans des créanciers et à la relation entre les fonds propres des banques et le crédit

global, le «canal des fonds propres bancaires» (Bernanke, Lown, and Friedman, 1991; Kashyap and Stein, 1995; Peek and Rosengren, 1995; Altunbas, Gambacorta, and Marqués, 2007). Quand les banques voient leurs fonds propres s'amenuiser, elles sont moins disposées à prêter et sont parfois obligées de réduire la voilure, accentuant ainsi le ralentissement de l'activité. Un autre domaine d'analyse examine dans quelle mesure le rôle de l'accélérateur financier dans l'économie varie en fonction des systèmes financiers (édition de septembre 2006 des *Perspectives de l'économie*

Graphique 4.1. Turbulences financières et pertes de production

Parmi les périodes de turbulences financières ayant touché les pays avancés au cours des trente dernières années et recensées au chapitre 4, une moitié seulement a été suivie de phases de contraction économique. Les décélérations et récessions précédées de perturbations financières sont généralement plus longues et plus graves.



Sources : Haver Analytics; OCDE, base de données analytiques; OCDE, *Perspectives économiques* (2008); calculs des services du FMI.

¹Mesurées en pertes de production cumulées quand la production était inférieure à la tendance Hodrick-Prescott pour les ralentissements, et de pertes de production cumulées jusqu'à la reprise pour les récessions.

mondiale, et Rajan and Zingales, 2003). Le recours croissant aux financements concurrentiels au détriment des crédits bancaires traditionnels permet peut-être aux économies de mieux absorber les crises financières, les ménages comme les entreprises étant désormais en mesure de faire appel aux marchés plutôt qu'aux banques (et de bénéficier ainsi des «deux moteurs» du système financier).

Dans ce contexte, le chapitre se penche sur les questions suivantes : pourquoi certaines périodes de tourmente financière sont-elles associées à des ralentissements de l'activité économique, voire à des récessions, alors que d'autres semblent avoir peu de répercussions sur l'économie réelle? En quoi l'ampleur ou la localisation des déséquilibres financiers ou la situation du bilan des ménages et des entreprises interviennent-elles? L'innovation financière a-t-elle diminué le rôle des banques dans la propagation des chocs du système financier à l'économie réelle?

Pour y répondre, il analyse les périodes de turbulences financières et les cycles économiques de 17 pays avancés au cours des trente dernières années¹. Il en dégage des enseignements en établissant entre ces épisodes une distinction fondée sur la conjoncture au moment où ils se sont déclenchés, notamment la situation du bilan des ménages et des entreprises et la dynamique du crédit et des prix des actifs dans la période les précédant, le type de remous financiers concernés (associés aux banques, aux marchés des valeurs mobilières ou aux marchés des changes), et les mesures prises pour y remédier. Conjointement, ces facteurs donnent une vue d'ensemble des circuits et des mécanismes au travers desquels les troubles financiers influencent les cycles économiques². S'il est fondamentalement

¹Les pays couverts par cette étude sont l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, l'Italie, le Japon, la Norvège, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

²Cette approche plus large complète les études récentes portant sur les relations empiriques entre le prix des actifs — prix immobiliers, cours des actions et écarts de rendement des obligations — et la dynamique de production durant le cycle économique (voir Cihák and Koeva

difficile d'établir la causalité entre les secousses financières et les phases de contraction économique, l'analyse livrée ici s'efforce de résoudre ce problème en tenant explicitement compte des effets des catégories de chocs les plus courantes étudiées dans les ouvrages macroéconomiques.

Le chapitre aboutit aux principales conclusions suivantes :

- Les périodes de remous financiers caractérisées par des difficultés bancaires vont plus souvent de pair avec des phases de contraction graves et prolongées de l'activité que celles qui secouent essentiellement les marchés des valeurs mobilières ou des changes.
- La probabilité qu'une période de tumulte financier soit suivie d'une décélération semble liée à l'ampleur de la hausse des prix de l'immobilier et du crédit total pendant la période la précédant. Par ailleurs, le recours accru des ménages et des entreprises non financières à des financements extérieurs est associé à des fléchissements plus brutaux de l'activité après ces turbulences.
- Les pays dotés de systèmes financiers plus concurrentiels semblent exposés à des contractions plus brutales de l'activité économique à la suite de crises bancaires du fait que l'effet de levier du système bancaire paraît plus procyclique dans les pays où l'innovation financière est plus intense.
- Le rôle majeur des principaux intermédiaires financiers dans la transmission des chocs financiers à l'économie réelle semble indiquer que des mesures visant à rétablir les fonds propres de ces institutions dans un cadre robuste de stabilité financière peuvent atténuer les décélérations de l'économie.
- L'évolution des prix des actifs et du crédit global aux États-Unis durant la période actuelle de tensions financières paraît similaire à celle de crises antérieures qui ont été suivies de récessions. Celle du taux d'emprunt des ménages (une mesure du recours au finance-

ment extérieur), en particulier, suit de près la trajectoire de récessions antérieures. Les entreprises non financières ont été happées par le tourbillon financier alors que leur situation était plutôt solide. Conjugués aux pertes considérables des principales institutions bancaires, ces éléments laissent entendre que les États-Unis demeurent confrontés à un risque considérable de récession, même si les taux d'intérêt réels sont faibles par rapport à ceux d'autres récessions déclenchées par des crises financières. Dans la zone euro, le bilan relativement solide des ménages met l'économie relativement à l'abri d'une brusque décélération de l'économie malgré la hausse appréciable des prix des actifs et des ratios de crédit qui a précédé les perturbations financières.

Le reste du chapitre s'articule comme suit.

La section ci-dessous développe le concept de turbulences financières utilisé ici, et s'en sert pour recenser les périodes de perturbations des trente dernières années. Vient ensuite une analyse du comportement des cycles économiques qui leur succèdent. La section suivante examine les facteurs qui distinguent les périodes qui ont été associées à des ralentissements de l'activité économique de celles qui ne l'ont pas été. À l'analyse macroéconomique succède une analyse microéconomique, fondée sur des données recueillies au niveau des banques, du caractère procyclique du levier des banques d'investissement et des banques commerciales dans les deux systèmes financiers — concurrentiel et fondé sur la relation emprunteur-prêteur. Le chapitre étudie ensuite six des épisodes les plus connus de secousses financières associées au secteur bancaire et place la crise actuelle dans un contexte historique. La dernière section examine en conclusion certaines conséquences pour la conduite des politiques économiques.

Identification des périodes de turbulences financières

Les systèmes financiers (institutions financières et circuits d'intermédiation) ont de tous temps connu des périodes d'expansion rapide

Brooks, à paraître; Claessens, Kose, and Terrones, 2008) ou entre les fonds propres des banques, les crédits et la production (voir Bayoumi and Melander, 2008; Kashyap, Rajan, and Stein, 2008 dans le contexte des États-Unis).

suivies de corrections³. Pour mieux comprendre l'effet des cycles financiers sur l'économie, il est utile d'examiner des périodes antérieures de turbulences financières qui partagent certaines caractéristiques avec l'épisode actuel.

La crise actuelle a commencé au début de 2007 sous forme d'une réévaluation globalement ordonnée du risque pour les actifs associés aux prêts hypothécaires à risque. Dès l'été, une forte contraction des liquidités avait frappé les systèmes bancaires des États-Unis et d'Europe occidentale et provoquait de graves perturbations sur le marché du financement interbancaire⁴. La crise a encore évolué récemment, les lourdes pertes sur prêts ayant jeté le doute sur la solidité des fonds propres de nombreuses banques. Les perturbations se sont en outre étendues à plusieurs segments du marché dans les pays émergents et avancés, ce qui s'est traduit par une perte de liquidités, la chute des valeurs en bourse, une aversion croissante au risque et une flambée de la volatilité. L'incertitude grandissante quant à la sûreté et la solidité des actifs financiers mondiaux et à l'effet des turbulences sur la performance économique a également ébranlé les marchés des changes. Étant donné

³Voir Kindleberger et Aliber (2005) pour une histoire des crises financières. Une analyse bien connue de ce caractère procyclique des systèmes financiers est l'hypothèse de l'instabilité financière de Minsky (Minsky, 1992), qui postule que les marchés financiers encouragent les entreprises et les particuliers à prendre trop de risques, générant ainsi des cycles d'expansion et de récession ruineux.

⁴Pour une analyse détaillée du marché du financement interbancaire dans le contexte des turbulences actuelles, voir les chapitres 1 et 2 de l'édition d'octobre 2008 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*, FMI, 2008). L'offre de liquidités sur le marché interbancaire s'est tarie parce que de nombreuses banques avaient besoin de leurs disponibilités, et celles qui disposaient d'excédents de liquidités évitaient d'accorder des crédits en raison de leurs doutes quant à la solvabilité de leurs contreparties. Cette situation a pesé tant sur les banques commerciales, qui font en grande partie appel aux dépôts de détail pour financer leurs activités de prêt, que sur les banques d'investissement et les sociétés de bourse, qui ont davantage recours aux financements de gros. Les banques multiservices, qui allient les fonctions des banques commerciales et des banques d'investissement, ont été confrontées à des problèmes analogues.

ces particularités fondamentales de la période actuelle de perturbations sur les marchés financiers, toute caractérisation des périodes de troubles financiers antérieures doit prendre en compte la conjoncture bancaire, la situation de l'intermédiation non bancaire (bourses et marchés obligataires) et le comportement des marchés des changes.

Les études universitaires portant sur les crises financières se fondent en grande partie sur le déroulement classique de crises bancaires systémiques bien connues, en vertu duquel l'érosion des fonds propres des banques est suivie de perturbations du crédit, ce qui appelle souvent une intervention publique majeure (voir, par exemple, Caprio and Klingebiel, 2003). On peut élargir cette approche en prenant également en considération le déroulement des crises cambiales, au cours desquelles les réserves en devises s'épuisent et/ou les mécanismes de change évoluent sensiblement (voir, par exemple, Kaminsky and Reinhart, 1999; et Reinhart and Rogoff, 2008). Les périodes de turbulences purement boursières n'ont pas été étudiées de manière aussi détaillée, surtout celles qui frappent plusieurs pays. Les études portant sur des pays isolés sont cependant instructives (Shiller, 1999).

Si ces méthodes d'identification des crises financières fournissent un ensemble de données fourni, elles sont, pour diverses raisons, moins adaptées aux finalités du présent chapitre. D'abord, elles recensent les épisodes connus pour avoir eu des conséquences appréciables sur la production et/ou pour avoir nécessité des interventions publiques massives. Elles ont moins prêté attention aux périodes de remous financiers qui n'ont guère eu d'effets macroéconomiques et pourraient utilement servir de contrefactuels. Ensuite, les épisodes recensés sont généralement très longs, et associés à des turbulences d'intensité variée; il est donc difficile de définir à quel moment ces turbulences ont atteint leur niveau maximal et d'établir l'existence éventuelle d'un lien causal significatif avec une phase de ralentissement économique. Enfin, même les bases de données

les plus complètes couvrent essentiellement les crises bancaires et cambiales, et ne prennent guère en compte les perturbations des marchés des valeurs mobilières ou les contractions des liquidités, comme l'effondrement du marché boursier américain en 1987 et celui du fonds d'arbitrage LTCM (Long-Term Capital Management) en 1998. L'effet de levier dans les systèmes bancaires étant lié à la titrisation, il semblerait utile d'analyser simultanément les circuits d'intermédiation bancaire et boursière pour déterminer leur degré d'interaction.

Pour remédier à ces limitations, nous définissons ici les périodes de turbulences financières comme étant les valeurs extrêmes d'une variable composite (l'indice de turbulences financières, ou ITF) construite à partir d'indicateurs de marché en temps réel et de périodicité élevée⁵. L'ITF pour chaque pays constitue une moyenne des indicateurs suivants :

- trois variables bancaires : le « bêta » des actions bancaires⁶, l'écart entre les taux interbancaires et le rendement des bons du Trésor — l'écart TED, qui mesure la prime que les banques s'appliquent entre elles sur les taux des bons du Trésor — et la pente des courbes de rendement;
- trois variables associées au marché des titres mobiliers : écarts de rendement des obligations d'entreprises, rendements boursiers, et volatilité du rendement des actions variable dans le temps;

⁵Illing et Liu (2006) utilisent une méthode similaire.

⁶Le bêta des actions bancaires mesure la corrélation entre le rendement total de l'indice des actions du secteur bancaire et l'indice global du marché boursier. Un bêta supérieur à 1 (qui signale que les titres bancaires varient plus que proportionnellement au marché boursier global) indique que le secteur bancaire est dans une situation assez préoccupante. L'ITF calcule les bêtas sous forme de coefficient, en procédant à une régression des rendements glissants du sous-indice du secteur bancaire de chaque pays sur les rendements de l'indice boursier global du pays. L'ITF ne tient compte du bêta que pendant les périodes de rendements négatifs de manière à se concentrer sur les chocs défavorables aux banques. En conséquence, durant les périodes de fortes turbulences, cet indicateur signalerait une chute inhabituellement prononcée des cours des actions bancaires par rapport aux autres cours.

- une variable cambiale : la volatilité du taux de change effectif variable dans le temps⁷.

L'avantage de cet indice tient à ce qu'il permet de dater plus précisément, sur une base trimestrielle, le début de la période de turbulences, son point culminant et sa fin, et donc de calculer sa durée. Il facilite en outre l'identification de quatre caractéristiques fondamentales de ces épisodes : d'amples variations des prix des actifs (rendements du marché des actions et des obligations); une augmentation brutale du risque/ de l'incertitude (volatilité des actions et des devises); les revirements brusques des liquidités (écarts TED); et la santé du système bancaire (le bêta des actions du secteur bancaire et la courbe de rendement, qui influent sur la rentabilité des opérations de transformation des engagements à court terme en actifs à long terme). L'examen de ces sous-composantes permet parfois de déterminer quelles périodes de remous financiers ont été associées à des conséquences plus lourdes sur la production : celles qui sont associées aux banques, aux marchés boursiers, aux devises, ou une combinaison des trois.

Nous utilisons ici les variables des marchés financiers (fondées sur les prix des actifs) pour détecter les périodes pendant lesquelles le secteur financier était en difficulté et où son aptitude à remplir sa fonction d'intermédiation a pu être compromise. Cette méthode présente trois principaux avantages par rapport à celle consistant à utiliser un indice basé sur la quantité (une approche que pourraient proposer les ouvrages consacrés à la finance des entreprises). Premièrement, il est facile de suivre et de calculer, aux fins de comparaison, les variables fondées sur les prix des actifs dans de nombreux pays. Deuxièmement, les fluctuations des prix globaux des actifs financiers sont susceptibles de peser davantage sur l'aptitude des sociétés financières à offrir des services d'intermédiation que sur celle de certaines sociétés non financières à financer de nouveaux investissements,

⁷Toutes les variables sont pondérées par l'inverse de leur variance afin d'atténuer l'effet des variables plus volatiles sur l'indice global. Voir l'appendice 4.1 qui explique la construction de l'indice.

qui est bien plus étroitement liée aux événements dans leur secteur d'activité particulier. Troisièmement, il est utile d'examiner dans un premier temps un éventail plus large de périodes de turbulences financières en s'appuyant sur les prix des actifs, puis d'utiliser les variables fondées sur la quantité pour définir lesquels parmi ces épisodes sont associés à un ralentissement économique majeur. Cette démarche se fonde sur l'hypothèse selon laquelle seul un sous-ensemble des périodes de turbulences financières découle de véritables fragilités intrinsèques aux bilans des intermédiaires financiers qui influent sur l'ensemble de l'activité économique en limitant l'offre de crédit; les autres dérivent simplement de corrections normales des marchés.

Les sept variables décrites plus haut ont été utilisées pour construire l'ITF de chacun des 17 pays de l'échantillon. Les périodes de turbulences financières sont définies comme étant les périodes pendant lesquelles l'indice d'un pays est supérieur de plus d'un écart-type à sa tendance (identifiée à l'aide du filtre Hodrick-Prescott), ce qui signale le revirement brutal d'une ou de plusieurs variables des marchés bancaire, boursier et/ou des changes.

Globalement, 113 périodes de turbulences financières ont été recensées au cours des trente dernières années dans les 17 pays examinés ici (tableau 4.1). Quarante-trois d'entre elles ont été provoquées au premier chef par des difficultés dans le secteur bancaire (c'est-à-dire que les variables bancaires expliquaient l'essentiel de la hausse de l'ITF); 50 tenaient principalement à des remous sur le marché des titres mobiliers, et 20 à des convulsions sur le marché des changes. Dans certains cas, les tensions sur un segment du système financier se sont étendues à d'autres. Ainsi, pour 17 des 70 épisodes dus essentiellement à des dérèglements sur les marchés boursiers ou des changes, les variables bancaires expliquaient un tiers au moins de la flambée de l'ITF. Autrement dit, 60 épisodes de l'échantillon sont en fait dus à des perturbations financières associées au marché bancaire; les banques en ont été le premier ou le deuxième facteur déterminant, et ont concouru pour un tiers au moins à l'envolée de l'ITF.

Tableau 4.1. Statistiques descriptives concernant les périodes de turbulences financières

	Nombre de périodes ¹					Durée des périodes (moyenne; trimestres)
	Total	1980-90	1990-2000	Années 2000	Actuel	
Turbulences financières	113	37	42	34	16	2,4
<i>Dont :</i>						
Marchés bancaires	43	12	19	12	4	2,4
Marchés des titres mobiliers	50	19	12	19	11	2,4
Marchés des changes	20	6	11	3	1	2,4
<i>Pour mémoire :</i>						
Associées au secteur bancaire	60	16	25	19	10	2,6
<i>Dont :</i>						
Supérieures à la médiane des systèmes concurrentiels	31	9	13	9	4	2,4
Inférieures à la médiane des systèmes concurrentiels	27	7	11	9	5	2,9

Source : calculs des services du FMI.

¹Les pays concernés sont l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, l'Italie, le Japon, la Norvège, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

Globalement, l'ITF semble rendre précisément compte des périodes de troubles financiers mondiaux⁸. La crise actuelle, qui a débuté en 2007, revêt une dimension planétaire notable puisqu'elle touche pratiquement tous les pays de l'échantillon (graphiques 4.2 et 4.3). Cela a été le cas d'épisodes antérieurs, notamment le krach boursier de 1987, l'effondrement des emprunts obligataires à haut risque et du Nikkei à la fin des années 80, les crises bancaires scandinaves en 1990, la crise du mécanisme de change européen en 1992 et la débâcle de LTCM, mais ce sont les turbulences actuelles qui semblent avoir les plus vastes retombées.

L'ITF illustre aussi clairement le fait que si le présent épisode a pour origine le secteur bancaire, dès le début de 2008, la crise s'était perçep-

⁸Dans l'ensemble, sur les 113 périodes de turbulences financières recensées dans l'échantillon, 87 ont frappé simultanément deux pays au moins.

tiblement étendue aux marchés boursiers et des changes (graphique 4.4). Il indique en outre que toutes les périodes antérieures de troubles associés au marché bancaire présentaient aussi des éléments nettement liés aux marchés boursiers.

Les ITF de chacun des 17 pays examinés ici montrent que de manière générale les crêtes de l'indice, qui correspondent aux périodes de turbulences financières, coïncident exactement avec des épisodes de perturbations bien connus qui se sont produits dans ces pays au cours des trente dernières années, dont la crise actuelle (graphique 4.2). L'ITF met notamment en évidence plus de 90 % des crises financières et plus de 80 % des crises cambiaires recensées dans les ouvrages spécialisés⁹.

Les flambées de l'ITF étant associées à des événements connus, tels que les effondrements du marché des actions et des obligations ou les crises bancaires, se pourrait-il qu'il reflète simplement l'évolution d'autres paramètres fondamentaux susceptibles d'agir directement sur le cycle économique? L'examen de quatre catégories de chocs (cours du pétrole, productivité du travail, politique budgétaire et politique monétaire) révèle que les hausses de l'ITF ne sont pas corrélées aux cours du pétrole, à la productivité du travail et aux politiques macroéconomiques (voir les trois panneaux inférieurs du graphique 4.3)¹⁰. La corrélation avec la politique

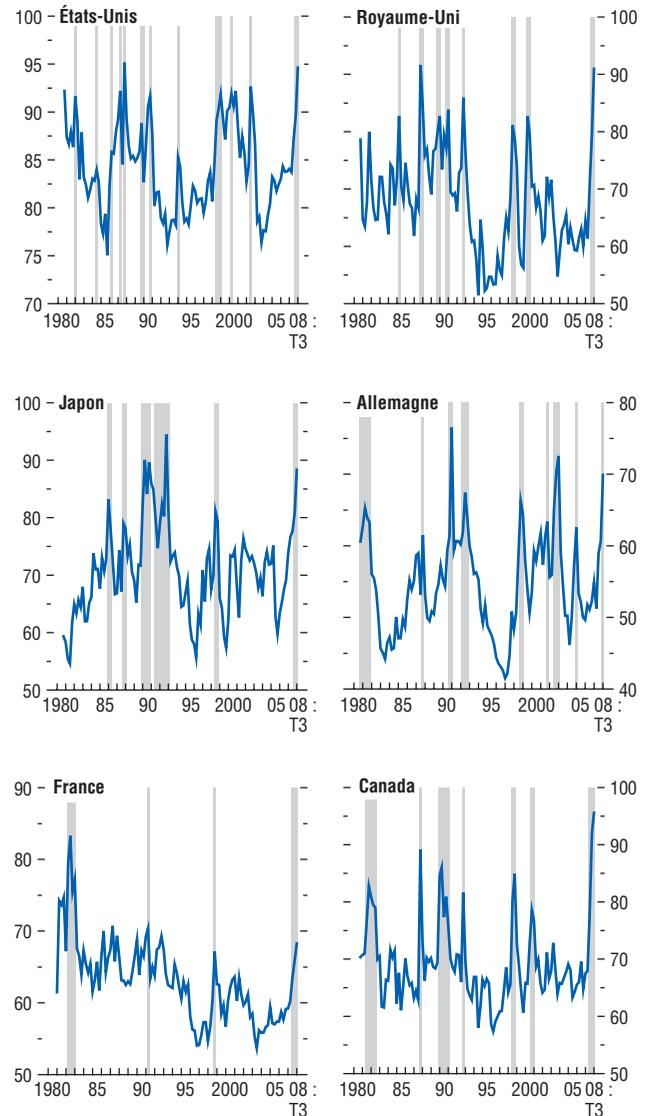
⁹L'ITF restitue l'intégralité des épisodes recensés dans les ouvrages spécialisés si leur durée est interprétée plus largement, autrement dit si la période entourant le niveau maximal de turbulences financières est prolongée de quelques trimestres.

¹⁰La définition de ces chocs reflète celle des périodes de remous financiers : 1) il y a choc sur les prix du pétrole ou sur la productivité du travail quand l'évolution de ces indicateurs est supérieure d'un écart-type à leur tendance; 2) il y a choc sur la politique budgétaire quand le rapport des capacités et/ou besoins de financement des administrations publiques au PIB est supérieur d'un écart-type à la tendance; et 3) il y a choc sur la politique monétaire quand l'écart inverse entre taux courts et taux longs est supérieur d'un écart-type à la tendance. Dans tous les cas, les écarts par rapport à la tendance sont calculés au moyen de filtres Hodrick-Prescott. Le graphique 4.3 rend compte des premières composantes principales de ces indicateurs budgétaires, monétaires et de la productivité du travail sur l'ensemble des pays examinés ici.

Graphique 4.2. Indice de turbulences financières

(Les parties grisées correspondent aux périodes de turbulences financières)

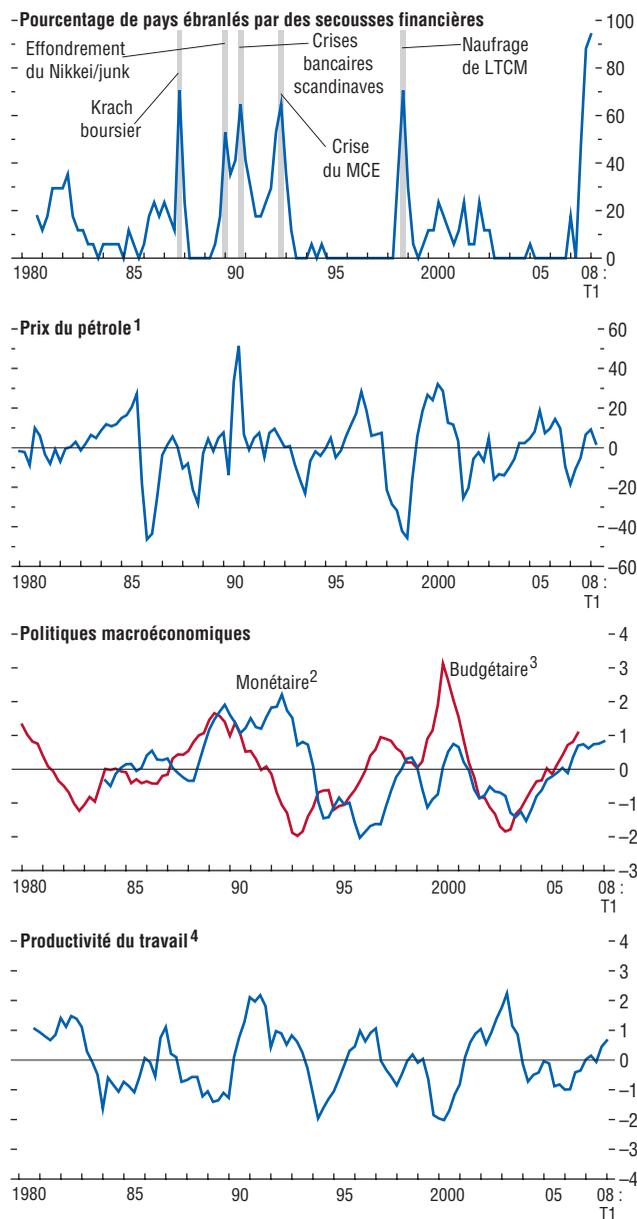
L'indice de turbulences financières semble détecter les perturbations actuelles dans tous les pays de l'échantillon.



Source : calculs des services du FMI.

Graphique 4.3. Turbulences financières et chocs

Les périodes de turbulences financières s'articulent habituellement autour d'événements systémiques, comme l'indique leur concentration sur quelques pics. Elles correspondent généralement à des chocs liés à la politique monétaire, mais leur corrélation avec d'autres chocs est difficile à établir.



Sources : Haver Analytics; FMI, base de données Commodity Price System; OCDE, base de données analytiques; OCDE, *Perspectives économiques* (2008); calculs des services du FMI. Note : MCE = mécanisme de change européen; LTCM = Long-Term Capital Management.

¹ Les prix du pétrole sont ajustés en fonction de l'inflation aux États-Unis (IPC) et représentent les écarts à la tendance Hodrick-Prescott (HP).

² La politique monétaire est mesurée par les écarts inversés taux courts-taux longs à la tendance HP.

³ La politique budgétaire est mesurée par les écarts inversés taux courts-taux longs à la tendance HP.

⁴ La productivité du travail de l'ensemble de l'économie est mesurée par le rapport du PIB réel et de l'emploi total et représente les écarts à la tendance HP. Les données concernant l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne et la Suisse ne sont pas disponibles.

monétaire semble plus nette, mais c'est là un phénomène prévisible étant donné que celle-ci (mesurée par l'écart entre taux courts et taux longs) est une sous-composante de l'ITF, auquel elle est intégrée parce que les turbulences financières sont apparemment associées à l'orientation de la politique monétaire qu'illustre cet écart.

Dans l'ensemble, l'ITF semble constituer un indicateur complet qui dépiste correctement les principales périodes de secousses financières pour l'échantillon de pays examiné, et fournit une base solide pour analyser leurs conséquences macroéconomiques.

Turbulences financières, ralentissement économique et récession

Combien d'épisodes de turbulences financières, parmi ceux identifiés au moyen de l'ITF, ont-ils été suivis d'un ralentissement économique ou d'une véritable récession? En quoi ceux qui ont été suivis de décélérations différent-ils des autres?

- Une période de perturbations financières est suivie d'un «ralentissement» économique si le niveau du PIB réel tombe en dessous de sa tendance (définie à l'aide du filtre Hodrick-Prescott) dans les six trimestres suivant son déclenchement.
- Elle est suivie d'une «récession» si un cycle économique, entre son point le plus haut et son point le plus bas, défini selon la méthodologie décrite par Harding et Pagan (2002) et les *Perspectives* d'avril 2003, débute dans un délai de six trimestres à compter du déclenchement des turbulences¹¹.

Nous cherchons ici à définir les principales caractéristiques des périodes de secousses financières qui ont été suivies, à terme, d'un ralentissement économique et non à évaluer si

¹¹Aux États-Unis, par exemple, la dernière récession s'est produite en 2001, alors que le ralentissement le plus récent a eu lieu quand le PIB est tombé en deçà de sa tendance entre le quatrième trimestre de 2007 et le premier trimestre de 2008.

celles-ci «provoquent» les ralentissements, ceci en considération des difficultés analytiques et empiriques appréciables à établir une causalité¹². Dans tous les cas, l'analyse s'efforce de faire la part des autres chocs — monétaires, budgétaires, sur les prix du pétrole et sur la productivité du travail — susceptibles d'influer sur les liens entre perturbations financières et cycles économiques.

Sur la base des définitions ci-dessus, 29 des 113 épisodes de turbulences financières recensés ici ont été suivis de ralentissements, et 29 de récessions. Les 55 autres n'ont pas été suivis d'une contraction de l'activité économique (tableau 4.2).

Le délai moyen entre le déclenchement des turbulences et le ralentissement ultérieur est de sept mois. Cette moyenne masque cependant des variations substantielles : la moitié environ des décélérations sont intervenues dans le trimestre qui a suivi le début des troubles financiers mais, dans un quart des cas, il a fallu plus d'un an pour qu'elles se concrétisent (graphique 4.5).

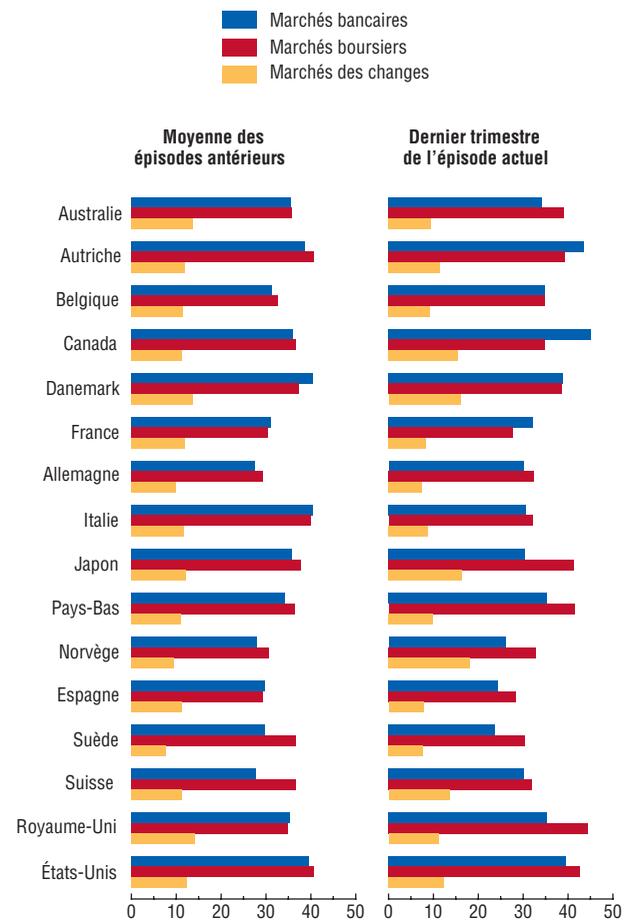
Surtout, les décélérations et les récessions qui ont été précédées de turbulences ont duré plus longtemps et, en partie pour cette raison, ont été plus graves que les autres. Les pertes de production cumulées médianes (par rapport à la tendance ou jusqu'à la reprise) ont représenté 3 % du PIB environ dans le cas des ralentissements ayant succédé à des périodes de perturbations, et 4,5 % du PIB dans celui des récessions ayant fait suite à de telles périodes, soit un pourcentage sensiblement plus élevé que dans le cas des contractions et récessions qui n'ont pas été précédées de secousses financières (1,5 % et 2,25 % environ respectivement) (graphique 4.1).

Les turbulences financières modifient généralement la physionomie des phases de contraction économique (graphique 4.6), ainsi que le montre l'examen des dynamiques de certaines variables macroéconomiques au début de ces

¹²Par exemple, de nombreux chocs ébranlent à la fois le système financier et l'économie, et même si le système financier risque de les amplifier, il serait difficile de démêler les effets directs des chocs des effets d'amplification.

Graphique 4.4. Contribution des marchés bancaires, boursiers et des changes à l'épisode de turbulences financières actuel¹

L'épisode de secousses financières qui a débuté en 2007 a pris de l'ampleur, alimenté par les marchés bancaires, boursiers et des changes. Une forte influence des marchés bancaires et boursiers est également observable dans des épisodes antérieurs.



Source : calculs des services du FMI.

¹La somme des composantes est égale au résultat de l'indice de turbulences financières pour la période retenue. Se reporter à l'appendice 4.1 pour une explication détaillée.

Tableau 4.2. Statistiques descriptives des périodes de turbulences financières, des phases de ralentissement économique et des récessions

	N	Durée (moyenne; trimestres)		Pertes de production (moyenne; en % du PIB)		Délai avant le ralentissement ³ (moyenne; trim.)
		Turbulences	Ralentissement ou récession ¹	Cumulées ²	Moyenne	
Turbulences financières	113	2,4				
<i>Dont :</i>						
Suivies d'un ralentissement	29	2,7	7,6	-7,6	-0,7	2,4
Associées au secteur bancaire	18	3,2	8,4	-9,3	-0,8	1,8
Suivies d'une récession	29	3,0	6,8	-13,8	-1,2	2,3
Associées au secteur bancaire	17	4,0	7,6	-19,8	-1,5	2,0
Autres	55	2,0				
Ralentissement non précédé de turbulences financières ⁴	109		5,1*	-4,1*	-0,6	
Récession non précédée de turbulences financières ⁴	31		3,1*	-5,4*	-0,9	

¹Durée de la phase de ralentissement : nombre de trimestres durant lesquels le PIB est inférieur à la tendance; durée de la récession : nombre de trimestres jusqu'à ce que le PIB atteigne ou dépasse son niveau maximal.

²Pertes de production durant une phase de ralentissement : pertes de production cumulées au-dessous de la tendance; pertes de production durant une récession : pertes de production cumulées jusqu'à la reprise.

³Nombre de trimestres entre le début des turbulences financières et le ralentissement ou la récession.

⁴Les astérisques signalent une différence par rapport aux ralentissements précédés de turbulences financières significatives au seuil de 10 % ou mieux.

périodes¹³. En particulier, lorsqu'elles sont précédées de secousses financières, ces phases se caractérisent généralement par un tassement de la croissance de la consommation, par des investissements faisant suite à un cycle de fortes fluctuations, par des renversements appréciables du solde du compte courant et par le repli de l'inflation et des taux d'intérêt réels. Ces modifications sont plus prononcées pour les phases de contraction, moins pour les récessions, ce qui pourrait indiquer que le déclenchement de ces dernières tient davantage à l'interaction des secousses financières avec d'autres chocs.

Pourquoi certaines périodes de turbulences financières sont-elles associées à des phases de ralentissement économique?

Les périodes de turbulences financières recensées au moyen de l'ITF n'ont été suivies que pour moitié environ de phases de ralen-

¹³Les graphiques utilisent un créneau de 12 trimestres et ne montrent que les épisodes « complets » (qui durent au moins 12 trimestres du début à la fin). Ils ne comprennent donc que les phases de contraction qui ont débuté entre le premier trimestre de 1983 et le premier trimestre de 2005.

tissement ou de récessions. Quels sont les éléments qui déterminent si un tel épisode sera suivi d'une période de contraction économique? Quelles sont les caractéristiques des épisodes qui précèdent les phases de décélération les plus dures et les plus prolongées? Pour répondre à ces questions, nous comparons entre eux les épisodes de turbulences qui ont été suivis de phases de repli selon deux paramètres : 1) les caractéristiques de l'épisode lui-même et, en particulier, la nature du choc financier (à savoir s'il est lié au système bancaire, au marché des titres mobiliers ou à celui des changes) et 2) la situation financière des intermédiaires financiers, des ménages et des entreprises au début de l'épisode en question.

Les crises financières touchant le système bancaire sont-elles différentes?

Les crises bancaires sont des conséquences plus lourdes sur la production que celles qui sont purement liées aux marchés boursiers ou des changes sans trop d'effet sur le système bancaire (graphique 4.7). Quelque 60 % des périodes de troubles financiers suivies de phases de contrac-

tion touchant le système bancaire. En outre, les phases de repli et les récessions précédées de turbulences bancaires durent généralement plus longtemps et sont associées à des pertes de PIB en moyenne plus élevées que celles précédées par d'autres formes de troubles ou qui n'en sont pas précédées (tableau 4.2).

La croissance des actifs bancaires ralentit sensiblement quand les périodes de secousses financières touchant le système bancaire sont suivies de récessions ou de décélérations, ce qui n'est pas le cas pour celles qui n'en sont pas suivies (graphique 4.8, panneau supérieur). En général, les phases de contraction économique sont associées à une chute de la demande de crédit mais, durant les phases de contraction ou les récessions liées à des crises bancaires, le coût du capital est substantiellement supérieur (graphique 4.8, panneau inférieur)¹⁴. S'il est difficile de traiter de manière empirique la question de la causalité inverse entre les récessions et les turbulences financières, ce qui incite à interpréter ces résultats avec la prudence voulue, ces observations concordent avec l'idée selon laquelle une réduction de l'offre de crédit (le resserrement du crédit classique) est un facteur important liant les turbulences financières affectant le système bancaire et les phases de repli économique.

La conjoncture initiale joue-t-elle un rôle?

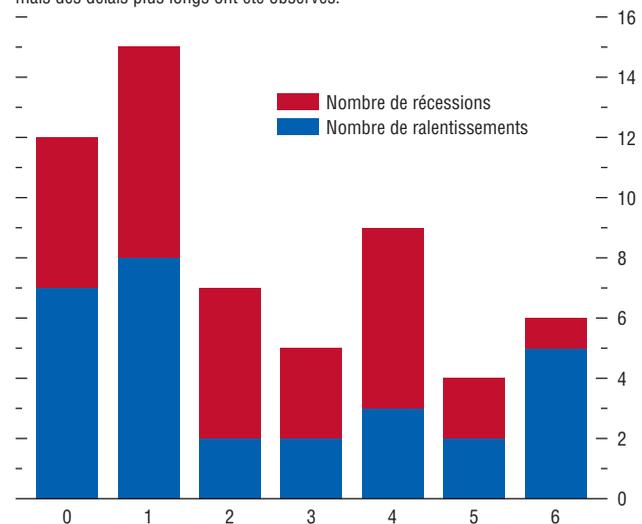
Après avoir examiné la nature des chocs, l'analyse évalue maintenant si la probabilité d'une phase de ralentissement est fonction de la conjoncture initiale. Les données révèlent que la dynamique du crédit et des prix des actifs et la situation financière des intermédiaires financiers, des ménages et des entreprises durant la période précédant la crise sont des facteurs

¹⁴On entend ici par coût du capital la moyenne pondérée du coût réel des capitaux propres, du coût réel de la dette et des taux de prêt réels, les coefficients de pondération étant les parts relatives des capitaux propres, des obligations et des prêts dans les engagements non financiers des entreprises. On trouvera une explication détaillée à l'appendice 4.1.

Graphique 4.5. Délai entre les turbulences financières et les ralentissements

(Début de la période de turbulences financières à $t = 0$; trimestres en abscisse; nombre de ralentissements ou récessions débutant au cours d'un trimestre donné en ordonnée)

Dans la plupart des cas, les ralentissements économiques se concrétisent rapidement (dans un délai d'un trimestre) après le début de l'épisode de turbulences financières, mais des délais plus longs ont été observés.

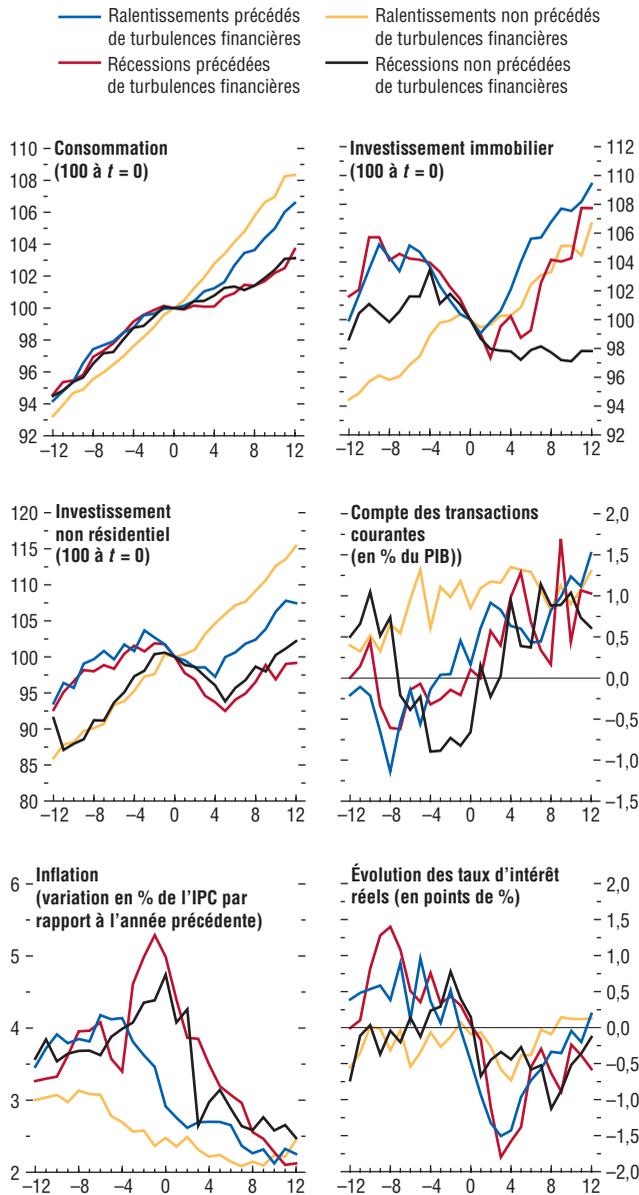


Source : calculs des services du FMI.

Graphique 4.6. Variables macroéconomiques représentatives dans les périodes précédant et suivant les contractions économiques, avec et sans turbulences financières¹

(Médiane; début de la contraction économique à $t = 0$; trimestres en abscisse)

Les turbulences financières modifient le schéma des ralentissements économiques. Elles semblent particulièrement influencer sur leur courbe.



Sources : Haver Analytics; FMI, base de données *International Financial Statistics*; OCDE, base de données analytiques; calculs des services du FMI.
¹En termes réels. L'échantillon est constant pour tous les trimestres.

déterminants des retombées d'un choc financier sur l'économie.

- Les prix immobiliers et le ratio du crédit au PIB accusent généralement une hausse sensiblement plus rapide dans les phases ascendantes du cycle financier pendant les épisodes de turbulences qui sont suivis de replis ou de récessions (graphique 4.9). Des tests statistiques confirment que les secousses financières sont plus susceptibles d'être suivies d'une contraction économique ou d'une récession pure et simple lorsqu'elles sont précédées d'une envolée des prix immobiliers et du crédit (graphique 4.10).
- Les entreprises dépendent généralement davantage des sources extérieures de financement (autrement dit, elles affichent des taux d'emprunt net supérieurs) dans la période précédant les épisodes de turbulences qui sont suivis de décélérations économiques (graphiques 4.9 et 4.10). Cette dépendance initiale plus élevée à l'égard des financements extérieurs accroît leur vulnérabilité pendant les phases descendantes du cycle financier, et les oblige parfois à procéder à des ajustements plus rigoureux de leurs programmes de dépenses à la suite des secousses financières, ce qui risque de se traduire par des retombées plus graves sur l'économie réelle.
- Seules les périodes de remous financiers suivies de récessions (et non de décélérations) semblent s'accompagner d'une plus «forte exposition» des ménages en termes de recours aux financements extérieurs (graphique 4.9). En effet, le taux d'emprunt net médian des ménages (en écart par rapport à la tendance) est sensiblement supérieur au début des phases de turbulences qui sont suivies de récessions que durant celles qui sont suivies d'une contraction de l'activité économique ou qui n'en sont pas suivies (graphique 4.10). L'analyse indique que lorsque le cycle financier se renverse, ce qu'annonce le déclenchement de remous sur les marchés financiers, le risque d'un ralentissement de l'activité économique est d'autant plus grand que les déséquilibres financiers initiaux sont lourds, les

entreprises et les ménages étant alors davantage exposés à une décélération du crédit et des prix des actifs. En particulier, le risque pour les ménages semble associé à des contractions plus sévères de l'activité économique.

Il est possible d'analyser de manière plus systématique dans quelle mesure les déséquilibres financiers initiaux et le recours des entreprises et des ménages aux financements extérieurs expliquent la gravité des phases de repli économique subséquentes. On effectue une régression des pertes de production cumulées à la suite d'une période de turbulences financières sur 1) l'évolution du crédit et des prix des actifs avant le déclenchement de cette période; 2) les taux d'emprunt net des entreprises et des ménages au début de la période; et 3) une valeur approximative pour la sévérité du choc financier, à savoir la durée des remous.

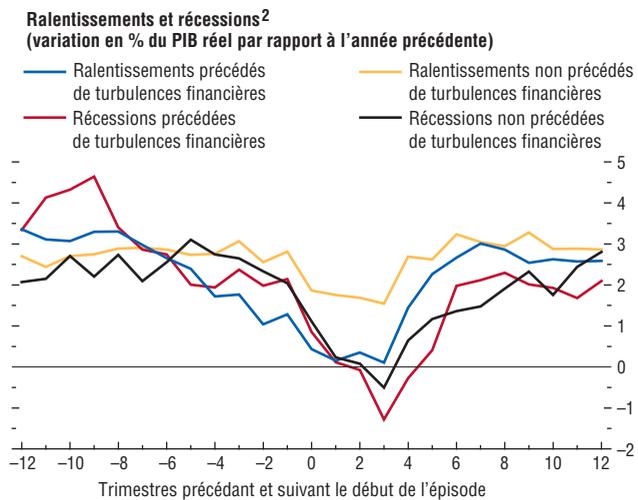
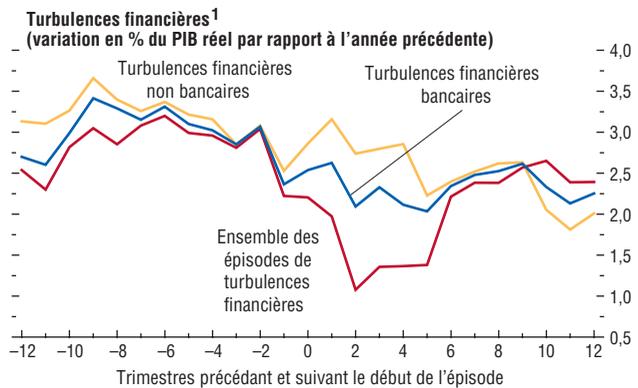
Le tableau 4.3 présente les principaux résultats des régressions¹⁵ :

- Le taux d'emprunt net des entreprises au déclenchement de l'épisode de turbulences apparaît nettement dans quasiment toutes les spécifications, confirmant l'importance du lien entre le recours initial des entreprises aux crédits extérieurs et la gravité du déclin de l'activité économique.
- Le taux d'emprunt net des ménages au début de l'épisode est statistiquement significatif quand il est examiné isolément, mais perd de sa signification quand on y ajoute la position emprunteuse nette des entreprises. Il continue néanmoins d'influer sur l'ampleur des pertes de production quand son action se conjugue à la durée de la période de perturbations, ce qui semble indiquer que la situation des ménages revêt une importance particulière quand l'économie est frappée par un choc financier durable.

¹⁵La gravité du ralentissement économique est mesurée par le manque à produire cumulé durant la période pendant laquelle la production est en deçà de la tendance : se reporter au tableau 4.1 pour de plus amples détails. La sévérité de la récession est mesurée par les pertes enregistrées jusqu'à la reprise.

Graphique 4.7. Turbulences financières, ralentissements et récessions associés au secteur bancaire
(Médiane; trimestres en abscisse)

Les contractions économiques les plus graves sont associées à des crises bancaires.



Sources : Haver Analytics; OCDE, base de données analytiques; OCDE, *Perspectives économiques* (2008); calculs des services du FMI.

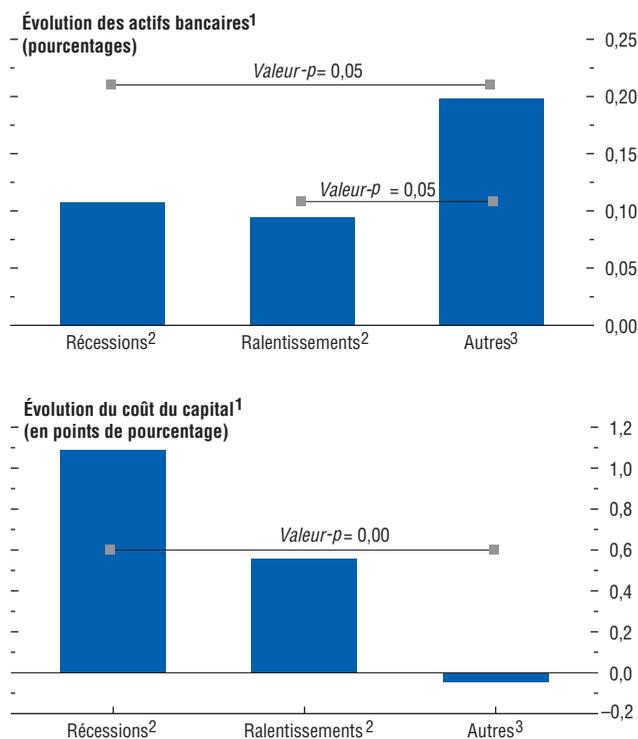
¹L'écart entre les périodes de turbulences financières bancaires et non bancaires est significatif au seuil de 10 % pour les trimestres 0, 1, 2, 3 et 4. L'échantillon est constant pour tous les trimestres.

²L'écart entre les ralentissements précédés et non précédés de turbulences financières est significatif au seuil de 10 % pour les trimestres compris entre $t-6$ et $t+6$. L'échantillon est constant pour tous les trimestres.

Graphique 4.8. Coût du capital et croissance des actifs bancaires autour des périodes de turbulences financières

(Moyenne, variations depuis l'année précédant les turbulences jusqu'à l'année les suivant)

Les épisodes de turbulences bancaires associés à des récessions se caractérisent par une croissance plus modérée des actifs bancaires et un coût plus élevé du capital dans la période suivant ces récessions.



Sources : OCDE, base de données analytiques; calculs des services du FMI.
¹La valeur-p indiquée se rapporte aux tests-t bilatéraux sur l'écart entre les deux moyennes.
²Épisodes de turbulences financières bancaires suivis de ralentissements ou de récessions.
³Épisodes de turbulences financières non suivis de ralentissements ou de récessions.

Nous nous efforçons ici de définir les facteurs qui font qu'un épisode de turbulences financières est suivi ou pas d'une phase de contraction économique. Une difficulté fondamentale consiste donc à déterminer les origines des chocs qui frappent l'économie et déclenchent les interactions complexes entre le secteur financier et le secteur réel. Le fait que les secousses dans le secteur financier précèdent un repli économique ne signifie pas qu'elles déterminent les évolutions ultérieures du secteur réel : du fait que les participants au marché financier regardent de l'avant, les turbulences peuvent simplement tenir au fait qu'ils prévoient une dégradation fondamentale du secteur réel. Pour remédier à ce problème, nous examinons ici quatre types de chocs dans lesquels on pourrait voir des dégradations fondamentales et exogènes de la conjoncture dans le secteur réel : choc sur les prix du pétrole; choc sur la politique monétaire; choc sur la politique budgétaire; choc sur la productivité du travail. Comme le montre le graphique 4.11, quand l'un de ces chocs se conjugue à des désordres financiers, le ralentissement économique est plus prononcé que lorsqu'il intervient seul. Il semblerait donc que les turbulences financières aient des retombées identifiables distinctes.

L'innovation financière a-t-elle influé sur l'interaction entre les turbulences financières et les cycles économiques?

Le rôle des banques demeure déterminant dans le fait que certains épisodes de troubles financiers soient associés à des retombées plus graves sur la production (graphique 4.7). Comment cela s'explique-t-il compte tenu de l'innovation financière et de l'apparition de sources de financement non bancaires? Il semblerait que l'innovation financière soit en mesure d'atténuer le rôle pivot des banques en offrant d'autres circuits de financement aux entreprises et aux ménages, circuits qui assouplissent les garanties exigées des emprunteurs et atténuent l'effet défavorable des remous financiers sur le coût du capital pour les banques. Or, malgré l'évolution du rôle des banques, leur relation symbiotique avec

les marchés boursiers demeure une particularité essentielle de nombreux systèmes financiers, surtout ceux qui pratiquent la pleine concurrence (édition de septembre 2006 des *Perspectives*)¹⁶. En conséquence, les périodes de tensions bancaires continuent d'influer sur les sources non bancaires de financement.

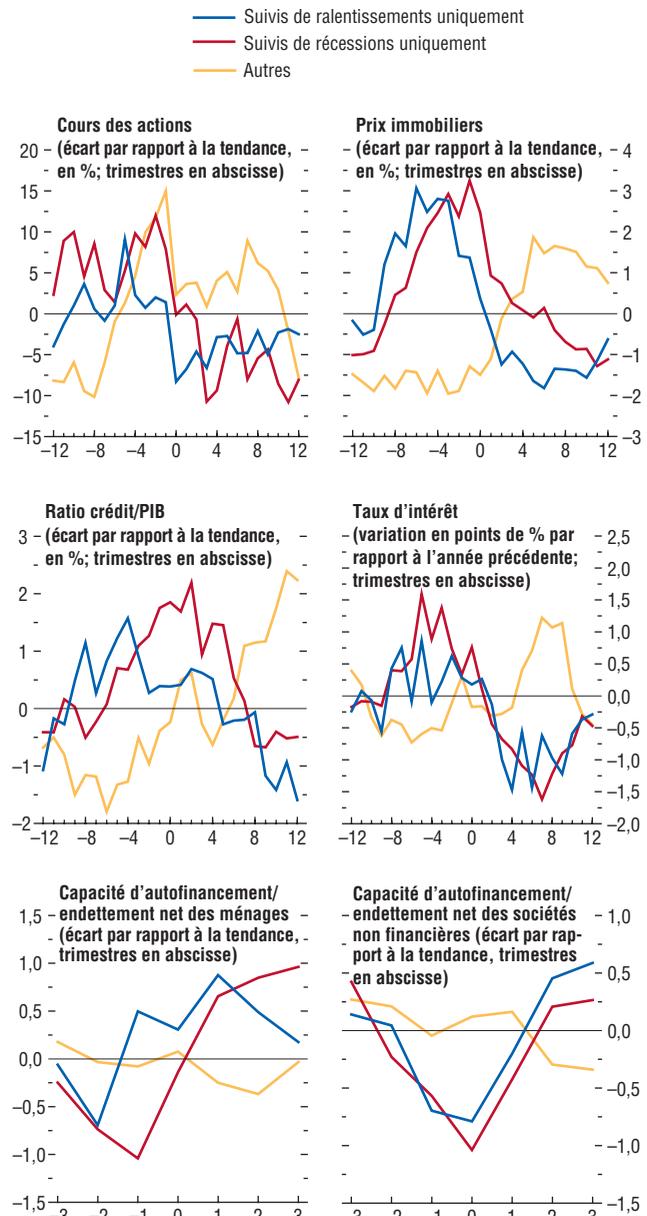
Pour expliquer l'influence persistante des banques, il est intéressant d'examiner le comportement procyclique du levier bancaire durant les cycles financiers. La façon dont les banques gèrent leur levier durant les phases ascendantes et descendantes du cycle, en particulier, semble apporter une explication fondamentale à la question de savoir pourquoi leurs difficultés entraînent une diminution de l'offre de crédit, une augmentation du coût du capital et un affaiblissement de l'activité économique. L'hypothèse est la suivante : quand les banques gonflent leur bilan durant les phases d'expansion, sous l'effet de la hausse de la valeur des actifs et de la diminution du risque perçu, les déséquilibres financiers s'accroissent et l'activité connaît un essor rapide, ce qui a de nouveau pour effet de renforcer la valeur des actifs et de réduire le risque perçu, favorisant ainsi un nouveau cycle d'expansion du crédit et de l'économie¹⁷. Dans de telles conditions, un choc financier qui augmenterait le risque ou réduirait le rendement des actifs pourrait déclencher un cycle de réduction massive du levier d'endettement : les banques diminueraient brutalement leurs prêts (ou la croissance du crédit) à mesure que leur capital s'amenuiserait, occasionnant ainsi un ralentissement économique qui amènerait à son tour une nouvelle réduction de l'offre de crédit.

¹⁶Les banques sont de plus en plus tributaires des sources de financement de marché pour financer leurs actifs (par leurs certificats de dépôt et leurs programmes d'émission de billets de trésorerie comptabilisés hors bilan). À l'inverse, les banques d'investissement et, de plus en plus, les banques commerciales demeurent au centre du modèle de titrisation «d'octroi et cession», offrant, au travers de mécanismes de rachat, des crédits aux fonds spéculatifs et autres intermédiaires endettés en vue d'investir sur les marchés des titres mobiliers.

¹⁷Cela s'accorde avec l'hypothèse de l'instabilité financière de Minsky (Minsky, 1992).

Graphique 4.9. Variables macroéconomiques représentatives autour des épisodes de turbulences financières¹ (Médiane; début de l'épisode à t = 0; abscisse comme indiqué)

Les périodes de perturbations financières suivies de ralentissements ou de récessions sont généralement précédées d'une envolée des prix des actifs et des ratios de crédit, et sont associées à un niveau initial d'endettement net supérieur des sociétés non financières et (dans le cas de récessions) des ménages.



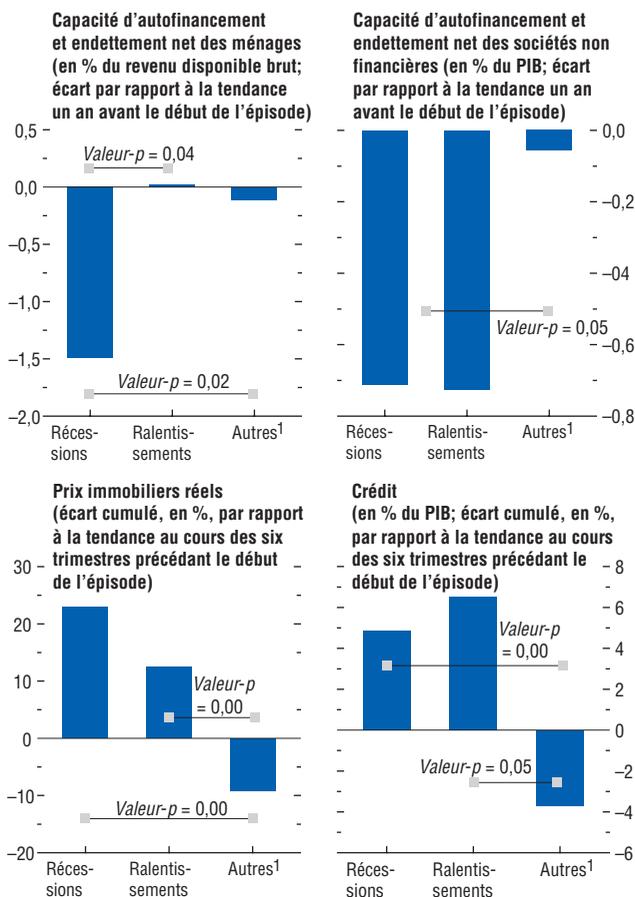
Sources : FMI, base de données *International Financial Statistics*; OCDE, base de données analytiques; calculs des services du FMI.

¹Toutes les données sont exprimées en termes réels, à l'exception de la capacité d'autofinancement des ménages et des sociétés non financières. L'échantillon est constant pour tous les trimestres et toutes les années.

Graphique 4.10. Conjoncture au début des épisodes de turbulences financières

(Moyenne)

L'envolée des prix immobiliers et des ratios de crédit et une hausse de l'endettement des sociétés non financières sont des indicateurs statistiquement significatifs de la probabilité qu'un épisode de turbulences financières soit suivi d'un ralentissement ou d'une récession. L'endettement net des ménages n'est associé de manière significative qu'à une récession ultérieure.



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

Note : La valeur-p indiquée se rapporte aux tests-t bilatéraux sur l'écart entre les deux moyennes.

¹Épisodes de turbulences financières non suivis de ralentissements ou de récessions.

Le caractère procyclique de l'effet de levier est plus prononcé lorsque les banques sont davantage exposées aux fluctuations de la valeur marchande des actifs — au travers de leurs portefeuilles de titres et de leurs mécanismes de rachat par exemple¹⁸. Cette situation étant courante chez les intermédiaires financiers qui ne recueillent pas de dépôts, les banques d'investissement notamment, on devrait observer un effet de levier procyclique chez eux (Shin, 2008). Les banques commerciales, en revanche, devraient être moins enclines à ajuster leur bilan de manière procyclique durant les phases d'envolée ou de chute du prix des actifs, ou d'expansion et de contraction des liquidités parce qu'elles font moins appel aux financements de gros et davantage aux dépôts de détail, et aussi parce qu'elles sont moins touchées par les variations du cours de leurs actifs.

Les données confirment que le levier des banques d'investissement est généralement procyclique : elles l'augmentent quand elles accroissent leurs actifs (graphique 4.12, panneau supérieur)¹⁹. Les données sont moins uniformes en ce qui concerne le caractère procyclique des banques commerciales, qui ont bien davantage recours aux dépôts de détail et dont l'activité principale consiste à fournir des prêts à long terme non liquides (graphique 4.12, panneaux inférieurs). Elles indiquent néanmoins que ces banques suivent davantage le cycle conjoncturel lorsqu'elles opèrent dans des systèmes financiers plus concurrentiels, où l'intermédiation s'effectue davantage par le biais des marchés financiers que dans le cadre d'activités classiques fondées sur la relation emprunteur-prêteur (et dominées par les banques) (graphique 4.13). Ces systèmes vont donc de pair avec un comportement globalement plus procyclique des banques, et

¹⁸Pendant une crise systémique, il serait difficile pour toutes les banques d'ajuster leur levier simultanément car il y aurait peu d'acheteurs pour ces actifs parmi les autres banques; les seuls seraient probablement les investisseurs disposant d'abondantes liquidités qui ne comptent pas sur l'endettement des banques pour financer leurs positions.

¹⁹Voir également Adrian and Shin (2008a et 2008b).

Tableau 4.3. Régressions transversales

Variable dépendante : pertes de production cumulées ¹	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]
Durée des turbulences financières	1,324 (0,10)	1,591 (0,10)	0,641 (0,43)	1,023 (0,33)	0,963 (0,30)	1,377 (0,09)	1,034 (0,20)	0,888 (0,07)	0,711 (0,30)
Taux d'intérêt réel ²	0,89 (0,00)	0,808 (0,01)	0,47 (0,12)	0,835 (0,01)	0,877 (0,00)	0,87 (0,00)	0,841 (0,01)	0,887 (0,00)	0,869 (0,01)
Taux d'emprunt net des entreprises non financières ³	2,0 (0,01)					1,753 (0,02)	0,849 (0,35)	1,986 (0,00)	1,439 (0,07)
Taux d'emprunt net des ménages ³		1,05 (0,10)				0,48 (0,44)	0,668 (0,33)	-1,086 (0,22)	-0,89 (0,32)
Prix immobiliers réels ⁴			14,304 (0,01)						
Prix réel des actions ⁴				-0,785 (0,72)					
Ratio de crédit ⁴					-1,09 (0,90)				
Taux d'emprunt net des ménages x durée								0,593 (0,04)	0,561 (0,04)
Taux d'emprunt net des entreprises non financières x durée							0,229 (0,43)		0,136 (0,48)
Constante	-2,014 (0,45)	-0,803 (0,79)	2,076 (0,39)	0,809 (0,74)	0,482 (0,86)	-1,877 (0,50)	-0,727 (0,78)	-1,161 (0,64)	-0,519 (0,85)
N	42	40	52	52	52	40	40	40	40
R ² ajusté	0,418	0,287	0,254	0,128	0,126	0,418	0,42	0,493	0,485

Note : Valeurs-p robustes entre parenthèses.

¹La variable dépendante correspond aux pertes cumulées de production pendant les périodes de turbulences financières suivies de ralentissements ou de récessions.

²Moyenne des taux d'intérêt réels des six trimestres précédant les remous financiers.

³Taux d'emprunt nets un an avant les turbulences financières (écart par rapport à la tendance).

⁴Écart cumulé, en pourcentage, par rapport à la tendance sur les six trimestres précédant les turbulences financières.

risquent donc d'être plus vulnérables aux crises bancaires²⁰. On notera que le pourcentage des épisodes de turbulences financières touchant les banques se produisant dans les systèmes financiers de pleine concurrence est à peu près équivalent à celui des épisodes dans les systèmes plus relationnels (voir tableau 4.1).

Incontestablement, les phases de ralentissement économique et les récessions sont généralement plus intenses dans les économies dotées de systèmes financiers plus concurrentiels, même si la durée de ces phénomènes est à peu près équivalente dans les deux modèles (graphique 4.14),

ce qui montre que la réduction du levier d'endettement pèse dans la balance et que son effet dépend du caractère procyclique du système bancaire²¹. Cela signifie que les systèmes plus concurrentiels sont vulnérables aux contractions brutales de l'activité qui suivent les crises bancaires. Dans la même logique, le levier d'endettement de leurs banques diminue plus rapidement que celui des banques opérant dans d'autres systèmes, quoique à partir d'un niveau plus bas. Cela jette un doute sur la supposition selon laquelle les systèmes de pleine concurrence sont davantage en mesure

²⁰Cela concorde avec les observations du chapitre 3 de l'édition d'octobre 2008 du *Global Financial Stability Report*, qui montre que la comptabilité à la juste valeur se traduit généralement par des mouvements plus procycliques dans les bilans des intermédiaires financiers.

²¹Les expériences divergentes des économies dont le système financier dépend plus de la concurrence que de la relation emprunteur-prêteur pourraient tenir aux dissemblances dans d'autres domaines, notamment en termes de flexibilité des marchés du travail et des produits et de régimes de protection sociale (voir l'édition d'octobre 2006 des *Perspectives*).

Graphique 4.11. Turbulences financières et ralentissements économiques : prise en compte de quatre chocs principaux

(Médiane de la variation en pourcentage du PIB par rapport à l'année précédente; début de la période de contraction économique à $t = 0$; trimestres en abscisse)

Les ralentissements économiques sont généralement plus prononcés lorsqu'ils sont précédés d'épisodes de turbulences financières.



Sources : Haver Analytics; FMI, base de données Commodity Price System; OCDE, base de données analytiques; OCDE, *Perspectives économiques* (2008); calculs des services du FMI.

¹ Les prix du pétrole sont ajustés en fonction du taux d'inflation des États-Unis (IPC). Il y a choc si le cours du pétrole se situe un écart-type au-dessus de la tendance Hodrick-Prescott (HP).

² La politique monétaire est mesurée par l'écart inversé taux court-taux long. Il y a choc si cet écart inversé se situe un écart-type au-dessus de la tendance HP.

³ La politique budgétaire est mesurée par la capacité d'autofinancement des administrations publiques. Il y a choc si cette capacité se situe un écart-type au-dessus de la tendance HP.

⁴ La productivité du travail de l'ensemble de l'économie est mesurée par le rapport du PIB réel et de l'emploi total. Il y a choc si cette productivité se situe un écart-type en dessous de la tendance HP. Les données concernant l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne et la Suisse ne sont pas disponibles.

d'amortir le choc des phases de contraction économique dérivant de remous financiers parce que l'intermédiation financière dispose de deux moteurs (les banques et les marchés).

Il est vrai que les systèmes financiers de pleine concurrence offrent par rapport aux autres plusieurs avantages en termes de réaffectation des ressources en fonction de l'évolution des opportunités économiques (voir l'édition d'octobre 2006 des *Perspectives*). Néanmoins, comme la crise actuelle le met en évidence, la titrisation croissante de leurs opérations, si elle permet une diversification des portefeuilles pour compenser les coûts associés au suivi des risques particuliers inhérents aux systèmes relationnels classiques, ne supprime pas la nécessité pour les banques et les marchés d'évaluer indépendamment le risque lié à leurs engagements. À vrai dire, le manque d'information quant à la valeur et au risque de nombreux produits titrisés et aux pertes ultérieurement liées à ces produits semble avoir joué un rôle substantiel dans l'amplification de cette crise.

La crise financière actuelle dans un contexte historique

La présente section compare la période de perturbations financières actuelle à six épisodes bien connus de turbulences associées à des difficultés dans le secteur bancaire qui se sont produits dans des pays avancés au cours des années 90. Ces troubles ont frappé les États-Unis, la Finlande, la Norvège, le Royaume-Uni et la Suède au début des années 90, et le Japon pendant toute la décennie. Étant donné le rôle crucial des difficultés bancaires dans la présente crise financière, ces épisodes peuvent servir de points de référence utiles pour analyser la conjoncture actuelle et évaluer ses conséquences macroéconomiques éventuelles²².

L'examen de la conjoncture avant le déclenchement des six épisodes confirme les principales conclusions de l'analyse d'événement, à savoir que les périodes de remous financiers

²²Cette approche s'inscrit dans la ligne d'autres études, dont Reinhart et Rogoff (2008). Voir également J.P. Morgan Research (2008).

sont plus susceptibles d'être suivies de sévères contractions économiques quand elles se produisent dans le contexte d'un renchérissement rapide du crédit et des prix immobiliers et d'un recours plus important des entreprises et des ménages au crédit. De manière générale, les turbulences caractérisées par les envolées les plus considérables des prix des actifs et du crédit ont eu lieu dans les pays nordiques au début des années 90, où la hausse des ratios de crédit, des prix des actifs et des actifs bancaires était anormalement forte (tableau 4.4, panneau supérieur). Dans le même temps, l'emprunt des ménages et des entreprises était initialement plus élevé en Finlande et en Norvège que dans les autres pays. Les entreprises japonaises faisaient intensivement appel aux financements extérieurs, mais ce comportement était compensé par le schéma d'épargne des ménages. À l'inverse, pendant la période qui a précédé les crises dans les pays anglophones, les déséquilibres des prix des actifs ont été modérés et les bilans pas trop fragilisés.

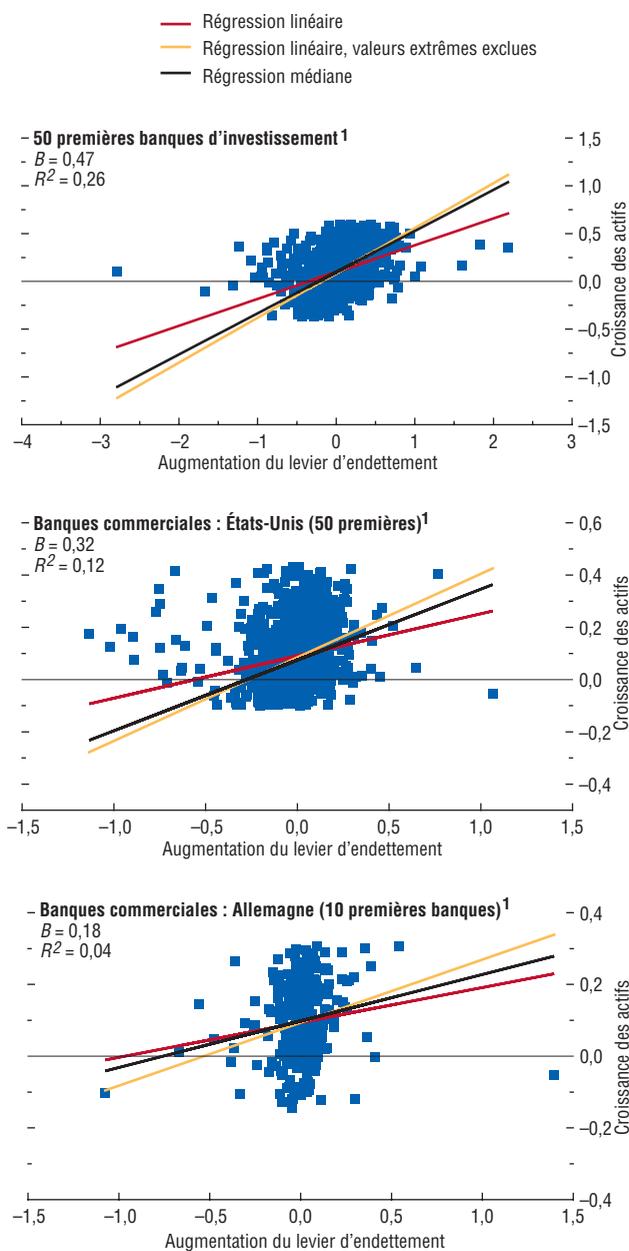
Les pays qui affichaient les déséquilibres financiers et les facteurs de vulnérabilité des bilans les plus lourds au début des perturbations ont connu les contractions les plus marquées de la production (tableau 4.4, panneau inférieur). Les effondrements les plus spectaculaires des prix des actifs, de l'augmentation des actifs bancaires, et du crédit se sont produits dans les pays qui avaient accumulé les déséquilibres financiers les plus prononcés. Ces pays ont également souffert des récessions les plus profondes et les plus longues.

Dans ces pays, en outre, le processus de désendettement des ménages et des entreprises a généralement été plus énergique. Le désendettement, qui vise à diminuer le stock de dette par une augmentation de l'épargne et, partant, une baisse de la consommation et de l'investissement, a eu des retombées directes sur la dynamique de croissance. Le degré de désendettement des entreprises, en particulier, correspond remarquablement bien à la durée et à la profondeur des récessions — ce que fait ressortir le contraste entre les pays nordiques et les pays anglophones.

Graphique 4.12. Caractère procyclique du levier d'endettement des banques d'investissement et des banques commerciales

(Variation annuelle en pourcentage)

Le levier d'endettement (actifs divisés par fonds propres) des banques d'investissement est procyclique; en ce qui concerne les banques commerciales, les données des différents pays sont contradictoires.

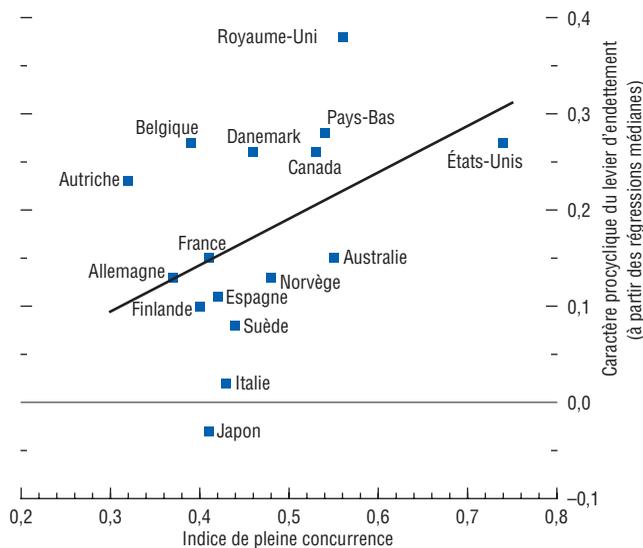


Sources : Bankscope; calculs des services du FMI.

¹ B et R^2 se rapportent à la régression linéaire, valeurs extrêmes exclues, de la croissance des actifs sur l'augmentation du levier.

Graphique 4.13. Levier d'endettement procyclique et systèmes financiers de pleine concurrence

Le caractère procyclique du levier d'endettement des banques commerciales dans les systèmes financiers de pleine concurrence apparaît plus clairement.



Source : calculs des services du FMI.

Ces expériences soulignent le rôle déterminant des mesures adoptées en réponse aux turbulences financières. Les politiques adéquates pour assainir l'intermédiation financière sont analysées à l'encadré 4.1, sur la base de quatre principes fondamentaux. *Primo*, un cadre solide doit être en place pour garantir la stabilité financière, comportant un plan d'intervention et des mécanismes juridiques, institutionnels et procéduraux appropriés pour remédier aux difficultés. *Secundo*, ces mesures doivent être adoptées au plus vite et s'accompagner d'une comptabilisation rapide des pertes, d'une prompte évaluation de l'ampleur du problème et de mesures opportunes pour veiller à ce que les institutions financières disposent de fonds propres suffisants. *Tertio*, il convient peut-être de contenir directement les retombées défavorables de la crise financière sur l'économie réelle de manière à préserver ou à restaurer la solidité des bilans des entreprises et des ménages. Enfin, des mesures de sauvegarde adaptées doivent être en place pour limiter le coût budgétaire de ce soutien et prévenir la mise en place d'incitations inadéquates à plus long terme, qui pourraient créer une dépendance excessive à l'égard des opérations de sauvetage sur fonds publics.

Conséquences pour la crise en cours aux États-Unis et dans la zone euro

Le graphique 4.15 compare les données concernant la crise en cours aux États-Unis et dans la zone euro aux médianes de variables macroéconomiques représentatives vers le début des six grands épisodes de turbulences financières examinés plus haut et aux moyennes de ces variables sur l'ensemble des périodes de perturbations financières qui ont été suivies de récessions. Les déséquilibres et ajustements actuels semblent de manière générale nettement plus modérés que ceux des six épisodes analysés ici, sauf en ce qui concerne l'investissement dans l'immobilier d'habitation aux États-Unis et le compte des transactions courantes américain²³. Les courbes

²³Cependant, une chute prononcée de l'investissement dans l'immobilier d'habitation est une caractéristique

des crédits et des prix des actifs aux États-Unis à la veille de la crise actuelle sont très semblables à celles d'une récession-type résultant de turbulences financières. Le processus de désendettement des ménages aux États-Unis se déroule plus rapidement qu'au cours de ces autres récessions; celui des entreprises semble toutefois progresser plus lentement, et à partir d'un endettement initial plus élevé. Enfin, si les actifs bancaires sont restés robustes au second semestre de 2007, ce qui tient en partie au rapatriement au bilan des engagements hors bilan, le ratio du crédit au PIB a sensiblement diminué au premier trimestre de 2008, ce qui pourrait indiquer que le rythme de réduction de l'endettement s'est accéléré (voir également le chapitre 1).

Pour les États-Unis, la crise actuelle se distingue à d'importants égards de crises précédentes. Les bilans des entreprises et leur recours aux financements extérieurs reposaient sur des fondements plus solides avant le déclenchement de la crise; elles devraient donc faire preuve d'une certaine résilience. Néanmoins, compte tenu de la taille du marché hypothécaire américain, qui est au centre de la crise, et du rôle de l'investissement dans l'immobilier d'habitation, il semblerait que l'épargne et la consommation des ménages pèsent bien plus lourd dans le ralentissement actuel que dans les crises antérieures. Sur le plan positif, des mesures préventives ont été adoptées, comme le montrent les baisses prononcées des taux directeurs et les dispositions prises pour renflouer les liquidités des banques commerciales et des banques d'investissement. Par ailleurs, les banques ont levé des capitaux substantiels, même si la baisse ininterrompue de la valeur des actifs sur le marché laisse entendre que des sommes considérablement plus élevées seront nécessaires avant que le système financier ne puisse offrir à nouveau des crédits discrétionnaires.

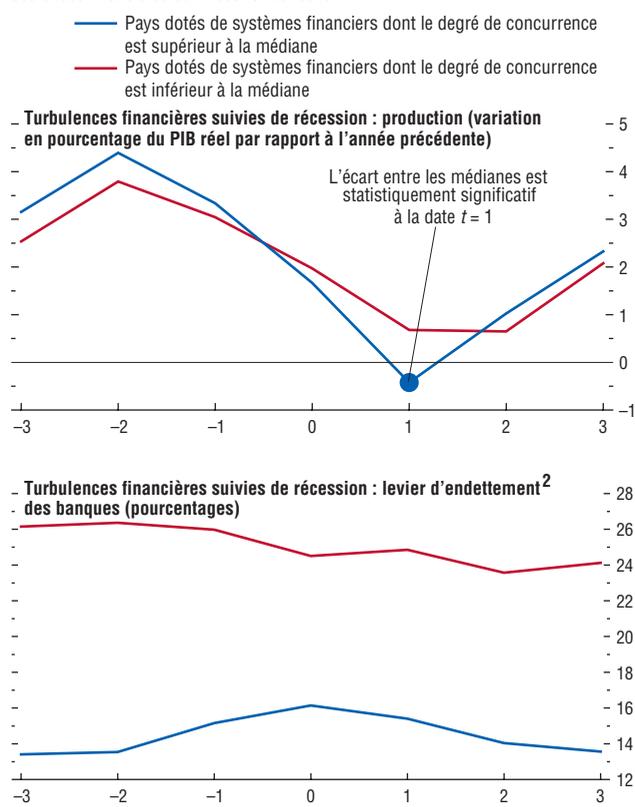
Dans la zone euro, l'ajustement des prix immobiliers et du crédit à jusqu'à présent été plus progressif qu'aux États-Unis, mais il semble marquer une nette accélération. L'endettement net des entreprises suit le même schéma qu'aux États-Unis :

distinctive de presque toutes les récessions aux États-Unis (voir Leamer, 2007).

Graphique 4.14. Systèmes financiers de pleine concurrence, croissance du PIB et levier d'endettement des banques

(Médiane; début de l'épisode de turbulences financières à $t = 0$; années en abscisse)¹

Le caractère apparemment plus procyclique du levier d'endettement dans les systèmes financiers de pleine concurrence explique peut-être l'effet variable des crises financières sur l'économie réelle.



Sources : Haver Analytics; FMI, base de données *International Financial Statistics*; OCDE, base de données analytiques; OCDE, *Perspectives économiques* (2008); calculs des services du FMI.

¹L'échantillon est constant pour toutes les années.

²L'écart entre les médianes est statistiquement significatif pour toutes les valeurs de t . On entend par levier d'endettement des banques les actifs divisés par les fonds propres.

initialement plus élevé que lors d'autres récessions faisant suite à des crises financières, mais diminuant par la suite. La situation des ménages de la zone euro est cependant nettement plus solide, ce qui est une caractéristique distinctive des crises financières non suivies de récessions. Il se pourrait en outre que la zone euro soit moins vulnérable, les systèmes financiers de nombreux pays étant moins concurrentiels qu'aux États-Unis.

Des différences sensibles sont observables entre les pays de la zone euro. La croissance du crédit suit une trajectoire descendante plus prononcée en Irlande et en Espagne qu'ailleurs. Plusieurs pays ont connu des hausses inhabituellement importantes des prix immobiliers et de l'investissement dans l'immobilier d'habitation (encadré 1.2 et chapitre 2), et l'activité dans ce secteur enregistre un ralentissement notable. Enfin, si l'Allemagne affiche des excédents extérieurs substantiels, le déficit du compte des transactions courantes est appréciable dans plusieurs pays, notamment l'Espagne, la Grèce et le Portugal, dans une moindre mesure, l'Irlande (encadré 2.1).

Globalement, ces résultats indiquent que les retombées économiques des turbulences financières pourraient être plus sensibles aux États-Unis que dans la zone euro. Le ralentissement économique aux États-Unis pourrait bien s'aggraver et se transformer en récession. Les données concernant la zone euro semblent correspondre davantage à un schéma de décélération que de récession, et l'évolution de la dynamique paraît accuser un certain décalage.

Conclusions

Le présent chapitre fait appel à un indice des turbulences financières pour analyser des périodes de perturbations sur les marchés bancaires, boursiers et des changes dans 17 pays avancés au cours des 30 dernières années. Il s'efforce de définir les facteurs qui déterminent le degré d'influence des remous financiers sur l'activité économique.

L'analyse observe que les crises financières préludent souvent, mais pas toujours, à un ralentissement économique ou à une récession. L'expansion rapide du crédit, la flambée des

prix immobiliers, et le lourd endettement des ménages et des entreprises sont des éléments qui augmentent tous la probabilité que les remous du système financier entraînent une contraction plus prononcée de l'économie. Les difficultés des banques, en particulier, ont généralement des retombées plus sensibles sur l'activité, malgré l'innovation financière qui a intensifié le rôle des marchés des titres mobiliers dans de nombreux pays. Ce phénomène peut s'expliquer par le caractère procyclique de l'effet de levier, pour les banques d'investissement en particulier, mais aussi pour les banques commerciales dans beaucoup de pays. De fait, le caractère procyclique de l'effet de levier est généralement plus accentué dans les économies dotées de systèmes financiers où prédominent les opérations concurrentielles, par opposition à l'intermédiation classique fondée sur la relation emprunteur-prêteur, ce qui indique que le rôle amplificateur des systèmes financiers dans la propagation des chocs est plus prononcé. En conséquence, quand des chocs secouent les institutions financières fondamentales, les phases de contraction ultérieures sont d'ordinaire plus profondes dans les systèmes concurrentiels. Néanmoins, ces systèmes ne sont généralement pas plus exposés à ce type de chocs, et sont davantage en mesure de réallouer les ressources entre les différents secteurs d'activité pour suivre l'évolution des perspectives économiques.

Si l'on compare la présente crise financière avec des crises antérieures, la probabilité d'une contraction brutale de l'activité économique aux États-Unis demeure substantielle compte tenu des similarités entre la dynamique actuelle des prix des actifs, des ratios de crédit et de la situation financière des ménages et celle d'épisodes antérieurs qui ont été suivis d'une récession. Les facteurs d'atténuation en sont les mesures monétaires rapidement appliquées et le taux d'intérêt réel relativement bas. Dans la zone euro, en revanche, la situation relativement solide des ménages met dans une certaine mesure l'économie à l'abri d'un ralentissement brutal, malgré la hausse appréciable des prix des actifs et du ratio de crédit qui a précédé la tempête financière. Il se peut également que la vulnérabilité de la zone euro à

Tableau 4.4. Six épisodes notables de turbulences financières et de contractions économiques

	Conjoncture initiale							
	Hausse des prix des actifs ¹			Actifs bancaires ²	Ratio de prêt net ³			
	Cours des actions	Prix immobiliers	Crédit/PIB		Ménages	Entreprises		
Finlande, début des années 90	80,0	36,1	16,6	21,0	-6,5	-5,1		
Suède, début des années 90	68,5	17,5	19,1	27,2	...	...
Norvège, début des années 90	73,9	26,5	18,8	27,6	-6,9	-3,6		
Japon, années 90	54,4	12,2	7,4	22,4	5,3	-5,1		
R.-U., début des années 90	19,9	22,9	2,5	16,1	-2,3	-3,4		
É.-U., début des années 90	14,5	4,9	3,1	9,5	-0,4	-0,3		
Moyenne	51,9	20,0	11,3	20,6	-2,1	-3,5		
Turbulences actuelles								
États-Unis	27,7	5,9	3,0	9,9	1,4	-0,7		
Zone euro	44,0	2,9	4,5	9,7	-0,5	-0,4		
Japon ⁴	25,1	5,4	6,4	-0,8	0,1	-2,9		
Royaume-Uni	29,4	3,2	5,1	11,2	-0,8	-0,8		
	Aboutissement							
	Baisse des prix des actifs			Réduction de l'effet de levier macroéconomique ⁷			Nombre de trim. avant la reprise	
	Cours des actions	Prix immobiliers	Crédit/PIB	Actifs bancaires ⁶	Ménages	Entreprises		Pertes de production ⁸
Finlande, début des années 90	-85,9	-39,8	-16,8	-5,1	16,2	17,0	-13,6	27
Suède, début des années 90	-69,5	-20,1	-21,3	-4,9	-5,8	19
Norvège, début des années 90	-76,9	-24,6	-2,7	-12,5	16,5	8,5	-3,9	12
Japon, années 90	-58,5	-11,1	-6,8	-8,5	0,5	15,4	-5,1	19
R.-U., début des années 90	-21,4	-23,3	-5,6	-6,5	9,6	4,4	-2,6	13
É.-U., début des années 90	-21,0	-4,8	-3,8	-5,4	0,8	0,6	-1,3	5
Moyenne	-55,5	-20,6	-9,5	-7,2	8,7	9,2	-5,4	15,8

¹Variations entre le creux et le pic du cycle avant le début de la crise dans le niveau des variables dont la tendance a été extraite (filtre HP).

²Écart en pourcentage maximum du niveau des actifs bancaires dont la tendance a été extraite (filtre HP) avant le début de la crise.

³Écart par rapport à la tendance calculée par le filtre HP l'année avant la crise.

⁴Les chiffres concernant les coefficients de prêt nets portent sur l'année 2006.

⁵Variations entre le creux et le pic du cycle après le début de la crise dans le niveau des variables dont la tendance a été extraite (filtre HP).

⁶Écart en pourcentage minimum du niveau des actifs bancaires dont la tendance a été extraite (filtre HP) après le début de la crise.

⁷Variations entre le creux et le pic du cycle des ratios de prêt nets dont la tendance a été extraite (filtre HP).

⁸Les pertes de productivité sont mesurées comme étant les pertes entre le pic et le creux du cycle en pourcentage du niveau maximum de la production.

un repli plus prononcé soit légèrement moindre du fait que bon nombre de ses systèmes financiers sont moins concurrentiels, comme le montre tout particulièrement le rôle nettement plus restreint du modèle économique «d'octroi et cession» des établissements de crédit hypothécaire.

Un élément qui permet de prévoir si une période de tourmente financière entraînera un ralentissement de l'économie est l'accumulation des facteurs de vulnérabilité des bilans associée à la hausse des prix des actifs et du crédit. Les responsables publics doivent donc surveiller ces indicateurs pendant les phases ascendantes du cycle financier. Ils doivent faire appel à des mesures

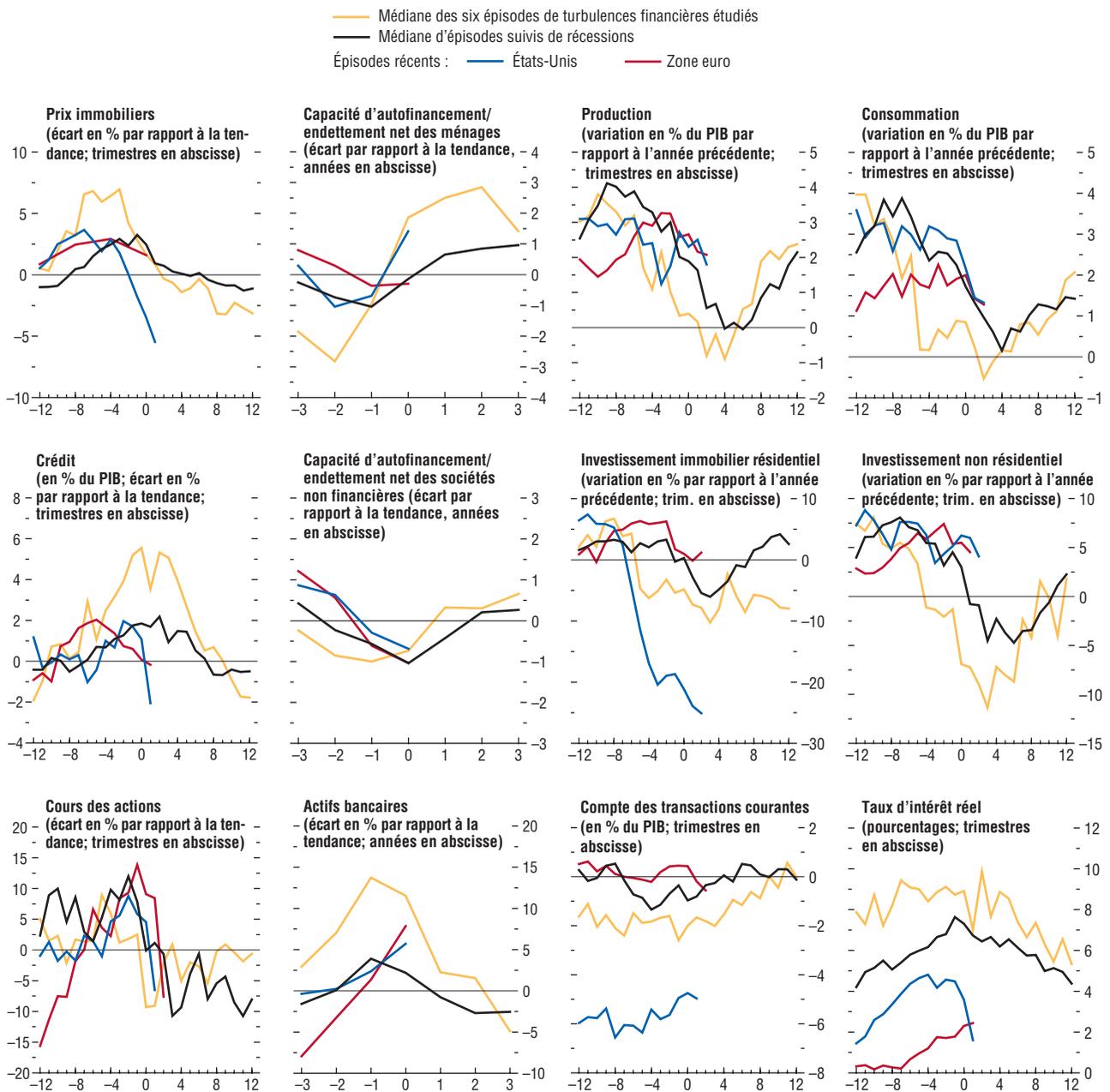
prudentielles et à la politique monétaire pour remédier aux accumulations susceptibles de rendre l'économie vulnérable à une augmentation du manque à produire en cas de choc sévère.

Si une crise financière majeure devait frapper le cœur du système bancaire, la comptabilisation rapide des pertes et l'adoption de mesures visant à favoriser la reconstruction rapide du capital pourront en atténuer les conséquences sur la production. Dans le même temps, les responsables publics devront s'efforcer d'éviter les risques d'effet pervers qu'une stratégie de stabilisation financière pourrait créer à plus long terme.

Graphique 4.15. L'épisode de turbulences financières actuel aux États-Unis et dans la zone euro dans un contexte historique

(Début de l'épisode à t = 0; abscisse comme indiqué)

Les ratios de crédit et les prix des actifs rappellent ceux d'épisodes antérieurs, mais la croissance des actifs bancaires persiste aux États-Unis comme dans la zone euro. La position financière des entreprises était au départ plus solide que lors des épisodes précédents, mais elle se dégrade. Une correction de la situation financière des ménages est en cours aux États-Unis. Le ralentissement de la croissance de la consommation et de l'investissement correspond à ce qui s'est produit au cours d'épisodes antérieurs aux États-Unis, mais ne s'est que récemment amorcé dans la zone euro.



Sources: Banque centrale européenne; Haver Analytics; FMI, base de données *International Financial Statistics*; OCDE, base de données analytiques; OCDE, *Perspectives économiques* (2008); calculs des services du FMI.

¹Toutes les données sont exprimées en termes réels, à l'exception de la capacité d'autofinancement des ménages et des sociétés non financières, et les actifs bancaires.

Encadré 4.1. Pour remédier aux crises du système financier et assainir l'intermédiation financière

Par quels moyens les responsables publics peuvent-ils lutter contre les turbulences financières, y compris celles qui secouent actuellement la planète, de manière à assurer l'assainissement du système financier tout en limitant les retombées sur l'économie et à éviter les aléas moraux à long terme? Des interventions opportunes visant les institutions financières et les emprunteurs peuvent rétablir les bilans et les incitations, amortir le choc négatif d'une crise du système financier sur l'économie, et relancer l'investissement productif. Mais pour cela, les autorités se doivent d'assainir l'intermédiation financière tout en limitant le coût pour les contribuables, évitant une mauvaise affectation des capitaux et maintenant les incitations adéquates.

Principes généraux d'intervention

À en juger par les périodes antérieures de crise du système financier, l'efficacité et le coût des mesures d'intervention sont fonction de quatre éléments fondamentaux¹ :

- L'existence d'un cadre solide destiné à assurer la stabilité du secteur financier facilite la prévention et le contrôle des turbulences financières. Ce cadre a pour éléments essentiels : 1) des sanctions applicables avant la crise aux institutions financières sous-capitalisées qui constituent un risque systémique; 2) des mécanismes juridiques et institutionnels permettant de prendre rapidement des mesures à l'égard des institutions financières fragiles, tels les régimes de faillite spécifiquement conçus pour les banques; 3) des instruments et procédures bien définis pour fermer et rouvrir rapidement les banques; et 4) un dispositif efficace de garantie des dépôts.

L'auteur de cet encadré est Luc Laeven. L'encadré s'inspire en grande part de Calomiris, Klingebiel et Laeven (2005).

¹Pour une présentation générale des ouvrages portant sur les mesures de résolution des crises, voir Hoelscher and Quintyn (2003) et Honohan and Laeven (2005).

- Il est essentiel d'agir rapidement pour minimiser les retombées d'une crise financière sur l'économie réelle. Trop souvent, l'assouplissement temporaire des contraintes réglementaires et l'injection de liquidités ont permis aux institutions financières insolubles de se redresser — simplement pour que l'on constate ultérieurement que le report d'une intervention décisive a accentué les tensions sur le système financier et l'économie. Pour parer à ce problème, les responsables publics doivent imposer une comptabilisation rapide des pertes et prendre des mesures pour faire en sorte que les institutions financières disposent de fonds propres suffisants.
- Pour atténuer les retombées négatives des perturbations du système financier sur l'économie réelle, des mesures d'aide directe aux entreprises et aux ménages s'imposeront éventuellement — des programmes ciblés d'allègement de la dette aux emprunteurs en difficulté et des programmes de restructuration des entreprises par exemple.
- Il conviendra de prendre des dispositions en vue de limiter le coût et les risques d'aléa moral de ces mesures. Les actionnaires doivent d'abord absorber les pertes en diminuant la valeur comptable de leurs fonds propres. En cas de pertes massives, les créanciers doivent également agir en diminuant et en restructurant leurs créances. Les emprunteurs doivent absorber une partie des coûts, surtout s'ils ont été imprudents. Des mécanismes associant l'aide publique (achats d'actions privilégiées par exemple) aux capitaux levés par le secteur privé peuvent également faciliter l'identification des banques qui méritent d'être sauvées et limiter les distorsions ultérieures suscitées par l'aléa moral.

Mesures spécifiques

Les responsables publics peuvent faire appel à un large éventail de mesures d'urgence spécifiques (destinées à juguler la crise) et d'instruments de restructuration (visant à rétablir le

Encadré 4.1 (fin)

fonctionnement normal du système de crédit et les bilans des banques et des emprunteurs).

Les mesures d'urgence sont les suivantes :

1) tolérance réglementaire à l'égard de la sous-capitalisation; 2) injection exceptionnelle de liquidités; 3) garantie publique des dépôts bancaires; et 4) suspension de la convertibilité des dépôts². Chacune d'elles peut avoir des retombées très différentes sur l'offre de crédit et, partant, sur l'activité économique. La mesure appropriée sera choisie selon que la crise a été déclenchée par la perte de confiance des déposants, la constatation (réglementaire) de l'insolvabilité existante, ou les effets d'entraînement de la volatilité des prix des actifs, y compris les tensions sur le taux de change ou les prix immobiliers. Néanmoins, même dans ces situations d'urgence, les conséquences à long terme doivent être prises en considération, le risque étant que le rétablissement de la stabilité au plus fort de la crise amène les banques centrales à accorder des prêts à des institutions financières dont il est quasiment certain qu'elles s'avèreront insolubles.

Les mesures spécifiques sont les suivantes :

1) recapitalisation des institutions financières; 2) recours aux sociétés de gestion de portefeuille pour gérer les encours compromis; 3) annulation de la dette; et 4) incitations à passer les créances irrécouvrables par pertes et profits³. Les pays font généralement appel

²Se fondant sur l'examen d'un échantillon de 40 crises bancaires, Laeven et Valencia (à paraître) montrent que les mesures d'urgence ont souvent consisté en injections de liquidités et en garanties publiques des dépôts bancaires. La tolérance des autorités à l'égard de la sous-capitalisation (par la suspension des réglementations prudentielles et l'autorisation aux banques techniquement insolubles de poursuivre leurs opérations) est aussi une mesure assez répandue. En revanche, les mesures destinées à éviter les paniques bancaires par le gel des dépôts et la fermeture temporaire des banques sont rarement appliquées.

³Laeven et Valencia (à paraître) montrent qu'une recapitalisation des banques est intervenue dans trois quarts des crises qu'ils ont examinées, pour un coût budgétaire moyen de 6 % du PIB. Des sociétés de

à une combinaison de stratégies d'assainissement — certaines étant plutôt orientées vers les institutions financières, d'autres sur les emprunteurs —, démarche qui occasionne souvent des coûts budgétaires substantiels⁴. On trouvera ci-dessous quelques exemples de stratégies d'assainissement.

Recapitalisation. Les mesures visant à renflouer rapidement les fonds propres des institutions financières n'améliorent pas directement la capacité des débiteurs à rembourser, mais permettent aux banques de comptabiliser plus rapidement leurs pertes et facilitent ainsi la restructuration des entreprises. Les recapitalisations appuyées par l'État risquent néanmoins de créer un aléa moral chez les actionnaires, surtout si l'intervention publique est modique au regard de la situation nette déficitaire des institutions bénéficiaires. La comparaison entre les programmes de financement des banques par l'achat d'actions privilégiées adoptés aux États-Unis (à compter de 1933) et au Japon (1998 et 1999) illustre quelques problèmes fondamentaux⁵. Aux États-Unis, le programme prévoyait l'achat d'actions privilégiées pour augmenter les fonds propres des banques ainsi que des mécanismes de sélection des participants et des incitations qui ont permis de veiller à ce que seules les banques qui méritaient d'être sauvées et celles qui géraient plus prudemment leurs risques et la structure de leur fonds propres reçoivent des fonds publics. De plus, les banques qui ont bénéficié d'une assistance ont été assujetties à une surveillance afin de vérifier qu'elles utilisaient l'aide publique à bon escient. Au Japon, en revanche, le premier programme (1998) ne portait que sur des montants limités, visait

gestion de portefeuille ont été établies dans un peu plus de la moitié des cas contenus dans leur base de données.

⁴Le coût budgétaire moyen des interventions de l'État dans les cas étudiés par Laeven et Valencia (à paraître) s'élève à environ 16 % du PIB.

⁵Ensemble, les deux programmes japonais portaient sur un achat de 10 billions de yen (2 % du PIB) de capitaux bancaires par l'État.

principalement des achats de dettes et prêts subordonnés et s'étendait à l'ensemble du système bancaire. Un programme de recapitalisation plus réussi a été mis en place en 1999 : il prévoyait des achats de montants plus élevés d'actions privilégiées, incluant des repères plus rigoureux et concernait moins d'établissements⁶.

Sociétés de gestion d'actifs. Les sociétés de gestion des actifs publics ont pour objectif premier d'accélérer la restructuration financière en prenant en charge les actifs improductifs des banques. Deux exemples de réussite sont les sociétés Securum et Retrieva, en Suède, créées en 1992 pour gérer les prêts en difficulté de deux grandes banques suédoises, Nordbanken et Gota Bank. Les deux sociétés ont réussi à recouvrer une bonne part de leur investissement initial par la vente de leurs actifs. On citera parmi les facteurs qui ont favorisé leur réussite un système judiciaire efficace qui leur a permis de contraindre des débiteurs insolvables à déposer le bilan; le caractère immobilier de leurs actifs, qui a facilité la restructuration; la solidité des mécanismes de gouvernance et la compétence des équipes de direction en place dans les entreprises. D'autres pays ont cependant éprouvé davantage de difficultés à réaliser ces avantages, en partie à cause des déficiences des institutions juridiques, réglementaires et politiques — les actifs bancaires sont souvent transférés aux sociétés de gestion à des prix supérieurs à leur valeur sur le marché, ce qui aboutit à une recapitalisation publique des banques et crée un aléa moral.

⁶La forme que revêt une recapitalisation bancaire dépend du régime d'insolvabilité que le pays applique aux institutions financières. Dans de nombreux pays, les régimes en vigueur ne permettent pas de résoudre rapidement les crises mais, au contraire, les prolongent. Un autre élément à prendre en considération pour assurer la réussite de cette opération est la nécessité d'appliquer rigoureusement les réglementations relatives aux fonds propres des banques, ce qui oblige parfois à imposer des restrictions sur la distribution de dividendes.

Annulation de la dette. Les principaux avantages de cette mesure sont sa simplicité et sa rapidité — l'annulation de la dette évalue d'emblée les créances douteuses et apporte ainsi une aide immédiate aux emprunteurs. Dans le même temps, elle pose cependant des problèmes d'incitation du fait qu'elle ne fait pas supporter les pertes aux emprunteurs et aux actionnaires des banques. Elle peut également ébranler la confiance envers les institutions monétaires et l'état de droit dans la mesure où elle risque d'enfreindre les normes monétaires et de perturber la passation de marchés privés. En dernière analyse, sa réussite dépend de la fréquence avec laquelle elle est utilisée et des caractéristiques de la crise financière⁷. Compte tenu du risque d'abus, elle ne devrait toutefois être envisagée qu'en dernier ressort.

Programmes d'annulation des pertes sur prêts. Ces programmes sont destinés à aider les emprunteurs. Ils peuvent être mis en place rapidement, mais risquent de diminuer les incitations à un comportement prudent du fait qu'ils ne font pas supporter les pertes aux banques ou à leurs emprunteurs.

De manière générale, l'ensemble des mesures adoptées sera pour finir fonction de chaque crise, et devra tenir compte de divers facteurs, notamment la nature et la profondeur de la crise financière et la situation particulière du pays. Les quatre principes d'intervention présentés ici se sont avérés applicables à toutes les situations et devraient être suivis à chaque crise, y compris celle en cours.

⁷L'expérience des États-Unis dans les années 30, lorsque les clauses relatives aux paiements en or des contrats d'endettement ont été abrogées, montre que l'annulation de la dette permet parfois de résoudre les problèmes de coordination liés aux renégociations de la dette. Peu de créanciers étaient disposés à supprimer ces clauses de leur plein gré, mais lorsqu'ils ont été contraints de le faire collectivement, l'amélioration de la situation économique globale a été bénéfique aux créanciers comme aux débiteurs.

Appendice 4.1. Données et méthodologie

Les principaux auteurs de cet appendice sont Angela Espiritu et Gavin Asdorian.

Tableau 4.5. Données

Variable	Source	Périodicité
PIB	Haver Analytics, Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), base de données analytiques	Trim.
Cours au comptant moyen du pétrole	Base de données des <i>Perspectives de l'économie mondiale</i>	Trimes- trielles
Inflation de l'IPC	Haver Analytics, OCDE, base de données analytiques	Trimes- trielles
Consommation privée en termes réels	OCDE, base de données analytiques	Trimes- trielles
Masse monétaire	OCDE, base de données analytiques	Trimes- trielles
Taux d'intérêt	Haver Analytics, base de données des <i>Statistiques financières internationales (SFI)</i>	Trimes- trielles
Indice boursier du secteur bancaire	Thomson Datastream, Haver Analytics	Men- suelles
Indice boursier	OCDE	Men- suelles
Taux interbancaire offert à Londres à trois mois (LIBOR) ou taux des billets de trésorerie	Haver Analytics	Men- suelles
Taux directeur à court terme	Haver Analytics	Men- suelles
Rendement des obligations d'État	Haver Analytics, Thomson Datastream	Men- suelles
Rendement des obligations de sociétés	Thomson Datastream, Haver Analytics	Men- suelles
Taux de change effectif réel	Fonds monétaire international	Men- suelles
Investissement immobilier	OCDE, base de données analytiques	Trimes- trielles
Investissement non résidentiel	OCDE, base de données analytiques	Trimes- trielles
Compte des transactions courantes	OCDE, base de données analytiques	Trimes- trielles
Prix réel du logement	OCDE	Trimes- trielles
Crédit	Base de données des <i>SFI</i>	Trimes- trielles
Capacité de financement des ménages	OCDE	Annuelles

Variable	Source	Périodicité
Capacité de financement des administrations publiques	OCDE	Annuelles
Capacité de financement des sociétés non financières	OCDE	Annuelles
Actifs bancaires	OCDE	Annuelles
Fonds propres bancaires	OCDE	Annuelles

Indice de turbulences financières

Nous décrivons ici les éléments et la méthodologie utilisés pour construire l'indice de turbulences financières (ITF). Celui-ci est une moyenne pondérée à variance égale de sept variables, regroupées en trois catégories.

Secteur bancaire

- Secteur bancaire β : covariance mobile sur 12 mois du taux de variation en glissement annuel de l'indice des actions du secteur bancaire d'un pays et de son indice boursier global, divisée par la variance mobile sur 12 mois du taux de variation en glissement annuel de l'indice boursier global. Sources : Thomson Datastream, Haver Analytics et OCDE.
- Spread TED : taux du LIBOR à trois mois ou taux des billets de trésorerie, moins le taux directeur à court terme. Source : Haver Analytics.
- Écart inversé taux court-taux long : taux directeur à court terme moins taux directeur à long terme. Sources : Thomson Datastream et Haver Analytics.

Marché des titres mobiliers

- Écart de rendement des obligations d'entreprise : le rendement des obligations d'entreprise moins le rendement des obligations d'État à long terme. Sources : Thomson Datastream et Haver Analytics
- Baisse des actions : indice boursier à $t-1$ moins indice boursier à t , divisé ensuite par l'indice boursier à $t-1$. Source : OCDE.

- Volatilité boursière variable dans le temps : volatilité GARCH(1,1) du rendement mensuel de l'indice boursier global. Source : OCDE.

Marché des changes

- Volatilité du taux de change effectif réel variable dans le temps : volatilité GARCH(1,1) du taux de variation mensuel du taux de change effectif réel. Source : FMI.

Au départ, toutes les composantes ont une périodicité mensuelle. L'indice est construit à partir de la moyenne de ces composantes après ajustement pour tenir compte de la moyenne de l'échantillon et après normalisation par l'écart-type de l'échantillon. Il est ensuite recalculé de manière à couvrir une échelle allant de 0 à 100. Il est enfin converti en périodicité trimestrielle en prenant la moyenne des données mensuelles. L'ITF est disponible pour 17 pays avancés à partir de 1980²⁴.

Les périodes de turbulences financières sont détectées lorsque l'indice se situe un écart-type au-dessus de sa tendance. Celles qui ne sont séparées que de deux trimestres sont considérées comme un seul épisode. Pour définir la cause d'un épisode de secousses financières (lié au marché bancaire, au marché boursier ou au marché des changes), nous observons l'évolution de l'ITF entre le trimestre précédant le début de l'épisode et la valeur maximale de l'indice pendant celui-ci. Si l'essentiel de la hausse provient des composantes du secteur bancaire, l'ITF est classé dans la catégorie «bancaire». La même règle s'applique si l'évolution tient principalement aux composantes du marché des titres mobiliers ou du marché des changes. Par ailleurs, si le secteur bancaire contribue pour un tiers au moins de l'évolution de l'ITF, l'épisode est également rangé dans la catégorie «bancaire».

²⁴Les chiffres concernant le rendement à long terme des obligations d'entreprise n'étaient pas disponibles pour la Grèce, l'Irlande, la Nouvelle-Zélande et le Portugal. Ils n'ont donc pas été pris en compte dans l'échantillon.

Coût du capital

Le «coût du capital» désigne ici la moyenne pondérée du coût réel des prêts bancaires, du coût réel de la dette et du coût réel des fonds propres, les coefficients de pondération retenus étant les parts relatives des fonds propres, des obligations et des prêts dans les engagements non financiers des entreprises. Le coût du capital se fonde sur les calculs présentés à l'encadré 4 (page 37) du *Bulletin mensuel* de la Banque centrale européenne (BCE) de mars 2005. Le coût réel des prêts bancaires, de la dette et des fonds propres est calculé comme suit :

- Coût réel des prêts bancaires : taux prêteurs moins les anticipations à un an de l'inflation fournies par le Consensus économique. Sources : SFI, BCE et Consensus économique.
- Coût réel de la dette : rendement des obligations d'entreprises moins les anticipations à un an de l'inflation fournies par le Consensus économique. Sources : Thomson Datastream, Haver Analytics et Consensus économique.
- Coût réel des fonds propres : calculé au moyen d'un modèle décrit à l'encadré 2 (p. 76) du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2004. En utilisant les données disponibles pour les autres variables, on peut calculer le coût réel des fonds propres, h_p , par l'équation suivante :

$$P_t = \frac{D_t[(1+g) + 8(g_t^{IBES} - g)]}{h_t - g},$$

où

P_t = le prix réel de l'action,

D_t = le niveau actuel des dividendes réels,

g_t^{IBES} = Prévisions «à long terme» de la croissance des bénéfices par action établies par l'Institutional Brokers Estimate System (IBES), moins les prévisions d'inflation à long terme du Consensus économique,

g = taux de croissance à long terme des dividendes réels, supposé constant à 2,5%.

Le coût global du capital est calculé par la moyenne pondérée de ces trois composantes, les coefficients de pondération retenus étant respectivement comme les prêts, la dette et les fonds propres en part des engagements non financiers

des entreprises figurant dans la base de données des comptes nationaux de l'OCDE.

Données de Bankscope

Deux jeux de données ont été construits au moyen de données bancaires extraites de la base de données Bankscope²⁵. Le premier couvre uniquement les banques d'investissement telles que classées dans la base de données («Investment Bank/Securities House»). Le second, désigné dans le chapitre sous le nom de «banques commerciales», comprend les banques comprises dans les catégories suivantes de la base Bankscope : «Commercial Bank», «Savings Bank», «Cooperative Bank», «Real Estate/Mortgage Bank», et «Medium & Long-Term Credit Bank».

Échantillon de banques

Banques d'investissement

L'échantillon comprend des banques qui comptaient parmi les 50 premières banques d'investissement mondiales en termes de montant total des actifs au cours d'une ou de plusieurs années entre 1988 et 2007.

Banques commerciales

L'échantillon est composé de banques qui comptaient parmi les 10 premières²⁶ de chaque pays, en termes de montant total des actifs, pendant une ou plusieurs années entre 1988 et 2007. Il comprend également les banques qui avaient été achetées par l'une des 10 premières banques ou avaient fusionné avec elle. (Voir plus loin l'explication concernant la comptabilisation des fusions et acquisitions).

Le nombre de banques commerciales utilisé dans l'échantillon pour chaque pays a été choisi de manière à fournir un échantillon représentatif de l'activité bancaire nationale. Le tableau 4.6 présente la part moyenne annuelle du total des actifs bancaires (tels que communiqués

²⁵Base de données Bankscope, publiée par Bureau van Dijk Electronic Publishing (BvDEP). www.bvdep.com.

²⁶Les 30 premières banques pour le Royaume-Uni et le Japon; les 50 premières banques pour les États-Unis.

Tableau 4.6. Part annuelle moyenne des banques de l'échantillon dans le total des actifs bancaires

Pays	Nombre de grandes banques présentes une année dans l'échantillon	Pourcentage du total des actifs bancaires du pays
Allemagne	10	65
Australie	10	78
Autriche	10	71
Belgique	10	94
Canada	10	88
Danemark	10	92
Espagne	10	78
États-Unis	50	60
Finlande	10	79
France	10	73
Italie	10	40
Japon	30	74
Norvège	10	78
Pays-Bas	10	90
Royaume-Uni	30	67
Suède	10	94
Suisse	10	64

par l'OCDE) représentée par les banques de l'échantillon.

Bilans consolidés et bilans non consolidés

Banques d'investissement

Pour les banques d'investissement, on a utilisé les chiffres des états financiers consolidés. Dans les cas où ils n'étaient pas disponibles, on a fait appel à ceux des états financiers non consolidés.

Banques commerciales

Afin d'isoler dans toute la mesure du possible les activités nationales des banques commerciales, on a utilisé pour celles comprises dans l'échantillon les chiffres des états financiers non consolidés. Dans les cas où ils n'étaient disponibles, on a fait appel aux chiffres des états consolidés.

Dans le cas où les états financiers étaient de même type (consolidés ou non consolidés), on a combiné les données de plusieurs états financiers d'une même banque pour constituer un ensemble unique de données au niveau des banques. On a par ailleurs retiré des données (par pays, dans le cas des banques commerciales) les observations dans lesquelles le taux de croissance du total des actifs était supérieur au 95^e percentile ou inférieur au 5^e.

Fusions et acquisitions

Aux fins de cohérence, les banques qui ont été achetées par des banques faisant partie de l'échantillon original ou qui ont fusionné avec elles ont également été intégrées au jeu de données. Pour les années précédant la fusion ou l'acquisition, les banques concernées par cette opération ont été traitées séparément; pour les années suivant la fusion ou l'acquisition, la banque issue de cette opération a naturellement été intégrée sous forme d'entité unique dans la base de données. Pour calculer les changements de niveau ou le taux de croissance d'une banque au cours de l'année de la fusion ou de l'acquisition, on a additionné les valeurs de données des banques y participant de manière à définir un point de données pour l'année précédant cette opération.

Bibliographie

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008a, "Financial Intermediary Leverage and Value at Risk," Staff Report No. 338 (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- , 2008b, "Liquidity and Leverage," Staff Report No. 328 (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- Altunbas, Yener, Leonardo Gambacorta, and David Marqués, 2007, "Securitisation and the Bank Lending Channel," ECB Working Paper No. 838 (Frankfurt am Main: European Central Bank).
- Bayoumi, Tamim, and Ola Melander, 2008, "Credit Matters: Empirical Evidence on U.S. Macro-Financial Linkages," IMF Working Paper 08/169 (Washington: International Monetary Fund).
- Bernanke, Ben, and Mark Gertler, 1995, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 (Autumn), p. 27–48.
- , and Simon Gilchrist, 1999, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1C (Amsterdam: North-Holland), p. 1341–93.
- Bernanke, Ben, Cara Lown, and Benjamin Friedman, 1991, "The Credit Crunch," *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, Brookings Institution, p. 205–47.
- Borio, Claudio, 2007, "Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy," BIS Working Paper No. 237 (Basel: Bank for International Settlements, October).
- Calomiris, Charles W., Daniela Klingebiel, and Luc Laeven, 2005, "Financial Crisis Policies and Resolution Mechanisms: A Taxonomy from Cross-Country Experience," in *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, ed. by Patrick Honohan and Luc Laeven (Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press), p. 25–75.
- Caprio, Gerard, and Daniela Klingebiel, 2003, "Episodes of Systematic and Borderline Financial Crises," Dataset 1 (Washington: World Bank).
- Cihak, Martin, and Petya Koeva Brooks, forthcoming, "From Subprime Loans to Subprime Growth? Evidence for the Euro Area," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches and Busts?" (unpublished; Washington: International Monetary Fund, August 5).
- Fonds monétaire international (FMI), 2008, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, October).
- Goodhart, Charles, 1996, "An Incentive Structure for Financial Regulation," LSE Financial Markets Group Special Paper No. 88 (London: London School of Economics and Political Science, July).
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49 (March), p. 365–81.
- Hoelscher, David S., and Marc Quintyn, 2003, *Managing Systemic Banking Crises* (Washington: International Monetary Fund).
- Honohan, Patrick, and Luc Laeven, eds., 2005, *Financial Crises: Containment and Resolution* (Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press).
- Illing, Mark, and Ying Liu, 2006, "Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada," *Journal of Financial Stability*, Vol. 2 (October), p. 243–65.
- J.P. Morgan Research, 2008, "Credit and Growth: The Case of the Euro Area" (June 19).
- Kaminsky, Graciela, and Carmen Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89 (June), p. 473–500.

- Kashyap, Anil, Raghuram Rajan, and Jeremy Stein, 2008, "Rethinking Capital Regulation," paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, "Maintaining Stability in a Changing Financial System," Jackson Hole, Wyoming, August 21–23.
- Kashyap, Anil, and Jeremy Stein, 1995, "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 42 (June), p. 151–95.
- Kindleberger, Charles, and Robert Aliber, 2005, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 5th ed.).
- Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (April), p. 211–48.
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, forthcoming, "Systemic Banking Crises: A New Database" Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Leamer, Edward, 2007, "Housing Is the Business Cycle," presented at the Jackson Hole Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, August 30–September 1, 2007.
- Minsky, Hyman, 1992, "The Financial Instability Hypothesis," Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74 (Annandale-on-Hudson, New York: Bard College, May).
- Peek, Joe, and Eric Rosengren, 1995, "The Capital Crunch: Neither a Borrower Nor a Lender Be," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No. 3, p. 625–38.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, 2003, "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance," CEPR Discussion Paper No. 3865 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No. 1 (February), p. 1–48.
- , 2008, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," NBER Working Paper No. 13761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Shiller, Robert J., 1999, "Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence," NBER Working Paper No. 7008 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Shin, Hyun Song, 2008, "Reflections on Modern Bank Runs: A Case Study of Northern Rock," Working Paper (unpublished; Princeton, New Jersey: Princeton University).

Nous nous demanderons dans ce chapitre s'il y a lieu de prendre des mesures de politique budgétaire pour lutter contre les fluctuations du cycle économique, et en particulier contre ses phases descendantes. Les mesures discrétionnaires réussissent-elles à stimuler la production, ou au contraire font-elles plus de mal que de bien? De nouvelles données présentées ici, tant sur les pays émergents que sur les pays avancés, montrent que les mesures budgétaires de stimulation de l'économie peuvent avoir des effets positifs, même s'ils sont faibles. Les décideurs doivent cependant faire preuve de la plus grande prudence et choisir le moment opportun d'appliquer les programmes de relance en veillant à ce qu'ils ne s'installent pas dans la durée et ne suscitent pas d'inquiétudes sur la viabilité de la dette. En conclusion, ce chapitre analyse les moyens de rendre plus efficaces les stabilisateurs automatiques et d'améliorer la gestion des affaires publiques de façon à réduire la crainte d'une «préférence pour l'emprunt» que suscitent les mesures discrétionnaires.

Ces derniers mois, les économies ont été secouées par la chute du prix des actifs, la hausse du coût des matières premières et du crédit et un déclin de la confiance. Des voix se sont de nouveau élevées appelant les pouvoirs publics à recourir à une politique budgétaire active pour aider les banques centrales à éviter que l'activité ralentisse brusquement. Une fois encore, le rôle que doit jouer la politique budgétaire dans la gestion du cycle conjoncturel, en particulier durant les phases descendantes, fait l'objet d'un débat animé et plusieurs questions se posent : les mesures discrétionnaires sont-elles utiles ou leur arrive-t-il de faire plus de mal que de bien? À quel

Les principaux auteurs de ce chapitre sont Alasdair Scott (chef d'équipe), Steven Barnett, Mark De Broeck, Anna Ivanova, Daehaeng Kim, Michael Kumhof, Douglas Laxton, Daniel Leigh, Sven Jari Stehn et Steven Symansky, avec la participation d'Elaine Hensle, Annette Kyobe, Susanna Mursula et Ben Sutton.

moment sont-elles le plus efficaces? Quand est-il préférable de simplement laisser les stabilisateurs automatiques jouer leur rôle?

La place que doit prendre la politique budgétaire dans la gestion du cycle conjoncturel fait débat depuis plusieurs années. Selon une école de pensée, on peut utiliser judicieusement les impôts, les transferts et les dépenses pour faire face aux fluctuations de l'activité économique, en particulier dans la mesure où ces fluctuations sont essentiellement dues à une perte d'équilibre des marchés et non à des changements de facteurs fondamentaux comme la productivité. D'autres affirment qu'en règle générale les mesures de politique budgétaire soit sont inefficaces, soit aggravent la situation, car elles sont prises à des moments peu favorables ou créent des distorsions préjudiciables. Ce dernier point de vue ayant dominé le débat de ces vingt dernières années, la politique budgétaire a été reléguée au second plan derrière la politique monétaire. Dans le même temps, on a toutefois pris conscience du fait qu'il faut parfois soutenir la politique monétaire par des mesures de relance par le budget. C'est le cas par exemple lorsque les taux d'intérêt nominaux sont proches de zéro, ou lorsque les canaux de transmission de la politique monétaire rencontrent, d'une façon ou d'une autre, des obstacles.

Compte tenu de ces considérations, ce chapitre jette un regard neuf sur le rôle de la politique budgétaire pendant les phases de ralentissement économique. Ses principaux objectifs sont les suivants : 1) étudier comment la politique de finances publiques a généralement réagi aux phases de ralentissement; 2) examiner les effets sur l'activité économique des mesures de relance budgétaire prises durant ces phases de ralentissement; 3) mettre en évidence les principaux facteurs qui influent sur les résultats des mesures budgétaires et 4) formuler des propositions, en tenant compte à la fois de données

empiriques et de l'éclairage apporté par les travaux théoriques de façon à déterminer a) s'il y a lieu de prendre des mesures discrétionnaires et à quel moment le faire, b) quelles sont les conséquences du recours à différents instruments de politique budgétaire et c) quel est le bon équilibre entre stabilisateurs automatiques et mesures discrétionnaires.

Nous tenterons dans ce chapitre d'apporter notre pierre aux nombreuses études sur le rôle anticyclique de la politique budgétaire, et ce de trois façons. Premièrement, nous évaluerons précisément si les mesures discrétionnaires prises pour faire face aux phases descendantes du cycle économique ont été adoptées en temps voulu et ont été temporaires. Deuxièmement, alors que les études précédentes se sont pour la plupart intéressées essentiellement aux effets de l'action gouvernementale dans les pays avancés, ce chapitre se penche également sur les données qui concernent les pays émergents. Enfin, il complète une analyse empirique par une analyse par simulation afin de déterminer comment les multiplicateurs budgétaires varient suivant les instruments budgétaires choisis et les caractéristiques de l'économie.

Si l'on étudie la politique des pouvoirs publics, il apparaît que les mesures discrétionnaires ont été prises à des moments plus appropriés que certains critiques le laissent entendre. Il y a néanmoins lieu de se demander si les trains de mesures budgétaires de stimulation de l'économie sont temporaires, et de s'interroger sur leurs conséquences sur la trajectoire de la dette publique. Les données empiriques permettent de penser que les mesures discrétionnaires de relance budgétaire ont un léger effet positif sur la croissance de la production dans les pays avancés, alors que cet effet semble limité dans les pays émergents. Ceci peut s'expliquer par des problèmes de crédibilité, en particulier des craintes au sujet de la dette. Des expériences de simulation montrent que les multiplicateurs budgétaires peuvent varier considérablement en fonction de l'instrument utilisé, de l'ampleur de la politique d'accompagnement monétaire et du type d'économie. Comme l'indiquent les don-

nées empiriques, si les primes de risque sur les taux d'intérêt augmentent en raison des craintes quant à la viabilité de la dette, les multiplicateurs budgétaires peuvent devenir négatifs, ce qui tend à démontrer que les mesures discrétionnaires peuvent faire plus de mal que de bien.

Cela signifie-t-il pour autant que les mesures anticycliques n'ont aucun rôle à jouer? Dans la pratique, l'importance des stabilisateurs automatiques est proportionnelle au rôle de l'État dans l'économie (taille de l'État). Or, on associe généralement un État plus important à une baisse de la croissance. Compte tenu de cette dichotomie, il est intéressant de se demander s'il est possible d'élaborer des règles budgétaires anticycliques et un cadre de politique budgétaire permettant à la politique budgétaire de lisser les fluctuations de la production et des revenus au cours des cycles économiques, et cela sans augmenter la taille de l'État ni menacer la viabilité de la dette.

Ce chapitre s'articule comme suit : la première partie passe brièvement en revue les travaux empiriques et théoriques sur le rôle de la politique budgétaire dans la stabilisation de la production. Les deux parties suivantes commencent par présenter les résultats de nouveaux travaux empiriques qui décrivent comment la politique budgétaire a été utilisée à la fois dans les pays avancés et les pays émergents, puis analysent les effets de cette politique. La dernière partie examine, à l'aide d'une analyse formelle par simulation, l'efficacité de différentes mesures de relance possibles et leurs effets sur plusieurs facteurs macroéconomiques lorsque cette politique est mise en œuvre. La conclusion formule quelques suggestions.

Comprendre le débat sur la politique budgétaire

De façon générale, la politique budgétaire peut stabiliser le cycle conjoncturel de deux manières. L'une fait appel aux stabilisateurs automatiques, qui découlent d'éléments du régime fiscal qui varient naturellement avec l'évolution de l'activité économique. Ainsi, lorsque la production baisse, les recettes fiscales diminuent aussi et

les allocations de chômage augmentent¹. Quant à la politique budgétaire discrétionnaire, elle suppose de modifier activement les politiques qui ont un effet sur les dépenses publiques, la fiscalité et les transferts, et elle est souvent adoptée pour d'autres raisons que la stabilisation.

Par nature, les stabilisateurs automatiques jouent un rôle immédiat durant les phases descendantes du cycle conjoncturel. D'ordinaire, ce sont cependant des sous-produits d'autres objectifs de la politique de finances publiques. C'est pourquoi la taille des stabilisateurs automatiques est généralement liée à la taille de l'État (voir par exemple Fatás and Mihov, 2001), ce qui tend à démontrer qu'une augmentation de la taille de l'État peut contribuer à atténuer la volatilité de la production (voir Galí, 1994). Toutefois, nombreux sont ceux qui soutiennent que des administrations plus importantes freinent la croissance à long terme. Il pourrait par conséquent y avoir une contradiction entre l'accroissement de la stabilité et l'amélioration de l'efficacité économique. De plus, l'efficacité des stabilisateurs automatiques pourrait être plus une question de conception adéquate qu'une question de taille.

Les stabilisateurs automatiques ayant souvent un champ d'application limité (on trouvera à l'encadré 5.1 une analyse de leur rôle dans les différentes économies), on encourage souvent à recourir activement à des mesures budgétaires discrétionnaires comme outils de régulation de la conjoncture. Certains sceptiques doutent cependant de la capacité des pouvoirs publics d'adopter des mesures au moment propice, ainsi que des effets macroéconomiques des mesures budgétaires discrétionnaires et des conséquences à long terme pour la viabilité budgétaire.

Ils font valoir que le corps législatif ne peut pas prendre assez rapidement de mesures budgétaires discrétionnaires, surtout par comparaison avec la rapidité avec laquelle les banques

centrales peuvent changer leur taux directeur. On court donc le risque de prendre des mesures de relance au moment même où l'économie se redresse. De plus, les critiques de cette approche estiment que ces mesures risquent d'être mal ciblées et d'être plutôt axées sur des recettes et des dépenses publiques inutiles et génératrices de distorsions qui tiennent davantage compte de groupes de pression que des besoins de l'économie. En outre, il ne semble pas que l'on puisse y mettre fin suffisamment vite pour préserver la viabilité budgétaire. Ainsi, de très nombreuses données montrent que dans les pays émergents et les pays en développement, la politique budgétaire est davantage procyclique qu'anticyclique. Ce phénomène est dû en partie au fait qu'il est avantageux, sur le plan politique, d'enregistrer des déficits plus lourds lorsque la situation est saine et que les financements sont disponibles (Talvi and Végh, 2000).

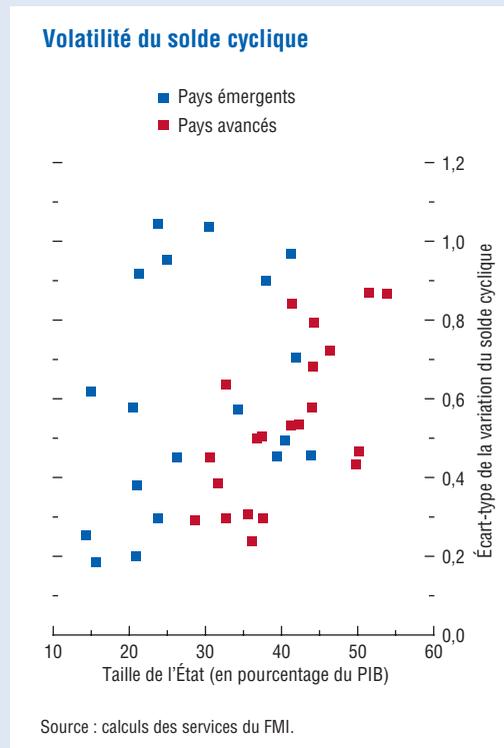
Même si l'on peut prendre rapidement des mesures de relance budgétaire, cela signifie-t-il pour autant qu'il est justifié d'adopter des mesures discrétionnaires? Cette question fait encore l'objet d'un vaste débat et d'un faible consensus théorique. Selon la théorie keynésienne classique, la consommation et l'investissement privés sont alimentés par le revenu courant, ce qui signifie que la production est très sensible aux changements de la politique budgétaire. Or la politique budgétaire peut être beaucoup moins efficace dans une économie ouverte, suivant le degré de mobilité des capitaux et le régime des changes, car les mesures de relance budgétaire risquent purement et simplement de subir une forte déperdition. Outre les arguments traditionnels sur l'effet d'éviction, de nombreux théoriciens néoclassiques insistent sur l'effet des anticipations sur les revenus et les impôts futurs, en faisant valoir que les multiplicateurs budgétaires ont toutes chances d'être faibles, car les ménages tournés vers l'avenir comprennent que des mesures temporaires de relance budgétaire ont peu d'effet sur le revenu qu'ils génèrent durant leur vie entière. Les multiplicateurs peuvent même être négatifs si l'augmentation des dépenses publiques se traduit par une réduction de la consommation et de l'investissement privés

¹C'est pourquoi l'efficacité des stabilisateurs automatiques dépend du volume des transferts (le montant de l'assurance chômage par exemple), de la progressivité du système fiscal et des effets des impôts et des transferts sur le taux d'activité et la demande de main-d'œuvre et de capitaux.

Encadré 5.1. Les stabilisateurs automatiques — Importance et rapports avec la politique budgétaire discrétionnaire

On se demandera dans cet encadré quelle est l'importance des stabilisateurs automatiques en étudiant leur effet quantitatif sur le solde budgétaire, en particulier par comparaison avec la politique budgétaire discrétionnaire. On remarque tout d'abord que l'effet des stabilisateurs automatiques sur le solde primaire varie selon les pays. La volatilité du solde primaire est due davantage à un changement de la politique discrétionnaire qu'aux stabilisateurs automatiques. Cependant, dans de nombreux pays, les réformes des politiques discrétionnaires ne sont pas bien synchronisées avec le cycle économique, ce qui semble indiquer que les stabilisateurs automatiques jouent souvent un rôle plus important dans l'adoption de mesures anticycliques systématiques.

Les stabilisateurs automatiques sont mesurés à partir de l'évolution des soldes cycliques estimés dans l'analyse événementielle qui figure dans le texte principal de ce chapitre¹. L'effet des stabilisateurs automatiques sur les résultats budgétaires varie selon les pays, et est positivement corrélé à la fois à la taille de l'État et à la volatilité de la production. La taille de l'État est une bonne variable de substitution de la taille des stabilisateurs automatiques, et est indiquée en abscisse dans le premier graphique². La volatilité réalisée du solde cyclique — mesurée comme étant l'écart-type de la variation du solde cyclique — est approximativement égale à la taille de l'État multipliée par la volatilité de l'écart de production. Le premier graphique montre que même si les pays émergents ont un secteur public plus restreint, ils connaissent généralement une plus forte volatilité de leur solde cyclique que les pays avancés. Ceci s'explique essentiellement par le fait que les pays



émergents ont un écart de production plus volatile. Cependant, si l'on examine séparément les pays émergents et les pays avancés (pour tenir compte de la plus grande volatilité de la production dans les pays émergents), on constate une corrélation positive entre la taille de l'État et la volatilité du solde cyclique. En d'autres termes, les pays qui ont des stabilisateurs automatiques plus importants connaissent une plus grande variation de leur solde cyclique³.

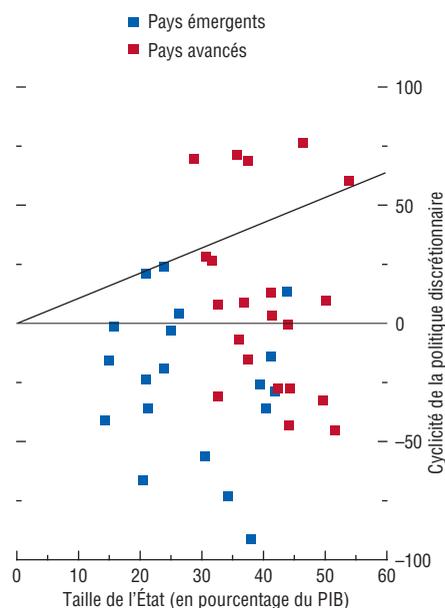
Les réformes de la politique budgétaire discrétionnaire jouent cependant un plus grand rôle dans la volatilité des soldes primaires que les stabilisateurs automatiques. En moyenne, la vola-

L'auteur principal de cet encadré est Steven Barnett.
¹L'analyse qui est faite dans cet encadré utilise l'indicateur de relance budgétaire par élasticité et porte sur la période 1992–2007.

²Balassone et Kumar (2007) en expliquent les raisons à l'encadré 4.2. Cette constatation générale est robuste quelles que soient les hypothèses sur l'élasticité-revenu.

³On observe cependant une corrélation négative entre la taille de l'État et la volatilité de la production (Andrés, Doménech, and Fatás, 2008, par exemple), qui tempérerait la relation mécanique positive que l'on constate par ailleurs entre la taille de l'État et la volatilité du solde cyclique.

Cyclicité du solde structurel



Source : calculs des services du FMI.

tilité du solde corrigé des variations cycliques est environ trois fois plus grande que celle du solde cyclique. C'est le cas des pays avancés et des pays émergents. Toutefois, le rôle anticyclique de ces réformes varie selon qu'elles sont bien synchronisées ou non avec le cycle économique. Pour étudier cette question de façon empirique, on compare un indicateur de la cyclicité de la politique budgétaire discrétionnaire à la taille des stabilisateurs automatiques⁴. Le deuxième graphique montre que les mesures discrétionnaires de relance budgétaire sont généralement plus

⁴La cyclicité de la politique budgétaire est mesurée par une régression, calculée en différences premières, avec le solde primaire corrigé des variations cycliques comme variable dépendante et l'écart de production comme variable explicative. Un coefficient positif indique une politique plus anticyclique. Cette régression risque cependant de poser des problèmes, car elle ne tient pas compte de la relation (endogénéité) entre la politique budgétaire et l'écart de production.

anticycliques dans les pays avancés (lorsque l'action anticyclique de la politique discrétionnaire est supérieure à zéro), mais souvent procycliques dans les pays émergents (inférieure à zéro). Les unités des deux axes sont comparables et indiquent la variation en points de pourcentage du solde respectif (après l'avoir divisé par 100) pour une augmentation d'un point de pourcentage de l'écart de production. Si un pays se situe au-dessus de la ligne à 45 degrés, cela signifie que la politique discrétionnaire rend la politique budgétaire globale plus anticyclique que ne le font les stabilisateurs automatiques. On voit que cela ne se produit que rarement, y compris dans certains pays anglophones dans lesquels la taille de l'État est restreinte, ainsi que dans certains pays nordiques où l'État est plus grand. Peu de données systématiques montrent cependant que les pays dont la taille de l'administration est plus réduite compensent la plus grande faiblesse de leurs stabilisateurs automatiques en menant une politique plus discrétionnaire.

Dans l'ensemble, ces constats tendent à démontrer que 1) les stabilisateurs automatiques ont, de façon générale, joué un rôle anticyclique plus systématique que les politiques budgétaires discrétionnaires et que 2) les réformes des politiques discrétionnaires sont soit prises à des moments peu propices, soit liées à des facteurs autres que la stabilisation de la production. Il faut cependant apporter une réserve, à savoir que la politique budgétaire discrétionnaire est mesurée par le solde corrigé des variations cycliques qui est, comme on l'a vu dans le texte principal, une variable de substitution imparfaite, car elle risque de prendre également en compte des facteurs indépendants des variations discrétionnaires, en particulier l'évolution du prix des actifs.

L'évolution du prix des actifs a des effets directs sur les transactions financières et les taxes sur les plus-values, mais a aussi des conséquences plus vastes et indirectes sur les recettes, en particulier sous forme d'un effet de patrimoine sur la consommation. Dans la mesure où cette évolution ne suit pas exactement le cycle économique (ainsi, les fluctua-

Encadré 5.1. (fin)

tions sont amplifiées par rapport à celles de l'écart de production), l'effet sur les recettes ne sera pas restitué par l'élasticité des recettes fiscales et fera partie de la composante des recettes corrigée des variations cycliques. Dans une étude qui n'a pas été publiée, les services du FMI ont préparé des estimations économétriques de la sensibilité à court terme des recettes fiscales corrigées des variations cycliques par rapport aux fluctuations du prix des logements et du cours des actions dans les pays du G-7. Les données sur les recettes corrigées des variations cycliques sont calculées à l'aide

des méthodes traditionnelles d'ajustement, de façon à obtenir des résultats cohérents. Ces estimations indiquent qu'une baisse de 1 % à la fois du prix des logements et du cours des actions pourrait réduire les recettes fiscales totales de près de 1 % au maximum, la diminution du prix des logements étant responsable de la majorité de la réduction. Elles montrent également que le Canada, les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni sont plus sensibles aux fluctuations du prix des logements et du cours des actions que les pays du G-7 d'Europe continentale.

qui en neutralise les effets². En revanche, des travaux récents appliquant des modèles dits néo-keynésiens démontrent qu'une hausse de la consommation publique peut tout de même avoir des effets positifs sur la consommation et les salaires réels s'il existe des rigidités réelles et nominales et des contraintes de liquidités (voir par exemple Galí, 2006). Ces modèles montrent également que les mesures temporaires de relance budgétaire ne sont pas toutes inefficaces. Ainsi, celles qui incitent à changer le calendrier de consommation — une modification des taxes à la consommation par exemple — ont plus de chances d'être efficaces lorsqu'il est entendu qu'elles sont temporaires, et non pas permanentes.

Ces dernières années, on pourrait dire que quatre facteurs sont devenus de plus en plus décisifs :

- *L'ampleur des rigidités du marché* : Il est possible que les rigidités des marchés des produits et du travail aient diminué au fil du temps grâce aux réformes microéconomiques, et que le crédit soit devenu plus accessible, réduisant ainsi les multiplicateurs budgétaires.
- *Le cadre de la politique monétaire* : On peut prévoir que la politique budgétaire aura davantage de poids si elle est prise en compte par la politique monétaire. L'effet d'éviction en sera alors diminué.
- *La mondialisation et l'ouverture* : Dans la mesure où les économies sont plus intégrées — c'est-à-dire qu'une part plus grande de la demande intérieure porte sur des biens importés — les mesures budgétaires discrétionnaires sont moins efficaces aujourd'hui que par le passé.
- *L'innovation financière* : Il est possible que la déréglementation du marché des capitaux et l'accès accru au marché mondial des capitaux aient allégé les contraintes qui pèsent sur le crédit des ménages et des entreprises, ce qui implique que la consommation et l'investissement sont moins limités par le revenu courant et moins sensibles aux mesures budgétaires discrétionnaires. Toutefois, une intégration financière internationale peut également rendre les taux d'intérêt moins sensibles aux emprunts publics et réduire l'effet d'éviction.

²Ainsi, selon la critique bien connue de l'équivalence ricardienne par Barro (1974), les ménages et les entreprises comprennent que les déficits accompagnés par des augmentations d'impôts futures n'améliorent pas leur situation en valeur actualisée nette. Par conséquent, ils font des économies au lieu de dépenser la réduction d'impôt temporaire (obtenue sous forme de paiement unique). Les modèles néoclassiques font souvent apparaître des effets de patrimoine négatifs après une augmentation des dépenses publiques qui sont suffisamment forts pour réduire la consommation et l'investissement privés.

Les travaux empiriques n'ont malheureusement pas permis de trancher les débats théoriques. Les estimations des multiplicateurs budgétaires couvrent un éventail très large qui va de positif à négatif, en passant par insignifiant³. L'une des raisons en est qu'il est parfois très malaisé de tenir compte de tous les facteurs appropriés. Une autre raison est d'ordre méthodologique. Pour simplifier, on peut dire qu'il est très difficile de distinguer entre les réformes des politiques discrétionnaires et les stabilisateurs automatiques, et d'évaluer leurs effets. La politique budgétaire en particulier réagit aux changements de l'activité économique en même temps qu'elle provoque ces changements. Ce «problème d'endogénéité» pose une difficulté majeure pour estimer les effets de la politique de finances publiques, comme le montre l'encadré 5.2.

Comment la politique budgétaire discrétionnaire a-t-elle généralement réagi?

La section précédente mettait en évidence deux types de critiques de la politique budgétaire : ceux qui doutent que les mesures budgétaires discrétionnaires puissent être appliquées efficacement en raison des contraintes politiques, et ceux qui se posent des questions sur son efficacité pour des raisons économiques. Ce sont ces critiques qui orientent l'analyse empirique réalisée dans cette section, qui étudie comment la politique de finances publiques a généralement réagi aux phases descendantes du cycle économique.

Il est inévitable de faire intervenir une certaine subjectivité pour définir les phases descendantes du cycle économique et mesurer les stimulants budgétaires. Dans l'analyse qui suit, on définit les phases descendantes comme étant les périodes durant lesquelles soit le taux de croissance est

négatif, soit l'écart de production est exceptionnellement négatif, le seuil précis variant selon que l'on utilise des données trimestrielles ou annuelles. On peut soutenir que cette définition est plus judicieuse que celle qui décrit les phases descendantes uniquement en termes de croissance négative, car cette dernière ne tient pas compte des périodes durant lesquelles la production est sensiblement inférieure à ce qu'elle pourrait être, mais n'en augmente pas moins.

Les indicateurs des mesures budgétaires de stimulation utilisés dans ce chapitre prennent tous comme point de départ le solde primaire des finances publiques, à savoir la différence entre le total des recettes et des dépenses des administrations publiques, déduction faite du paiement des intérêts sur la dette consolidée des administrations publiques. Les variations du solde primaire peuvent survenir de façon passive, les recettes et les dépenses augmentant et diminuant avec l'activité économique, ou de façon active lorsque les pouvoirs publics font des choix sur les programmes de fiscalité, de transferts et de dépenses. Par conséquent, ce qu'il faut mesurer, c'est le solde primaire *corrigé des variations cycliques*. Intuitivement, on peut penser que l'évolution du solde primaire corrigé des variations cycliques devrait refléter les changements de politique. Dans une première partie de cette section, nous étudions comment la politique de finances publiques réagit à l'évolution de l'activité économique, en rapprochant les stabilisateurs automatiques des changements de la composante cyclique du solde primaire, et les mesures budgétaires discrétionnaires de l'évolution du solde primaire corrigé des variations cycliques⁴. Pour élaborer cet indica-

³Généralement, la fourchette des multiplicateurs des dépenses va de 0,5 (Mountford and Uhlig, 2002, par exemple) aux alentours de 1 (Blanchard and Perotti, 2002, par exemple). Chez Perotti (2007) cependant, les valeurs extrêmes peuvent s'élever jusqu'à 4 et chez Krogstrup (2002) descendre jusqu'à -2.

⁴Tel qu'il est défini à l'encadré 5.1 et dans l'analyse événementielle, le solde corrigé des variations cycliques est un résidu et représente tous les changements du solde primaire qui n'ont pas été supprimés par la correction des variations cycliques. Il s'agit de nombreux facteurs, qui ne sont pas nécessairement liés à la stabilisation de la production, tels que les conséquences des réformes structurelles, les éléments exceptionnels et d'autres événements économiques (y compris les changements de prix des actifs qui n'ont pas de caractère cyclique et peuvent donc être définis comme des changements «automatiques» du solde budgétaire — voir Jaeger and Schuknecht, 2007).

Encadré 5.2. Pourquoi est-il si difficile de connaître les effets des relances budgétaires?

On peut s'étonner que les études empiriques sur les effets de la politique de finances publiques ne répondent pas de façon catégorique à une question pourtant simple : les mesures discrétionnaires de relance budgétaire réussissent-elles à stimuler l'économie durant les phases de ralentissement? Les estimations des effets des politiques de finances publiques sur de nombreuses variables macroéconomiques fondamentales peuvent varier non seulement par leur ampleur, mais aussi par leurs manifestations. On tentera dans cet encadré de montrer pourquoi il est de ce fait extrêmement difficile de démontrer de façon incontestable quels sont les effets des politiques budgétaires discrétionnaires.

Tous les travaux empiriques à ce sujet se heurtent aux problèmes suivants : 1) Toute évaluation des effets d'une réforme doit prendre en considération la situation économique dans laquelle la réforme a été appliquée. 2) On peut adopter une politique de relance budgétaire en jouant sur les impôts, les transferts et les dépenses et en les conjuguant de nombreuses façons, chaque mesure pouvant avoir des effets différents. 3) Il y a parfois une différence entre la date à laquelle une réforme budgétaire est mesurée à partir des données et la date à laquelle elle devient bien connue des ménages et des entreprises. 4) Les mesures prises par les pouvoirs publics, tout comme l'activité économique, sont endogènes — elles dépendent l'une de l'autre simultanément. Il ne suffit donc pas d'examiner de simples corrélations pour mettre en évidence les facteurs déterminants. Ce dernier problème est sans doute le plus difficile à surmonter. Les chercheurs doivent trouver un moyen de distinguer les composantes des changements dans les domaines des impôts, des transferts et des dépenses qui se produisent de façon passive (sous l'effet des stabilisateurs automatiques par exemple) de celles qui sont la manifestation de la politique des pouvoirs publics proprement dite. Ils utiliseront alors cet indicateur de la relance budgétaire pour déterminer ses effets sur l'activité économique.

À titre d'illustration, supposons que la politique budgétaire globale, g , évolue selon l'équation

$$g = (\alpha + \beta)y + \eta, \tag{1}$$

où y est l'écart de production. Pour simplifier, on peut considérer que g représente uniquement les dépenses publiques, de sorte qu'une relance se produit lorsque g est positif. La situation de l'économie peut susciter deux réactions de la politique budgétaire : une composante automatique, représentée par α , et une composante discrétionnaire systématique, représentée par β . On note η les mesures budgétaires discrétionnaires imprévues.

Supposons maintenant que le processus de production soit

$$y = \delta g + \varepsilon, \tag{2}$$

où δ est le multiplicateur budgétaire et ε représente les chocs indépendants de la politique budgétaire. Ce système pose deux problèmes majeurs. Premièrement, un problème classique de simultanéité : si l'on tente de déterminer les effets d'une politique fiscale sur la production en estimant (1) on obtiendra des estimations biaisées. Le deuxième est un problème de mesure. Il tient à la difficulté de faire la distinction entre les réformes des politiques discrétionnaires systématiques et les stabilisateurs automatiques. On peut déterminer l'indicateur de relance budgétaire par élasticité en utilisant les estimations de α de l'OCDE et en construisant

$$\tilde{f} = f - \alpha y.$$

Estimer la cyclicité de cet indicateur équivaut à estimer le paramètre β .^{1,2}

Lorsque l'on étudie l'efficacité de la politique budgétaire à l'aide de la méthode de régression, un indicateur de relance budgétaire qui inclut à tort des changements cycliques produits par les stabilisateurs automatiques conduira à faire des déductions non valables sur les effets des

¹Voir aussi Galí and Perotti (2003) qui appliquent la même méthode.

²Lorsque l'on étudie la réaction de la politique de finances publiques dans les pays émergents, il faut retenir l'hypothèse «zéro-un» de l'élasticité des recettes et des dépenses par rapport au revenu, qui est une façon plus sommaire de mesurer α mais qui est la même méthode d'un point de vue conceptuel.

mesures discrétionnaires de relance budgétaire. Le deuxième indicateur de relance budgétaire est donc exclusivement axé sur η , qui représente les effets des chocs imprévus de la politique budgétaire³.

D'autres méthodes suivies dans les travaux à ce sujet tentent de résoudre les mêmes problèmes. La méthode structurelle d'autorégression vectorielle (SVAR) emploie des critères statistiques pour estimer les chocs que subit la politique budgétaire et mesure si ces chocs peuvent expliquer les évolutions de la production qui ne tiennent pas à d'autres chocs économiques. Trois problèmes peuvent se poser. De même qu'avec les régressions en forme réduite, il faut formuler des hypothèses statistiques pour mettre en évidence les chocs budgétaires. Deuxièmement, la plupart des autorégressions vectorielles (VAR) ne tiennent pas compte des effets de la dynamique de la dette (le fait qu'une hausse temporaire de la dette amène ou non les ménages et les entreprises à prévoir des augmentations futures des impôts est une distinction fondamentale entre les théories keynésiennes et classiques sur l'efficacité des politiques budgétaires discrétionnaires)⁴. Enfin, il est possible que comme les régressions en forme réduite, les autorégressions vectorielles ne résolvent pas efficacement le problème temporel.

En revanche, les méthodes «narratives» estiment les changements des mesures de relance budgétaire dus à l'action des pouvoirs publics en étudiant directement la législation et les déclarations publiques antérieures. L'avantage de cette méthode est qu'elle permet de se concentrer sur le moment où surviennent les chocs en observant de manière approfondie quand les pouvoirs publics ont pris et annoncé les décisions. Les études de ce type exigent cependant beaucoup de moyens et il est donc pratiquement impossible de les appliquer à plusieurs pays. En outre, elles sont

subjectives, de la même façon que celles qui sont réalisées à l'aide d'autorégressions vectorielles et de régressions en forme réduite qui reposent sur des hypothèses. Dans la pratique, les analyses ont essentiellement porté sur un petit nombre d'épisodes extraordinaires de hausse des dépenses militaires, et la question se pose de savoir si ces épisodes permettent de tirer des enseignements sur les politiques budgétaires discrétionnaires durant les phases de ralentissement.

Une dernière méthode consiste à étudier des «expériences naturelles» précises comme les effets des remboursements d'impôts. L'avantage de cette méthode est qu'elle peut être axée sur des épisodes précis pour lesquels il est relativement aisé de déterminer la réforme en question et son objectif. Elle présente un inconvénient similaire, à savoir que si l'on étudie un cas précis, il peut être difficile de tirer des enseignements plus vastes en matière d'action des pouvoirs publics.

Ces travaux empiriques présentent un tableau contrasté de la capacité des dépenses publiques de stimuler la demande privée⁵ (les données sont moins nombreuses pour les mesures axées sur les recettes). De plus, il semble qu'il y ait une corrélation entre la méthode utilisée et les résultats qualitatifs obtenus. Le tableau résume les résultats de certaines publications d'auteurs de renom sur les réactions de variables déterminantes à des hausses discrétionnaires des dépenses publiques.

En particulier, les études qui emploient la méthode structurelle d'autorégression vectorielle dans laquelle on met en évidence les interventions budgétaires en supposant que les dépenses publiques sont préétablies dans le trimestre

⁵Les résultats des études de cas font généralement apparaître des effets positifs, mais ils sont rarement aussi forts que ceux obtenus dans les études qui emploient la méthode d'autorégression vectorielle. La plupart des études sur les remboursements d'impôts de 1975 concluent que leurs effets étaient positifs mais faibles (à savoir des multiplicateurs à court terme de l'ordre de 0,2 à 0,5); voir Modigliani and Steindel (1977) ainsi que Blinder (1981). Les études sur les remboursements d'impôts de 2001 ont donné des résultats analogues; voir Shapiro and Slemrod (2002).

³Pour des détails précis sur la façon dont les indicateurs de relance budgétaire sont élaborés, voir l'appendice 5.1.

⁴Voir Chung and Leeper (2007). Favero et Giavazzi (2007) incluent l'encours de la dette.

Encadré 5.2 (fin)

Évaluation des effets de mesures discrétionnaires de relance budgétaire selon une méthode empirique

	Production	Consommation privée	Investissement privé en biens durables	Investissement privé en capital
Études suivant les méthodes VAR	Neutres à positifs	Neutres à positifs	Négatifs à positifs	Négatifs à positifs
Études narratives	Positifs	Négatifs	Négatifs	...
Études de cas	Positifs	Positifs	...	...

Note : Les études placées dans la catégorie des autorégressions vectorielles (VAR) sont notamment celles de Fatás et Mihov (2001); Mountford et Uhlig (2002); Blanchard et Perotti (2002) et Galí, López-Salido et Vallés (2007). Les études narratives sont notamment celles de Ramey et Shapiro (1998) et Edelberg, Eichenbaum et Fisher (1999). Les études de cas sont notamment celles de Johnson, Parker et Souleles (2006).

considéré (voir Blanchard and Perotti, 2002) observent généralement des résultats positifs relativement forts, alors que les études narratives fondées sur les réactions à des épisodes de dépenses extraordinaires révèlent plutôt des rapports beaucoup plus faibles, voire négatifs, entre les épisodes de relance budgétaire et la consommation⁶. D'après Ramey (2008), cette différence tient à la façon dont les autorégressions vectorielles traitent le facteur temporel — si les mesures discrétionnaires de relance budgétaire sont annoncées à l'avance, et si les ménages *diminuent* leurs dépenses immédiatement (comme le prévoit la théorie néoclassique), les autorégressions vectorielles qui mesurent les effets à partir des variations réelles des soldes budgétaires ou de leurs

composantes peuvent enregistrer une *hausse* du taux de consommation à cette date. Ceci semblerait confirmer la théorie keynésienne de la politique budgétaire alors qu'en réalité, la hausse de la consommation est due à la reprise depuis la dernière baisse. Quant aux méthodes narratives, elles prennent en considération le moment où les mesures discrétionnaires sont annoncées⁷. Si on les compare à ces études, la méthode de la forme réduite employée dans ce chapitre est la plus proche d'un point de vue conceptuel de la méthode structurelle d'autorégression vectorielle de Blanchard and Perotti (2002); dans la mesure où la critique sur le facteur temporel s'applique à cette étude et à d'autres analogues, elle s'applique aussi à notre méthode. Toutefois, une étude narrative comparative des 41 économies considérées ne rentre pas dans le cadre de ce chapitre.

⁶Il convient cependant de noter que les études narratives des effets des réformes fiscales révèlent des multiplicateurs très élevés — voir Romer and Romer (2007).

⁷Perotti (2007) formule cependant des objections.

teur, il faut adopter deux approches légèrement différentes, en fonction des informations dont on dispose sur les économies que l'on analyse.

Réactivité de la politique budgétaire

Notre étude empirique commence par analyser les pays avancés, au sujet desquels on dispose de données budgétaires sur de longues périodes, sur une base trimestrielle⁵. Les mesures budgétaires

discrétionnaires sont celles qui modifient le solde budgétaire corrigé des variations cycliques. On emploie des estimations de l'écart de production conjuguées à des estimations de l'élasticité des recettes et des dépenses par rapport au revenu pour obtenir la composante conjoncturelle du budget⁶. Le graphique 5.1 récapitule les mesures prises par les pays du G-7 au cours des quarante dernières années. Les chiffres montrent que les mesures discrétionnaires de relance budgétaire

⁵On trouvera des détails complémentaires sur l'analyse qui suit dans Leigh and Stehn (à paraître).

⁶Ces élasticités sont tirées des *Perspectives économiques* de l'OCDE; on trouvera des précisions à l'appendice 5.1.

ont été prises durant les phases de ralentissement, mais ont été employées beaucoup moins souvent que les stabilisateurs automatiques et la politique monétaire. Il a été fait appel à des mesures discrétionnaires de relance budgétaire dans 23 % environ des trimestres durant les phases de ralentissement — soit deux fois moins souvent qu'à une détente des taux d'intérêt — alors que les stabilisateurs automatiques entrent en jeu durant bien plus de 95 % des phases de ralentissement (partie supérieure du graphique)⁷. Par ailleurs, les mesures discrétionnaires sont prises plus tard, en moyenne deux trimestres et demi environ après le début des phases descendantes et un trimestre et demi environ après une détente des taux d'intérêt (partie inférieure). Les dépenses en capital sont particulièrement lentes puisqu'elles arrivent avec un décalage de près de quatre trimestres. Par comparaison, on observe un assouplissement automatique de la politique budgétaire, mesuré de manière approchée par une baisse du solde primaire cyclique, dans pratiquement toutes les phases descendantes, durant le trimestre même où se produit le ralentissement.

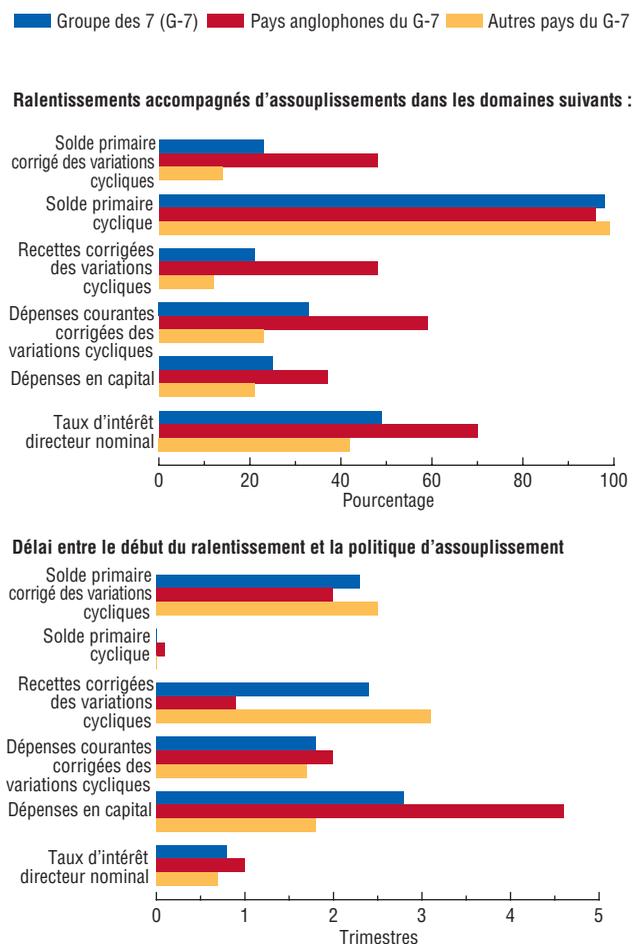
De plus, en moyenne, les mesures discrétionnaires d'assouplissement budgétaire sont beaucoup plus restreintes que les stabilisateurs automatiques. Le graphique 5.2 illustre les réponses impulsionnelles moyennes des mesures budgétaires discrétionnaires, des stabilisateurs automatiques et des taux d'intérêt dans les pays du G-7, en reprenant des autorégressions vectorielles (VAR) estimées pour deux échantillons : l'un «ancien» qui couvre la période allant du 1^{er} trimestre 1980 au 4^e trimestre 1991, et l'autre «récent» couvrant la période allant du premier trimestre 1992 au 4^e trimestre 2007⁸. Dans les

⁷Il y a lieu de noter que les stabilisateurs automatiques n'entraînent pas nécessairement de détente durant toutes les phases de ralentissement. En effet, la définition retenue d'une phase de ralentissement n'exclut pas un accroissement de la croissance ou de l'écart de production (à condition que cet écart de production soit exceptionnellement négatif).

⁸On trouvera des informations complémentaires à l'appendice 5.1. Il y a lieu de noter que contrairement à la plupart des autres études basées sur des autorégressions vectorielles, cette analyse n'évalue pas les effets

Graphique 5.1. Les pays du G-7 ont-ils pris des mesures de relance budgétaire souvent et rapidement¹?

Les politiques budgétaires discrétionnaires ont été employées moins souvent que les politiques monétaires et les stabilisateurs automatiques durant les phases descendantes et ont été adoptées plus tard.



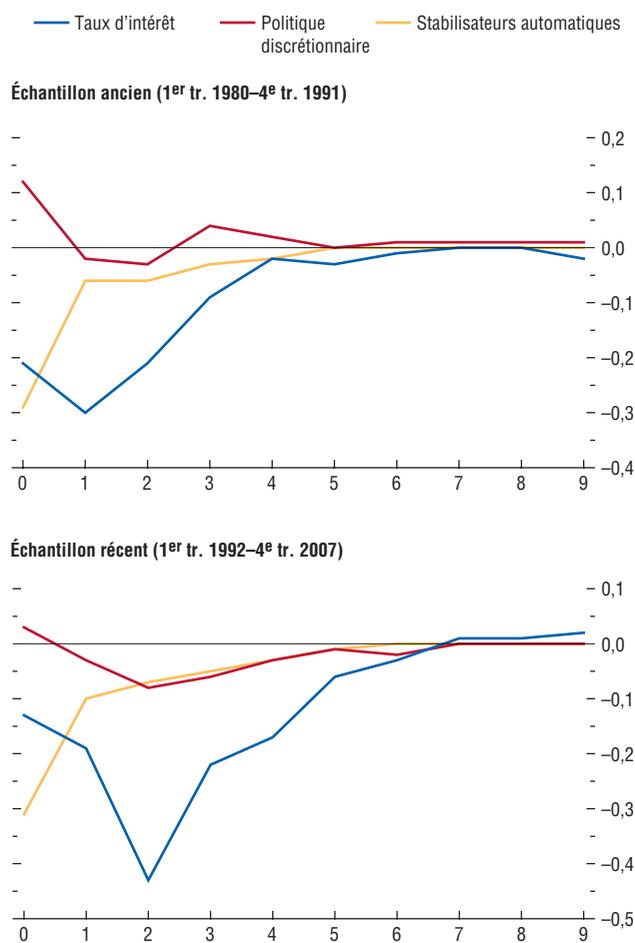
Source : calculs des services du FMI.

¹Le G-7 se compose des pays suivants : Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni.

Graphique 5.2. Politique budgétaire — Les pays du G-7 ont-ils réagi fermement?

(Écart en points de pourcentage; trimestres en abscisse; le choc se produit durant la période zéro)

Après une baisse imprévue de la croissance d'un point de pourcentage en dessous de son niveau potentiel, les taux d'intérêt et la composante automatique du solde budgétaire se détendent sur le moment; les mesures discrétionnaires de relance budgétaire sont adoptées plus tard. Ces dernières années, la politique budgétaire discrétionnaire a eu davantage d'effets anticycliques.



Source : calculs des services du FMI.

deux échantillons, les mesures discrétionnaires d'assouplissement budgétaire sont beaucoup moins importantes que les stabilisateurs automatiques, et arrivent plus tard que les changements de taux d'intérêt et que les stabilisateurs automatiques. Cependant, si l'on compare les deux parties, on observe également que l'effet anticyclique des mesures budgétaires discrétionnaires s'est renforcé depuis le début des années 90⁹. La réaction des composantes dépenses et recettes dans l'échantillon ancien découle à la fois d'augmentations des recettes légèrement procycliques, de faibles hausses des dépenses courantes anticycliques et d'importantes compressions des dépenses en capital procycliques. L'effet anticyclique plus marqué de la politique budgétaire observé depuis le début des années 90 s'explique par une baisse des recettes, de plus fortes augmentations des dépenses courantes et de plus faibles compressions des dépenses en capital procycliques. Les effets produits par les stabilisateurs automatiques sont demeurés inchangés dans le deuxième échantillon, alors que ceux de la politique monétaire se sont renforcés. Le graphique 5.3 révèle des différences notables entre les pays avancés. Les mesures budgétaires discrétionnaires et la politique monétaire ont été appliquées à un moment plus opportun et ont eu davantage d'effets anticycliques aux États-Unis, au Canada et au Royaume-Uni (les trois pays anglophones du G-7) que dans les autres pays du G-7. Dans les autres États membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), on observe encore moins d'effets anticycliques qu'aux États-Unis, au Ca-

sur la croissance des chocs provoqués par la politique budgétaire. Elle s'intéresse plutôt aux conséquences de l'évolution de la croissance sur les variables de la politique budgétaire.

⁹Dans l'échantillon ancien, la politique budgétaire discrétionnaire est procyclique sur le moment et provoque une contraction procyclique cumulée d'environ 0,1 point de pourcentage du PIB potentiel sur quatre trimestres. Dans l'échantillon récent, bien que la politique discrétionnaire n'ait pas non plus d'effet de stimulation sur le moment, elle entraîne une relance cumulée de 0,2 point de pourcentage sur quatre trimestres. Ce constat concorde avec ceux, par exemple, de Galí et Perotti (2003) et des *Perspectives de l'économie mondiale* (septembre 2003).

nada et au Royaume-Uni, des suites tant de la politique monétaire que de la politique budgétaire discrétionnaire.

Données lacunaires et risque de préférence pour l'emprunt

Les politiques budgétaires anticycliques volontaristes font souvent craindre que les décideurs réagissent de façon asymétrique, en adoptant des mesures d'assouplissement durant les phases de ralentissement et en ne durcissant pas suffisamment leur politique durant les phases ascendantes. Ils provoqueraient ainsi une augmentation permanente du ratio de la dette publique au PIB, ce qui peut avoir des conséquences défavorables sur la croissance à long terme. Pour étudier si la politique budgétaire des pays du G-7 a fait preuve de la même asymétrie, on a adapté le cadre des autorégressions vectorielles de façon à tenir compte d'une réaction asymétrique aux phases ascendantes et descendantes (voir l'appendice 5.1). Il en ressort que la politique budgétaire, tout comme la politique monétaire, sont généralement marquées par un assouplissement. En d'autres termes, on observe davantage de mesures d'assouplissement durant les phases descendantes que de mesures de resserrement durant les phases ascendantes (graphique 5.4). Par contre, les stabilisateurs automatiques réagissent de façon symétrique, l'assouplissement constaté durant les phases descendantes étant presque exactement compensé par un durcissement durant les phases ascendantes.

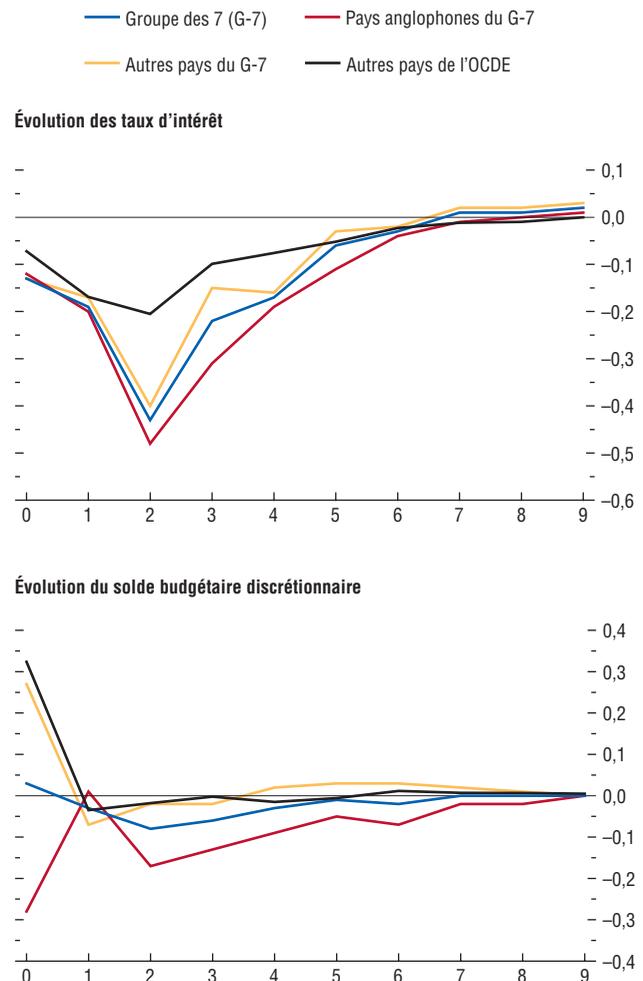
Par conséquent, bien que des mesures budgétaires discrétionnaires aient été activement appliquées, il y a lieu de se préoccuper d'une tendance à privilégier l'endettement. À titre d'illustration, on trouvera à l'encadré 5.3 une étude de cas de la législation basée sur la fiscalité visant à relancer l'activité aux États-Unis. Cette étude révèle que bien qu'elles aient été adoptées à des moments assez opportuns, 38 % des mesures de réductions d'impôts prises pour des raisons conjoncturelles ont été permanentes.

L'analyse des politiques budgétaires volontaristes suscite une autre préoccupation. On craint

Graphique 5.3. Politique budgétaire — Comment les pays avancés ont-ils réagi?

(Écart en points de pourcentage; trimestres en abscisse; le choc se produit durant la période zéro)

Après une baisse imprévue de la croissance d'un point de pourcentage en dessous de son niveau potentiel, les pays anglophones ont pris des mesures de relance à la fois monétaires et budgétaires. Les autres pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ont adopté une politique monétaire moins rigoureuse et une politique discrétionnaire procyclique de rééquilibrage budgétaire. Ce graphique illustre les réactions correspondant à l'échantillon récent (1^{er} tr. 1992–4^e tr. 2007).

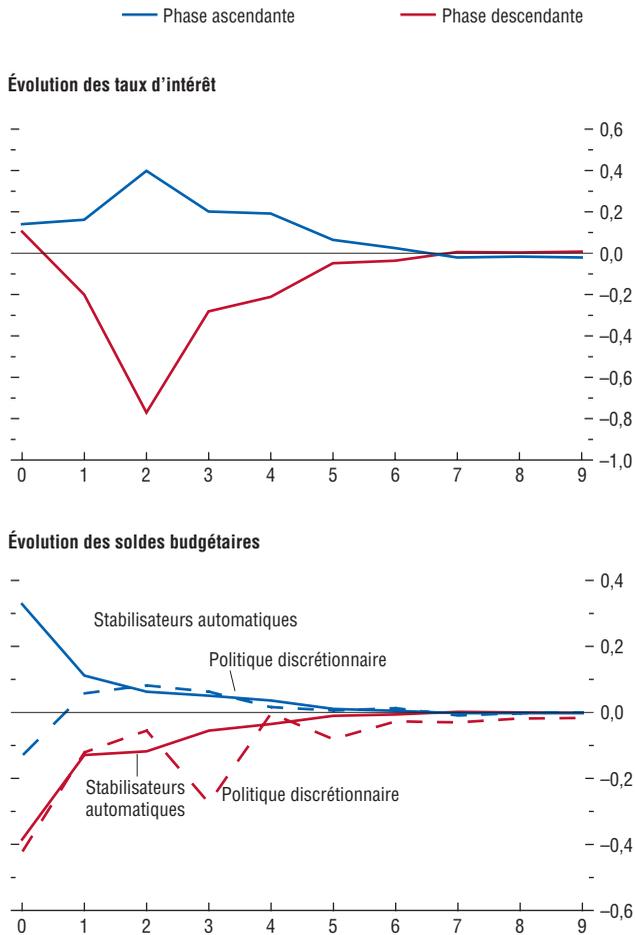


Source : calculs des services du FMI.

Graphique 5.4. Les pays du G-7 privilégient-ils les politiques d'assouplissement durant les phases descendantes?

(Écart en points de pourcentage; trimestres en abscisse; le choc se produit durant la période zéro)

Après une baisse imprévue de la croissance d'un point de pourcentage en dessous de son niveau potentiel, on constate une tendance à un assouplissement, aussi bien de la politique budgétaire discrétionnaire que de la politique monétaire, avec davantage de mesures de relance durant les phases descendantes que de resserrements durant les phases ascendantes. Par comparaison, les stabilisateurs automatiques ont une réaction symétrique aux phases ascendantes et descendantes. Ce graphique illustre les réactions correspondant à l'échantillon récent (1^{er} tr. 1992–4^e tr. 2007).



Source : calculs des services du FMI.

en effet que les décideurs soient confrontés à de grandes incertitudes sur la situation conjoncturelle, et risquent de déstabiliser l'économie en réagissant à ce qu'ils perçoivent à tort comme des phases de contraction. Il s'agit d'un grave problème si l'on en croit une évaluation de la fiabilité des estimations préliminaires du PIB réalisées par les autorités nationales¹⁰. Il existe une forte relation négative entre les estimations de croissance préliminaires et les révisions ultérieures. Quarante pour cent des estimations préliminaires indiquant une croissance négative d'un trimestre à l'autre ont été ensuite révisées et prévoient une croissance positive¹¹. Les évaluations de la qualité des prévisions font nettement apparaître une tendance au pessimisme dans les estimations préliminaires de la croissance¹².

Pour déterminer comment la politique budgétaire des pays du G-7 a subi les conséquences d'erreurs dans les prévisions de croissance, on a ajouté au cadre des autorégressions vectorielles les erreurs sur les prévisions de croissance (voir l'appendice 5.1). Les résultats indiqués au graphique 5.5 confirment que la politique budgétaire comme la politique de taux d'intérêt ont subi les conséquences des erreurs des prévisions de croissance préliminaires, qui ont donné un taux de croissance potentielle inférieur d'un point de pourcentage par rapport au taux de croissance révisé définitif, lié à une détente des taux d'intérêt et un ratio solde budgétaire discrétionnaire/PIB potentiel inférieur de 0,2 point de pourcentage environ. Ce constat permet de penser qu'il y a lieu d'être préoccupé par ces erreurs, d'autant qu'il semble plus difficile de revenir sur des décisions en matière de politique budgétaire qu'en

¹⁰Voir l'appendice 5.1. Voir également Cimadomo (2008), pour une analyse plus complète de la politique budgétaire à l'aide de données en temps réel.

¹¹Dans le même temps, 30 % des trimestres qui, selon les données définitives, avaient en réalité enregistré une croissance négative, affichaient une croissance positive selon les estimations préliminaires.

¹²Bien qu'elle demeure significative du point de vue statistique, il semble que cette tendance ait diminué au cours des dernières années, ce qui est peut-être le signe d'une situation dans laquelle la croissance est plus stable et prévisible.

Encadré 5.3. Les États-Unis ont-ils accordé des allègements fiscaux opportuns, temporaires et ciblés?

On se demandera dans cet encadré si les interventions fiscales aux États-Unis ont été opportunes, temporaires et ciblées. Un ensemble de données récentes collectées par Romer et Romer (2007) sur toutes les grandes lois de réforme de la fiscalité promulguées depuis 1945 permet d'analyser cette question en détail. Après avoir consulté des documents officiels, Romer et Romer ont distingué les réformes fiscales qui ont été explicitement motivées par des considérations conjoncturelles de celles dues à d'autres facteurs, notamment le soutien de la croissance à long terme, la réduction de la dette et le financement d'un surcroît de dépenses. Sur les 50 mesures fiscales importantes prises au niveau fédéral qui ont été étudiées, 7 ont été considérées comme conjoncturelles, dont 5 étaient des allègements fiscaux destinés à stimuler la croissance à court terme.

Cet encadré traite de ces 5 allègements mis en œuvre entre 1970 et 2002, ainsi que de la Loi de relance de l'économie (*Economic Stimulus Act*) promulguée en février 2008. Il étudie si les allègements fiscaux ont fait l'objet d'une législation et ont été mis en œuvre rapidement après le

début des phases descendantes, dans quelle mesure ils ont été temporaires et s'ils étaient bien ciblés. Pour évaluer si les allègements fiscaux ont été adoptés rapidement après les phases descendantes, on a retenu la même définition des phases descendantes que dans le texte principal. On ne dispose pas encore des données sur la croissance nécessaires pour évaluer les mesures de relance du 2^e trimestre 2008.

Les principaux résultats suivants se dégagent :

- *Opportunité* : sur les cinq allègements fiscaux motivés par des raisons conjoncturelles, quatre ont été adoptés dans le trimestre suivant le ralentissement (voir tableau). En 2002, les mesures de relance ont été prises trois trimestres après le ralentissement. Le délai moyen de mise en œuvre des allègements fiscaux (à savoir le délai entre la promulgation de la loi et son effet sur les recettes) était d'un trimestre.
- *Caractère temporaire* : bien qu'un seul des six allègements fiscaux adoptés pour des raisons conjoncturelles ait été permanent, les autres avaient une composante permanente (voir tableau). En particulier, 79 % environ des allègements étaient destinés à être temporaires

Les allègements fiscaux ont-ils été opportuns, temporaires et ciblés?

Date de la relance	Lois d'allègement fiscal		Opportunité		Caractère temporaire ¹				Ciblage
	Nom de la loi	Ampleur de la relance (en % du PIB)	Date du ralentisse. le plus proche ²	Délai interne (trim.) ³	Proportion des mesures temporaires		Durée des mesures temporaires (trim.)		Évaluation du résultat concret ⁴
					Prévues	Réelles	Prévues	Réelles	
1970 : T1	Tax Reform	1,2	1970 : T1	1	0	0	permanente		1,0
1975 : T2	Tax Reduction	3,6	1975 : T1	1	97	78	2,3	1,0	2,5
1977 : T3	Tax Reduction and Simplification	1,0	1977 : T4	1	77	67	1,3	1,0	1,9
2001 : T3	Economic Growth and Tax Relief Reconciliation	1,7	2001 : T3	1	100	100	1,3	1,3	2,4
2002 : T2	Job Creation and Worker Assistance	1,7	2001 : T3	1	100	67	3,7	4,0	1,3
2008 : T2	Economic Stimulus	1,1	...	1	100	...	1,6	...	2,7
Moyenne		1,6	...	1	79	62	2,0	1,8	2,0

¹On entend par mesure de relance temporaire une mesure dont la durée est limitée. En réalité, elle peut durer plus longtemps, car la loi autorise des prolongations.

²On définit les phases descendantes comme étant les trimestres durant lesquels la croissance est soit négative, soit inférieure à l'évolution tendancielle et l'écart de production est supérieur à un écart-type négatif.

³Le délai interne décrit la période entre la date de promulgation de la loi de relance et la date de sa mise en œuvre (le trimestre durant lequel les obligations fiscales ont effectivement changé).

⁴Le résultat concret (3 = élevé, 2 = moyen, 1 = faible) décrit le rapport coût-efficacité d'après la classification du CBO (2008).

Encadré 5.3 (fin)

et étaient prévus pour durer en moyenne deux trimestres. Certains ont été prolongés, de sorte qu'un pourcentage plus faible — 62 % — a effectivement été temporaire, et 38 % sont devenus permanents.

- *Ciblage* : l'efficacité du ciblage de chaque programme d'allègement fiscal a été évaluée à l'aide du système de classification de l'efficacité par rapport au coût du Congressional Budget Office (CBO, 2008), qui indique les conséquences concrètes prévisibles sur la demande globale de toute une gamme d'outils de relance par le budget. Suivant ce système, sur six allègements fiscaux adoptés pour des raisons conjoncturelles, trois ont été jugés efficaces par rapport à leur coût. Plus de la moitié des éléments de ces trois trains de mesures fiscales

ont pris la forme de transferts directs et de remboursements d'impôts forfaitaires en faveur de personnes physiques, deux outils ayant été jugés les plus efficaces par rapport à leur coût selon le CBO. Les mesures de relance les plus récentes (prises en 2008) ont été considérées les plus efficaces, suivies de celles de 1975 et de 2001. Celles ayant le moins bon rapport coût-efficacité étaient les allègements fiscaux de 1970 et 2002, qui ont pris essentiellement la forme de remboursements d'impôts forfaitaires sur les sociétés et de réductions du taux d'imposition des sociétés et des personnes physiques.

La plupart des interventions fiscales aux États-Unis ont donc été prises en temps opportun, mais elles n'ont pas été toutes temporaires ou bien ciblées.

matière de politique monétaire, et que les erreurs de politique budgétaire risquent d'avoir des conséquences durables sur la dette.

Les pouvoirs publics prennent-ils des mesures budgétaires différentes dans les pays émergents et dans les pays avancés?

Certaines réserves exprimées au sujet de l'application de mesures budgétaires discrétionnaires sont sans doute encore plus valables dans les pays moins avancés. Malheureusement, alors que dans la partie qui précède, on disposait de données trimestrielles, les données systématiques que l'on possède sur une gamme plus vaste de pays sont uniquement des données annuelles. L'analyse ci-dessous porte sur un échantillon de 21 pays avancés et 20 pays émergents durant la période allant de 1970 à 2007¹³. La définition d'une «phase descendante» est conceptuellement la même que celle employée avec les données trimestrielles, mais on définit maintenant comme «exceptionnellement négatif» un écart de production inférieur à un écart-type de $-0,5$

¹³On trouvera à l'appendice 5.1 une liste des pays et des épisodes de ralentissement.

compte tenu du fait que l'on utilise des données annuelles¹⁴. Dans les pays avancés, on a utilisé les estimations de l'OCDE sur l'élasticité des recettes et des dépenses par rapport au revenu pour calculer le solde cyclique. Toutefois, comme on ne dispose pas de ce type d'estimations pour les pays émergents, on suppose que les recettes évoluent au même rythme que le cycle conjoncturel, mais pas les dépenses — en d'autres termes, que l'élasticité des recettes par rapport au revenu est de 1 et que l'élasticité des dépenses par rapport au revenu est zéro (on trouvera des précisions à l'appendice 5.1). On entend alors par expansion budgétaire une évolution négative du solde primaire corrigé des variations cycliques de plus de 0,25 point de pourcentage, et par contraction budgétaire une évolution positive de plus de 0,25 point de pourcentage. Lorsque l'évolution du solde primaire corrigé des variations cycliques est inférieure à 0,25 point de pourcentage (soit posi-

¹⁴De même, les phases ascendantes sont définies comme étant les épisodes durant lesquels l'écart de production est supérieur à un écart-type de 0,5. La production potentielle est mesurée à l'aide du filtre de Hodrick-Prescott, λ étant fixé à 6,25 qui est la valeur recommandée dans Ravn and Uhlig (2002).

tivement, soit négativement), on considère que la politique budgétaire est neutre. L'orientation de la politique budgétaire peut donc connaître trois états : relance (397 épisodes), neutralité (155 épisodes) et rééquilibrage (437 épisodes).

Outre les hypothèses qui s'imposent nécessairement lorsque l'on choisit des séries de données et des définitions, toute analyse utilisant ces indicateurs doit être accompagnée d'un certain nombre de réserves. En particulier, l'utilisation de données annuelles limite la capacité à décrire précisément les interventions budgétaires qui commencent et prennent fin au cours d'une même année. En deuxième lieu, ce qui importe est la perception par les décideurs de l'état de l'économie en temps réel, cette perception pouvant être sensiblement différente des déductions qui sont faites lorsque l'on utilise des données révisées. Or, si l'on ne dispose pas de séries de données systématiques en temps réel, il est difficile de corriger cette différence.

En tenant compte de ces réserves, l'analyse a mis en évidence les faits stylisés suivants :

- Les pays émergents réagissent aux phases descendantes en prenant des mesures de relance par le budget deux fois moins souvent seulement que les pays avancés (22 % contre 41 %) (graphique 5.6, partie supérieure). Lorsque les pays émergents adoptent effectivement des mesures de relance par le budget, leurs effets sont légèrement plus importants si on les mesure en considérant les variations du solde primaire corrigé des variations cycliques en pourcentage du PIB potentiel (graphique 5.6, partie médiane, première et troisième bandes) mais cela s'explique par le fait que les ralentissements sont plus marqués (graphique 5.6, partie médiane, deuxième et quatrième bandes).
- Dans à peine plus d'un tiers des épisodes, les mesures de relance par le budget ont porté à la fois sur les recettes et les dépenses. Lorsque des pays ont eu principalement recours à un type de mesure de relance, ce sont celles portant sur les dépenses qui dominent, aussi bien dans les pays avancés que dans les pays émergents (graphique 5.6, partie inférieure).

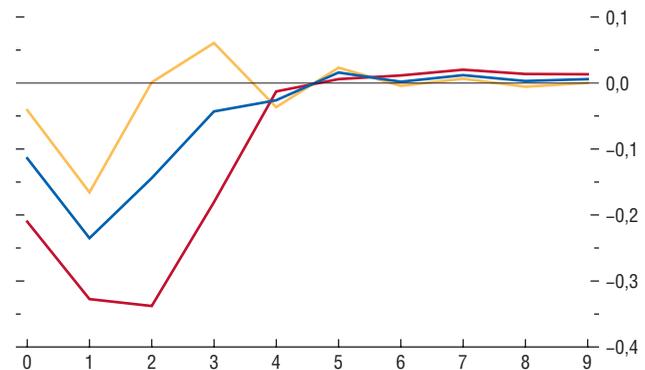
Graphique 5.5. Les pays du G-7 ont-ils réagi à ce qu'ils ont perçu à tort comme des phases de ralentissement?

(Écart en points de pourcentage; trimestres en abscisse; le choc se produit durant la période zéro)

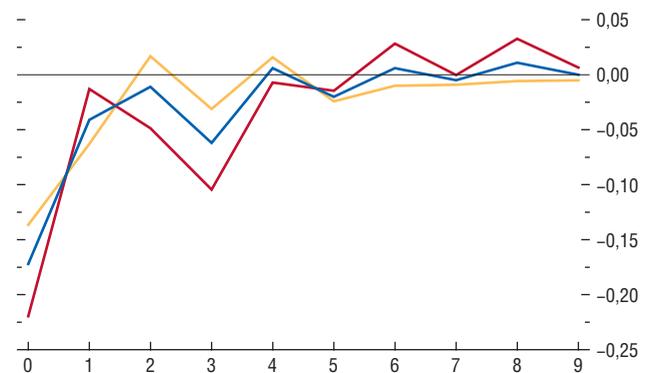
Après avoir constaté à tort une baisse de croissance d'un point de pourcentage, les pays du G-7, en particulier les pays anglophones, ont assoupli à la fois leur politique budgétaire discrétionnaire et leur politique monétaire. Ce graphique illustre les réactions correspondant à l'échantillon récent (1^{er} tr. 1992–4^e tr. 2007).

— Groupe des 7 (G-7) — Pays anglophones du G-7 — Autres pays du G-7

Évolution des taux d'intérêt



Évolution des soldes budgétaires

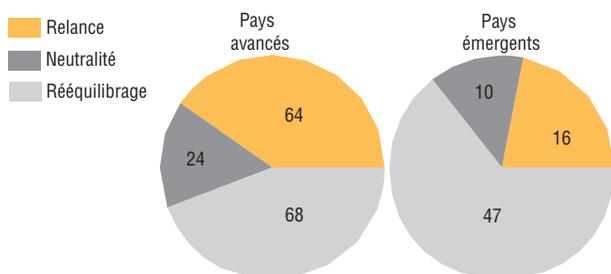


Source : calculs des services du FMI.

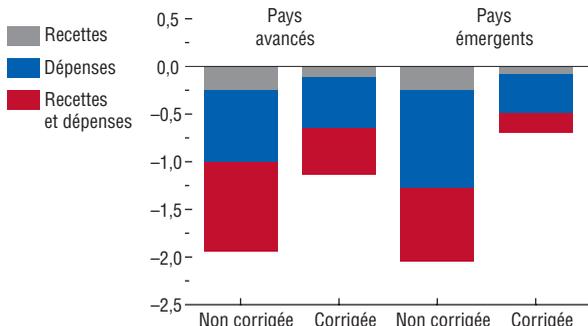
Graphique 5.6. Composition des stimulants budgétaires durant les phases de ralentissement dans les pays avancés et émergents

Les deux premiers diagrammes à secteurs indiquent le type de réaction de la politique budgétaire — relance, neutralité ou rééquilibrage — durant les épisodes de ralentissement dans les pays avancés et émergents. Le graphique à bandes décrit l'ampleur moyenne des relances budgétaires. Les différentes zones représentent la proportion moyenne, sur l'ensemble de l'échantillon, des mesures axées sur les recettes uniquement, les dépenses uniquement, ou les deux à la fois. Les deux derniers diagrammes à secteurs illustrent la fréquence du recours à des mesures axées uniquement sur les recettes ou les dépenses, ou sur les deux à la fois, dans les pays avancés et les pays émergents.

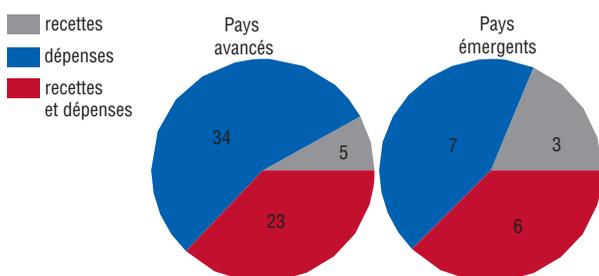
Nombre total d'interventions budgétaires durant les ralentissements



Variation moyenne du solde primaire corrigé des variations cycliques^{1,2}



Nombre de pays ayant adopté des mesures de relance dominées par les :



Source : calculs des services du FMI.

¹Variation moyenne du solde primaire corrigé des variations cycliques liée à différentes mesures de relance budgétaire, pondérée par la proportion des relances budgétaires d'un type particulier dans les pays qui ont pris des mesures de relance budgétaire durant les phases descendantes.

²Pour chaque groupe de pays, la bande de gauche représente la variation du solde primaire corrigé des variations cycliques en pourcentage du PIB. La bande de droite représente la variation du solde primaire corrigé des variations cycliques en pourcentage du PIB pondérée par les écarts-types des variations de l'écart de production.

- Dans les pays émergents, l'évolution du solde primaire global suit généralement les mouvements de la conjoncture, malgré l'action anticyclique des stabilisateurs automatiques (graphique 5.7, partie supérieure)¹⁵. De plus, ces pays suivent davantage une politique procyclique durant les phases descendantes lorsque les pays avancés traversent simultanément des phases descendantes, ce qui concorde avec les augmentations des primes liées aux financements externes (graphique 5.7, partie inférieure). Dans les pays avancés, l'évolution du solde primaire des finances publiques est en moyenne anticyclique, principalement en raison des stabilisateurs automatiques, si l'on mesure l'évolution du solde cyclique.

Les effets des mesures budgétaires discrétionnaires au niveau macroéconomique

Ayant défini les phases descendantes et les épisodes de relance par le budget, nous pouvons nous pencher sur la question la plus fondamentale, à savoir celle des effets macroéconomiques des mesures budgétaires discrétionnaires, en particulier durant les phases descendantes. Une analyse événementielle permet de mettre en évidence certaines grandes tendances, en utilisant le même indicateur de relance budgétaire par élasticité que dans la partie précédente, puis des régressions pour évaluer de façon plus systématique les causes et les effets.

Analyse événementielle d'épisodes de ralentissement et de mesures de relance budgétaire

Une analyse événementielle met en évidence la dynamique de variables macroéconomiques fondamentales — croissance du PIB réel, ratio dette au PIB, inflation, taux de change, compte des transactions courantes et croissance de la

¹⁵Ce constat concorde avec ceux de Kaminsky, Reinhart et Végh (2004) et de plusieurs autres études. Il est valable aussi bien dans les régimes de change fixe que dans les régimes de change flottant durant les épisodes considérés.

masse monétaire — autour des épisodes de ralentissement. Le tableau 5.1 et le graphique 5.8 montrent comment les variables macroéconomiques évoluent en même temps que les stimulants budgétaires avant, durant et après les ralentissements. Comme on pouvait s’y attendre, le ratio dette/PIB augmente après les mesures de relance budgétaire et s’améliore en cas de rééquilibrage budgétaire, tandis que le solde des transactions courantes s’améliore l’année du ralentissement en cas de rééquilibrage et se détériore en cas de relance. En revanche, s’agissant des autres variables, les résultats sont généralement ambigus. Les taux de croissance en particulier sont plus élevés durant les épisodes où aucune mesure de relance n’est prise, alors qu’ils évoluent un peu plus entre l’année de ralentissement et la première année suivante en cas de relance par le budget. On constate la même chose dans les pays avancés et les pays émergents.

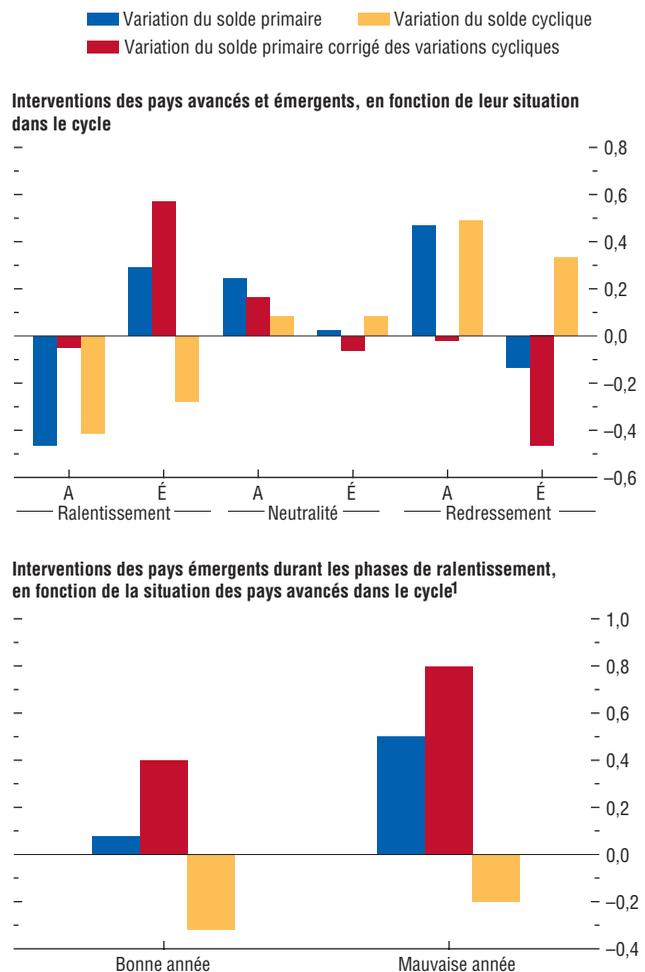
Le tableau 5.2 montre la valeur médiane de la croissance du PIB réel dans toutes les économies durant les épisodes de ralentissement et de relance budgétaire en fonction de plusieurs variables qui, d’après la théorie, pourraient avoir des effets importants : dette publique, solde des transactions courantes, libéralisation des échanges et régime de change¹⁶. Le graphique 5.9 montre la différence entre les taux de croissance durant l’année du ralentissement et l’année suivante. Si l’on observe ces facteurs déterminants, on constate peu de différence perceptible dans les effets de la politique de finances publiques provenant de l’évolution du solde des transactions courantes, de la libéralisation des échanges et du régime de change, contrairement à ce que voudrait la théorie. Il semble cependant que le volume de la dette publique soit

¹⁶En ce qui concerne ces trois premières variables, on divise les résultats en cas «élevés» et «bas», en fonction de la moyenne de chaque variable trois ans avant l’épisode de recul. Le seuil entre les cas élevés et bas est la valeur médiane de l’ensemble de l’échantillon, exception faite de la dette, pour laquelle le seuil de dette élevée est de 75 % dans les pays avancés et de 25 % dans les pays émergents. Les régimes de change sont classés en deux catégories, selon que le taux de change était fixe ou flottant la première année du ralentissement.

Graphique 5.7. Interventions budgétaires durant les phases descendantes et ascendantes

(Variation moyenne, en pourcentage du PIB)

Le premier graphique à bandes illustre les interventions budgétaires dans les pays avancés (A) et émergents (É), durant les épisodes de ralentissement, de neutralité et de redressement (de gauche à droite). Les chiffres négatifs représentent les relances budgétaires. Les politiques budgétaires discrétionnaires sont liées au solde primaire corrigé des variations cycliques. Le second graphique illustre les interventions budgétaires moyennes dans les pays émergents lorsque les pays avancés traversent des phases ascendantes et descendantes. Dans les deux graphiques, la variation moyenne du solde est pondérée par les écarts-types des variations de l’écart de production.



Source : calculs des services du FMI.

¹Variation moyenne du solde pondérée par les écarts-types des variations de l’écart de production. On entend par bonne année une année durant laquelle le décalage moyen pondéré par le PIB des pays avancés est inférieur au décalage moyen pondéré par le PIB médian des pays avancés durant toutes les années.

Tableau 5.1. Indicateurs macroéconomiques autour des épisodes de ralentissement, avec et sans relance budgétaire : ensemble des économies¹

Valeur médiane	Nombre d'observations durant le ralentissement	Moyenne sur trois ans avant le ralentissement	Un an avant le ralentissement	Année du ralentissement	Un an après le ralentissement	Moyenne sur quatre ans après le ralentissement
Croissance du PIB réel						
Relance budgétaire	51	3,1	2,2	-0,1	3,6	3,2
Rééquilibrage budgétaire	83	2,5	2,8	0,7	4,2	3,6
Évolution du ratio dette/PIB						
Relance budgétaire	43	-1,4	-0,5	2,2	1,1	0,8
Rééquilibrage budgétaire	61	1,4	1,5	1,2	-0,9	-1,2
Variation du solde primaire corrigé des variations cycliques						
Relance budgétaire	51	0,0	-0,2	-1,1	0,0	0,2
Rééquilibrage budgétaire	83	0,0	0,1	1,6	-0,2	0,2
Inflation						
Relance budgétaire	48	5,6	5,5	4,7	3,0	2,7
Rééquilibrage budgétaire	78	7,1	6,2	5,2	5,0	5,1
Évolution du taux de change nominal²						
Relance budgétaire	41	-0,6	0,0	2,9	-0,5	0,1
Rééquilibrage budgétaire	72	4,6	3,3	7,9	3,5	2,3
Excédent des transactions courantes						
Relance budgétaire	51	-2,4	-2,9	-0,8	-0,9	-1,2
Rééquilibrage budgétaire	81	-0,9	-0,8	0,0	0,2	-0,1
Croissance monétaire réelle						
Relance budgétaire	32	5,0	2,6	1,7	4,2	4,8
Rééquilibrage budgétaire	54	4,6	4,3	3,3	4,9	5,0

Note : Pour chaque variable, on enregistre la valeur médiane correspondant aux trois catégories d'orientation de la politique budgétaire durant la première année du ralentissement : relance, neutralité et rééquilibrage. Dans chaque cas, on retient la moyenne sur les trois années médianes avant le ralentissement, un an avant le ralentissement, la première année du ralentissement lui-même, un an après l'ensemble de l'épisode de ralentissement et la moyenne des quatre années après l'épisode de ralentissement. On notera que certains ralentissements durent plus d'un an. Lorsqu'ils se poursuivent pendant plusieurs années, l'année après le ralentissement est la première année qui suit la dernière année de ralentissement.

¹On entend par relance budgétaire pendant la première année d'un ralentissement une baisse du solde primaire corrigé des variations cycliques par rapport au PIB inférieure à 0,25 point de pourcentage du PIB.

²Le taux de change est exprimé en monnaie nationale/dollars EU (le signe + représente une dépréciation).

lié à des différences systématiques en termes de croissance, les pays qui appliquent des mesures de relance budgétaire et dont la dette publique est élevée lorsqu'ils entrent dans une phase de ralentissement connaissant généralement des taux de croissance plus faibles avant et après l'année du ralentissement, et une reprise de la croissance plus faible l'année qui suit les mesures de relance budgétaire, alors que les pays fortement endettés qui rééquilibrent leurs finances publiques bénéficient d'une croissance plus forte.

Si l'on s'intéresse à la façon dont la politique de finances publiques a été mise en œuvre, les pays qui ont conjugué des mesures de mobilisation des recettes et des dépenses ont connu des

ralentissements moins graves que ceux qui n'ont eu recours qu'à l'une ou l'autre de ces mesures, même si les actions axées sur les recettes se sont traduites par une reprise plus rapide et une croissance plus forte les années suivantes (tableau 5.3)¹⁷. En revanche, les mesures de rééquilibrage budgétaire axées sur les dépenses se sont traduites par une croissance plus forte durant les années qui ont suivi le ralentissement.

¹⁷Il faut cependant interpréter ces résultats avec prudence en raison de la taille réduite de l'échantillon d'épisodes durant lesquelles des mesures de mobilisation des recettes ont été prises.

En résumé, l'analyse événementielle montre qu'il peut être très utile de tenir compte de la dette et de la composition des mesures de relance par le budget pour comprendre les effets de la politique de finances publiques. À l'inverse, il est difficile de mettre en évidence des tendances nettes à l'aide d'autres variables qui, en théorie, pourraient être importantes.

Analyse de régression

L'analyse événementielle observe uniquement les liens entre l'orientation de la politique de finances publiques et la dynamique de la variable macroéconomique en question, mais n'éclaire pas sur la relation de cause à effet entre les variables¹⁸. En outre, en définissant des variables à l'aide de catégories simples et en les considérant isolément les unes des autres, on risque de dissimuler des informations importantes sur la taille des variables et les interactions entre elles. Pour résoudre ce problème, on applique une méthode de régression.

Ces régressions sont réalisées dans un cadre conceptuel dans lequel on examine les effets de la politique budgétaire discrétionnaire sur la croissance du PIB réel tout en neutralisant les effets potentiels de la politique monétaire et d'autres sources d'encouragement de la demande, en tenant compte de facteurs qui pourraient agir sur la transmission des mesures de relance par voie budgétaire.

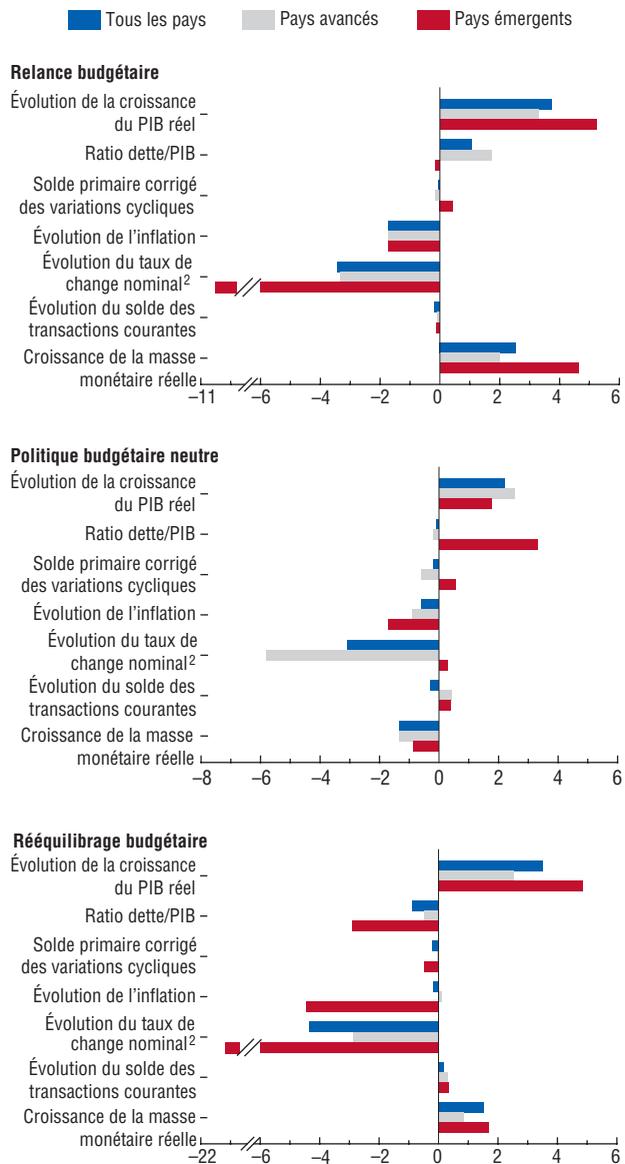
La principale variable indépendante présentant un intérêt est l'indicateur de relance budgétaire¹⁹. Pour bien faire, il faudrait que cet indicateur détecte tous les changements d'orientation discrétionnaires de la politique budgétaire, qu'ils proviennent de réactions systématiques à la

¹⁸Les liens avec la croissance sont un excellent exemple : si les taux de croissance sont inférieurs durant les phases de ralentissement lorsque la politique budgétaire était très énergique, faut-il en conclure que la politique budgétaire n'est pas efficace, ou que la politique budgétaire devait être très énergique parce que le ralentissement était très grave?

¹⁹On notera que toutes les variables sont maintenant continues et n'utilisent plus les catégories de l'analyse événementielle.

Graphique 5.8. Indicateurs macroéconomiques après les ralentissements, avec et sans relance budgétaire¹

Le graphique à bandes représente les variations des indicateurs macroéconomiques depuis l'année du ralentissement jusqu'à la première année qui le suit.



Source : calculs des services du FMI.

¹ On entend par relance budgétaire pendant la première année d'un ralentissement une baisse du solde primaire corrigé des variations cycliques par rapport au PIB inférieure à 0,25 point de pourcentage du PIB.

² Le taux de change est exprimé en monnaie nationale/dollars EU (le signe + représente une dépréciation). La valeur pour les pays émergents en cas de relance budgétaire est de -10,5 et de -21,2 en cas de rééquilibrage.

Tableau 5.2. Croissance du PIB réel et relance budgétaire dans différentes situations initiales : toutes les économies^{1,2}

Variables déterminantes ³	Nombre d'observations durant le ralentissement	Moyenne sur trois ans avant le ralentissement	Un an avant le ralentissement	Année du ralentissement croissance du PIB réel	Un an après le ralentissement	Moyenne sur quatre ans après le ralentissement
Dettes publiques						
Élevée	13	2,1	1,5	-0,1	2,7	2,0
Faible	30	3,1	2,4	-0,3	3,6	3,2
Solde des transactions courantes ⁴						
Élevée	22	2,7	2,4	0,3	2,6	2,4
Faible	27	3,2	2,0	-0,7	3,9	3,4
Ouverture commerciale						
Élevée	24	3,0	2,6	-0,1	2,7	3,1
Faible	25	3,4	1,6	-0,3	3,9	3,4
Taux de change						
Fixe	20	2,8	2,0	-0,3	3,1	3,0
Flottant	26	3,1	1,9	0,2	3,7	3,3

¹On entend par relance budgétaire la première année d'un ralentissement une baisse du solde primaire corrigé des variations cycliques par rapport au PIB inférieure à 0,25 point de pourcentage du PIB.

²Les conditions initiales des variables sont définies comme étant une moyenne sur trois ans avant l'année d'un ralentissement.

³Le seuil de dette élevée est de 75 % dans les économies avancées et de 25 % dans les économies émergentes. Le seuil de toutes les autres variables est la valeur médiane de la variable dans tout l'échantillon.

⁴Une valeur positive du solde des transactions courantes indique un excédent, une valeur négative un déficit.

situation de l'économie ou de mesures discrétionnaires non systématiques (c'est-à-dire imprévues). La composante systématique de l'indicateur de relance budgétaire est cependant endogène, ce qui pose des problèmes avec les déductions statistiques. De plus, comme cela est expliqué à l'encadré 5.2, il est très difficile de faire la différence entre les changements systématiques de la politique budgétaire et les stabilisateurs automatiques. En principe, l'indicateur de relance budgétaire par élasticité employé dans la partie précédente devrait servir à cet effet, mais à moins que les élasticités ne soient parfaitement précises pour chaque période — et que la production potentielle ne soit mesurée correctement — ce type d'indicateur de relance budgétaire aura vraisemblablement comme inconvénient une nouvelle endogénéité liée aux erreurs de mesure, ce qui diminue la validité des régressions.

Pour réduire ces problèmes d'endogénéité et vérifier la robustesse de l'analyse, on utilise un deuxième indicateur de relance budgétaire qui est axé exclusivement sur la composante non systématique de la politique budgétaire

discrétionnaire. (C'est également ce que l'on fait dans les études sur le budget qui emploient la méthode structurelle d'autorégression vectorielle (SVAR) et les méthodes «narratives»; voir l'encadré 5.2.) Cet indicateur vise à mettre en évidence les changements imprévus de l'orientation de la politique budgétaire en se fondant, pour chaque pays, sur des régressions distinctes des recettes et des dépenses sur la croissance de la production et une tendance temporelle. On trouvera des détails complémentaires à ce sujet à l'appendice 5.1. (Par la suite, on désignera cet indicateur sous le nom d'indicateur de relance budgétaire par régression, pour le distinguer de celui basé sur l'élasticité.)

Parmi les variables indépendantes, on peut citer deux décalages de croissance du PIB réel, pour tenir compte de l'inertie endogène de l'économie; la croissance de la masse monétaire réelle (contemporaine et deux décalages), comme indicateur de la politique monétaire; des changements de la demande extérieure (contemporaine et deux décalages); enfin la taille de l'État. On a constaté que ces variables

étaient significatives lorsqu'elles atteignaient 10 %. Elles ont été retenues dans toutes les spécifications des régressions qui suivent.

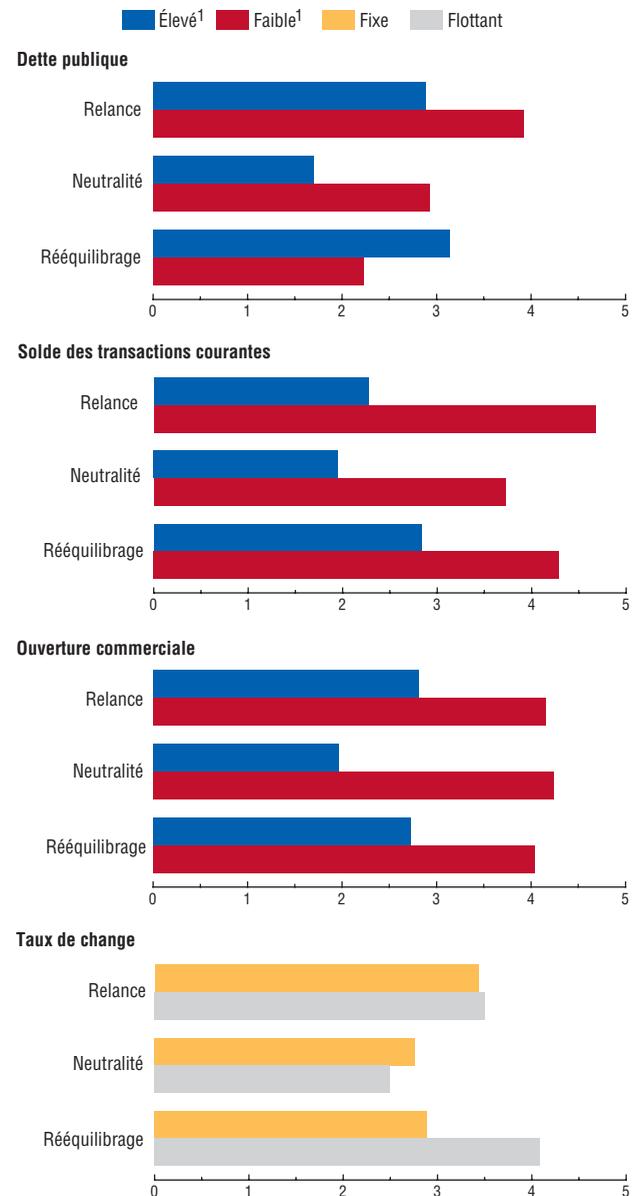
Le tableau 5.4 présente les principaux résultats en se référant aux effets sur le PIB réel d'une relance budgétaire de 1 % en utilisant à la fois un indicateur de relance budgétaire par élasticité et un indicateur par régression²⁰. Ses valeurs montrent les effets sur la production pendant l'année de l'intervention budgétaire puis trois ans plus tard, les nombres positifs indiquant qu'une relance budgétaire positive augmente la production²¹. Les résultats correspondant à la spécification de référence sont présentés sur la première rangée. Que l'une ou l'autre des mesures de relance par le budget soit prise, l'effet estimé sur la croissance de la production dans la spécification de référence est faible — plus proche de zéro que dans l'hypothèse keynésienne de 1 ou plus — et devient négatif après trois ans. Cependant, comme le montrent les deuxième et troisième rangées du tableau, ces résultats cachent des différences importantes selon les pays. Dans les pays avancés, les multiplicateurs sont statistiquement significatifs et faiblement positifs — une relance budgétaire d'un point de pourcentage entraîne une croissance du PIB réel d'environ 0,1 % sur le moment, et jusqu'à 0,5 % de plus que l'année zéro au bout de trois ans. Globalement, cet effet est comparable à ceux observés dans les études de cas et les études précédentes suivant la méthode structurelle d'autorégression vectorielle. À l'inverse, bien que les pays émergents connaissent sur le moment des effets analogues à ceux des pays avancés, les conséquences sur la production à moyen terme sont systématiquement négatives, que l'une ou l'autre des mesures de relance par le budget soit prise. De fait, il semble que dans ces économies, une

²⁰On trouvera à l'appendice 5.1 des tableaux sur les coefficients estimés et les diagnostics de régression.

²¹Il faut cependant remarquer que les régressions employées dans les neuf premières rangées ne font pas de différence entre les relances et les rééquilibrages budgétaires. Par conséquent, on suppose qu'un effet négatif sur la production dû à un rééquilibrage budgétaire est compatible avec un effet positif d'une relance.

Graphique 5.9. Évolution de la croissance du PIB réel et politique budgétaire dans différentes situations initiales

Le graphique à bandes indique l'évolution de la croissance du PIB réel depuis l'année du ralentissement jusqu'à la première année suivant le ralentissement, en fonction de la situation macroéconomique trois ans avant l'épisode (dette, compte des transactions courantes, ouverture commerciale et croissance de la masse monétaire) et du régime de change et de la composition des mesures de relance budgétaire l'année du ralentissement.



Source : calculs des services du FMI.

¹Le seuil de dette élevée est de 75 % dans les économies avancées et de 25 % dans les économies émergentes. Le seuil du solde des transactions courantes et de l'ouverture commerciale est la valeur médiane de la variable dans tout l'échantillon.

Tableau 5.3. Croissance du PIB réel et relance budgétaire par composante : toutes les économies^{1,2}

Variables déterminantes	Nombre d'observations durant le ralentissement	Moyenne sur trois ans avant le ralentissement	Un an avant le ralentissement	Année du ralentissement croissance du PIB réel	Un an après le ralentissement	Moyenne sur quatre ans après le ralentissement
Relance budgétaire						
Relance axée sur les recettes	5	4,4	2,8	-0,7	3,6	4,1
Relance axée sur les dépenses	31	3,1	2,0	-0,4	2,9	3,0
Relance axée à la fois sur les recettes et les dépenses	15	3,0	1,6	0,6	4,1	3,5
Rééquilibrage budgétaire						
Relance axée sur les recettes	31	2,4	2,3	-0,2	3,3	3,1
Relance axée sur les dépenses	17	2,8	3,2	1,2	5,0	4,3
Relance axée à la fois sur les recettes et les dépenses	35	2,7	3,3	1,1	4,3	4,2

¹On entend par relance budgétaire la première année d'un ralentissement une baisse du solde primaire corrigé des variations cycliques par rapport au PIB inférieure à 0,25 point de pourcentage du PIB.

²Les conditions initiales des variables sont définies comme étant une moyenne sur trois ans avant l'année d'un ralentissement.

politique budgétaire discrétionnaire fasse plus de mal que de bien.

Les effets sur la production indiqués dans les six rangées suivantes du tableau montrent que dans l'ensemble, les mesures de relance axées sur les recettes semblent mieux réussir à accroître le PIB réel que celles axées sur les dépenses, en particulier à moyen terme et dans les pays avancés. On constate que ces dernières ont systématiquement des effets négatifs dans les pays émergents après trois ans, ce qui explique sans doute les craintes selon lesquelles une fois que des mesures d'augmentation des dépenses sont mises en œuvre, il est difficile d'y mettre fin.

Une question fondamentale se pose, qui est de savoir si les politiques budgétaires discrétionnaires peuvent parvenir à stimuler l'économie durant les phases descendantes. C'est à cette question que répondent les quatre dernières rangées du tableau. Lorsque l'on élimine les effets des phases descendantes, les effets généraux des interventions budgétaires semblent être positifs, et peut-être même être plus marqués que dans la spécification de référence. Il est cependant possible que les résultats de ces multiplicateurs soient influencés par les effets négatifs importants des rééquilibrages budgétaires, et ne reflètent pas des effets positifs marqués des relances budgétaires. Lorsque l'on tient compte

précisément des effets des relances budgétaires, ces effets sont en réalité systématiquement négatifs, que l'une ou l'autre des mesures de relance par le budget soit prise (même si l'on observe une certaine amélioration de la croissance de la production durant les années qui suivent, de sorte que le niveau de la production est moins négatif qu'au départ).

Comment peut-on expliquer un résultat si différent? Un sujet de préoccupation est que les mesures de relance par le budget ne s'attaquent pas véritablement au problème d'endogénéité, en particulier l'indicateur par élasticité, qui pourrait donner des résultats biaisés²². S'il ne s'agit pas d'un problème d'indicateur, les effets pourraient varier selon les attentes du secteur privé concernant les conséquences pour la dette des mesures de relance par le budget. Les deux dernières rangées montrent comment ces effets varient en fonc-

²²Ainsi, durant les phases de contraction, les recettes budgétaires, tout comme la production, diminuent. Dans la mesure où les régressions ne neutralisent pas les effets des stabilisateurs automatiques, un effet automatique peut être interprété comme une mesure de relance budgétaire qui est décrite comme «inefficace» dans les régressions, ce qui n'a rien d'étonnant. Cela risque d'arriver plus souvent si l'on adopte la méthode par élasticité, l'hypothèse d'une élasticité des recettes égale à un dans les pays émergents pouvant être trop basse par exemple, ce qui aurait tendance à fausser les résultats, en particulier à court terme.

Tableau 5.4. Effet sur le PIB réel des changements de la politique budgétaire discrétionnaire

Effet :	Effet sur le PIB réel			
	Indicateur de relance budgétaire par élasticité		Indicateur de relance budgétaire par régression	
	Année zéro	Année trois	Année zéro	Année trois
	<i>(par rapport à une relance budgétaire positive d'un point de pourcentage du PIB)</i>			
Spécification de référence	0,15	-0,16	0,08	-0,02
Différences entre pays				
Pays avancés uniquement	0,12	0,13	0,11	0,51
Pays émergents uniquement	0,21	-0,03	0,10	-0,09
Composition				
Changements des politiques axées sur les recettes	0,21	0,12	0,10	0,14
Changements des politiques axées sur les dépenses	0,13	-0,21	0,06	-0,06
Composition : pays avancés uniquement				
Changements des politiques axées sur les recettes	0,35	0,59	0,01	0,40
Changements des politiques axées sur les dépenses	-0,09	-0,26	0,15	0,52
Composition : pays émergents uniquement				
Changements des politiques axées sur les recettes	0,23	0,23	0,13	0,17
Changements des politiques axées sur les dépenses	0,20	-0,18	0,08	-0,23
Ralentissements	0,29	0,00	0,10	0,04
Relance budgétaire uniquement	-1,30	-0,88	-0,87	-0,29
Relance budgétaire uniquement, dette initiale élevée	-1,75	-2,05	-1,05	-0,80
Relance budgétaire uniquement, dette initiale faible	-0,96	-0,36	-0,65	0,13

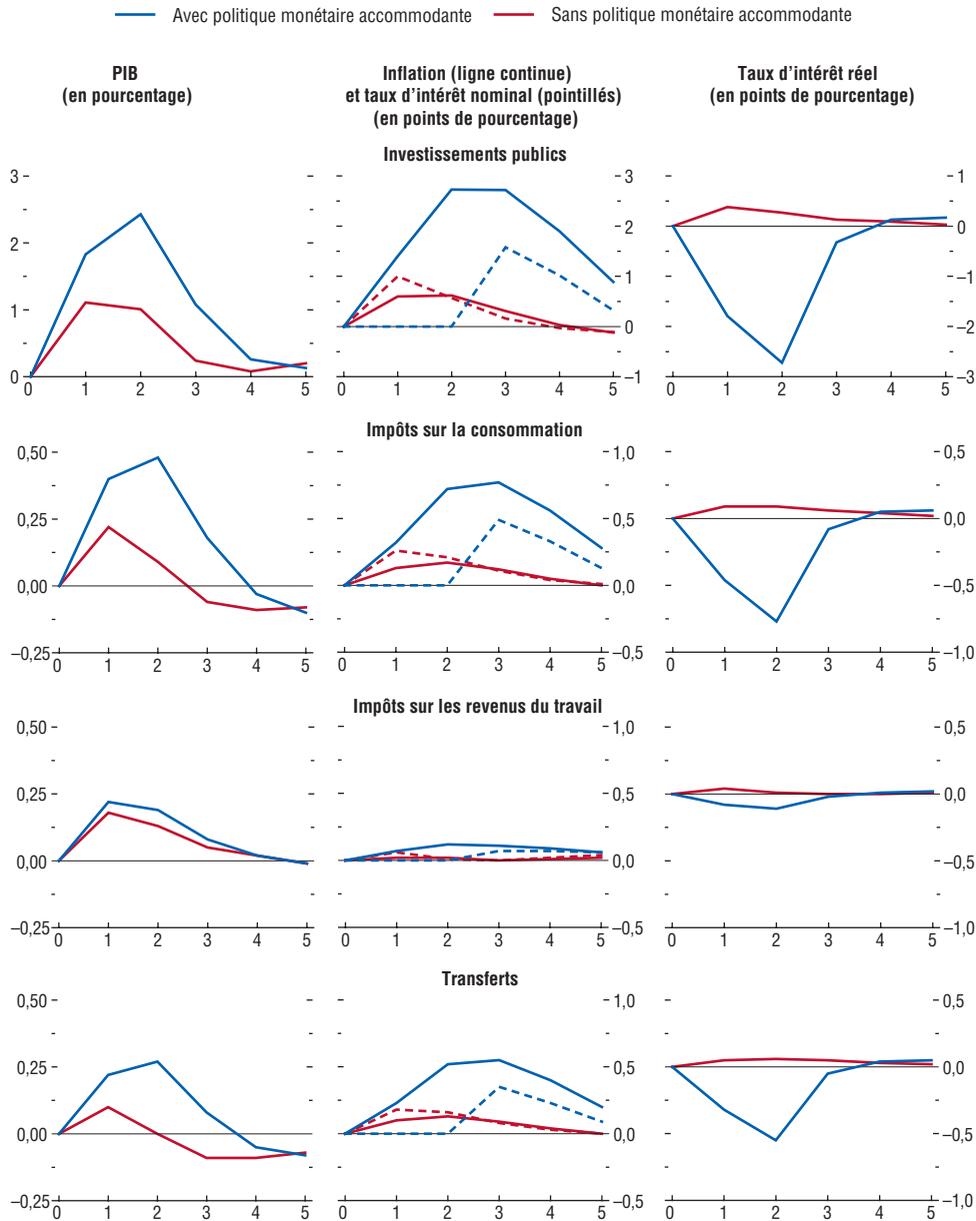
tion du montant de la dette publique au moment de l'intervention. Dans les pays peu endettés, une relance budgétaire produit un effet initial négatif, mais un effet positif sur la croissance les années suivantes, de sorte que l'effet net après trois ans est relativement négatif lorsque l'on utilise l'indicateur par élasticité, et positif avec l'indicateur par régression. En revanche, dans les pays très endettés, l'effet est systématiquement important et toujours négatif. Cela semble indiquer que les préoccupations relatives à la viabilité budgétaire dominant peut-être les décisions de dépenses, même si habituellement, on pourrait considérer que la politique de finances publiques en vigueur a un effet stimulant²³.

²³Les effets des mesures de relance budgétaires, tout comme celles de rééquilibrage, sont encore plus défavorables lorsque l'on prend en compte les ralentissements prononcés. On trouvera des informations complémentaires à l'appendice 5.1.

On a calculé d'autres régressions qui comprennent des termes d'interaction de l'indicateur de relance budgétaire et des variables muettes indiquant 1) l'ouverture commerciale élevée ou faible; 2) le développement financier élevé ou faible, comme indicateur des contraintes de liquidités; 3) les régimes de change fixe ou flottant et 4) un excédent des transactions courantes faible ou élevé, comme indicateur de la viabilité extérieure. Une ouverture commerciale et un développement financier plus importants donnent des multiplicateurs plus élevés, et les multiplicateurs sont plus élevés lorsque le régime de change est flottant. Ces résultats vont à l'encontre de la théorie économique, ce qui permet de penser que les craintes au sujet de la dette pourraient être le facteur dominant de l'efficacité de la politique de finances publiques. De fait, on a tendance à associer un solde des transactions courantes supérieur à la moyenne (généralement un excédent) à des multiplicateurs

Graphique 5.10. Effets d'une expansion budgétaire dans une grande économie
(Écart par rapport à la référence; années en abscisse; le choc se produit durant l'année zéro)

Réactions aux impulsions sous forme d'une augmentation de 1 % du déficit l'année 1 et de 0,5 % l'année 2.



Source : calculs des services du FMI.

plus grands²⁴. Enfin, si l'on calcule la régression de référence à l'aide de deux sous-échantillons temporels différents, on est incité à la prudence : les multiplicateurs ont apparemment été plus faibles ces dernières années²⁵.

Il ressort de cette analyse qu'une politique budgétaire discrétionnaire peut réussir à stimuler la production, en particulier si elle est axée sur les recettes. Il y a cependant lieu d'être prudent lorsque l'on applique des programmes de relance durant les phases de ralentissement puisque selon les données disponibles, si l'on veut qu'ils fonctionnent, on ne peut le faire que lorsque la situation budgétaire structurelle est solide. Il en ressort que les pouvoirs publics doivent améliorer l'équilibre budgétaire pendant les phases ascendantes et s'engager de façon crédible à ce que leurs programmes de relance ne mettent pas en péril la viabilité de la dette.

Un éclairage sur la relance budgétaire à l'aide d'une simulation

On a montré dans la partie précédente à l'aide de certaines données qu'il existe des multiplicateurs légèrement positifs, en émettant des réserves importantes sur le type d'économie, la composition des mesures de relance par le budget et le volume de la dette. De toute évidence, les décideurs doivent tenir compte d'un grand nombre de facteurs qui peuvent avoir une grande portée lorsqu'ils élaborent des mesures budgétaires discrétionnaires. Dans cette partie, l'objectif est d'étudier, dans un cadre bien défini, comment les effets de mesures de relance par le budget dépendent de la structure de l'économie en question.

²⁴À moyen terme, les multiplicateurs sont positifs lorsque l'on emploie l'indicateur de relance budgétaire par régression mais restent négatifs lorsque l'on utilise l'indicateur de relance budgétaire par élasticité.

²⁵C'est particulièrement vrai pour les pays avancés. Une explication possible, qui cadre à la fois avec les données empiriques et les simulations présentées plus loin, est que la politique monétaire est devenue moins accommodante dans ces pays.

Nous avons utilisé une version annuelle du modèle monétaire et budgétaire intégré (GIMF). Il s'agit d'un modèle d'équilibre général dynamique et stochastique multinational qui contient un certain nombre d'éléments utiles par rapport aux modèles existants du cycle conjoncturel et monétaire (consommateurs à courte vue qui manquent de liquidités et gains de productivité potentiels grâce aux investissements publics par exemple) et une vaste gamme d'instruments budgétaires qui influent sur les choix intertemporels des ménages et des entreprises (investissements publics, impôts sur les revenus du travail, impôts sur la consommation et transferts vers les ménages)²⁶.

La première étude compare les résultats de variables macroéconomiques fondamentales à l'aide de différents instruments de politique budgétaire dans une grande économie, calibrés de manière à correspondre aux États-Unis. Les résultats sont présentés au graphique 5.10. Le choc est une expansion budgétaire temporaire, calibrée de manière à aboutir à un déficit primaire situé 1 % au-dessus du niveau de référence l'année 1 et 0,5 % au-dessus du niveau de référence l'année 2. Par la suite, une fonction de réaction budgétaire parvient à ramener la dette à son niveau initial en relevant les impôts forfaitaires. La relance budgétaire est complètement inattendue la première année mais son profil temporaire, y compris la deuxième relance durant l'année 2, ainsi que les conséquences à long terme en matière fiscale, sont parfaitement compris une fois qu'elle est engagée. Chaque rangée du graphique 5.10 montre les réactions, de gauche à droite, du PIB (en écart en pourcentage par rapport à la valeur de référence), de l'inflation et des taux d'intérêt nominaux (en écart en points de pourcentage par rapport à la valeur de référence) et des taux d'intérêt réels (en écart en points de pourcentage par rapport à la valeur de référence). Dans

²⁶Les groupes de pays sont les États-Unis, la zone euro, le Japon, les pays émergents d'Asie et les autres pays. Pour une description plus détaillée de ce modèle, voir Kumhof and Laxton (2008).

la partie plus basse du graphique, les rangées successives montrent l'effet des différents instruments budgétaires : investissements publics, impôts sur la consommation, impôts sur les revenus du travail et transferts vers les ménages. Dans chaque partie, on indique deux réactions : la première, dans laquelle on suppose que les taux d'intérêt nominaux réagissent aux écarts attendus de l'inflation par rapport à l'objectif, et la deuxième, dans laquelle les taux d'intérêt nominaux demeurent constants les deux premières années, et répondent ainsi aux besoins de la relance budgétaire.

Dans chacun des cas, on n'observe aucun changement à long terme de la production potentielle. À terme, chaque variable reviendra à zéro²⁷. Par conséquent, cette expérience s'intéresse principalement aux différences dans les effets à court terme des mesures de relance. Ses résultats font apparaître ce qui suit :

- La même augmentation du déficit se traduit par de grandes différences dans la taille des multiplicateurs à court terme selon les instruments utilisés. En supposant qu'ils peuvent être mis en œuvre immédiatement et efficacement, les investissements publics ont davantage d'effets que d'autres mesures²⁸. La raison en est qu'ils ont une incidence directe sur la demande globale, alors que les effets des impôts et des transferts varient en fonction de la propension à consommer. Les investissements sont également le facteur qui a le plus d'incidence sur l'inflation et les taux d'intérêt réels.

²⁷C'est également vrai des investissements publics mais dans ce cas, leur effet sur la production est beaucoup plus durable, car les dépenses d'infrastructure de l'État ont des avantages productifs qui ne s'amortissent que lentement au fil du temps.

²⁸Les résultats empiriques montraient au contraire que les mesures de relance axées sur les recettes avaient davantage d'effets positifs. Dans ces simulations, les agents privés comprennent que la dette sera maintenue à son niveau initial. Dans la pratique, cela peut s'expliquer par le fait que les programmes axés sur les dépenses ont plus de chances d'être permanents, et suscitent donc des inquiétudes sur la viabilité de la dette.

- La politique monétaire joue un rôle fondamental dans l'efficacité des mesures budgétaires de stimulation de l'économie. De fait, lorsqu'elle est accommodante, les multiplicateurs de production peuvent être jusqu'à deux fois plus élevés, et leurs effets sont plus durables²⁹. Dans le même temps, l'inflation est plus élevée. La différence est moindre pour les impôts sur les revenus du travail, car en baissant ces impôts, on encourage à travailler, ainsi qu'à consommer. Par conséquent, une réaction de l'offre neutralise l'effet inflationniste. On peut également montrer que sans politique monétaire accommodante, les multiplicateurs sont plus faibles lorsque les prix sont plus flexibles³⁰. En effet, l'inflation augmente plus fortement après des mesures de relance, ce qui exige un relèvement plus énergique des taux d'intérêt qui réduit la réaction de la production. En appliquant une politique monétaire accommodante, une plus grande flexibilité des prix produit l'effet inverse, car une inflation accrue suppose une chute plus forte des taux d'intérêt réels.
- Une réduction des impôts sur la consommation et des transferts vers les ménages temporairement plus élevés font nettement basculer la production (la production est supérieure, puis inférieure, à la valeur de référence), car ils incitent à anticiper la consommation et les investissements³¹. En revanche, une baisse des impôts sur les revenus du travail entraîne une réaction de l'offre plus systématiquement positive.

²⁹Ceci correspond au point de vue selon lequel il se pourrait que la politique budgétaire soit le plus efficace lorsque la politique monétaire est le moins efficace, par exemple lorsque les taux d'intérêt nominaux sont proches de zéro ou lorsque le mécanisme d'harmonisation monétaire est affaibli.

³⁰Les simulations en fonction de différents niveaux de flexibilité des prix ne sont pas indiquées au graphique 5.7.

³¹C'est un exemple d'une réforme budgétaire temporaire qui est efficace grâce à des anticipations prospectives, ce qui montre que les critiques des mesures temporaires concernant le «revenu permanent» ne sont pas toujours valables.

Si les pouvoirs publics pérennisent les mesures et les financent par une augmentation de la dette, à long terme, la réaction de l'offre et les effets sur la dette deviennent beaucoup plus importants. Quels que soient les instruments budgétaires, toute hausse de la dette a tendance à évincer la production privée, car elle augmente les taux d'intérêt réels³². Lorsque la hausse des transferts est permanente, quand bien même la politique monétaire à court terme est accommodante, les taux d'intérêt réels augmentent à long terme ce qui réduit la production ou, dans le meilleur des cas, ne la change pas. En revanche, des taux d'imposition plus faibles réduisent les distorsions de l'offre, et se traduisent par conséquent par une augmentation permanente de la production. C'est davantage le cas lorsque l'on baisse les impôts sur les revenus du travail que lorsqu'on diminue les impôts sur la consommation. Si les taux d'imposition restent faibles en permanence, on peut *augmenter* les conséquences à court terme, en fonction de l'équilibre entre les effets positifs de l'offre et les effets négatifs des taux d'intérêts. Lorsque les investissements publics sont maintenus en permanence à un niveau élevé, leurs effets diffèrent selon que les dépenses peuvent ou non avoir un meilleur taux de rentabilité que si les ressources étaient à la disposition des investisseurs privés.

Comment les multiplicateurs varient-ils en fonction des caractéristiques de l'économie? D'autres simulations font apparaître ce qui suit :

- Pour une mesure budgétaire de stimulation d'une ampleur donnée, les multiplicateurs sont plus faibles dans les petits pays ouverts (voir graphique 5.11) bien que les multiplicateurs des impôts sur les revenus du travail diminuent moins³³.

³²Dans les petits pays — à savoir ceux qui sont suffisamment petits pour que les taux d'intérêt soient exogènes — ce phénomène est encore vraisemblable. Les chances qu'il se produise dépendent des primes de risque sur les taux d'intérêt.

³³Les données empiriques de la partie précédente donnent des résultats opposés : les multiplicateurs sont plus élevés dans les petits pays ouverts. Ceci signifie que le degré d'ouverture retenu dans les régressions tient

- Lorsque la part des consommateurs qui se heurtent à des contraintes de liquidité est plus grande, comme on peut le prévoir dans la plupart des pays émergents, les multiplicateurs sont sensiblement plus élevés.
- Dans le même temps, dans les pays émergents très endettés, les mesures de relance par le budget peuvent entraîner une hausse des taux d'intérêt réels, car les intervenants sur le marché exigent une prime de risque sur les taux d'intérêt plus élevée. Les multiplicateurs de production en sont alors réduits, en particulier lorsque les pays prennent des mesures axées sur les recettes, comme le montre le graphique 5.12. Si la hausse de la prime de risque sur les taux d'intérêt est suffisamment importante, les multiplicateurs sont négatifs. Il est possible que ce soit ce mécanisme qui explique les résultats négatifs des mesures de relance par le budget observés d'après les travaux empiriques et indiqués au tableau 5.4.

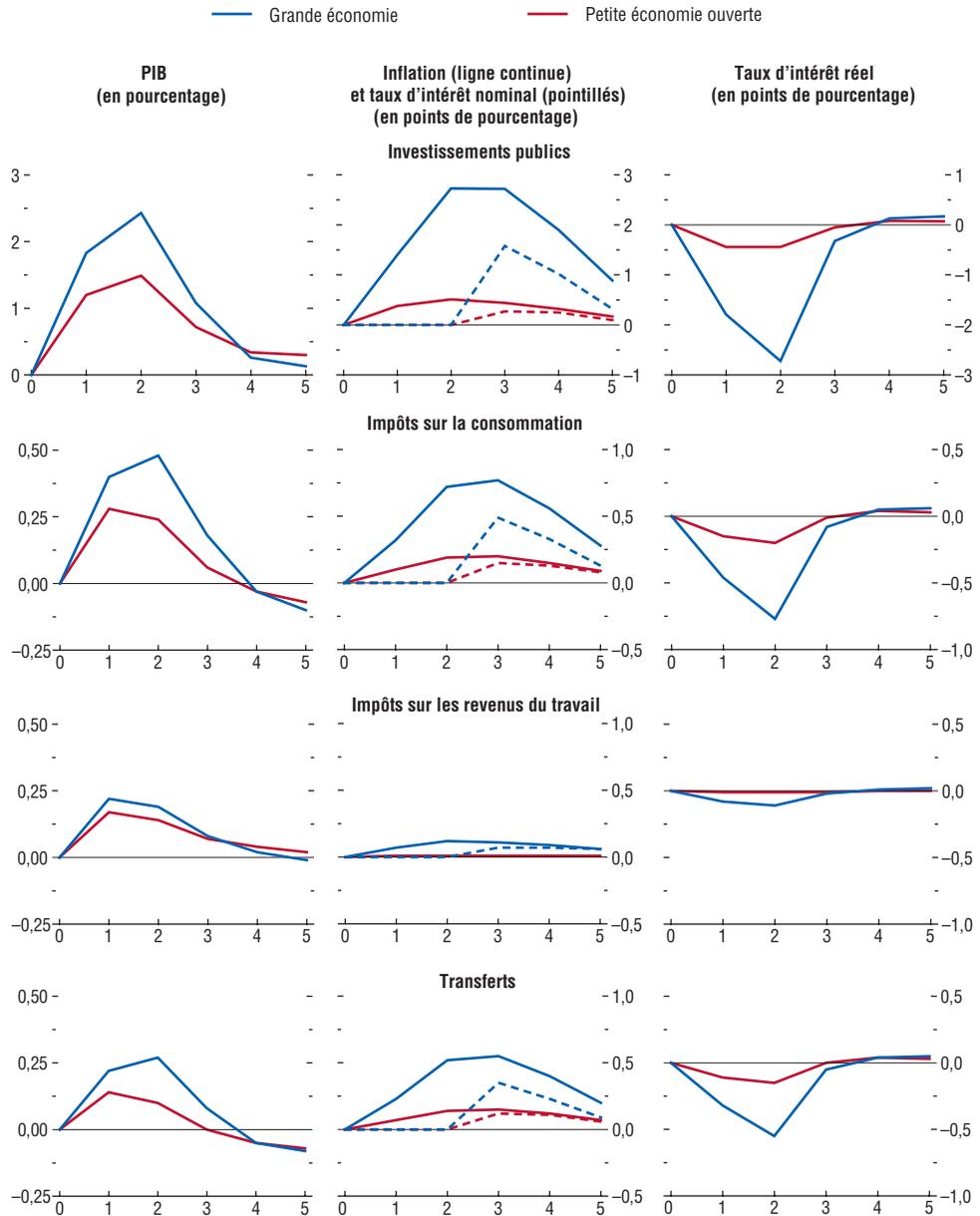
Ces résultats montrent que les effets des mesures de relance par le budget risquent de varier considérablement en fonction du mode d'application de ces mesures et du type d'économie. Ils confirment l'idée selon laquelle l'ampleur de la politique d'accompagnement monétaire est importante, ce qui pourrait avoir joué un rôle dans le fait que les estimations des multiplicateurs budgétaires ont été plus faibles ces dernières années. Ceci ne signifie pas pour autant qu'une politique de finances publiques ne peut pas porter ses fruits, mais plutôt qu'elle a le plus de chances d'être efficace lorsque la politique monétaire n'a pas de marge de manœuvre (voir également Blinder, 2006). En outre, ces résultats mettent en évidence un mécanisme qui peut être important selon lequel les préoccupations relatives à la viabilité de la dette publique pourraient réduire les multiplicateurs budgétaires à un point tel que les mesures budgétaires discrétionnaires feraient plus de mal que de bien.

compte d'autres effets qui ne sont pas pris en considération dans ces simulations.

Graphique 5.11. Expansion budgétaire dans une grande économie comparée à une petite économie ouverte avec une politique monétaire accommodante

(Écart par rapport à la référence; années en abscisse; le choc se produit durant l'année zéro)

Réactions aux impulsions sous forme d'une augmentation de 1 % du déficit l'année 1 et de 0,5 % l'année 2.

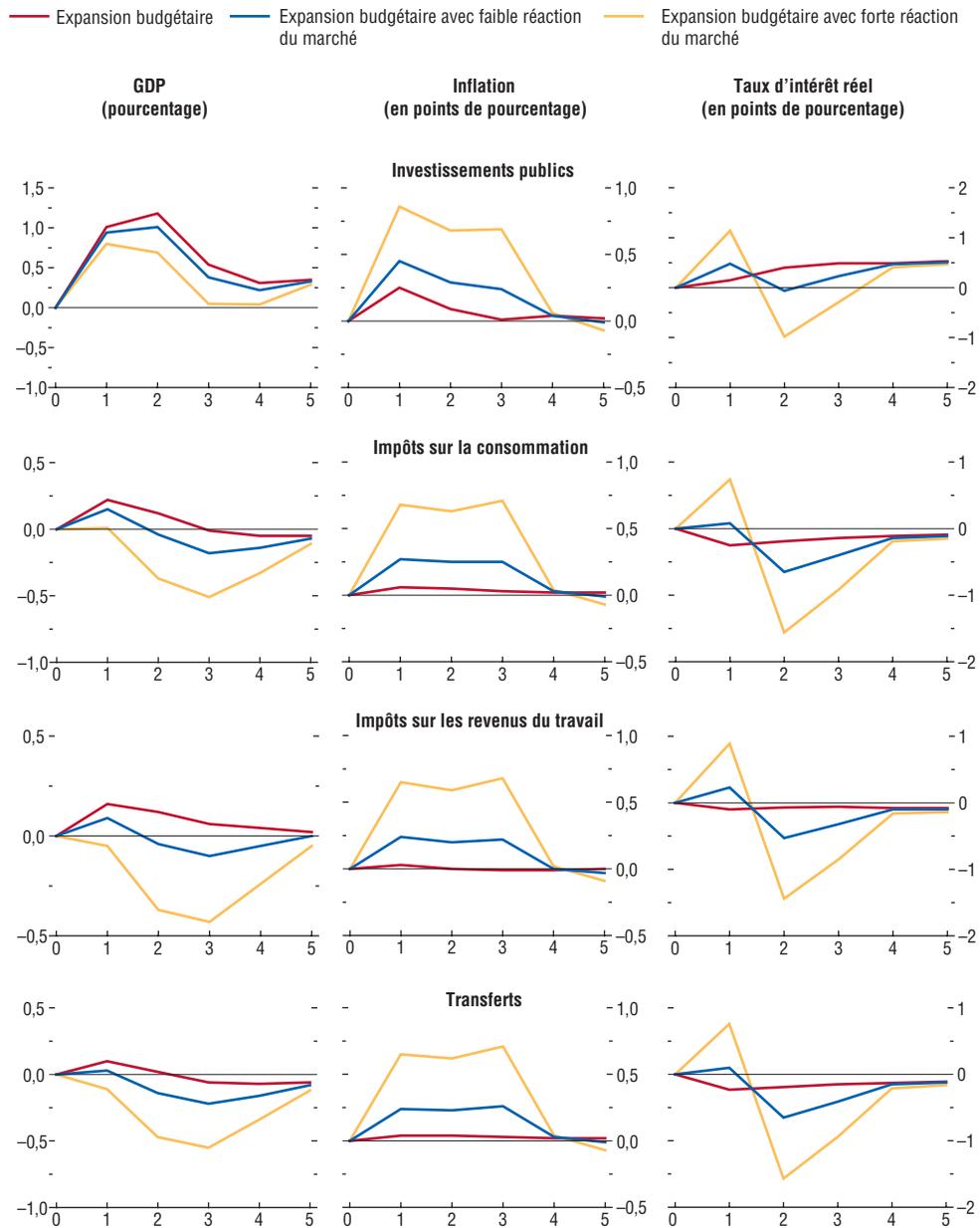


Source : calculs des services du FMI.

Graphique 5.12. Effet de l'expansion budgétaire dans une petite économie avec prime du risque de marché

(Écart par rapport à la référence; années en abscisse; le choc se produit durant l'année zéro)

Réactions aux impulsions sous forme d'une augmentation de 1 % du déficit l'année 1 et de 0,5 % l'année 2.



Source : calculs des services du FMI.

Conclusions et considérations intéressantes de l'action des pouvoirs publics

Ce chapitre pose une question fort simple : quels sont les effets de la politique de finances publiques durant les phases descendantes du cycle économique? La réponse à cette question est complexe et dépend fortement des caractéristiques de l'économie considérée.

Les mesures budgétaires discrétionnaires présentent un attrait évident, à savoir que les pouvoirs publics sont susceptibles d'agir rapidement sur le pouvoir d'achat, alors que les effets de la politique monétaire subissent des retards longs et parfois incertains. De plus, dans la pratique, on voit que dans les pays avancés, les pouvoirs publics ont eu activement recours à des mesures budgétaires discrétionnaires, même s'ils sont loin de les avoir employées autant que les stabilisateurs automatiques et la politique monétaire. Toutefois, les mesures discrétionnaires ont généralement été adoptées plus tard que les stabilisateurs automatiques et les changements d'orientation de la politique monétaire. Elles l'ont été plus souvent en réaction à des phases descendantes qu'à des phases ascendantes, et parfois plus qu'il ne le fallait. Enfin, les mesures de relance ont souvent été pérennisées, ce qui a eu des conséquences négatives sur la viabilité budgétaire.

Si l'on étudie les effets moyens des mesures budgétaires discrétionnaires dans un échantillon qui comprend à la fois des pays avancés et des pays émergents, on ne trouve aucun élément permettant d'établir avec certitude qu'elles exercent une action anticyclique sur l'activité. Une analyse plus approfondie semble cependant indiquer qu'elles ont un effet légèrement anticyclique sur les pays avancés. En revanche, peu de données donnent à penser qu'elles ont un effet anticyclique dans les pays émergents. Cet effet ne se fait sentir que dans un premier temps, des éléments indiquant qu'ils deviennent négatifs les années suivantes. Il semble que les mesures de relance axées sur les recettes réussissent mieux à stimuler la production que celles axées sur les dépenses,

en particulier dans les pays émergents, ce qui explique sans doute les craintes selon lesquelles une fois que des mesures d'augmentation des dépenses sont mises en œuvre, il est difficile d'y mettre fin.

Ces conclusions empiriques sont globalement conformes à des simulations effectuées à partir d'un modèle d'équilibre général sur plusieurs périodes. Ces simulations montrent comment les multiplicateurs budgétaires peuvent aller de keynésiens (1 ou davantage) à négatifs, en fonction de l'instrument utilisé et du type d'économie. Plus particulièrement, le multiplicateur est plus faible lorsque la réaction de la politique monétaire n'est pas adaptée à la relance budgétaire, et lorsque cette relance est suivie par une hausse importante des primes de risque (par exemple en cas de fortes craintes sur les obligations relatives au service de la dette). Une augmentation des dépenses publiques, si elle peut être mise en œuvre rapidement, peut être le moyen le plus direct de stimuler la production. C'est cependant celui qui est le plus inflationniste. Des réformes fiscales qui récompensent davantage le travail ou des mesures d'incitation à consommer pourraient être quasiment aussi efficaces pour soutenir l'activité économique, et présentent moins de risques d'inflation.

Compte tenu à la fois de l'utilité de la politique budgétaire comme outil de stabilisation conjoncturelle et des données qui montrent que les mesures discrétionnaires de relance budgétaire peuvent avoir des effets préjudiciables, les pouvoirs publics doivent-ils faire davantage appel aux stabilisateurs automatiques? Sinon, est-il possible d'élaborer d'autres mécanismes budgétaires anticycliques qui provoqueraient une réaction symétrique et plus rapide à l'évolution de la situation économique³⁴?

³⁴Cette idée remonte au moins à Musgrave (1959, p. 512), qui a inventé la notion de formule flexible pour décrire un système dans lequel les réformes des impôts ou des dépenses feraient l'objet d'une législation préalable pour réagir aux changements du revenu. Des versions de cette notion ont été récemment préconisées dans Seidman (2003).

Deux grandes possibilités se présentent, chacune ayant ses avantages et ses inconvénients.

Accroître la réactivité des stabilisateurs automatiques : On pourrait élargir la portée des stabilisateurs automatiques passifs en rendant plus progressif le système de recettes par exemple. Des mécanismes de ce type fonctionneraient automatiquement et n'augmenteraient pas nécessairement la taille de l'État. Dans le même ordre d'idée, on pourrait réformer certains programmes de fiscalité, de transferts et de dépenses afin de les lier à la situation de l'économie en suivant certaines règles, comparables à la règle de Taylor pour fixer les taux d'intérêt. À cet effet, on pourrait mettre en œuvre des programmes de dépenses temporaires préapprouvés ou relever les indemnités de chômage lorsque le taux de chômage atteint un certain seuil. Ce dispositif présenterait l'avantage d'être transparent.

Des mesures de ce type pourraient cependant avoir des conséquences indésirables qu'il faudrait évaluer en fonction des avantages qu'elles apporteraient en matière de stabilisation. Un système de réforme temporaire de l'impôt sur la consommation pourrait se traduire par une chute automatique de la consommation courante si des baisses d'impôts sont prévues. Les propositions d'adopter des mesures automatiques pour faire face aux phénomènes cycliques posent également des problèmes, car on ne dispose pas d'indicateurs en temps réel de la situation de l'économie qui soient entièrement fiables. Les réactions fondées sur les résultats des périodes précédentes — un remboursement d'impôts automatique par exemple — pourraient être plus adaptées et provoquer moins de distorsions, mais elles risquent de ne pas être aussi bien ciblées que celles fondées sur le revenu courant. De plus, il pourrait être difficile d'élaborer des programmes de dépenses préétablis dépendants de l'État qui utilisent l'argent public de façon efficiente et sélective (Solow, 2005). En outre, toutes ces mesures risquent d'introduire des distorsions : les dispositifs visant à accroître la progressivité de l'impôt ou à lier la générosité du régime d'assurance chômage à la situation de l'économie auraient vraisemblablement pour

conséquence de modifier les incitations au travail, et pourraient se révéler politiquement difficiles à respecter durant les phases ascendantes. Il faudrait alors les accompagner de mesures visant à mieux cibler les interventions durant les phases descendantes. Or un meilleur ciblage a tout lieu de poser des difficultés administratives qui pourraient se révéler coûteuses.

Réformer la gestion des finances publiques : Des réformes de plus grande ampleur pourraient rendre plus crédibles les mesures discrétionnaires et plus particulièrement réduire la tendance à l'endettement. À cet effet, on pourrait créer un organisme public indépendant et impartial comme il en existe déjà dans de nombreux pays. Ce «gendarme» budgétaire serait chargé de mettre en lumière l'évolution de la conjoncture économique, d'évaluer dans quelle mesure la politique de finances publiques est conforme aux objectifs à moyen terme et de formuler des avis sur diverses mesures gouvernementales³⁵. Ce dispositif réduirait au maximum la prise de positions partisans dans l'évaluation des informations économiques et le recours aux seules mesures statistiques de l'économie, qui peuvent être imprécises. De plus, il pourrait permettre de prendre des mesures de relance par le budget à des moments plus opportuns et de façon plus temporaire. On pourrait également charger ces organismes de donner des avis sur les paramètres relatifs aux impôts et aux dépenses qu'il faut faire varier, comme ils le font déjà dans plusieurs pays³⁶.

³⁵Ainsi, le Swedish Fiscal Policy Council a pour objectif d'évaluer de manière indépendante la politique budgétaire du gouvernement suédois, et notamment de déterminer si elle est compatible avec la situation de l'économie dans le cycle conjoncturel.

³⁶D'aucuns ont même proposé que les pouvoirs publics délèguent une certaine responsabilité budgétaire à ces organismes impartiaux, uniquement à des fins de stabilisation macroéconomique (voir Ball, 1997, et Calmfors, 2003). Les propositions actuelles voudraient que ces organismes modifient certains paramètres relatifs aux impôts ou aux dépenses, dans certaines limites fixées par le pouvoir législatif, et sur la base d'un mandat étroit de stabilisation complété par une obligation stricte de rendre des comptes. Le défaut de ces propositions est qu'elles présentent un problème quant au rôle des pouvoirs pu-

Il faudrait manifestement étudier attentivement les coûts et les risques potentiels de ces systèmes avant de les mettre en œuvre. Indépendamment du choix des instruments budgétaires et des difficultés administratives à modifier les taux d'imposition ou les programmes de dépenses, il faudrait que ce système soit coordonné avec les objectifs de la politique monétaire (voir Taylor, 2000). Cela étant, compte tenu des limites des stabilisateurs automatiques tels qu'ils sont appliqués aujourd'hui et des risques liés aux politiques budgétaires discrétionnaires, cette idée mérite d'être étudiée plus avant.

Appendice 5.1. Données et méthodes empiriques

Données sur la réactivité de la politique budgétaire

Les données trimestrielles sur l'écart de production et la croissance du PIB réel sont tirées des *Perspectives économiques* de l'OCDE et sont corrigées des variations saisonnières. On définit les phases descendantes comme étant les trimestres durant lesquels le taux de croissance est soit négatif, soit inférieur à son potentiel, l'écart de production étant supérieur à un écart-type négatif. La variation de la politique monétaire est mesurée de manière approchée par l'évolution trimestrielle du taux d'intérêt nominal à court terme tiré de la base de données des statistiques financières internationales du FMI. Toutes les variations sont mesurées d'un trimestre à l'autre et ne sont pas annualisées. Cette analyse s'intéresse principalement aux variations de grande ampleur des variables de la politique budgétaire discrétionnaire, définies comme étant celles qui sont supérieures à 0,25 % du PIB durant un trimestre. De même, les variations discrétionnaires des taux d'intérêt nominaux à court terme sont définies

blics et qu'il est difficile de faire une distinction entre l'organisme et l'État dans le domaine de la politique budgétaire anticyclique (voir Debrun, Hauner, and Kumar, 2008, pour une enquête détaillée à ce sujet).

comme étant celles qui sont supérieures à 0,25 % durant un trimestre.

On estime l'autorégression vectorielle (VAR) de chaque pays à l'aide de données trimestrielles. Ces autorégressions comprennent plusieurs variables, classées dans l'ordre suivant : croissance effective du PIB réel moins croissance potentielle du PIB réel, inflation (sur la base du déflateur du PIB), évolution des taux d'intérêt nominaux, évolution du solde budgétaire primaire corrigé des variations cycliques et évolution du solde budgétaire automatique (cyclique). Cet ordre signifie que bien que les variables de la politique budgétaire puissent réagir aux chocs de la croissance et de l'inflation durant un même trimestre, le délai de transmission entre les variables de la politique budgétaire et la croissance et l'inflation est d'un trimestre au minimum. Les autorégressions vectorielles comprennent deux décalages pour chaque variable.

Données lacunaires et risque de prédisposition à l'endettement

Pour rechercher les réactions asymétriques, chaque autorégression vectorielle comprend maintenant les variables suivantes : croissance lorsque l'économie traverse une phase descendante et zéro dans les autres cas; croissance lorsque l'économie traverse une phase ascendante et zéro dans les autres cas; il faut y ajouter les variables déjà incluses, à savoir l'inflation, l'évolution des taux d'intérêt nominaux et l'évolution des soldes budgétaires. Comme auparavant, les phases descendantes sont définies comme étant les trimestres durant lesquels le taux de croissance est soit négatif, soit inférieur au potentiel, l'écart de production étant supérieur à un écart-type négatif. Les résultats sont robustes quel que soit l'ordre des deux moitiés de la croissance (phases descendantes et phases ascendantes) dans l'autorégression vectorielle et des variables de la politique budgétaire et monétaire, et permettent d'ajouter une tendance temporelle dans chaque équation. Étant donné que l'autorégression vectorielle est précisée dans les différences premières, toute évolution tendancielle de l'équilibre des soldes budgétaires durant

la période considérée influe sur le terme constant de l'équation des soldes budgétaires.

Pour évaluer la fiabilité d'estimations préliminaires du PIB, cette analyse actualise les estimations de Faust, Rogers et Wright (2005), qui utilisaient des données jusqu'en 1997. On entend par révisions la différence entre les données telles qu'elles figuraient dans la version la plus récente des *Indicateurs économiques mensuels* de l'OCDE (juin 2008) et les données publiées pour la première fois dans les *Indicateurs économiques mensuels*. On dispose de données préliminaires sur les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada depuis le 1^{er} trimestre 1965, sur le Japon depuis le 1^{er} trimestre 1970, sur l'Italie et l'Allemagne depuis le 4^e trimestre 1979 et sur la France depuis le 4^e trimestre 1987.

Pour évaluer les effets des erreurs dans les prévisions de croissance, chaque autorégression vectorielle comprend maintenant les erreurs sur les estimations préliminaires, que l'on ajoute aux variables incluses précédemment. Les erreurs d'estimation sont placées dans les autorégressions vectorielles après la croissance et l'inflation mais avant les variables de la politique budgétaire. Les résultats sont robustes quel que soit l'ordre des erreurs et des variables de la politique budgétaire.

Réactions des pouvoirs publics dans les pays émergents et avancés

Cette analyse porte sur un échantillon de 21 pays avancés et 20 pays émergents tiré de la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI et couvrant une période allant de 1970 à 2007³⁷. D'autres données macroéconomiques (sur les soldes extérieurs et l'inflation par exemple) sont tirées de la base de données des *Indicateurs du développement dans le monde* de la Banque mondiale, de la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* et d'autres sources publiques. Une liste des pays et des épi-

sodes de ralentissement figure au tableau 5.5 (les années de relance budgétaire étant indiquées en caractères gras).

Nous avons étudié non seulement les données des *Perspectives* mais aussi les statistiques de finances publiques du FMI. L'un des avantages de cet ensemble de données est qu'il permet d'obtenir un niveau de désagrégation plus fin, les recettes pouvant être ventilées dans les catégories suivantes : personnelles, entreprises, consommation et commerce international. Les impôts et les dépenses peuvent être ventilées dans les catégories ménages, institutions sans but lucratif et transferts aux entreprises (subventions); intérêts; traitements des fonctionnaires; autres dépenses et dépenses en capital. Des données plus désagrégées peuvent permettre de faire des distinctions plus fines sur l'élasticité des impôts et des dépenses par rapport au revenu et par conséquent de mesurer plus précisément les variations automatiques des recettes et des dépenses en les comparant aux variations cycliques. Les données des *Perspectives de l'économie mondiale* et les statistiques de finances publiques ont été comparées en détail pour le même échantillon de pays. Deux problèmes majeurs se sont posés. Premièrement, pour créer une série chronologique suffisamment longue, plusieurs séries de statistiques de finances publiques ont dû être raccordées, ce qui a créé des situations dans lesquelles les éléments énumérés plus haut étaient décalés aux points de raccord tout simplement, apparemment, en raisons de reclassifications. Les valeurs des indicateurs de relance budgétaire étaient donc trompeuses, et l'utilisation de ces données n'a plus présenté d'avantage d'un point de vue théorique. Deuxièmement, la longue série chronologique de statistiques de finances publiques ne porte que sur l'administration centrale. Ceci peut présenter une image trompeuse des réformes de la politique budgétaire. Ainsi, on a constaté que les estimations des mesures de relance budgétaire au niveau de l'administration centrale étaient anticycliques (avec le cycle de production) dans tous les pays. Ce constat mérite d'être étudié davantage, mais cela n'entre pas dans le cadre de cette étude.

³⁷Compte tenu du caractère limité des données, l'Inde n'a pas été retenue dans l'échantillon utilisé pour les régressions.

Tableau 5.5. Liste des pays et des ralentissements

Pays	Années de ralentissement
Afrique du Sud	1977, 1978, 1982 , 1983, 1985, 1986, 1990, 1991, 1992
Allemagne	1975, 1982, 1989, 1990 , 1993, 2003
Argentine	1975, 1976, 1978, 1981, 1982, 1985, 1988, 1989, 1990, 1995, 1999 , 2000, 2001 , 2002
Australie	1972 , 1978, 1982, 1983, 1991, 1992
Autriche	1975, 1978 , 1981, 1988, 1997
Belgique	1975, 1977, 1987, 1993, 2003
Brésil	1970, 1981, 1983, 1990, 1992
Canada	1975, 1982, 1991, 1992
Chili	1972, 1973, 1975, 1982, 1983, 1999
Chine	1976, 1990, 1991
Colombie	1976, 1977, 1983, 1985, 1991, 1992 , 1999
Danemark	1974, 1975 , 1980, 1981 , 1983, 1988 , 1993, 2003
Égypte	1973, 1974, 1981
Espagne	1971, 1981, 1985, 1986, 1993
États-Unis	1970 , 1974, 1975, 1980, 1982 , 1991
Finlande	1977, 1978, 1991, 1992, 1993
France	1975, 1986 , 1987, 1993 , 1997
Grèce	1974, 1981, 1982, 1983, 1987, 1993
Hongrie	1985, 1988, 1990, 1991
Inde	1972, 1974, 1979, 1980, 1987, 2002
Indonésie	1998
Irlande	1975, 1976, 1983, 1993, 1994
Islande	1975, 1976, 1983, 1985 , 1988, 1991, 1992, 2003
Italie	1972, 1975, 1980, 1983, 1993, 2003
Japon	1974, 1975 , 1987, 1994, 1998, 1999
Malaisie	1971, 1975, 1985, 1986, 1987, 1998
Mexique	1977, 1982, 1983, 1986, 1988, 1995, 2001
Nouvelle-Zélande	1972, 1976, 1977, 1979, 1983, 1991 , 1992, 1998
Pakistan	1970, 1972, 2002, 2003
Pays-Bas	1975, 1980, 1981, 1982, 1993, 2003 , 2005
Pologne	1980, 1981, 1982, 1984, 1990, 1991
Portugal	1975, 1984, 1985, 1986, 1993 , 2003
Rép. slovaque	1990, 1991, 1992, 1993
Rép. tchèque	1990, 1991, 1992, 1997 , 1998
Roumanie	1975, 1985 , 1988, 1989, 1990 , 1991, 1992 , 1997, 1998, 1999
Royaume-Uni	1971, 1974, 1975, 1980, 1981, 1991, 1992
Slovénie	1976, 1983, 1987, 1988, 1990, 1991, 1992
Suède	1977, 1981, 1983, 1991, 1992, 1993 , 2003
Suisse	1975, 1976, 1978, 1982, 1983, 1991 , 1993, 2003
Turquie	1973, 1979, 1980, 1989, 1994, 1999, 2001
Ukraine	1987, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1996, 1997 , 1998, 1999

¹Les années en caractères gras correspondent à une relance budgétaire durant un ralentissement, une relance budgétaire étant définie comme étant une baisse du solde primaire corrigé des variations cycliques par rapport au PIB inférieure de 0,25 point de pourcentage du PIB.

Mesures de relance budgétaire

L'indicateur de relance budgétaire par élasticité utilisé pour les faits stylisés, l'analyse événementielle et les régressions est un solde primaire corrigé des variations cycliques, calculé comme étant

$$capb_t = r_t - e_t^P \frac{Y_t^{real}}{Y_t^{tr-real}},$$

où r_t est le ratio recettes/PIB durant la période t , e_t^P le ratio dépenses primaires/PIB durant la période t , et $Y_t^{real}/Y_t^{tr-real}$ la production réelle divisée par la production potentielle (tendance) durant la période t . Ces estimations du solde ajusté des variations cycliques reposent sur des estimations de l'écart de production calculées à l'aide d'un filtre des séries chronologiques, qui risque de ne pas bien fonctionner lorsque les chocs qui s'exercent du côté de l'offre sont fréquents et importants, comme c'est le cas dans de nombreux pays émergents. Si l'on applique les mêmes élasticités dans tous les pays (comme on l'a supposé pour les pays émergents), lorsque l'un a une faible élasticité des impôts par rapport à la production et l'autre une forte élasticité des impôts par rapport à la production, on risque d'obtenir des résultats indiquant que le premier adopte des mesures discrétionnaires de relance budgétaire plus activement que le second, alors qu'en réalité cette situation s'explique par des stabilisateurs automatiques plus solides.

L'indicateur de relance budgétaire par régression utilisé pour les régressions est construit comme la différence entre un déficit primaire hypothétique durant la période t en supposant qu'aucun changement ne se produit dans la situation économique et le déficit primaire réel durant la période $t-1$. En premier lieu, on notera que l'on peut exprimer le déficit primaire réel durant la période t comme une fonction des politiques discrétionnaires, P_t , et de la situation économique qui prévaut durant cette période, E_t :

$$B_t = B(P_t, E_t).$$

On peut alors décomposer comme suit l'évolution du solde primaire *par rapport à l'année précédente* :

$$\begin{aligned}\Delta B_t &= B(P_t, E_t) - B(P_{t-1}, E_{t-1}) \\ &= [B(P_t, E_t) - B(P_t, E_{t-1})] + [B(P_t, E_{t-1}) \\ &\quad - B(P_{t-1}, E_{t-1})] \\ &= \Delta B_t^E + \Delta B_t^P.\end{aligned}$$

Le terme $B(P_t, E_{t-1})$ représente ce que le solde primaire aurait été en appliquant la politique de la période t en supposant que la situation économique était la même que durant la période $t-1$. On peut alors décomposer l'évolution du solde en deux éléments. Le premier, ΔB_t^E , représente les effets budgétaires des changements de la situation économique de E_{t-1} à E_t . Le deuxième, ΔB_t^P , représente l'évolution du solde à la suite de réformes des politiques discrétionnaires.

Dans la pratique, la première chose à faire pour calculer l'indicateur de relance budgétaire par régression est d'estimer les équations suivantes, en supposant que la croissance du PIB réel est une bonne variable de substitution de la situation économique :

$$R_t = \alpha_R + \beta_R \cdot growth_t + \gamma_R \cdot trend_t + u_t$$

$$G_t = \alpha_E + \beta_E \cdot growth_t + \gamma_E \cdot trend_t + e_t,$$

où R représente les dépenses des administrations publiques en pourcentage du PIB, G les dépenses primaires des administrations publiques en pourcentage du PIB, $growth$ est la croissance du PIB réel, $trend$ est une tendance temporelle et u et e sont des résidus. Les recettes corrigées de la croissance, qui indiquent ce qu'*auraient* été les recettes durant la période t si le taux de croissance était demeuré inchangé depuis la période précédente, sont calculées comme étant $R_t(growth_{t-1}) = \hat{\alpha}_R + \hat{\beta}_R \cdot growth_{t-1} + \hat{\gamma}_R \cdot trend_t + \hat{u}_t$. Les dépenses primaires corrigées de la croissance sont calculées de la même façon, à savoir $G_t(growth_{t-1}) = \hat{\alpha}_E + \hat{\beta}_E \cdot growth_{t-1} + \hat{\gamma}_E \cdot trend_t + \hat{e}_t$. L'indicateur du solde primaire que l'on aurait constaté durant la période t si le taux de croissance avait été égal à celui de la période $t-1$, $B(P_t, E_{t-1})$, peut alors être calculé comme étant $R_t(growth_{t-1}) - E_t(growth_{t-1})$. Le solde primaire réel de la période précédente, $B(P_{t-1}, E_{t-1})$, est tout simplement $R_{t-1} - G_{t-1}$. Dans la dernière

étape de la construction de l'indicateur de relance budgétaire («*fiscal impulse*»), on prend la différence entre l'indicateur du solde primaire corrigé de la croissance durant la période t et le solde primaire durant la période précédente :

$$\begin{aligned}Fiscal\ impulse_t &= [R_t(growth_{t-1}) - G_t(growth_{t-1})] \\ &\quad - [R_{t-1} - G_{t-1}] \\ &= (\hat{\gamma}_R - \hat{\gamma}_E) + (\hat{u}_t - \hat{u}_{t-1}) \\ &\quad - (\hat{e}_t - \hat{e}_{t-1}).\end{aligned}$$

On notera que bien qu'en principe, \hat{u}_t et \hat{e}_t ne doivent pas être corrélés avec, y_t , \hat{u}_{t-1} et \hat{e}_{t-1} sont corrélés avec y_t .

Méthode de régression

Des régressions de panel dynamique ont été calculées à l'aide de l'estimateur d'Arellano-Bond³⁸.

Les multiplicateurs du tableau 5.4 sont obtenus à partir des résultats des régressions indiqués au tableau 5.6 (à l'aide de l'indicateur de relance budgétaire par élasticité) et au tableau 5.7 (à l'aide de l'indicateur de relance budgétaire par régression). Il y a lieu de noter que du fait que l'on se base sur le solde primaire, une variation négative de l'indicateur fondé sur la régression représente une relance budgétaire, de sorte qu'un coefficient négatif indique que la relance budgétaire a le plus souvent un effet positif sur la croissance du PIB réel. Un coefficient positif sur les mesures de relance budgétaire exclusivement axées sur les dépenses ou un coefficient négatif sur les mesures de relance budgétaires uniquement axées sur les recettes indiquent des effets positifs sur la croissance.

³⁸Des expériences ont également été faites avec des régressions à équation unique dans différentes économies. Dans la plupart des cas, les résultats n'étaient pas significatifs, ce qui indique que les échantillons temporels courts ne varient pas suffisamment pour mettre en évidence convenablement les effets des mesures de relance budgétaire sur la croissance de la production.

Tableau 5.6. Politique budgétaire discrétionnaire et croissance : résultats des régressions avec l'estimateur de panel dynamique d'Arellano-Bond utilisant l'indicateur de relance budgétaire par élasticité¹

Variables de droite	Spécification de référence	Différences entre pays, pays avancés	Différences entre pays, pays émergents	Ralentissements	Composantes	Composantes, pays avancés	Composantes, pays émergents
Croissance du PIB réel							
Décalage 1	0,36 (4,18)	0,53 (8,11)	0,33 (3,11)	0,42 (7,21)	0,37 (4,08)	0,53 (8,52)	0,31 (2,87)
Décalage 2	-0,01 (-0,15)	-0,04 (-0,85)	0,06 (1,11)	0,11 (2,83)	0,02 (0,49)	-0,04 (-0,67)	0,08 (1,47)
Variations du solde primaire corrigé des variations cycliques (dCAPB)							
Décalage 1	0,14 (3,03)	0,01 (0,28)	0,13 (2,01)	...	...	...	...
Décalage 2	0,13 (3,78)	0,05 (0,90)	0,12 (3,44)	...	...	...	...
Variations des dépenses primaires corrigées des variations cycliques							
Décalage 1	...	...	...	...	0,13 (1,34)	-0,09 (-0,83)	0,20 (1,59)
Décalage 2	...	...	...	...	-0,16 (-2,66)	0,00 (0,13)	-0,21 (-2,39)
Variations des recettes							
Décalage 1	...	...	...	...	-0,21 (-3,42)	-0,35 (-3,97)	-0,23 (-3,35)
Décalage 2	...	...	...	...	0,05 (1,10)	0,02 (0,29)	0,03 (0,49)
Variable muette neutre* relance budgétaire positive* dCAPB							
Décalage 1	...	...	...	-0,35 (-2,84)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	-0,15 (-1,45)	...	...	...
Variable muette neutre* relance budgétaire négative* dCAPB							
Décalage 1	...	...	...	0,10 (1,13)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	-0,06 (-0,71)	...	...	...
Variable muette ralentissement* relance budgétaire positive* variable muette dette élevée*dCAPB							
Décalage 1	...	...	...	0,19 (1,82)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	0,13 (1,74)	...	...	...
Variable muette ralentissement* relance budgétaire positive* variable muette dette faible*dCAPB							
Décalage 1	...	...	...	1,75 (2,36)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	-0,30 (-0,54)	...	...	...
Variable muette ralentissement* relance budgétaire positive* variable muette dette faible*dCAPB							
Décalage 1	...	...	...	0,96 (3,59)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	-0,50 (-3,60)	...	...	...
Décalage 3	...	...	...	-0,42 (-2,19)	...	...	...

Variables de droite	Spécification de référence	Différences entre pays, pays avancés	Différences entre pays, pays émergents	Ralentissements	Composantes	Composantes, pays avancés	Composantes, pays émergents
Variable muette ralentissement* relance budgétaire négative* variable muette dette élevée*dCAPB	...	...	...	-0,44 (-2,05)	...	...	...
Décalage 1	...	...	...	0,44 (1,98)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	0,15 (1,59)	...	...	...
Variable muette ralentissement* relance budgétaire négative* variable muette dette faible*dCAPB	...	...	...	-0,52 (-3,75)	...	...	...
Décalage 1	...	...	...	0,50 (2,39)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	0,21 (1,65)	...	...	...
Variable muette fort ralentissement* relance budgétaire positive*dCAPB	...	...	...	0,00 (0,00)	...	...	...
Décalage 1	...	...	...	-0,80 (-4,76)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	0,84 (4,00)	...	...	...
Variable muette fort ralentissement* relance budgétaire négative *dCAPB	...	...	...	0,28 (1,53)	...	...	...
Décalage 1	...	...	...	0,00 (0,00)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	0,57 (3,63)	...	...	...
Variable muette reprise* relance budgétaire positive* dCAPB	...	...	...	-0,80 (-4,76)	...	...	...
Décalage 1	...	...	...	0,84 (4,00)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	0,28 (1,53)	...	...	...
Variable muette reprise* relance budgétaire négative* dCAPB	...	...	...	0,57 (3,63)	...	...	...
Décalage 1	...	...	...	-0,86 (-3,95)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	-0,57 (-3,10)	...	...	...
Croissance monétaire réelle	0,04 (1,67)	0,02 (0,95)	0,07 (2,16)	0,05 (1,94)	0,05 (1,96)	0,02 (1,13)	0,07 (2,16)
Décalage 1	0,02 (0,91)	0,01 (0,46)	0,03 (1,02)	-0,01 (-0,46)	0,02 (0,90)	0,01 (1,35)	0,03 (1,17)
Décalage 2	-0,02 (-1,30)	0,00 (0,22)	-0,02 (-1,05)	-0,02 (-1,02)	-0,02 (-1,17)	0,00 (-0,23)	-0,02 (-1,18)
Taille de l'État	-0,03 (-1,97)	-0,01 (-0,99)	-0,04 (-1,56)	-0,02 (-2,16)	-0,03 (-1,88)	-0,02 (-1,55)	-0,04 (-1,45)
Croissance des partenaires commerciaux pondérée par le commerce extérieur	0,35 (2,06)	0,10 (0,71)	0,42 (1,81)	0,17 (1,37)	0,33 (1,96)	-0,01 (-0,06)	0,44 (1,77)
Variable muette UME ²	-0,80 (-2,35)	-0,13 (-0,50)	...	-0,67 (-2,50)	-0,78 (-2,58)	-0,12 (-0,47)	...

Tableau 5.6 (fin)

Variables de droite	Spécification de référence	Différences entre pays, pays avancés	Différences entre pays, pays émergents	Ralentissements	Composantes	Composantes, pays avancés	Composantes, pays émergents
Nombre d'observations	796	487	309	650	796	487	309
Nombre de pays	40	21	19	40	40	21	19
Valeur de p pour le test de Sargan des restrictions suridentifiantes	0,000	0,000	0,003	0,000	0,000	0,011	0,002
Valeur de p pour le test de Hansen des restrictions suridentifiantes	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valeur de p pour le test d'absence de corrélation sériale de second ordre	0,811	0,270	0,868	0,010	0,606	0,242	0,845

¹La variable dépendante est la croissance du PIB réel. Toutes les régressions comprennent également une série de variables muettes temporelles.

²UME = Union monétaire européenne.

Tableau 5.7. Politique budgétaire discrétionnaire et croissance : résultats des régressions avec l'estimateur de panel dynamique d'Arellano-Bond utilisant l'indicateur de relance budgétaire par régression¹

Variables de droite	Référence	Différences entre pays, pays avancés	Différences entre pays, pays émergents	Ralentissements	Composantes	Composantes, pays avancés	Composantes, pays émergents
Croissance du PIB réel							
Décalage 1	0,37 (3,86)	0,54 (8,09)	0,30 (2,67)	0,43 (7,10)	0,38 (3,73)	0,56 (7,58)	0,29 (2,51)
Décalage 2	-0,03 (-0,71)	-0,01 (-0,18)	0,04 (0,83)	0,12 (3,04)	-0,03 (-0,68)	-0,01 (-0,25)	0,05 (0,86)
Variations du solde primaire corrigé des variations cycliques (dCAPB)							
Décalage 1	0,04 (0,79)	-0,14 (-3,18)	0,08 (1,25)	...	...	...	...
Décalage 2	0,06 (1,89)	-0,02 (-0,33)	0,10 (2,00)	...	...	...	...
Variations des dépenses primaires corrigées des variations cycliques							
Décalage 1	...	...	...	...	-0,05 (-1,13)	0,13 (2,89)	-0,14 (-1,78)
Décalage 2	...	...	...	...	-0,06 (-1,62)	-0,01 (-0,20)	-0,12 (-1,77)
Variations des recettes							
Décalage 1	...	...	...	...	-0,10 (-1,87)	-0,01 (-0,17)	-0,13 (-1,90)
Décalage 2	...	...	...	...	-0,02 (-0,36)	-0,13 (-1,85)	-0,01 (-0,18)
	...	...	...	...	0,03 (0,97)	-0,08 (-1,29)	0,03 (0,53)

Tableau 5.7. (suite)

Variables de droite	Référence	Différences entre pays, pays avancés	Différences entre pays, pays émer- gents	Ralentisse- ments	Composantes	Composantes, pays avancés	Com- posantes, pays émer- gents
Variable muette neutre*	-0,39	...	...	...
relance budgétaire positive* dCAPB	(-3,15)	...	...	...
Décalage 1	-0,17	...	...	...
Décalage 2	(-2,43)	...	...	...
	0,08	...	...	...
	(0,79)	...	...	...
Variable muette neutre*	0,07	...	...	...
relance budgétaire négative* dCAPB	(0,51)	...	...	...
Décalage 1	0,03	...	...	...
Décalage 2	(0,31)	...	...	...
	0,19	...	...	...
	(2,28)	...	...	...
Variable muette ralentissement* relance budgétaire positive*	1,05	...	...	...
variable muette dette élevée* dCAPB	(2,58)	...	...	...
Décalage 1	-0,37	...	...	...
Décalage 2	(-1,12)	...	...	...
	-0,38	...	...	...
	(-1,54)	...	...	...
Variable muette ralentisse- ment* relance budgétaire positive* variable muette dette faible* dCAPB	0,65	...	...	...
Décalage 1	(4,87)	...	...	...
Décalage 2	-0,53	...	...	...
	(-5,50)	...	...	...
	-0,33	...	...	...
	(-2,52)	...	...	...
Variable muette ralentisse- ment* relance budgétaire négative* variable muette dette élevée* dCAPB	-0,40	...	...	...
Décalage 1	(-1,93)	...	...	...
Décalage 2	0,34	...	...	...
	(1,87)	...	...	...
	0,14	...	...	...
	(1,29)	...	...	...
Variable muette ralentisse- ment* relance budgétaire négative* variable muette dette faible* dCAPB	-0,46	...	...	...
Décalage 1	(-3,24)	...	...	...
Décalage 2	0,30	...	...	...
	(1,29)	...	...	...
	0,21	...	...	...
	(1,69)	...	...	...
Variable muette reprise*	-0,91	...	...	...
relance budgétaire posi- tive* dCAPB	(-4,59)	...	...	...
Décalage 1	0,86	...	...	...
Décalage 2	(3,67)	...	...	...
	0,19	...	...	...
	(0,84)	...	...	...

Tableau 5.7 (fin)

Variables de droite	Référence	Différences entre pays, pays avancés	Différences entre pays, pays émer- gents	Ralentisse- ments	Composantes	Composantes, pays avancés	Com- posantes, pays émer- gents
Variable muette reprise*	...	...	...	0,57	...	...	...
relance budgétaire négative	...	...	...	(4,27)	...	...	...
*dCAPB	...	...	...	...	...	...	...
Décalage 1	...	...	...	-0,91	...	...	...
	...	...	...	(-5,62)	...	...	...
Décalage 2	...	...	...	-0,37	...	...	...
	...	...	...	(-2,04)	...	...	...
Croissance monétaire réelle	0,05	0,02	0,07	0,05	0,06	0,02	0,08
	(1,92)	(1,06)	(2,41)	(1,92)	(2,19)	(1,11)	(2,65)
Décalage1	0,01	0,01	0,03	-0,01	0,01	0,01	0,03
	(0,83)	(0,50)	(1,03)	(-0,43)	(0,85)	(0,50)	(0,99)
Décalage 2	-0,02	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	0,00	-0,02
	(-1,37)	(0,15)	(-0,97)	(-1,03)	(-1,34)	(0,27)	(-0,94)
Taille de l'État	-0,04	-0,01	-0,04	-0,02	-0,04	-0,01	-0,04
	(-2,44)	(-1,00)	(-1,62)	(-2,26)	(-2,17)	(-0,97)	(-1,36)
Croissance des partenaires commerciaux pondérée par le commerce extérieur	0,34	0,08	0,40	0,16	0,35	0,08	0,43
	(1,93)	(0,60)	(1,77)	(1,29)	(1,93)	(0,54)	(1,69)
Variable muette UME	-0,79	-0,19		-0,71	-0,82	-0,19	...
	(-2,28)	(-0,80)		(-2,61)	(-2,50)	(-0,83)	...
Nombre d'observations	796	487	309	650	796	487	309
Nombre de pays	40	21	19	40	40	21	19
Valeur de p pour le test de Sargan des restrictions suridentifiantes	0,000	0,000	0,001	0,000	0	0,004	0,003
Valeur de p pour le test de Hansen des restrictions suridentifiantes	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valeur de p pour le test d'absence de corrélation sériale de second ordre	0,790	0,254	0,758	0,019	0,739	0,428	0,641

¹La variable dépendante est la croissance du PIB réel. Toutes les régressions comprennent également une série de variables muettes temporelles.

Bibliographie

- Andrés, Javier, Rafael Doménech, and Antonio Fatás, 2008, "The Stabilizing Role of Government Size," *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 32 (February), p. 571–93.
- Balassone, Fabrizio, and Manmohan S. Kumar, 2007, "Cyclicality of Fiscal Policy," in *Promoting Fiscal Discipline*, ed. by Manmohan S. Kumar and Teresa Ter-Minassian (Washington: International Monetary Fund).
- Ball, Laurence, 1997, "A Proposal for the Next Macroeconomic Reform," *Victoria Economic Commentaries*, Vol. 14 (March), p. 1–7.
- Barro, Robert J., 1974, "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy*, Vol. 82 (November–December), p. 1095–1117.
- Blanchard, Olivier, and Roberto Perotti, 2002, "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Deficit and Taxes on Output," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (November), p. 1329–68.
- Blinder, Alan S., 1981, "Temporary Income Taxes and Consumer Spending," *Journal of Political Economy*, Vol. 89 (February), p. 26–53.
- , 2006, "The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy," in *The Macroeconomics of Fiscal Policy*, ed. by Richard W. Kopcke, Geoffrey M.B. Tootell, and Robert K. Triest (Cambridge, Massachusetts: The MIT Press).
- Calmfors, Lars, 2003, "Fiscal Policy to Stabilise the Domestic Economy in the EMU: What Can We Learn from Monetary Policy?" *CEsifo Economic Studies*, Vol. 49, No. 3, p. 319–53.
- Chung, Hess, and Eric M. Leeper, 2007, "What Has Financed Government Debt?" NBER Working Paper No. 13425 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Cimadomo, Jacopo, 2008, "Fiscal Policy in Real Time," ECB Working Paper No. 919 (Frankfurt am Main: European Central Bank).
- Congressional Budget Office (CBO), 2008, "Options for Responding to Short-Term Economic Weakness," Congressional Budget Office Paper (Washington).
- Debrun, Xavier, David Hauner, and Manmohan S. Kumar, 2008, "The Role for Fiscal Agencies," in *The Quality of Public Finances: Findings of the Economic Policy Committee-Working Group (2004–2007)*, ed. by Servaas Deroose and Christian Kastrop, Occasional Paper 37 (Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission).
- Edelberg, Wendy, Martin Eichenbaum, and Jonas D.M. Fisher, 1999, "Understanding the Effects of a Shock to Government Purchases," *Review of Economic Dynamics*, Vol. 2 (January), p. 166–206.
- Fatás, Antonio, and Ilian Mihov, 2001, "The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence," CEPR Discussion Paper No. 2760 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Faust, Jon, John H. Rogers, and Jonathan Wright, 2005, "News and Noise in G-7 GDP Announcements," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 37 (June), p. 403–19.
- Favero, Carlo, and Francesco Giavazzi, 2007, "Debt and the Effects of Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 12822 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Galí, Jordi, 1994, "Government Size and Macroeconomic Stability," *European Economic Review*, Vol. 38 (January), p. 117–32.
- , 2006, "Fluctuating Macro Policies and the Fiscal Theory of the Price Level: Comment," in *NBER Macroeconomic Annual 2006* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), p. 299–305.
- , J. David López-Salido, and Javier Vallés, 2007, "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5 (March) p. 227–70.
- Galí, Jordi, and Roberto Perotti, 2003, "Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe," *Economic Policy*, Vol. 37 (October), p. 533–72.
- Jaeger, Albert, and Ludger Schuknecht, 2007, "Boom-Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behavior," *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 43 (November), p. 45–66.
- Johnson, David S., Jonathan A. Parker, and Nicholas S. Souleles, 2006, "Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001," *American Economic Review*, Vol. 96 (December), p. 1589–610.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, and Carlos A. Végh, 2004, "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies," NBER Working Paper No. 10780 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Krogstrup, Signe, 2002, "Should We Pay Attention to Indicators of Fiscal Impact on Demand?" HEI Working Paper No. 01/2002 (Geneva: Graduate Institute of International Studies).
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2008, "The Global Integrated Monetary Fiscal Model" (non publié; Washington: International Monetary Fund).

- Leigh, Daniel, and Sven Jari Stehn, forthcoming, "Fiscal and Monetary Policy during Downturns: Evidence from the G7," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Modigliani, Franco, and Charles Steindel, 1977, "Is a Tax Rebate an Effective Tool for Stabilization Policy?" *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, p. 175–209.
- Mountford, Andrew, and Harald Uhlig, 2002, "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?" CEPR Discussion Paper No. 3338 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Musgrave, Richard A., 1959, *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy* (New York: McGraw-Hill).
- Organisation de coopération et de développement économiques, *Indicateurs économiques mensuels* (Paris, divers numéros).
- Perotti, Roberto, 2007, "In Search of the Transmission Mechanism of Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 13143 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ramey, Valerie A., 2008, "Identifying Government Spending Shocks: It's All in the Timing" (non publié).
- Ramey, Valerie A., and Matthew D. Shapiro, 1998, "Costly Capital Reallocation and the Effects of Government Spending," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 48 (June), p. 145–94.
- Ravn, Morten O., and Harald Uhlig, 2002, "On Adjusting the Hodrick-Prescott Filter for the Frequency of Observations," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 84 (May), p. 371–76.
- Romer, Christina D., and David H. Romer, 2007, "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks," NBER Working Paper No. 13264 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Seidman, Laurence S., 2003, *Automatic Fiscal Policies to Combat Recessions* (Armonk, New York: M.E. Sharpe).
- Shapiro, Matthew D., and Joel B. Slemrod, 2002, "Did the 2001 Tax Rebate Stimulate Spending? Evidence from Taxpayer Surveys," NBER Working Paper No. 9308 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Solow, Robert M., 2005, "Rethinking Fiscal Policy," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21 (Winter), p. 509–14.
- Talvi, Ernesto, and Carlos A. Végh, 2000, "Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 7499 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Taylor, John B., 2000, "Reassessing Discretionary Fiscal Policy," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14 (Summer), p. 21–36.

Ce chapitre cherche à expliquer la divergence de comportement des balances courantes entre les pays émergents d'Asie et d'Europe. Il considère la libéralisation financière et l'intégration à l'UE comme les principaux facteurs des déficits importants et persistants des pays émergents d'Europe, mais s'inquiète aussi des risques d'interruptions brusques. En revanche, une moindre ouverture du compte de capital et du secteur financier a contribué aux excédents des pays émergents d'Asie. Toutefois, ces excédents restent, dans une large mesure, inexpliqués, ce qui amène à s'interroger sur le rôle des taux de change et du souhait de certains pays de constituer des réserves importantes après la crise asiatique.

La configuration des balances des paiements courants dans les économies émergentes est devenue récemment beaucoup plus différenciée qu'au début de la décennie 90, notamment entre les pays émergents d'Asie et d'Europe¹. La plus grande partie des pays émergents d'Asie (surtout après la crise de 1997–98), le Moyen-Orient et certains membres de la Communauté des États indépendants ont dégagé d'importants excédents courants, alors que l'on observe des déficits élevés principalement dans les pays émergents d'Europe, dans des pays comme l'Afrique du Sud, la Jordanie, le Pakistan, la Turquie et le Vietnam, ainsi que dans une partie de l'Amérique cen-

trale et des Caraïbes. En Amérique latine et en Afrique, les déficits sont restés en moyenne d'un montant limité. On note que presque toutes ces économies émergentes ont réalisé une croissance élevée au cours de la dernière décennie, indépendamment de la situation de leur balance courante.

La disparité des balances des paiements courants entre les pays émergents d'Asie et d'Europe a relancé le vieux débat sur les liens entre le développement économique et les mouvements de capitaux — le paradoxe de Lucas (Lucas, 1990). En théorie, la croissance devrait entraîner des déficits courants pour deux raisons. D'abord, une forte expansion et les occasions d'investissements rentables qui en résultent sont de nature à attirer les capitaux étrangers. Ensuite, si les ménages veulent lisser leur consommation dans le temps, la perspective de la poursuite d'une forte croissance devrait entraîner une consommation supérieure dans l'immédiat, puisque l'on peut anticiper une nouvelle progression du revenu et de la consommation. L'idée classique selon laquelle les flux de capitaux se dirigent vers les pays en croissance rapide semble se vérifier pour les pays émergents d'Europe, alors que l'on observe la situation inverse dans les pays émergents d'Asie après 1997–98.

Les deux tendances pourraient avoir des conséquences différentes sur la stabilité macroéconomique. Le cheminement des pays asiatiques, qui conjuguent un essor rapide à des excédents de paiements courants, peut sembler plus sûr, au moins sous l'angle de la vulnérabilité externe². Mais une croissance tirée par les exportations ne peut sans doute pas durer indéfiniment, en particulier si elle est associée à un taux de change faible, en raison des risques de

Les principaux auteurs de ce chapitre sont Stephan Danninger et Florence Jaumotte, qui ont bénéficié des concours de Joshua Aizenman et Christopher Meissner et pour les recherches, de Stéphanie Denis et Patrick Hettinger. Jonathan Ostry a supervisé le chapitre.

¹Les pays émergents d'Asie sont les nouvelles économies industrielles ou NEI (Corée, Hong Kong (RAS), Singapour et Taiwan (Province chinoise de), les « Tigres » asiatiques (Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande), la Chine et le reste de l'Asie (Inde, Pakistan, Sri Lanka et Vietnam). Les pays émergents d'Europe se composent de l'Europe centrale (Hongrie, Pologne, République slovaque, République tchèque, et Slovaquie), de l'Europe du Sud-Est (Albanie, Bulgarie, Croatie, Macédoine et Roumanie) et des pays baltes (Estonie, Lettonie et Lituanie).

²D'importants excédents courants peuvent certes avoir un coût pour la croissance ou le bien-être, mais cette question n'est pas examinée ici.

mauvaise répartition du capital, de surchauffe et de montée de l'inflation. En revanche, bien que des déficits courants prolongés puissent entretenir une surconsommation et être vulnérables à une interruption soudaine des flux de capitaux, il n'est pas fatal qu'ils prennent brutalement fin, s'ils découlent d'un lissage de la consommation ou du financement d'investissements productifs pendant les périodes de croissance élevée; c'est ce que prévoit la théorie (voir, par exemple, Ghosh and Ostry, 1995; et Ostry, 1997).

En conséquence, le chapitre examine de plus près les facteurs de la récente divergence des balances de paiements courants entre les économies émergentes et tente d'évaluer leur viabilité³. L'analyse, qui porte notamment sur l'explication de la disparité entre les pays émergents d'Asie et d'Europe, s'efforce de répondre aux questions suivantes :

- Quelles composantes du compte courant et du compte de capital sont à l'origine des tendances récentes dans les diverses régions émergentes? Comment ont évolué l'épargne et l'investissement? Comment l'expérience actuelle se compare-t-elle aux phases antérieures de poussée de la croissance, y compris au décollage des économies avancées actuelles?
- Comment expliquer la différence de configuration du couple croissance–balance courante dans les économies émergentes? Reflète-t-elle des chocs temporaires, des politiques macro-économiques ou des facteurs structurels? Quels sont, par exemple, les rôles de la libéralisation financière, des barrières à l'accès aux capitaux étrangers et du taux de change?
- La persistance des grands déséquilibres actuels est-elle atypique, comparativement aux phases antérieures d'excédents et de déficits courants? Combien de temps dureront-ils? Des politiques ou facteurs spécifiques (comme la progression des exportations ou le régime de

change) contribuent-ils à une solution en douceur ou à une résorption brutale?

Le chapitre conclut qu'une grande partie des différences régionales peut s'expliquer par des facteurs structurels, tout en apportant un certain crédit à l'opinion traditionnelle selon laquelle la perspective d'une croissance élevée attire des capitaux étrangers et est défavorable à la balance courante. Dans les pays émergents d'Europe, la libéralisation du secteur financier et l'intégration à l'UE sont les causes principales des importants déficits courants. Dans les pays émergents d'Asie, les aspects structurels comptent aussi. La faiblesse des entrées nettes de capitaux est liée à la moindre ouverture du compte de capital et du secteur financier, à la démographie (populations plus jeunes) et aux différences de structures politiques. Toutefois, ces facteurs ne rendent compte que d'une partie des excédents. Le reste est étroitement lié au bas niveau du taux de change et à la forte accumulation de réserves officielles. Or, il est difficile de déterminer si ces variables traduisent une action délibérée des responsables économiques ou d'autres données fondamentales non identifiées qui, depuis la crise asiatique de 1997–98, ont à la fois amélioré la balance courante et fait baisser le taux de change.

Les déficits des pays émergents d'Europe sont particulièrement élevés et persistants au regard des tendances historiques; les excédents prolongés des pays émergents d'Asie, ceux de la Chine et de la Malaisie par exemple, sont également rares dans des économies à ce stade de développement. Au vu des expériences antérieures, les très longues périodes de déficit des pays émergents d'Europe peuvent s'expliquer en partie par la perspective d'une croissance élevée, la grande ouverture du compte de capital, la libéralisation financière et des positions extérieures nettes fortement créditrices au départ. En général, toutefois, la durée de ces phases de déficit atteint déjà le point haut des anticipations, ce qui soulève des questions de viabilité. Le chapitre conclut que les régimes de change fixe et d'ouverture du compte de capital de la région sont les facteurs susceptibles de mettre brusquement fin à ces déficits.

³On trouvera dans plusieurs exemplaires des *Perspectives de l'économie mondiale* une analyse complémentaire des déséquilibres internationaux (avril 2005, septembre 2005, avril 2006, avril 2007 et octobre 2007).

Le chapitre est structuré comme suit. La première partie analyse la configuration des balances courantes dans les économies émergentes à partir de l'évolution du compte courant, du compte de capital et de l'équilibre épargne–investissement. La deuxième utilise des données empiriques pour trouver les principaux facteurs économiques à l'origine de ces déséquilibres courants, en privilégiant encore les pays émergents d'Asie et d'Europe. La troisième replace la durée des déséquilibres actuels dans une perspective historique et recherche ses déterminants. La conclusion formule certaines propositions de politique économique.

Configuration récente des balances des paiements courants dans les économies émergentes

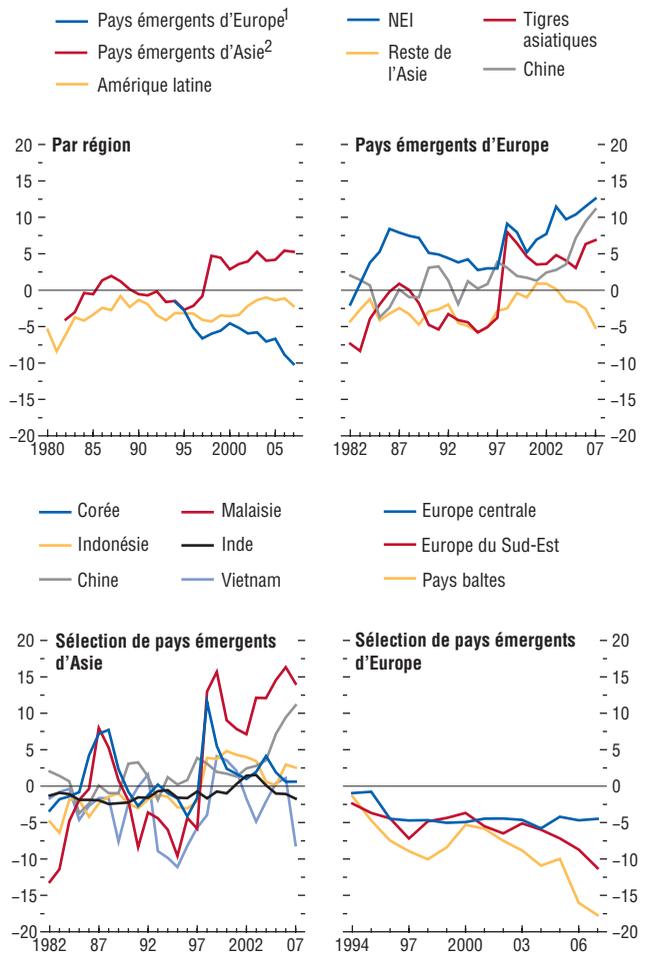
Alors qu'au milieu de la décennie 90, toutes les principales régions émergentes affichaient des déficits courants modérés, il y a maintenant une divergence croissante entre elles (graphique 6.1). Les pays émergents d'Asie, en particulier, dégagent des excédents courants importants et en progression, de l'ordre de 5 % du PIB en 2007, alors que les pays émergents d'Europe accusent des déficits élevés et croissants, d'un montant moyen de 10 % du PIB en 2007. La plupart des autres groupes de pays (l'Amérique latine et un groupe composé d'autres économies émergentes) ont des déficits ou des excédents modérés. Les exportateurs de pétrole ont aussi d'importants excédents courants, mais ceux-ci sont imputables au contexte particulier de pays qui misent sur des ressources épuisables, et font l'objet d'une analyse distincte à l'encadré 6.1. Sachant que leurs balances courantes réagissent différemment aux déterminants économiques et que leur comportement en matière d'épargne et d'investissement répond à des considérations de nature spécifique (comme le montant des réserves), ces pays ont été omis de l'analyse empirique présentée ci-dessous.

Dans les pays émergents d'Asie, la situation est également hétérogène : il y a des excédents élevés et persistants ainsi que quelques déficits substantiels. Différents pays contribuent à

Graphique 6.1. Divergence des balances courantes

(En pourcentage du PIB; moyenne simple)

La divergence croissante des balances courantes dans les économies émergentes résulte d'un mouvement homogène d'allongement de la durée des déficits dans les pays émergents d'Europe et d'une évolution plus diversifiée vers des excédents en Asie après la crise dans cette région, avec des améliorations initialement marquées dans les « Tigres » asiatiques et en Corée, suivies, plus récemment, d'importants excédents en Malaisie et en Chine.



Sources : FMI, *Balance of Payments Statistics*; calculs des services du FMI.
¹Les pays émergents d'Europe comprennent l'Europe centrale (Hongrie, Pologne, République slovaque, République tchèque et Slovénie), l'Europe du Sud-Est (Albanie, Bulgarie, Croatie, Macédoine et Roumanie) et les pays baltes (Estonie, Lettonie et Lituanie).
²Les pays de l'Asie émergente comprennent les économies nouvellement industrialisées (NEI — Corée, Hong Kong, Singapour et Taiwan), les tigres asiatiques (Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande), la Chine et le reste de l'Asie (Inde, Pakistan, Sri Lanka et Vietnam).

Encadré 6.1. Les déterminants de la balance courante dans les pays exportateurs de pétrole

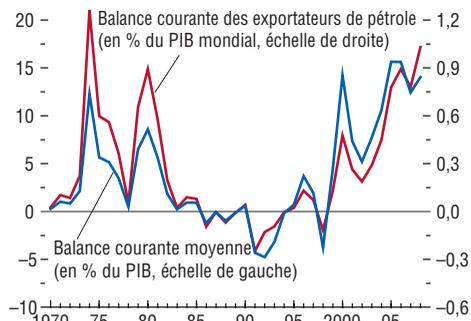
Les excédents courants des pays exportateurs de pétrole ont sensiblement augmenté ces dernières années à la faveur de l'envolée des prix. De 2002 à 2007, l'excédent moyen est passé de moins de 4 % du PIB à plus de 13 % (premier graphique). Pendant la même période, la somme des excédents courants de ces pays s'est élevée de moins de 90 milliards de dollars EU (0,3 % du PIB mondial) à près de 500 milliards de dollars EU (0,9 % du PIB mondial). On prévoit une nouvelle hausse en 2008 sous l'effet de la montée rapide des prix¹.

Cet encadré recherche les déterminants à moyen terme de la balance courante dans les pays exportateurs de pétrole ainsi que leurs différences et leurs similitudes avec les déterminants dans d'autres pays. Il s'inspire de la méthode dite de l'équilibre macroéconomique («MB»), qui repose sur une relation d'équilibre

entre la balance courante et un ensemble de facteurs fondamentaux (mesurés, quand c'est pertinent, par différences avec les moyennes des partenaires commerciaux). Ces facteurs fondamentaux comprennent des variables comme le solde budgétaire, la démographie, le solde pétrolier et la croissance économique, qui sont tous des déterminants robustes de la balance courante (Lee *et al*, 2008). Avant de passer à l'analyse de régression, il convient de mettre en exergue trois aspects macroéconomiques qui distinguent nettement les exportateurs de pétrole du reste du monde :

- Les pays exportateurs de pétrole sont sujets à d'importantes fluctuations des comptes extérieurs, parce que leurs exportations sont, par définition, non diversifiées, et parce que les prix du pétrole varient beaucoup. Cette volatilité se traduit par une plus grande instabilité de

Comportement actuel de la balance courante des exportateurs de pétrole

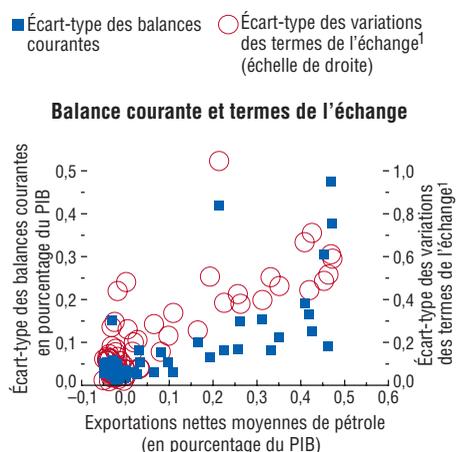


Sources : FMI, *Balance of Payments Statistics*; calculs des services du FMI.

Les principaux auteurs de cet encadré sont Rudolfs Bems et Irineu de Carvalho Filho.

¹Les exportateurs de pétrole sont l'Algérie, l'Angola, l'Arabie Saoudite, l'Azerbaïdjan, Bahreïn, le Congo, l'Équateur, les Émirats arabes unis, le Gabon, la Guinée équatoriale, l'Iran, le Kazakhstan, le Koweït, la Libye, le Nigéria, la Norvège, Oman, le Qatar, la Russie, la Syrie, le Turkménistan, le Venezuela et la République du Yémen.

Dépendance à l'égard du pétrole et volatilité, 1970–2006



Source : calculs des services du FMI.
¹Termes de l'échange des biens et services.

leurs termes de l'échange et de leurs balances courantes en pourcentage du PIB (deuxième graphique).

- Dans ces pays, le solde budgétaire est généralement déterminé par les à-coups des recettes

tirées des exportations de pétrole²; il est donc très fortement corrélé à la balance courante et plus volatil que dans les pays qui n'exportent pas de pétrole.

- Comme les recettes pétrolières proviennent de la vente d'une ressource épuisable, les transferts d'une génération à l'autre jouent un rôle important pour assurer l'équité intergénérationnelle³. Afin d'éviter une diminution brutale de l'absorption quand les exportations de pétrole baissent, ces pays cherchent à accumuler des avoirs extérieurs et à en utiliser le produit pour compenser le recul des revenus pétroliers. Ces transferts sont plus importants dans les pays qui prévoient un épuisement des réserves de pétrole en l'espace de quelques décennies.

Pour évaluer de façon plus formelle les déterminants de la balance courante des exportateurs de ressources épuisables, on estime des régressions de type MB en s'inspirant des travaux présentés dans Lee *et al.*, (2008). Les exportateurs de pétrole sont intégrés dans le modèle en introduisant 1) le solde budgétaire non pétrolier comme variable budgétaire pertinente, afin de distinguer les effets des recettes pétrolières et du volet non pétrolier du budget sur la balance courante; 2) un coefficient spécifique du solde pétrolier pour les exportateurs de pétrole ainsi que pour ceux d'entre eux dont les réserves sont plus limitées, afin d'appréhender les transferts intergénérationnels et la réaction retardée de la consommation et de l'investissement aux variations des revenus pétroliers; 3) un coefficient spécifique de la balance courante retardée pour les exportateurs de pétrole, afin d'appréhender les différences de persistance. L'analyse incluait aussi des tests de différences des autres coefficients.

²Entre autres sources, les recettes liées au pétrole comprennent les royalties tirées de l'exploitation, les taxes à l'exportation, les impôts sur les bénéfices des compagnies pétrolières et les dividendes versés par les compagnies pétrolières publiques.

³Voir Bems and de Carvalho Filho (à paraître) ainsi que Thomas, Kim, and Aslam (2008).

Déterminants des balances courantes dans les pays exportateurs de pétrole

	Échantillon MB 1970–2004	Tous pays 1970–2004	Tous Pays 1970–2006
Dépendance des personnes âgées	-0,15***	-0,14*	-0,15
Croissance de la population	-1,10**	-0,98	-1,29**
Croissance de la production	-0,20**	-0,19**	-0,15**
Variable muette pour centre financier	0,03***	0,03***	0,03***
Solde budgétaire non pétrolier/PIB	0,20***	0,20***	0,21***
Solde budgétaire non pétrolier/PIB (exportateurs de pétrole)		0,45**	0,50***
Revenu relatif	0,02*	0,03**	0,02
Revenu relatif, exportateurs de pétrole		0,08***	0,08***
Volatilité des termes de l'échange	0,01	0,07*	0,08*
Solde pétrolier/PIB	0,20***	0,28**	0,33***
Solde pétrolier/PIB (exportateurs de pétrole)		0,49***	0,61***
Solde pétrolier/PIB (exportateurs de pétrole à réserves limitées)		0,59***	0,68***
Solde pétrolier/PIB retardé		-0,11	-0,16
Balance courante retardée	0,37***	0,38***	0,42***
Balance courante retardée (exportateurs de pétrole)		0,56***	0,59***
Observations	359	430	483
R ²	0,62	0,78	0,79

Source : estimations des services du FMI.

Note : * significatif respectivement au seuil de 10 %, ** au seuil de 5 % et, *** au seuil de 1 %.

Ces résultats appellent deux réserves importantes. En premier lieu, la qualité des données historiques de plusieurs exportateurs de pétrole est problématique — le calcul du solde budgétaire non pétrolier est notamment très difficile, car la définition du «secteur pétrolier» diffère parfois selon les pays. En second lieu, il arrive que le secteur non pétrolier des

Encadré 6.1 (fin)

exportateurs de pétrole comprennent des activités liées au pétrole (comme la pétrochimie et les engrais). Il peut en résulter un lien plus fort entre la balance courante et les prix du pétrole que les seules ventes de pétrole ne le laisseraient penser, et donc un coefficient positif supérieur du solde pétrolier dans la régression sur la balance courante.

Le tableau donne les résultats des régressions dans le cadre du modèle MB élargi⁴. La première colonne présente des coefficients pour un sous-ensemble de pays développés et émergents qui exclut les exportateurs de pétrole, à l'exception de la Norvège; elle porte sur un échantillon qui couvre la période 1970–2004, chaque observation correspondant à une moyenne sur quatre ans. La deuxième et la troisième colonnes présentent les résultats pour l'ensemble de l'échantillon de pays (la troisième colonne ajoutant 2005–06 comme observation supplémentaire). Les coefficients estimés, qui sont en général statistiquement et économiquement significatifs, ont les signes attendus et des ordres de grandeur plausibles. En outre, l'ajustement de la régression est très bon, d'autant plus que les effets fixes nationaux ne sont pas inclus.

S'agissant d'abord des variables qui ont des effets similaires sur la balance courante dans les deux catégories de pays, les estimations montrent qu'il est impossible de distinguer statistiquement et économiquement, les incidences du ratio de dépendance (rapport entre la population âgée de 65 ans et plus et la population âgée de 30 à 64 ans), de l'augmentation de la population et de la croissance du PIB par habitant sur les pays exportateurs et sur les pays importateurs de pétrole. Un ratio de dépendance plus élevé est défavorable à la balance courante; une hausse de 1 point du taux de croissance de la population relativement aux partenaires commerciaux pénalise la balance courante de

quelque 0,7 à 1 point de PIB; une augmentation de 1 point du taux de croissance par habitant relativement aux partenaires commerciaux a un effet négatif de quelque 0,2 point du PIB.

En ce qui concerne l'effet d'autres variables sur la balance courante, on constate des différences statistiques et économiques significatives entre les exportateurs de pétrole et les autres pays :

- Une amélioration de 1 point du solde budgétaire (non pétrolier) entraîne une amélioration de 0,4 à 0,5 point de PIB de la balance courante pour les exportateurs de pétrole et de 0,15 point environ pour les autres pays. Ce résultat est conforme au fait avéré que le rapport entre le solde budgétaire et la balance courante est plus fort dans les pays moins développés financièrement.
- La balance courante est plus sensible au solde pétrolier dans les pays exportateurs de pétrole que dans les pays importateurs. Ce résultat est conforme à l'idée selon laquelle la propension à épargner le produit d'une hausse exceptionnelle des prix pétroliers est supérieure, parce que le pétrole est une ressource épuisable. De plus, il joue un rôle économique plus déterminant dans les pays exportateurs que dans les pays importateurs — de sorte que le même choc sur son prix modifie davantage le revenu des exportateurs. Compte tenu des coûts d'ajustement de la consommation et de l'investissement, la réaction de la balance courante à un choc sur le prix du pétrole est probablement plus forte dans les pays exportateurs, au moins à court terme.
- Parmi ces pays, la réaction de la balance courante au solde pétrolier est plus marquée dans ceux disposant de moindres réserves de pétrole et de gaz (comme l'Algérie et la Norvège), ce qui correspond au fait que leurs recettes pétrolières sont moins durables que celles des autres exportateurs.
- Une hausse du revenu relatif est nettement plus favorable à la balance courante dans les pays producteurs de pétrole que dans les autres — un exportateur de pétrole dont le revenu représente la moitié de celui des

⁴L'échantillon pour les régressions exclut l'Angola, la République du Congo, le Gabon, la Guinée équatoriale et le Nigéria en raison de la dimension moyenne et du PIB par habitant pendant la période d'échantillon.

États-Unis aura, en moyenne, un solde courant inférieur de 3 à 4 points de PIB à celui d'un pays dont le revenu est égal au niveau américain (la différence est de ½ à 1 point dans les autres pays). On peut donner l'interprétation suivante : les pays ayant un revenu relatif volatil et des ressources épuisables, comme les exportateurs de pétrole, épargneraient une proportion supérieure du revenu dans les « bonnes » périodes (et désépargneraient dans les « mauvaises »), parce que les chocs sur le revenu ont plus de chances d'être temporaires.

En conclusion, ces données probantes, à caractère préliminaire, sont largement conformes aux prévisions théoriques. Les pays exportateurs de pétrole sont susceptibles de dégager des excédents extérieurs élevés, surtout dans les périodes où la production et les prix culminent. Cela correspond à la nécessité de lisser la consommation dans le temps et entre les générations, compte tenu du caractère épuisable des ressources pétrolières, de la nature partiellement transitoire des booms de recettes pétrolières ainsi que de l'existence de coûts d'ajustement de la consommation et de l'investissement.

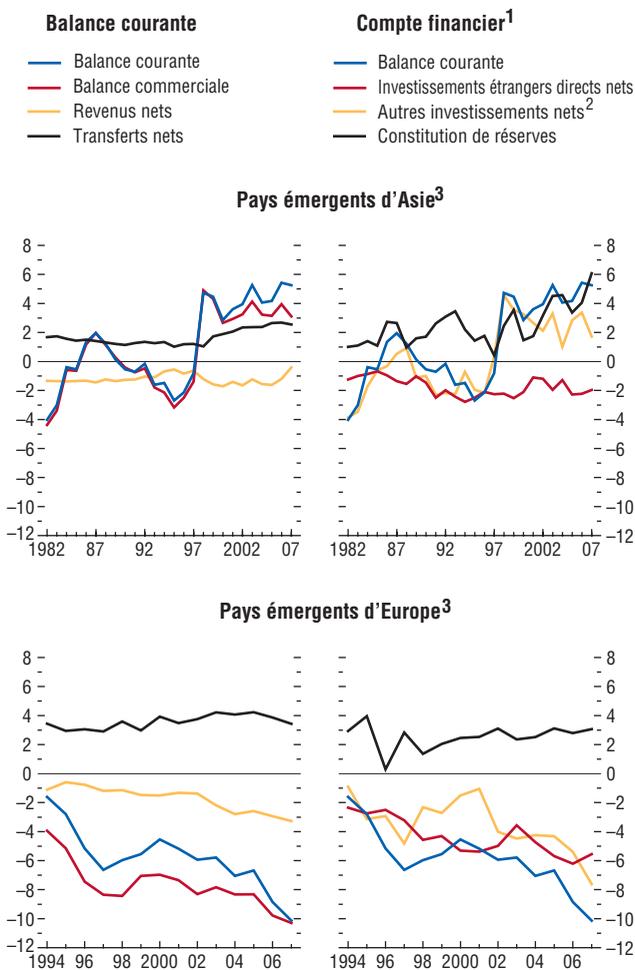
l'excédent global de la région selon la période considérée. Après la crise asiatique, les pays touchés (Corée et « Tigres » asiatiques) ont dégagé une série de larges excédents, parce qu'ils ne recevaient plus de capitaux internationaux et souhaitaient reconstituer leurs réserves. Dans la période plus récente (à partir de 2002–03), les excédents courants ont diminué dans plusieurs des pays frappés par la crise, à l'exception notable de la Malaisie, tandis que la Chine a commencé à accumuler des excédents importants. La Chine et la Malaisie sont les deux seuls cas de persistance d'excédents de montant élevé (voir ci-dessous). À l'inverse, des pays à bas revenu, comme l'Inde, le Pakistan, le Sri Lanka et le Vietnam, ont été la plupart du temps en déficit et ont importé des capitaux conformément à la théorie économique. Les trois nouvelles économies industrielles de petite taille (RAS de Hong Kong, Singapour et Province chinoise de Taiwan) ont dégagé des excédents courants très élevés, dépassant largement 10 % du PIB, mais ce sont des cas très particuliers : non seulement tous trois ont un niveau élevé de revenu, mais Singapour et Hong Kong sont des places financières, dont les flux de capitaux internationaux sont déterminés différemment. Pour l'essentiel, ces économies ne sont pas traitées dans le reste du chapitre.

Relativement à ce qui se passe en Asie, les pays émergents d'Europe présentent une situation plus homogène en matière de balances courantes, caractérisée par de nombreux déséquilibres importants et persistants. Les déficits sont très lourds et croissants dans les pays baltes ainsi que dans le Sud-Est de l'Europe, où ils représentaient respectivement, en moyenne, 18 % et 11 % du PIB en 2007. Les déficits de l'Europe centrale se sont stabilisés à des niveaux plus modérés, représentant en moyenne quelque 5 % du PIB.

L'évolution de la balance courante dépend principalement de la balance commerciale (graphique 6.2). Dans les pays émergents d'Asie, l'excédent commercial explique l'essentiel de la hausse de l'excédent courant, même si l'augmentation des transferts privés nets ajoute un point à cet excédent depuis 1997 (surtout au Philippines, au Vietnam et au Pakistan). De même, dans les pays émergents d'Europe, le déficit commercial explique la plus grande partie de l'élargissement du déficit courant, tandis que 1½ point supplémentaire est imputable à la baisse récente des revenus nets d'investissements. Ces dernières années, toutefois, la République tchèque et la Hongrie ont réalisé des excédents commerciaux, et c'est surtout le solde négatif des revenus

Graphique 6.2. Balances extérieures par composante
(En pourcentage du PIB; moyenne simple)

L'évolution de la balance courante résulte surtout de la balance commerciale. Dans les pays émergents d'Asie, le solde des transferts s'est également amélioré après 1997, alors que, dans les pays émergents d'Europe, la hausse des déficits est liée à une dégradation du solde des revenus nets.



Sources : FMI, *Balance of Payments Statistics*; calculs des services du FMI.
¹ Les transactions du compte financier ont été multipliées par -1.
² Comprend les investissements de portefeuille nets et les autres investissements nets.
³ Voir notes 1 et 2 du graphique 6.1 pour les décompositions régionales.

d'investissements qui est responsable de leurs déficits courants.

Si l'on considère maintenant les flux financiers, on constate que les excédents élevés dans les pays émergents d'Asie se sont accompagnés d'importantes sorties de capitaux n'ayant pas le caractère d'investissements directs étrangers (IDE) et d'une accumulation sans précédent de réserves officielles. Celles-ci atteignent désormais 39 % du PIB et couvrent 9,2 mois d'importations. Leur forte progression dans les pays émergents d'Asie et dans les pays exportateurs de pétrole est à l'origine de la création de grands fonds de gestion d'actifs publics (les fonds souverains), qui pourrait avoir des conséquences importantes pour les mouvements de capitaux et les prix d'actifs à l'échelle internationale (encadré 6.2). Si les pays émergents d'Asie sont encore importateurs nets d'IDE, les entrées nettes à ce titre (en pourcentage du PIB) sont modestes en comparaison des entrées dans les économies émergentes d'autres régions et évoluent peu depuis le début de la décennie 90. Dans les pays émergents d'Europe, le creusement des déficits courants est couvert dans une large mesure par l'IDE net, source de financement relativement stable; ces dernières années, néanmoins, le gonflement des déficits a été supérieur aux entrées nettes d'IDE. Les pays émergents d'Europe importent aussi beaucoup de capitaux autres que l'IDE, sous forme de placements en obligations et en actions. Les réserves globales ont augmenté à hauteur de 2 à 3 % du PIB par an.

Pour comprendre les variations de la balance des paiements courants, on peut aussi examiner l'évolution de l'épargne et de l'investissement (graphiques 6.3 et 6.4)⁴. Dans les pays émergents d'Asie, la crise de 1997-98 a provoqué une chute des investissements (surtout) privés en Corée et dans les « Tigres » asiatiques. L'épargne aussi a fléchi, en particulier l'épargne publique, mais beaucoup moins. En revanche, la hausse de l'excédent de la Chine dans la période récente (2003-06) a résulté d'un vif redressement de

⁴La balance des paiements courants est la différence entre l'épargne nationale et l'investissement brut.

Encadré 6.2. L'incidence des fonds souverains sur les marchés financiers mondiaux

Cet encadré explique comment les excédents courants élevés et persistants de plusieurs économies, surtout émergentes, ont abouti à ce que les fonds souverains deviennent des acteurs essentiels du système financier mondial (premier graphique). Il examine aussi les effets éventuels de leur rôle croissant sur les mouvements de capitaux internationaux, les prix des principaux actifs et, plus généralement, les marchés financiers¹.

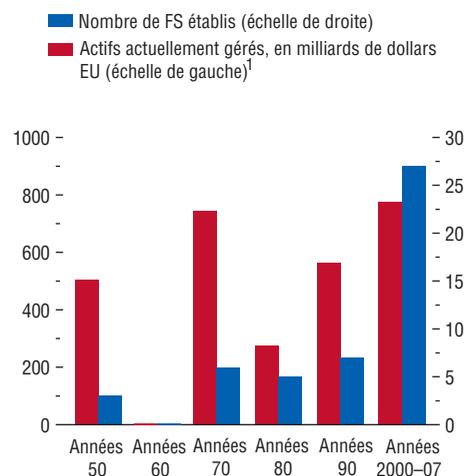
Beaucoup de fonds souverains existent depuis de nombreuses années, voire des décennies, mais on assiste depuis 2000 à une forte augmentation de leur nombre et du montant des actifs qu'ils sont estimés gérer. Leur essor résulte de la persistance d'excédents courants élevés dans plusieurs économies asiatiques et pays exportateurs de pétrole. Ces excédents — qui s'expliquent par les prix élevés des matières premières et par des balances commerciales favorables — ont fait rapidement augmenter les réserves de change des banques centrales. Au niveau qu'elles ont atteint, beaucoup de pays en viennent à penser qu'elles constituent une protection suffisante contre les chocs financiers ou économiques. Bien que nombre de ces pays aient encore d'énormes besoins de développement, leur capacité d'absorption est limitée. Il peut donc s'avérer inapproprié ou impossible de dépenser rapidement les recettes liées au pétrole ou aux exportations. En outre, l'idée se répand que la conversion des «ressources du sous-sol» en actifs financiers est un important mécanisme de transfert de la richesse entre les générations.

Dans ces conditions, de nombreux pays cherchent à améliorer le rendement de ces fonds abondants. Au lieu de continuer à investir prudemment en accumulant des réserves, ils transfèrent ces actifs dans des fonds souverains qui ont pour mission d'investir plus largement et plus audacieusement. Selon les estimations de participants du marché, le montant des actifs gérés par les fonds souverains se situe dans une fourchette de 2.000 à 3.000 milliards de dollars

Les principaux auteurs de cet encadré sont Julie Kozack, Douglas Laxton et Krishna Srinivasan.

¹Voir Kozack, Laxton, and Srinivasan (à paraître).

Le nombre de fonds souverains (FS) a beaucoup augmenté



Sources : médias, rapports d'analystes; estimations des services du FMI.

¹Estimations des actifs gérés par les FS établis pendant chaque période.

EU — c'est-à-dire davantage que les fonds spéculatifs (1.900 milliards de dollars EU) — et représente entre un quart et un tiers des avoirs extérieurs détenus par les États. Certes, les actifs des fonds souverains restent limités comparativement au total des actifs financiers mondiaux (à peu près 190.000 milliards de dollars EU), mais ils sont importants au regard de la capitalisation des marchés boursiers à maturité et de l'encours des marchés de capitaux des économies émergentes. Cela dit, les fonds souverains investissent souvent une partie de leurs portefeuilles en actifs non financiers, comme l'immobilier. On prévoit que leurs avoirs dépasseront le total des réserves de change mondiales à relativement brève échéance et atteindront de 7.000 à 11.000 milliards de dollars EU en 2013. Il est donc manifeste que le rôle des fonds souverains dans la finance mondiale sera de plus en plus important.

Dans ce contexte, on se préoccupe beaucoup de l'effet du poids croissant des fonds souverains sur les mouvements de capitaux internationaux, les prix d'actifs et, plus généralement, la stabilité

Encadré 6.2 (suite)

financière. Ces fonds ayant habituellement un horizon de placement à moyen ou long terme, il y a lieu de penser qu'ils sont peu susceptibles d'opérer de soudains redéploiements de portefeuille qui puissent déstabiliser les marchés. D'ailleurs, à l'occasion des troubles financiers actuels, ils ont injecté beaucoup de capitaux dans des établissements financiers importants sur le plan systémique, montrant ainsi qu'ils pouvaient jouer un rôle stabilisateur sur les marchés financiers mondiaux. Pourtant, même une tendance graduelle à une plus grande diversification des actifs de réserve des États, notamment au moyen des fonds souverains, pourrait avoir des conséquences sur les mouvements de capitaux entre pays, les prix absolu et relatif des actifs, et l'évolution des déséquilibres à l'échelle mondiale².

À cause du manque d'informations fiables sur plusieurs grands fonds souverains, et notamment sur la répartition de leurs actifs, il est difficile d'analyser l'effet éventuel d'une diversification des réserves des États. Pour examiner les conséquences possibles du poids croissant des fonds souverains, des scénarios ont été élaborés pour illustrer la répartition des actifs de pays qui passent de la détention de réserves à la diversification de leurs avoirs au moyen de fonds souverains^{3,4}. Deux portefeuilles stylisés et diversifiés

— dont l'un reproduit le fonds de pension de l'État norvégien («GPF Global») et l'autre est représentatif de fonds souverains bien établis — sont calibrés et comparés à un portefeuille stylisé d'actifs de réserves de change, afin d'évaluer les changements probables de la structure des mouvements de capitaux internationaux et leur effet sur les prix d'actifs (deuxième graphique)⁵. Pour compléter cette analyse par scénarios, l'exercice estime aussi l'incidence d'un léger redéploiement hors des actifs en dollars américains de l'encours des réserves actuelles des dix économies émergentes qui en détiennent le plus. On rappellera toutefois que, comme dans beaucoup d'exercices de modélisation, les résultats sont très sensibles aux hypothèses sous-jacentes. Ainsi, en supposant que les fonds souverains établis de longue date ne modifient par leurs portefeuilles, on ne donne qu'une image partielle de l'importance de l'effet de possibles stratégies de diversification sur les mouvements de capitaux et les prix d'actifs. De plus, d'autres États pourraient décider de diversifier leurs actifs de réserve actuels (et pas seulement les dix économies émergentes qui en détiennent le plus, comme nous le supposons dans l'exercice). Enfin, si les deux portefeuilles stylisés visent à appréhender les stratégies possibles d'allocation des actifs, il faut reconnaître qu'en pratique les fonds souverains

²On estime que les investisseurs officiels étrangers ont fait baisser de 100 points de base le rendement nominal des obligations du Trésor américain à échéance de dix ans (Warnock and Warnock, 2006).

³L'analyse repose sur l'hypothèse que les pays ayant créé récemment un fonds souverain ou annoncé leur intention de le faire lui affecteront une partie de leurs futures entrées de devises. L'Arabie Saoudite, le Brésil, la Chine, la Corée et la Russie ont récemment institué soit un fonds souverain, soit un fonds d'investissement de ce type ou sont en train de le faire; l'Inde, le Japon et la Thaïlande envisagent la création de fonds souverains (selon des rapports de marché).

⁴Les nouveaux flux correspondent à la somme du solde courant et des entrées nettes de capitaux privés, à partir des prévisions 2008–13 des *Perspectives de l'économie mondiale*. L'analyse retient une *limite inférieure* — on suppose que les pays ayant créé récemment un fonds souverain y investiront 50 % des nouvelles entrées de devises; et une *limite supérieure* — on suppose que les pays qui envisagent de créer un fonds souve-

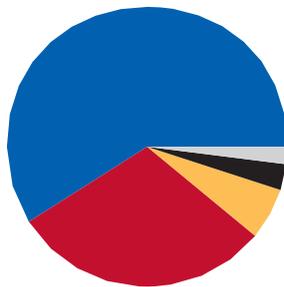
rain (selon les rapports de marché) y investiront 50 % des nouvelles entrées de devises. La limite supérieure repose aussi sur l'hypothèse d'une affectation de 10 % des réserves existantes des dix économies émergentes qui en possèdent le plus aux fonds souverains, de 2008 à 2013. La totalité des flux nouveaux versés aux fonds souverains serait investie à l'étranger.

⁵Le portefeuille stylisé d'un fonds souverain diversifié représentatif est basé sur des rapports de marché concernant la répartition des actifs et la composition en devises. La base de données du FMI sur la composition monétaire des réserves officielles de change (COFER) enregistre des données trimestrielles en fin de période sur la ventilation en devises des réserves officielles de change. On se sert des données COFER agrégées pour constituer un portefeuille de réserves stylisé, en supposant que les actifs soient placés exclusivement en obligations d'État, selon la composition en devises de la COFER.

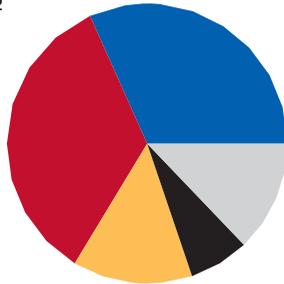
Composition en devises des portefeuilles stylisés



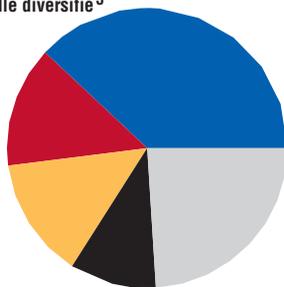
COFER¹



Norvège²



Portefeuille diversifié³



Sources : base de données COFER; Banque de Norvège; estimations des services du FMI.

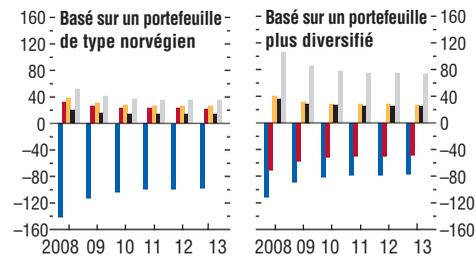
¹Données agrégées. La COFER est une base de données du FMI sur la composition en devises des réserves officielles de change.

²Actuellement, le portefeuille de la Norvège est investi à 47 % en actions et à 53 % en obligations.

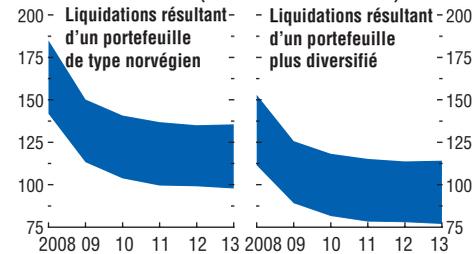
³Portefeuille stylisé d'un FS diversifié représentatif selon les rapports de marché concernant la répartition des actifs et la composition en devises.

Résultats de la simulation

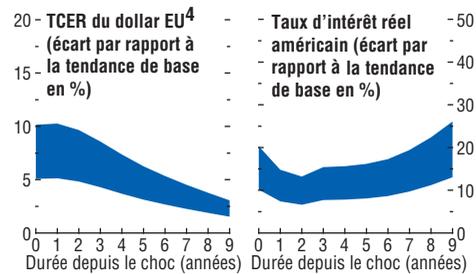
Changement éventuel de la composition en devises des capitaux en provenance de certains pays dotés d'un fonds souverain (milliards de dollars EU)^{1,2}



Fourchette des liquidations possibles d'actifs en dollars EU (milliards de dollars EU)^{2,3}



Fourchette des effets éventuels sur le taux de change et les taux d'intérêt aux États-Unis^{2,3}



Source : estimations des services du FMI.

¹En supposant que 50 % des entrées de devises dans les pays mentionnés à la note 2 soient placées dans les fonds souverains et investies en actifs étrangers.

²Ces pays sont l'Arabie Saoudite, le Brésil, la Chine, la Corée et la Russie (Fonds de la richesse nationale seulement).

³La limite inférieure de la fourchette est basée sur l'hypothèse décrite à la note 1. La limite supérieure repose sur l'hypothèse que les pays qui vont créer un fonds souverain (selon les informations des médias) y placent aussi 50 % des devises disponibles pour qu'elles soient investies à l'étranger; on suppose également que 10 % des réserves existantes des dix économies émergentes qui en possèdent le plus soient prélevées et affectées au fonds souverain pendant la période 2008-13.

⁴TCER = taux de change effectif réel.

Encadré 6.2 (fin)

constituent un ensemble varié, dont les missions, la transparence et les modes de gouvernance diffèrent. Même ainsi, cet exercice limité donne une idée du sens et de l'ordre de grandeur des effets éventuels sur les marchés.

Il ressort de l'analyse que la structure des mouvements de capitaux internationaux changerait sensiblement : il y aurait moins d'entrées dans les économies avancées et nettement plus dans les économies émergentes (troisième graphique, page précédente). Comparativement aux actifs de réserve, qui sont surtout libellés en dollars et généralement détenus sous forme de bons du Trésor américain ou de titres d'agences américaines, les portefeuilles stylisés des fonds souverains sont plus diversifiés que l'on considère les classes d'actifs ou l'exposition aux devises. Cela laisse prévoir une réduction des placements en obligations d'État, avec les conséquences qui en résultent pour les taux d'intérêt. Le redéploiement hors des actifs de réserve pourrait avoir ses effets les plus significatifs sur les marchés américains, si les pays diversifiaient au détriment des avoirs en dollar.

- Les estimations montrent que la baisse des entrées de capitaux aux États-Unis pourrait représenter ½ à 1 point du PIB américain en moyenne annuelle, selon le nombre de pays dans l'échantillon et l'hypothèse faite sur la composition en devises des réserves des dix économies émergentes qui en détiennent le plus. Les résultats dépendent aussi de la stratégie d'allocation des actifs utilisée pour modéliser les placements des futurs fonds souverains.
- Une plus forte pondération des économies émergentes dans les portefeuilles — à l'image du portefeuille diversifié stylisé — entraînerait une réduction des flux vers les actifs en dollar et en euro, alors que les flux vers les économies émergentes tendraient à augmenter sensiblement. En revanche, un portefeuille similaire au fonds souverain de la Norvège — qui est fortement pondéré en investissements européens — entraînerait des placements quelque peu inférieurs en actifs libellés en

dollar et des entrées moins importantes, mais encore positives, sur les marchés émergents.

- Pour quantifier les conséquences des changements éventuels de la structure des mouvements de capitaux sur les taux d'intérêt et de change, relativement à la situation actuelle, des simulations ont été effectuées au moyen du modèle GIMF5 du FMI⁶. Les résultats sont centrés sur les effets pour les États-Unis. Ils indiquent une hausse de 10 à 25 points de base des taux d'intérêt réels américains et une dépréciation de 2 à 4 % du dollar à long terme. À court terme, le modèle prévoit une dépréciation plus forte du dollar, de l'ordre de 6 à 10 %. Le déficit courant des États-Unis pourrait se réduire d'½ à 1 point du PIB, en raison de la hausse de la prime de risque pays entraînée par la moindre demande d'actifs américains. Dans le reste du monde, l'augmentation des entrées de capitaux susciterait une baisse des taux d'intérêt réels (et donc une hausse de l'écart de taux d'intérêt avec les États-Unis), une appréciation plus marquée des taux de change effectifs réels et une stimulation de la demande intérieure.

Les estimations du modèle n'indiquent ni une dépréciation désordonnée du dollar, ni une résorption cahotique des déséquilibres internationaux. Elles laissent plutôt penser que l'effet des redéploiements graduels des portefeuilles serait modeste à long terme. Mais ces estimations ne tiennent pas compte d'éventuels effets secondaires, sous forme de réactions d'autres investisseurs au changement de comportement des fonds souverains. En définitive, les résultats montrent qu'une moindre demande d'actifs américains contribuerait à diminuer le déficit courant des États-Unis et la valeur du dollar.

⁶Les simulations ont été effectuées sur une version à cinq régions du modèle mondial monétaire et budgétaire intégré (GIMF5). GIMF5, qui est une version élargie du modèle de Kumhof et Laxton, comprend des modèles distincts pour les États-Unis, la zone euro, le Japon, les pays émergents d'Asie et «le reste des pays». Voir Kumhof and Laxton (2007).

l'épargne privée (principalement celle des sociétés) et d'une hausse continue de l'épargne publique⁵. L'investissement, privé et public, a aussi augmenté, mais dans une moindre proportion. Dans les pays émergents d'Europe, les déficits courants ont découlé d'une poussée de l'investissement privé (reflet de la hausse de l'IDE) et, dans une moindre mesure, de l'investissement public, notamment dans les pays baltes et le Sud-Est de l'Europe. On a également constaté dans ces pays un léger gonflement de l'épargne publique (sauf en Europe centrale), alors que l'épargne privée est restée relativement stable. Comme dans les pays émergents d'Asie, la désépargne des ménages a été compensée par une augmentation de l'épargne des sociétés, bien qu'il y ait eu ces dernières années une certaine désépargne privée nette.

Comparativement aux déficits courants observés pendant d'autres périodes de décollage de la croissance, ceux que connaissent actuellement les pays émergents d'Europe sont très élevés (graphique 6.5)⁶. Les économies où la croissance a décollé au cours des 35 dernières années ont accusé des déficits courants de l'ordre de 3 % du PIB, en moyenne, pendant les huit années qui ont suivi ce décollage; cela se compare à des déficits moyens de 6 à 7 % du PIB dans les pays émergents d'Europe pendant la période équivalente. On avait constaté une situation similaire, à ceci près que la différence était plus réduite, pendant le décollage d'un certain nombre de pays émergents d'Asie, à l'exception de la Chine⁷. Dans les phases de décollage, le creusement du

⁵Pour expliquer l'excédent courant chinois, on a avancé l'argument d'un taux d'épargne des ménages élevé, dû à l'absence de couverture sociale ou à un mode de consommation traditionnel. Mais l'augmentation récente de cet excédent a été liée à une hausse de l'épargne des sociétés, et non des ménages. Aziz et Cui (2007) soutiennent que le principal facteur du recul de la proportion de la consommation dans le PIB chinois a été une baisse de la part des revenus du travail, plutôt qu'un relèvement du taux d'épargne des ménages.

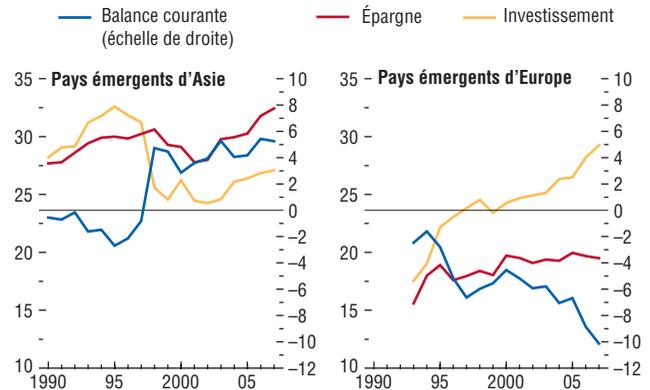
⁶L'appendice 6.1 précise les critères employés pour distinguer les périodes de décollage de la croissance ainsi que les pays et les années où elles ont eu lieu.

⁷Voir aussi le chapitre 2 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2004.

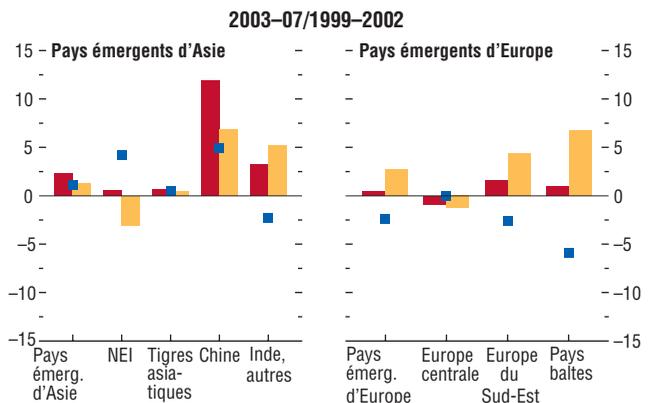
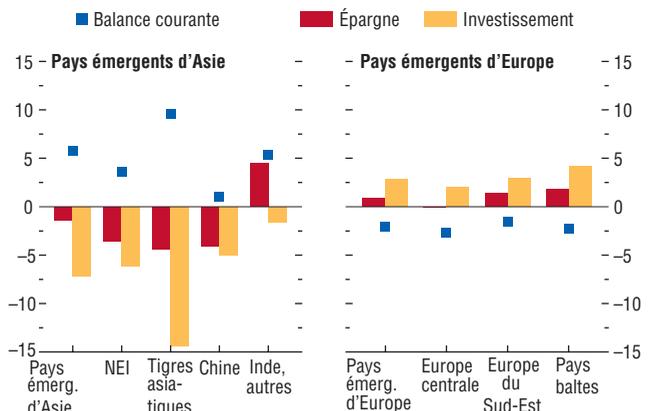
Graphique 6.3. Balance courante, épargne et investissement¹

(En pourcentage du PIB; moyenne simple)

En Asie, l'épargne et l'investissement ont diminué après 1997, et la chute de l'investissement a été brutale dans les « Tigres » asiatiques. Tout en restant inférieurs aux niveaux antérieurs à la crise, l'épargne et l'investissement se sont redressés récemment sous l'influence de la Chine, de l'Inde et d'autres pays. En revanche, l'investissement a progressé rapidement dans les pays émergents d'Europe, surtout ceux à bas revenu, parallèlement à un léger regain de l'épargne.



Évolution de la balance courante, de l'épargne et de l'investissement : 1999-2002/1994-96



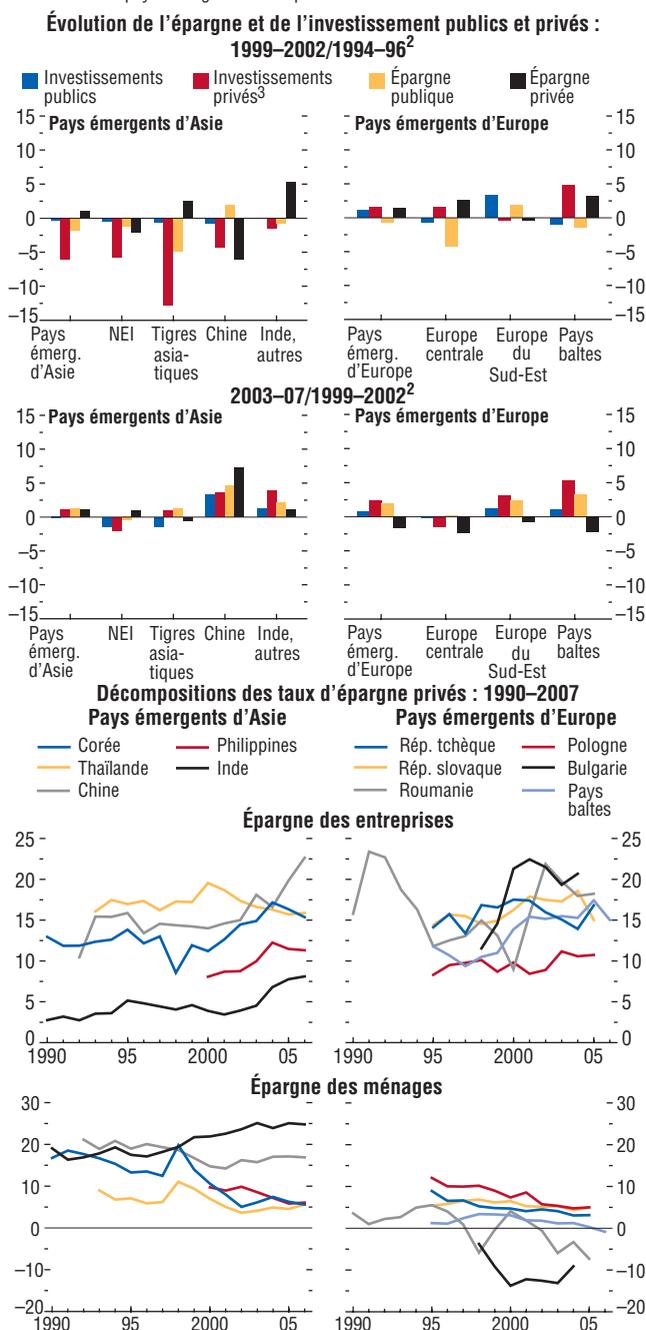
Sources : données de la société CEIC, statistiques de comptes nationaux de l'ONU; calculs des services du FMI.

¹Voir notes 1 et 2 du graphique 6.1 pour les décompositions régionales.

Graphique 6.4. Décomposition de l'épargne et de l'investissement¹

(En pourcentage du PIB; moyenne simple)

L'apparition d'un excédent courant élevé en Chine dans la période récente résulte d'une forte augmentation de l'épargne des entreprises. L'épargne des ménages a régressé dans les deux régions pendant les dix dernières années et est particulièrement faible dans les pays émergents d'Europe.



Sources : données de la société CEIC; FMI, *Balance of Payments Statistics*; statistiques de comptes nationaux de l'ONU; calculs des services du FMI.

¹Voir notes 1 et 2 du graphique 6.1 pour les décompositions régionales.

²L'Indonésie, la Pologne et la Slovénie sont exclues des moyennes du groupe en raison de lacunes dans les données. C'est pourquoi la somme des données du graphique 6.4 ne correspond pas aux chiffres du graphique 6.3.

³L'investissement privé inclut la variation des stocks.

déficit courant a en général été lié à une poussée de l'investissement, légèrement compensée par une hausse de l'épargne. En comparaison, le décollage des pays émergents d'Europe a entraîné une plus forte accélération de l'investissement, expérience partagée seulement dans le passé par les « Tigres asiatiques » au début de la décennie 70. Le décollage de la croissance dans les pays émergents d'Europe se distingue par le montant supérieur des entrées nettes d'IDE et la durée plus longue des périodes de déficit.

Il est intéressant de noter que les phases de décollage recensées ici comprennent celles de plusieurs pays d'Europe de l'Ouest entrés plus tôt dans l'UE. Eux aussi ont connu des déficits courant substantiels et des entrées nettes d'IDE, mais à une échelle bien plus réduite que les pays émergents d'Europe. C'est peut-être en partie parce qu'ils n'ont ouvert complètement leur compte de capital qu'au début de la décennie 90, c'est-à-dire le plus souvent après le décollage de la croissance.

Le retournement des balances courantes dans les pays émergents d'Asie, au cours de la crise de 1997-98, se distingue aussi d'autres expériences. Par rapport aux crises monétaires et bancaires intervenues depuis 1980, les économies asiatiques émergentes avaient au départ des déficits supérieurs (en moyenne), de sorte que l'ajustement des balances courantes et de l'investissement a été beaucoup plus important et brutal (graphique 6.6)⁸. Par la suite, ce grand retournement de tendance s'est atténué. Pourtant, cinq ans après la crise, les excédents dépassaient encore ceux enregistrés dans le sillage d'autres crises.

Les pays émergents d'Asie et d'Europe ont pour point commun un taux de croissance élevé. Le graphique 6.7 montre que, conformément à la théorie économique, parmi les pays à croissance élevée (c'est-à-dire où la progression annuelle du PIB par habitant est supérieure à 2 %), ceux dont la croissance est la plus rapide tendent à avoir de moins bons résultats en matière de ba-

⁸Les dates de départ des crises monétaires et bancaires émanent de Datas Laeven et Valencia (à paraître).

lance courante. Cette corrélation négative se vérifie dans toutes les économies, mais aussi au sein de chaque région émergente (la Chine faisant encore clairement exception)⁹. Les données disponibles sur l'évolution des balances courantes dans les économies avancées à l'époque de leur émergence (fin du 19^e siècle et début du 20^e) indiquent que les capitaux allaient vers les pays en croissance rapide (encadré 6.3).

Quels facteurs ont contribué à la configuration récente des balances des paiements courants?

Les balances courantes des économies émergentes sont influencées par de multiples facteurs¹⁰. Nous examinerons ici des données internationales qui mettent les balances courantes en rapport avec toute une série de variables susceptibles de les déterminer dans les pays émergents d'Europe et d'Asie. L'étude empirique tente d'abord d'expliquer leur évolution sur la seule base des facteurs que les études économiques considèrent d'ordinaire comme des déterminants importants, à savoir le solde des finances publiques, les ratios de dépendance des jeunes et des personnes âgées, la position extérieure nette et les possibilités d'expansion, représentées par

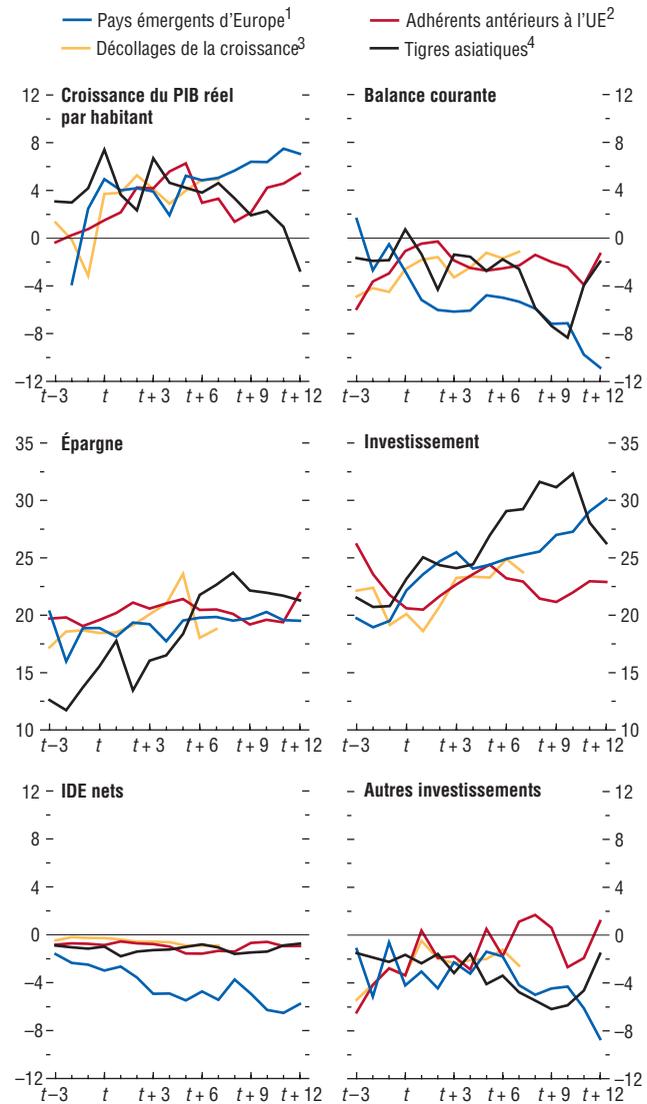
⁹Cette conclusion se vérifie également si l'on inclut toutes les économies émergentes, plutôt que seulement celles où la croissance est forte. À l'exclusion de la Chine, les capitaux vont vers les économies émergentes. Ces données contrastent avec les études économiques récentes, qui trouvent une corrélation positive entre la croissance et la balance courante (voir, par exemple, Prasad, Rajan, and Subramanian, 2007; Gourinchas and Jeanne, 2007). Une explication possible est que ces études n'intègrent pas les pays émergents d'Europe et incluent un grand nombre de pays africains, dans lesquels la plupart des entrées de capitaux représentent l'aide publique et non pas l'investissement de fonds privés motivé par des considérations de marché. Des recherches récentes laissent penser que les entrées au titre de l'aide peuvent avoir des effets ambigus ou même négatifs sur la croissance, en faisant monter le taux de change et en réduisant les perspectives de développement du secteur des biens échangeables (voir, par exemple, Rajan and Subramanian, 2005).

¹⁰Voir par exemple, Aristovnik (2006), Chinn and Ito (2006), Gruber and Kamin (2007, 2008) ainsi que Herrmann and Jochem (2005).

Graphique 6.5. Décollage de la croissance

(En % du PIB, moyenne simple; années avant et après la crise sur l'axe des x)

Le décollage de la croissance dans les pays émergents d'Europe depuis 1995 s'est accompagné de déficits courants plus élevés et d'entrées nettes d'IDE sensiblement supérieures comparativement aux décollages d'autres pays.



Sources : FMI, *Balance of Payments Statistics*; calculs des services du FMI.

¹⁰On suppose que l'année du décollage des pays émergents d'Europe est 1995.

²Pour les adhérents antérieurs à l'UE, les années de décollage sont les suivantes : Espagne (1984), Grèce (1996), Irlande (1985) et Portugal (1985).

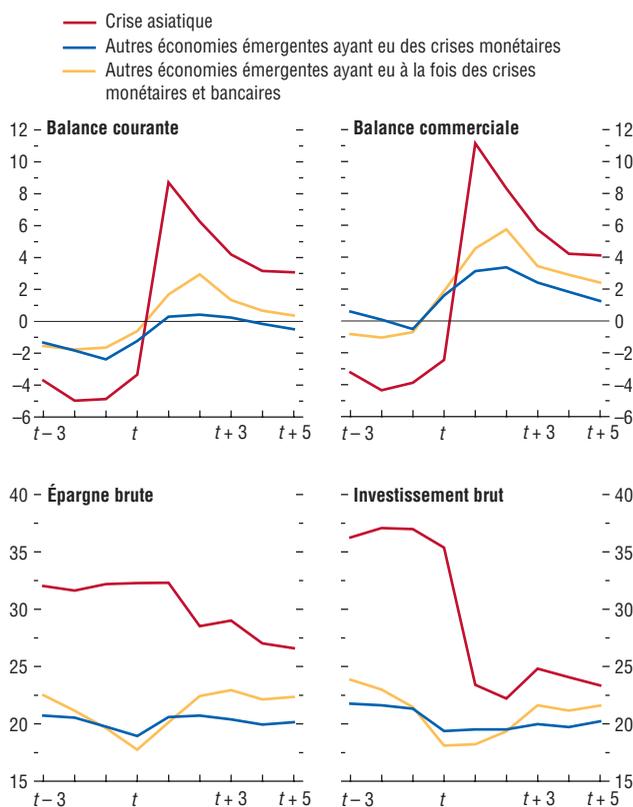
³On définit le décollage de la croissance comme le déclenchement d'une accélération de celle-ci caractérisée par une progression du PIB par habitant d'au moins 2 % et un taux moyen de croissance d'au moins 3,5 % pendant 8 ans, en se référant à Hausmann, Pritchett, and Rodrik (2005). Le graphique montre la valeur moyenne de chaque variable au cours de toutes les accélérations de la croissance (sauf dans les pays émergents d'Europe).

⁴Les « Tigres » asiatiques sont l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande, pour lesquels l'année du décollage est 1973.

Graphique 6.6. Retournements de la balance courante pendant les crises¹

(En % du PIB, moyenne simple; années avant et après la crise sur l'axe des x)

L'ajustement de la balance courante au cours de la crise asiatique a été plus marqué que lors d'autres périodes critiques. Cinq ans après la crise, l'Asie conservait un excédent plus élevé qu'ailleurs.



Sources : FMI, *Balance of Payments Statistics*; calculs des services du FMI.
¹ Les pays touchés par la crise asiatique sont la Corée, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande. Les autres économies émergentes affectées par des crises sont l'Argentine, le Brésil, le Mexique, la Russie et la Turquie, pour lesquelles on a distingué 15 périodes de crise en se référant à Laeven and Valencia (à paraître) de 1980 à 2007.

le niveau de revenu initial et la croissance retardée¹¹. Ces variables expliquent en grande partie la situation des balances courantes à l'échelle mondiale, mais ne peuvent rendre compte des excédents élevés des pays émergents d'Asie et des lourds déficits des pays émergents d'Europe. L'analyse empirique ajoute donc à ces facteurs traditionnels une série de variables supplémentaires, caractéristiques de l'évolution des systèmes financiers, qui ont peut-être été la clé de la configuration des balances courantes dans la période récente.

Au cours des dix dernières années, les pays émergents d'Europe ont très rapidement libéralisé leurs systèmes financiers et ouvert leurs comptes de capital (graphique 6.8)¹². La conjonction de ces deux actions a entraîné une forte augmentation du nombre des banques étrangères dans ces pays¹³. Certes, les pays émer-

¹¹Voir Lee *et al.*, (2008). Les possibilités de croissance sont censées être défavorables à la balance courante en faisant augmenter l'investissement et diminuer l'épargne. Il en va de même de ratios de dépendance élevés, parce qu'ils diminuent l'épargne. En revanche, un excédent budgétaire sera favorable à la balance courante s'il n'est pas entièrement compensé par une baisse de l'épargne privée ou une hausse de l'investissement privé. Enfin, une forte position extérieure nette devrait favoriser la balance courante en générant des revenus d'investissement supérieurs. L'analyse inclut aussi une variable muette pour les places financières parce qu'elles sont en général exportatrices de capitaux, le solde pétrolier et les effets temporels, afin d'appréhender les évolutions qui ont un effet similaire sur tous les pays dans une période donnée.

¹²Ce chapitre utilise un indice de libéralisation financière interne qui intègre des données sur les contrôles de taux d'intérêt, les contrôles du crédit, les restrictions à la concurrence, la présence du capital public, la qualité du contrôle et de la réglementation bancaires, les mesures d'encouragement aux marchés d'obligations et d'actions ainsi que celles permettant aux étrangers d'opérer sur les marchés locaux (Abiad, Detragiache, and Tressel, à paraître). L'indice d'ouverture du compte de capital émane de Chinn et Ito (2006). Ces deux indices sont fortement corrélés, en partie du fait que la libéralisation financière interne inclut une mesure de barrières opposées à l'entrée d'investisseurs étrangers. C'est pourquoi le caractère significatif de ces variables est testé globalement dans les régressions.

¹³Une autre raison de la présence accrue de capitaux bancaires étrangers est que les maisons mères, dont l'activité est moins rentable sur leur marché national, y trouvent des possibilités de croissance relativement

gents d'Asie ont aussi quelque peu avancé sur la voie de la libéralisation financière interne; mais le fonctionnement des systèmes financiers dans cette région demeure nettement moins libéral, sauf dans les économies industrialisées depuis peu. En outre, pendant la crise asiatique, les «Tigres» et les NEI ont introduit des restrictions sur les transactions du compte de capital. Plus de dix ans après, le compte de capital reste en général très fermé dans ces économies, à l'exception des NEI.

La théorie économique n'indique pas clairement si la libéralisation du secteur financier et l'ouverture du compte de capital ont un effet net positif ou négatif sur la balance courante. Plus le compte de capital est ouvert et le système financier développé, plus il est sans doute facile de recourir aux capitaux étrangers pour financer les investissements internes, ce qui pèse sur la balance courante¹⁴. Mais un système financier interne très libéralisé, davantage propice à l'intermédiation, est de nature à encourager l'épargne interne, d'où un effet opposé sur la balance courante. Cela dit, la libéralisation interne peut aussi améliorer l'accès au crédit et encourager l'innovation financière, ce qui tend à réduire l'épargne intérieure et à pénaliser la balance courante. L'effet net sur cette dernière de la libéralisation du secteur financier et de l'ouverture du compte de capital est donc incertain et reste une question empirique.

Un autre facteur financier susceptible d'influer sur la balance courante est le degré de financiarisation de l'économie, mesuré par la part du crédit au secteur privé et de la capitalisation boursière dans le PIB¹⁵. Une plus grande finan-

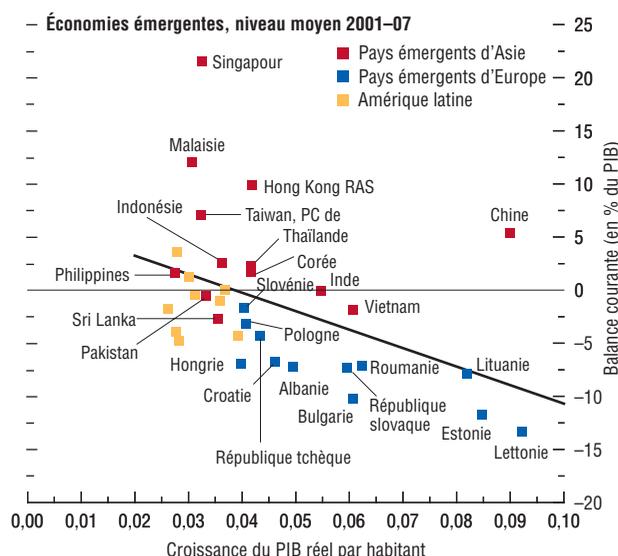
meilleures. Selon Ayden (à paraître), la faiblesse de l'écart entre les taux créditeurs et débiteurs pratiqués par les maisons mères sur leur marché national est associée à une progression de l'activité de prêt de leurs filiales opérant en Europe centrale et orientale.

¹⁴En cas de crise ou si le pays n'est pas bien géré, une plus grande ouverture du compte de capital peut aussi aller de pair avec des sorties de capitaux plus importantes.

¹⁵On trouvera dans Chinn and Prasad (2003), Gruber and Kamin (2007, 2008) ainsi que dans Chinn and Ito (2006) des analyses qui intègrent cette mesure (et l'ouverture du compte de capital).

Graphique 6.7. Balance courante et croissance du PIB réel par habitant¹

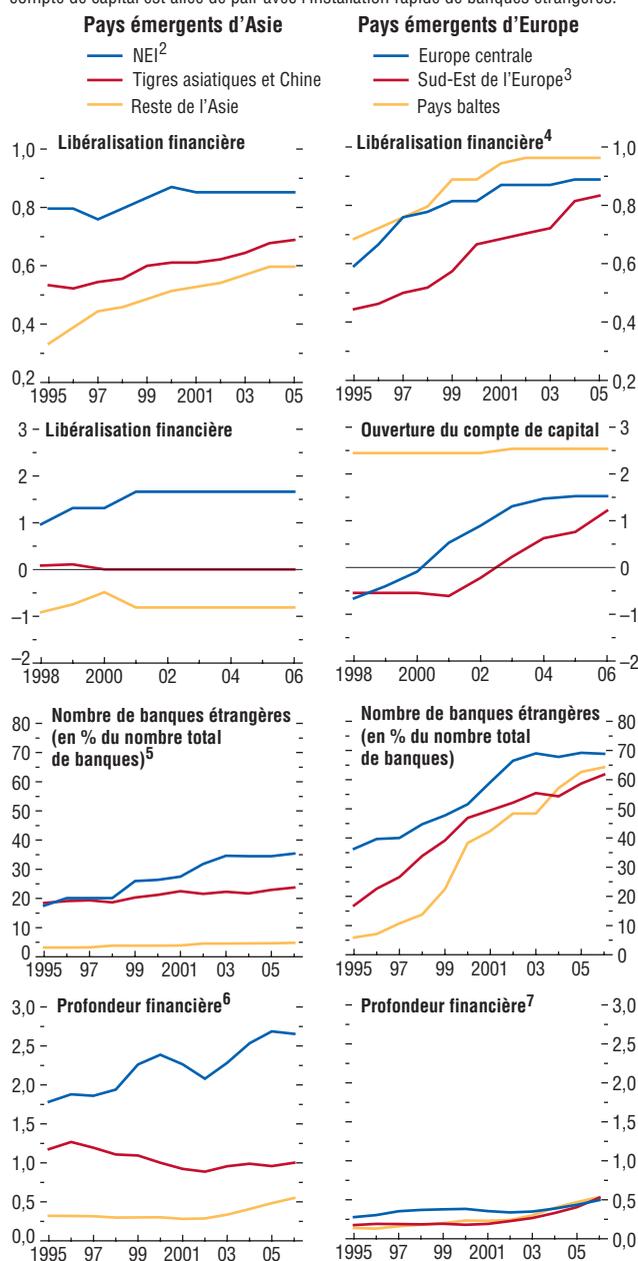
Les économies émergentes en croissance rapide tendent à avoir des balances courantes moins favorables.



Sources : FMI, *Balance of Payments Statistics*; calculs des services du FMI.
¹ Les pays dont la croissance du PIB réel par habitant est inférieure à 2 % n'apparaissent pas.

Graphique 6.8. Modes de développement financier¹

Dans les pays émergents d'Europe, les marchés financiers internes ont été libéralisés plus vite que dans les pays émergents d'Asie (sauf dans les nouvelles économies industrielles d'Asie (NEI) qui étaient déjà à un stade plus avancé). L'ouverture du compte de capital est allée de pair avec l'installation rapide de banques étrangères.



Sources : Abiad, Detragiache, and Tresselt (à paraître); Beck, Demirgüç-Kunt, and Levine (2000, actualisé); Chinn and Ito (2006, actualisé); Claessens *et al.* (2008); calculs des services du FMI.

¹Voir appendice 6.1 pour une définition des variables. Voir notes 1 et 2 du graphique 6.1 pour les décompositions régionales.

²À l'exclusion de Taïwan.

³À l'exclusion de la Macédoine.

⁴À l'exclusion de la Croatie, de la République slovaque et de la Slovaquie.

⁵À l'exclusion du Pakistan et du Sri Lanka.

⁶À l'exclusion du Vietnam.

⁷À l'exclusion de l'Albanie.

ciarisation pourrait être un signe de développement du système financier, qui sera favorable à la balance courante s'il stimule l'épargne intérieure, mais pourrait y être défavorable s'il attire davantage d'épargne étrangère et alimente ainsi l'investissement interne. La financiarisation apparaît bien plus avancée dans les pays émergents d'Asie que dans ceux d'Europe, bien qu'elle ait progressé dans les deux régions (à l'exception des « Tigres » asiatiques).

On s'est beaucoup intéressé à la politique de change et à la préférence pour l'accumulation de réserves en tant que facteurs explicatifs des excédents des pays d'Asie émergents. Toutefois, il est difficile de trouver une mesure exogène de ces politiques, car le taux de change et les réserves sont déterminés en même temps que la balance courante. Ces facteurs ne font donc pas partie de notre analyse formelle, bien que l'on cite quelques éléments à l'appui de leur contribution éventuelle au montant des excédents des pays émergents d'Asie. En définitive, le régime de change lui-même (fixe ou flexible) pourrait aussi influencer sur la balance courante, les taux fixes étant susceptibles de générer des déséquilibres (temporairement) supérieurs en réaction à des chocs économiques. Cependant, on ne sait pas vraiment dans quel sens s'exerce cet effet, car cela dépend de la nature du choc initial sur la balance courante.

Analyse empirique

L'analyse empirique porte sur les déterminants de la balance courante à moyen terme (données en moyenne sur quatre ans); elle couvre un panel de 58 économies avancées et émergentes (non exportatrices de pétrole) de 1983 à 2006, y compris les pays émergents d'Europe pendant la sous-période 1995–2006 (pour des raisons de qualité des données; voir l'appendice 6.2 pour plus de précisions)¹⁶. On commence par estimer un modèle type de la balance

¹⁶Le panel est déséquilibré, parce que les variables ne sont pas toujours disponibles pour toutes les sous-périodes et tous les pays.

Encadré 6.3. Croissance et balance courante : une perspective historique

Balances courantes et mouvements de capitaux : sources, importance et persistance

L'économie mondiale a connu un âge d'or de l'intégration du milieu du 19^e siècle jusqu'à la Première Guerre mondiale. De nombreux facteurs y ont concouru : les progrès des communications, dûs à l'expansion du télégraphe et des chemins de fer, une très forte baisse des coûts du transport maritime, des mouvements migratoires d'une ampleur sans précédent, le développement de l'étalon or, la consolidation de l'empire britannique et la complexité croissante des marchés financiers de Londres. La principale source de fonds était la Grande-Bretagne, qui représentait bien plus de 50 % du total des sorties de capitaux en provenance des pays excédentaires¹. Les autres pays exportateurs de capitaux étaient l'Allemagne, la France et les Pays-Bas.

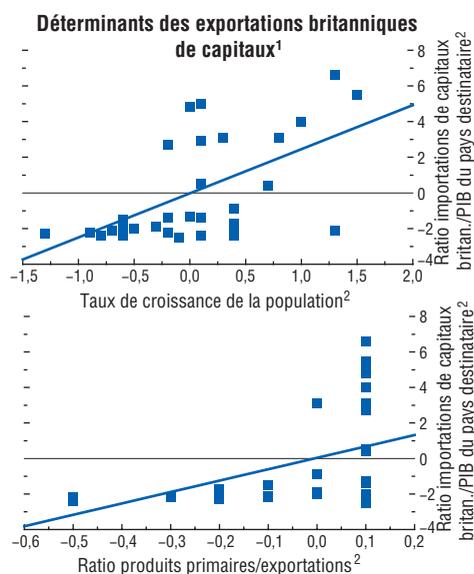
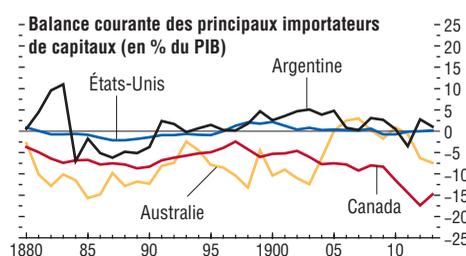
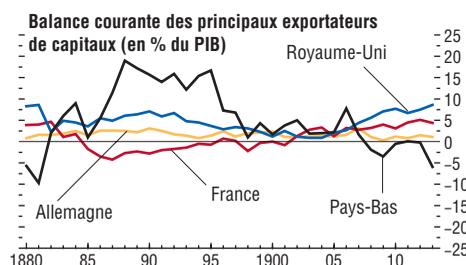
Il n'y avait pas encore de contrôles sur les entrées de capitaux et les investisseurs étaient en général seuls à choisir la destination de leurs fonds, même si, dans certains cas, les objectifs politiques des pays excédentaires déterminaient leur affectation. Les panneaux du graphique indiquent les soldes courants des pays excédentaires (ou les sorties brutes de capitaux) de 1870 à 1913 et les principaux importateurs de capitaux : Argentine, Australie, Canada et États-Unis (voir Stone, 1999).

Les entrées de capitaux étaient souvent très durables. Beaucoup des grands importateurs de capitaux ont eu une balance courante constamment déficitaire pendant une décennie ou plus. D'autres pays, financièrement plus fragiles, ont eu des déficits de plus courte durée. Selon Meissner et Taylor (2008), les importateurs de capitaux importants, comme l'Argentine, l'Australie, le Canada et les États-Unis, ont été déficitaires pendant de longues

Le principal auteur de cet encadré est Christopher M. Meissner.

¹Voir Obstfeld and Taylor (2004) pour un survol à long terme des marchés de capitaux; O'Rourke and Williamson (1999) pour une analyse historique de la première période de mondialisation; López Córdova and Meissner (2003) pour l'étalon or et les échanges; Mitchener and Weidenmier (à paraître) pour l'empire britannique et les échanges.

Mouvements de capitaux et motivations des exportations de capitaux, 1865–1913



Sources : Clemens and Williamson (2004); Bordo, Cavallo, and Meissner (2007).

¹Afrique du sud, Argentine, Australie, Autriche, Brésil, Canada, Chili, Danemark, Égypte, Espagne, États-Unis, Finlande, Grèce, Italie, Inde, Japon, Nouvelle-Zélande, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Russie, Suède et Uruguay.

²Différence par rapport à la moyenne.

Encadré 6.3 (fin)

périodes; ils ont eu des demi-vies de trois ans environ pour les déficits courants, comparativement à des demi-vies de l'ordre de 0,75 ans dans les petits pays importateurs de capitaux (tels que le Chili, la Finlande, le Japon et l'Uruguay).

Déterminants des mouvements de capitaux

L'Argentine, l'Australie, le Canada et les États-Unis ont été les principaux destinataires des capitaux britanniques exportés. Les capitaux venant de France et d'Allemagne sont surtout allés en Russie, en Turquie et dans d'autres pays européens. Des recherches récentes de Clemens et Williamson (2004) sur les motivations des sorties de capitaux britanniques concluent que les perspectives de croissance à long terme étaient ce qui importait le plus aux investisseurs. Les capitaux se dirigeaient surtout vers les zones à forte croissance démographique et à taux élevé d'immigration nette, vers celles spécialisées dans l'exportation de matières premières en raison de leur riche dotation en ressources naturelles et là où la population avait le meilleur niveau d'éducation (voir panneau inférieur du graphique). Les relations impériales, les antécédents en matière de défaillance sur la dette et la stabilité monétaire étaient des facteurs supplémentaires qui expliquaient une petite proportion des entrées de capitaux. Des motifs économiques similaires dominaient aussi chez les autres exportateurs de capitaux, comme l'Allemagne (Esteves, 2008)².

Dans les principaux pays destinataires, tels que le Canada, l'Argentine et l'Australie, les entrées de fonds paliaient l'insuffisance de l'épargne intérieure. Les investissements étaient principalement destinés à de grands projets d'infrastructures (chemins de fer, ports, services municipaux) et contribuaient à accroître la capacité de production. Les pays qui en recevaient moins avaient tendance à utiliser les capitaux étrangers à des fins de consommation et pour compléter

²Cette constatation remet en cause une conviction bien établie selon laquelle les exportations de capitaux français et allemands étaient largement déterminées par les exigences politiques de Paris et de Berlin.

ou lisser les recettes limitées de l'État³. Beaucoup d'entre eux procédaient aussi à de très grosses émissions d'obligations sans objectifs spécifiés.

Durabilité des mouvements de capitaux et crises financières

Ces importantes entrées de capitaux étaient parfois interrompues brusquement par des crises financières qui ramenaient temporairement la croissance en dessous de son taux à long terme (Catão, 2007). Bordo, Cavallo et Meissner (2007) montrent que les arrêts ou les retournements soudains des flux allaient de pair avec des entrées antérieures très abondantes et des engagements en devises étrangères. En revanche, des réserves élevées, une forte croissance des exportations et d'étroites relations politiques avec le prêteur réduisaient la probabilité d'une brusque interruption des entrées de fonds au cours d'une année donnée. Les grands emprunteurs financièrement crédibles ou liés à l'empire britannique (comme le Canada) étaient notamment en mesure de maintenir des entrées de capitaux, même dans les périodes de resserrement de la liquidité internationale.

Les conséquences d'une crise différaient sensiblement, mais elles étaient plus graves dans les économies peu ouvertes et dans les pays dont le système financier était encore embryonnaire. Les expériences de l'Argentine et de l'Australie au début des années 1890 le montrent. En 1890, l'Argentine connut une crise majeure des

³Pendant la première phase de mondialisation, les investisseurs recouraient à de multiples sources publiques pour s'informer de la qualité de leurs placements. Le manuel *Fenn on the Funds* publiait de courts extraits de prospectus d'émission d'obligations antérieures pour tous les emprunteurs souverains opérant sur le marché de Londres. On peut en extraire des exemples concernant des pays qui empruntaient pour pallier l'insuffisance des recettes publiques ou financer des guerres coûteuses : la Russie (émission destinée à renforcer le fonds de couverture de la monnaie divisionnaire), le Japon (émission destinée à régler les retraites), l'Égypte (emprunt du Pacha pour rembourser la dette existante) et l'Autriche (emprunt de 1851 pour accroître la valeur du florin papier).

banques, du change et de la dette, connue sous le nom de crise de la Baring⁴. Le règlement des suites de la défaillance exigea plusieurs années, puis la fragilité du système financier et le manque de crédibilité auprès des investisseurs internationaux mirent fin aux investissements étrangers pendant une décennie supplémentaire. A peu près à la même époque, l'Australie subit aussi une importante crise bancaire qui dura plusieurs années⁵. Néanmoins, les colonies respectaient toujours leurs obligations externes et leur crédibilité en tant qu'emprunteurs évita une crise monétaire⁶. En Australie, la reprise fut

⁴La crise fut déclenchée par des investissements trop optimistes de la Banque londonienne Baring Brothers, mais résulta aussi d'un boom antérieur du crédit à l'initiative du secteur bancaire local, peu développé et réglementé. Cela se termina par une crise bancaire majeure, un effondrement de la monnaie et une défaillance sur la dette.

⁵La crise australienne fut causée par la conjonction d'une sécheresse et d'un boom antérieur du crédit.

⁶À cette époque, l'Australie n'émettait pas sa propre monnaie, mais des billets émis par des banque

lente, mais l'augmentation de l'épargne interne permit de rembourser les dettes antérieures et de stimuler l'investissement.

Conclusions

Au cours de la période 1870–1913, les mouvements de capitaux internationaux ont atteint des niveaux sans précédent. Souvent durables, ils ont financé de grands projets d'infrastructures dans beaucoup de grands pays emprunteurs crédibles. Ces flux résultaient, pour une large part, du souhait des investisseurs des pays industriels de placer des fonds dans des économies en expansion rapide et offrant des perspectives de croissance soutenue; il n'y pas eu d'exemple de flux de capitaux en sens contraire. Plusieurs crises financières désastreuses ont eu lieu, à la suite d'un arrêt soudain des financements, surtout quand le système financier était peu développé et l'ouverture aux échanges limitée.

privées acquièrent un pouvoir libérateur pendant la crise.

courante, avant de l'élargir à un ensemble de variables financières et à une mesure des structures politiques¹⁷. Enfin, on introduit des facteurs spécifiques qui ont influé sur les pays émergents d'Europe pour rendre compte de leurs spécificités¹⁸.

¹⁷L'indice des structures politiques est la variable «Polity2» du projet Polity IV (Marshall, Jaggers, and Gurr, 2004). Il englobe plusieurs aspects, dont l'existence d'institutions et de procédures permettant aux citoyens d'exprimer effectivement leurs préférences à l'égard de diverses politiques et de différents dirigeants ainsi que celle de freins institutionnels à l'exercice du pouvoir exécutif.

¹⁸En premier lieu, depuis la disparition du Conseil d'assistance économique mutuelle (COMECON), la plupart de ces pays se sont engagés dans un processus d'intégration à l'UE qui exige une plus grande stabilité macroéconomique et une amélioration des politiques. Il est donc possible que les progrès sur la voie de l'intégration à l'UE leur aient donné un accès privilégié aux capitaux étrangers. En second lieu, les besoins d'investissements de l'Europe émergente étaient sans doute très grands, car la disparition du COMECON a entraîné une dépréciation

Dans l'ensemble, le modèle type ajuste bien les données, mais il n'explique que très partiellement le profil des balances courantes dans les pays émergents d'Asie et d'Europe (tableau 6.1, colonne a)¹⁹. Pour les premiers, il prévoirait, pendant la sous-période 2003–06, un solde courant inférieur de 1,4 point de PIB à la moyenne de l'échantillon, alors que le solde réel l'a dépassée de 3,3 points²⁰. Pour les seconds, le modèle prévoirait de même un solde courant inférieur de seulement 1,8 point de PIB à la moyenne de l'échantillon, alors qu'il a en fait été inférieur

substantielle du stock de capital; par ailleurs, la main-d'œuvre a un bon niveau d'éducation.

¹⁹Les variables muettes pour les pays émergents d'Asie après la crise et pour les pays émergents d'Europe restent élevées et très significatives.

²⁰Ce calcul, basé sur le modèle final figurant à la colonne (e) du tableau 6.1, résume les contributions des facteurs structurels types.

Tableau 6.1. Déterminants de la balance courante¹

(En pourcentage du PIB)

	Modèle standard	Modèle type plus facteurs financiers	Modèle type plus facteurs financiers et facteurs des pays émergents d'Europe		
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)
Variables standard					
Avoirs extérieurs nets (en % du PIB, retardés)	0,040 (5,29)***	0,035 (4,37)***	0,036 (4,47)***	0,035 (4,32)***	0,035 (4,45)***
Solde des administrations publiques (en % du PIB)	0,055 (0,87)	0,07 (1,08)	0,108 (1,59)	0,115 (1,66)*	0,118 (1,77)*
Solde pétrolier	0,247 (3,17)***	0,226 (3,07)***	0,229 (3,11)***	0,232 (3,13)***	0,231 (3,16)***
Dépendance des personnes âgées	-0,234 (-3,04)***	-0,178 (-2,27)**	-0,143 (-1,80)*	-0,136 (-1,69)*	-0,134 (-1,68)*
Croissance de la population	-0,755 (-1,77)*	-0,755 (-1,88)*	-0,727 (-1,80)*	-0,682 (-1,65)	-0,681 (-1,69)*
Possibilités de croissance					
Revenu relatif par habitant (retardé)	5,162 (3,33)***	6,693 (3,69)***	5,679 (3,06)***	5,622 (3,00)***	5,582 (3,03)***
Croissance du PIB par habitant (retardée)	-0,135 (-1,89)*	-0,181 (-2,64)**	-0,173 (-2,58)**	-0,162 (-2,25)**	-0,167 (-2,59)**
Facteurs financiers et structures politiques					
Financiarisation (en % du PIB, retardée)		0,839 (1,66)*	0,795 (1,58)	0,804 (1,59)	0,820 (1,64)
Libéralisation financière		-3,034 (-1,85)*	-2,699 (-1,64)	-2,719 (-1,65)	-2,743 (-1,68)*
Ouverture du compte de capital		-0,278 (-1,49)	-0,239 (-1,24)	-0,233 (-1,20)	-0,229 (-1,25)
Signification conjointe des variables financières (valeur prédictive)		0,01**	0,04**	0,04**	0,03**
Structures politiques		-0,140 (-3,45)***	-0,145 (-3,55)***	-0,145 (-3,50)***	-0,146 (-3,54)***
Facteurs relatifs aux pays émergents d'Europe					
Interaction du solde des administrations publiques et de la variable muette des PEE			-0,642 (-4,58)***	-0,108 (-0,28)	
Interaction de la libéralisation financière et de la variable muette des PEE			-4,739 (-0,82) ²	-3,883 (-1,54)	-4,484 (-4,47)***
Interaction du solde des administrations publiques et de l'intégration à l'UE				-1,123 (-1,62)	-1,319 (-5,32)***
Interaction de la libéralisation financière et de l'intégration à l'UE				-0,077 (-0,01)	
Intégration à l'UE				-1,182 (-0,09)	
Facteurs régionaux (effets non expliqués)					
Variable muette des pays émergents d'Europe	-4,096 (-4,45)***	-3,515 (-3,94)***	0,074 (0,01) ²		
Crise asiatique	2,921 (3,66)***	2,352 (2,79)***	2,430 (2,90)***	2,479 (2,89)***	2,518 (3,03)***
Observations	215	215	215	215	215
R ² ajusté	0,54	0,57	0,58	0,58	0,59

Source : calculs des services du FMI.

¹Les statistiques *t* robustes sont entre parenthèses; * significatif au seuil de 10 %, ** au seuil de 5 % et *** au seuil de 1 %. Toutes les régressions incluent une constante, une variable muette pour places financières et des effets fixes temporels. Les régressions sont estimées par les moindres carrés ordinaires.

²Significatifs conjointement au niveau de 1 %.

de 7,4 points de PIB pendant la sous-période 2003–06.

Le modèle préféré, qui inclut les facteurs financiers et les effets propres aux pays émergents d'Europe, est beaucoup mieux ajusté, surtout pour cette région²¹. Selon ce modèle (indiqué à la colonne e du tableau 6.1), le principal facteur des déficits élevés de la région a été le haut degré de libéralisation financière interne : il représente 4,6 points (60 % environ) des 7,4 points de déficit (écart par rapport à la moyenne de l'échantillon) (graphique 6.9). Parmi les variables financières, la libéralisation interne est le facteur de loin le plus important²². Les possibilités de croissance — définies comme la marge de convergence résultant du niveau initialement faible du revenu par habitant et d'une forte expansion récente — ont contribué à un point supplémentaire de déficit. D'autres facteurs ont joué un rôle mineur : la faible position extérieure nette, le solde budgétaire et une balance pétrolière négative. En tenant compte des effets spécifiquement européens (exposés ci-dessous), il subsiste pour l'ensemble de la région un résidu non expliqué inférieur à un demi-point.

Dans les pays émergents d'Asie, il s'avère que l'incidence des facteurs structurels sur la balance courante a été favorable, mais qu'elle a été compensée par d'autres facteurs (en particulier les possibilités de croissance). Ainsi, quelque 75 % de l'excédent courant restent inexpliqués. Les facteurs structurels qui ont contribué à cet excédent sont l'absence de libéralisation financière, la jeunesse des populations et les faibles valeurs de l'indice des structures politiques; leurs contributions représentent respectivement 1,6, 0,9 et 0,6 points. Ces facteurs ont été en partie com-

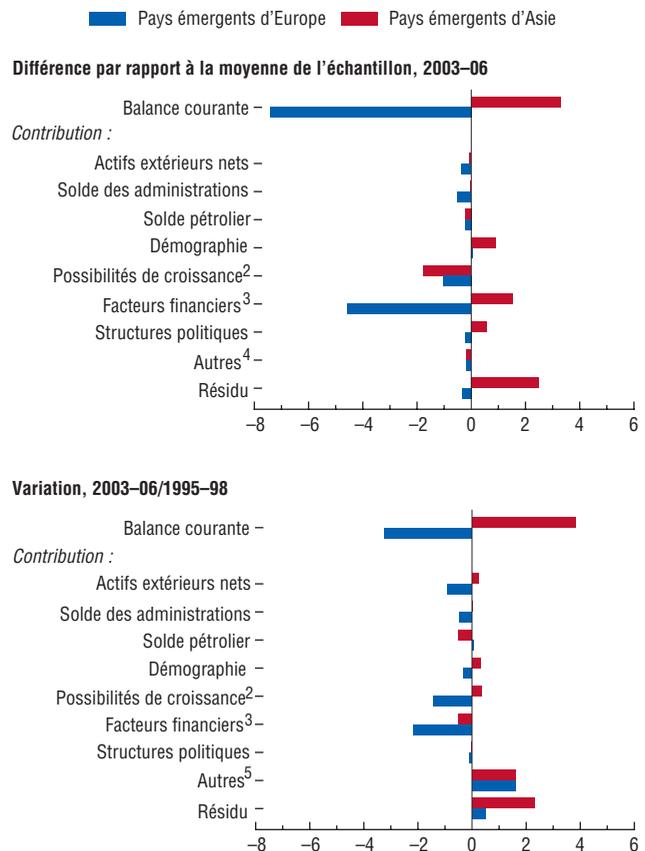
²¹Une variable muette élevée et statistiquement significative subsiste pour les pays émergents d'Asie après la crise de 1997–98.

²²L'effet de la libéralisation financière interne intègre aussi la suppression des barrières à l'entrée de capitaux étrangers. Une grande ouverture du compte de capital est également défavorable à la balance courante, de même que le niveau de développement financier relativement bas de l'Europe émergente (qui diminue probablement l'épargne). Mais ces deux autres effets sont d'un ordre de grandeur limité.

Graphique 6.9. Explication des balances courantes des pays émergents d'Asie et d'Europe¹

(En pourcentage du PIB)

Les déficits courants des pays émergents d'Europe s'expliquent surtout par des facteurs financiers, alors qu'une bonne part des excédents de l'Asie reste inexpliquée par les facteurs types.



Source : calculs des services du FMI.

¹La contribution de chaque variable dans la partie supérieure (inférieure) est calculée comme l'écart de la variable par rapport à la moyenne de l'échantillon (le changement de la variable de 1995–98 à 2003–06) multiplié par le coefficient de régression de la variable de la colonne (e) du tableau 6.1. Voir appendice 6.2 pour les pays compris dans les décompositions régionales.

²La contribution des possibilités de croissance est la somme des contributions relatives du revenu par habitant et de la croissance du PIB par habitant.

³La contribution des facteurs financiers est la somme des contributions de la libéralisation financière, de l'ouverture du compte de capital et de la financiarisation.

⁴«Autres» est la contribution d'une variable muette pour les places financières.

⁵«Autres» est la contribution des effets fixes temporels.

pensés par les grandes possibilités de croissance, qui ont réduit le solde de 1,8 point, et par le déficit de la balance pétrolière (ainsi que par un certain nombre d'autres facteurs mineurs).

La décomposition des variations de la balance courante au fil du temps donne des résultats similaires : la libéralisation financière et les possibilités de croissance expliquent pour beaucoup l'élargissement des déficits courants des pays émergents d'Europe, mais l'augmentation de l'excédent des pays émergents d'Asie demeure en grande partie inexpliquée. Dans les deux régions, l'évolution du reste du monde a été positive pour la balance courante.

Les facteurs spécifiques aux pays émergents d'Europe

Quels sont les facteurs particuliers qui jouent un rôle dans les pays émergents d'Europe? Afin de savoir, le modèle préféré permet des coefficients de régression distincts pour ces pays, ce qui réduit à zéro la variable muette correspondante (tableau 6.1, colonne c). Les principaux effets différenciés découlent du solde budgétaire et de la libéralisation financière. Tout d'abord, on s'aperçoit que la libéralisation financière a davantage d'incidence sur les balances courantes des pays émergents d'Europe que dans le reste de l'échantillon. Sa forte contribution au déficit courant de la région reflète donc à la fois son caractère plus poussé et l'incidence supérieure d'un degré de libéralisation donné. Ensuite, alors qu'un excédent budgétaire est favorable à la balance courante dans l'ensemble de l'échantillon (bien qu'assez peu, statistiquement), il lui est défavorable dans les pays émergents d'Europe.

Cette différenciation des effets s'explique peut-être par le processus d'intégration à l'UE que la plupart des pays émergents d'Europe ont entrepris après la rupture de leurs liens commerciaux avec l'ex-Union soviétique²³. L'intégration

à l'UE a été un facteur majeur de la libéralisation financière, comme en témoigne le nombre élevé et croissant de banques de la région contrôlées par des capitaux d'Europe de l'Ouest. Progresser sur la voie de l'intégration à l'UE a aussi exigé une plus grande discipline budgétaire — l'un des critères de Maastricht — ce qui a peut-être valu à ces pays un accès privilégié aux capitaux étrangers, en indiquant une amélioration de la stabilité et des politiques macroéconomiques. Afin de tester cette hypothèse, le degré d'intégration européenne est mesuré sous forme de scores correspondant à la réalisation des différentes étapes du mécanisme officiel d'intégration : la demande d'adhésion, le début des négociations en vue de l'adhésion, l'adhésion, l'entrée dans le MCE II et l'adoption de l'euro.

L'interaction de la variable de solde budgétaire et de cette mesure du progrès vers l'intégration à l'UE confirme cette interprétation : l'incidence négative d'un excédent budgétaire sur la balance courante est d'autant plus forte qu'un pays est proche de l'adhésion à l'UE (cela rend non significative l'interaction avec la variable muette simple pour l'Europe émergente) (voir tableau 6.1, colonne d). Pour les investisseurs étrangers, la réduction du déficit public est la preuve qu'un pays se rapproche de l'adhésion à l'UE et elle fait baisser la prime de risque au fur et à mesure que le processus d'intégration progresse²⁴. La divergence des pays baltes et du Sud-Est de l'Europe, qui ont amélioré leur situation budgétaire, avec l'Europe centrale, où elle s'est dégradée, explique la plus grande part des différences de balances courantes au sein des pays émergents d'Europe (graphique 6.10)²⁵.

région qui ont conduit à ce qu'ils appellent des «clubs de convergence».

²⁴Il existe une autre explication possible : une réaction pro-cyclique du solde budgétaire au boom économique alimenté par les entrées de capitaux étrangers, qui peuvent être particulièrement importantes dans les pays émergents d'Europe.

²⁵Mais, comme il y a eu des évolutions budgétaires opposées dans les diverses sous-régions de l'Europe émergente, ce facteur ne contribue pas beaucoup au déficit agrégé de la région.

²³Herrmann et Winkler (2008) évoquent le rôle de l'intégration économique européenne à l'égard des déficits courants des pays émergents d'Europe. Comme dans notre analyse, ils distinguent des effets propres à la

En revanche, l'effet différencié de la libéralisation financière sur la balance courante des pays émergents d'Europe n'est pas directement lié à la mesure institutionnelle de l'intégration européenne. Mais il y a des raisons de penser que l'entrée de nombreuses banques étrangères, qui a caractérisé la libéralisation financière de ces pays, puisse expliquer l'impact plus sensible sur la balance courante; en effet, les banques étrangères ont sans doute fait entrer davantage de capitaux extérieurs avec elles et, plus généralement, facilité l'accès à ces capitaux (voir appendice 6.2)²⁶.

Explication de l'excédent courant résiduel des pays émergents d'Asie

Le modèle parvient assez bien à expliquer les déficits courants des pays émergents d'Europe par des facteurs structurels, en particulier la libéralisation financière interne, mais les excédents des pays émergents d'Asie après la crise restent en grande partie sans explication, même si on ajoute des variables financières aux facteurs structurels types²⁷. Dans cette région, la plupart des facteurs structurels — dont possibilités de croissance, libéralisation financière, structures politiques, démographie —, ont eu

²⁶Abiad, Leigh et Mody (2007) estiment que l'intégration financière a été un facteur important des déficits courants des pays émergents d'Europe. Herrmann et Winkler (2008) trouvent aussi des preuves que la présence des banques étrangères contribue beaucoup à expliquer la différence entre les balances courantes des pays émergents d'Asie et d'Europe. Selon Mihaljek (2007), les banques étrangères ont joué un rôle important dans l'essor du crédit en Europe centrale et orientale en introduisant de nouveaux produits, en rendant le secteur financier plus efficace et en renforçant la gestion des risques.

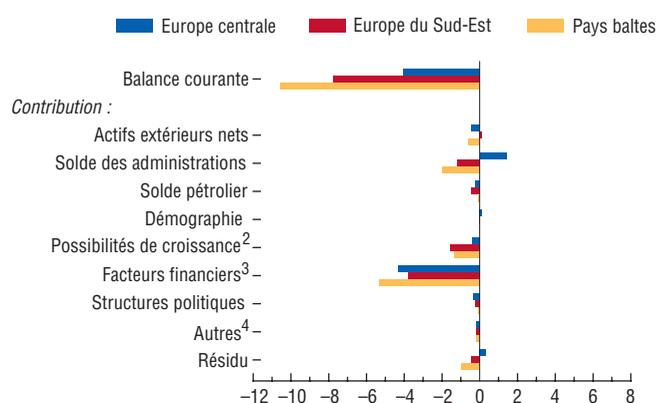
²⁷D'autres variables ont été testées, mais elles n'étaient pas statistiquement significatives. Ce sont : la part de l'emploi agricole, le différentiel de productivité entre l'agriculture et le reste de l'économie (pour tenir compte de l'importance du sous-emploi dans les pays émergents d'Asie), la part des subventions et des transferts sociaux dans le PIB (représentative de la protection sociale), un indice des termes de l'échange et son écart-type (comme motif de l'épargne de précaution), une mesure de l'ouverture des échanges, le régime de change et une variable indiquant le début des crises bancaires.

Graphique 6.10. Explication des balances courantes : résultats par sous-région¹

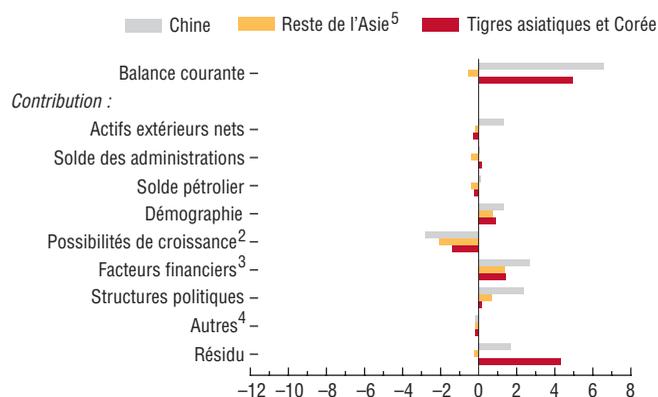
(En pourcentage du PIB; différence par rapport à la moyenne de l'échantillon en 2003–06)

Dans les pays émergents d'Europe, les différences régionales s'expliquent surtout par la divergence des performances budgétaires. Dans les pays émergents d'Asie, une bonne part des différences régionales ne s'explique pas par les facteurs structurels.

Pays émergents d'Europe



Pays émergents d'Asie



Source : calculs des services du FMI.

¹La contribution de chaque variable est calculée comme l'écart de celui-ci par rapport à la moyenne de l'échantillon multiplié par le coefficient de régression de la variable de la colonne (e) du tableau 6.1. Voir appendice 6.2 pour les pays compris dans les décompositions régionales.

²La contribution des possibilités de croissance est la somme des contributions relatives du revenu par habitant et de la croissance du PIB par habitant.

³La contribution des facteurs financiers est la somme des contributions de la libéralisation financière, de l'ouverture du compte de capital et de la financiarisation.

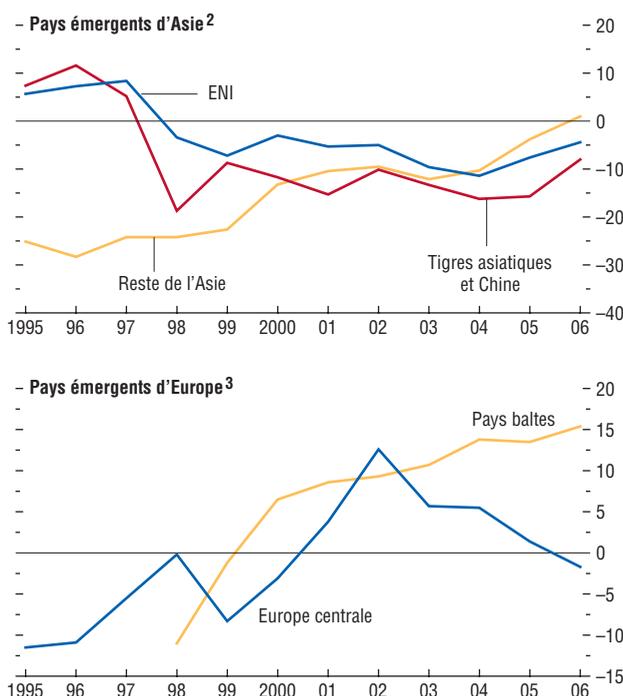
⁴«Autres» est la contribution d'une variable muette pour les places financières.

⁵À l'exclusion du Vietnam pour des raisons de disponibilité des données.

Graphique 6.11. Écart par rapport aux taux de change effectifs réels prévus¹

(Pourcentage)

Relativement aux niveaux prévus, les taux de change dans les pays émergents d'Asie ont été sous-évalués ces dernières années, alors qu'ils étaient surévalués dans les pays émergents d'Europe. Dernièrement, ils sont retournés aux niveaux d'équilibre en Europe centrale, mais l'écart par rapport aux niveaux prévus a augmenté dans les pays baltes.



Source : calculs des services du FMI.

¹Sur la base du mode d'évaluation du taux de change réel d'équilibre dans le cadre du CGER du FMI (Lee *et al.*, 2008)

²Les NEI sont la Corée, Hong Kong, Singapour et Taiwan. Les «Tigres» asiatiques sont l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande. Le reste de l'Asie comprend l'Inde, le Pakistan, Sri Lanka et le Vietnam.

³L'Europe centrale comprend la Hongrie, la Pologne, la République slovaque, la République tchèque et la Slovénie. Nous n'avons pas disposé de données comparables pour le Sud-Est de l'Europe.

une incidence similaire sur les balances courantes des diverses sous-régions, bien qu'elle ait été un peu supérieure sur la balance courante chinoise (voir graphique 6.10). Cependant, une forte proportion de l'excédent des «Tigres» asiatiques (y compris la Corée) et, à un degré moindre, de celui de la Chine ne s'explique pas par ces facteurs. Pour rendre compte des excédents élevés des pays émergents d'Asie, on cite souvent le niveau des taux de change. Une mesure de l'écart du taux de change effectif réel par rapport à son niveau prévu laisse penser que, depuis la crise régionale de 1997–98, les taux de change des «Tigres» asiatiques et de la Chine ont fléchi ou ont été bas relativement à leur niveau prévu, en dépit d'une certaine correction depuis 2003 (graphique 6.11)²⁸. En revanche, les pays asiatiques à faible revenu ont eu, pendant l'essentiel de la période, des taux de change bas, mais qui se sont appréciés. On a avancé plusieurs raisons pour expliquer la faiblesse ou le recul des taux de change, comme le souhait de constituer d'importantes réserves de précaution, ce qui a pu être le cas des pays touchés par la crise asiatique pendant un certain temps après celle-ci, et un modèle de croissance axé sur les exportations (Aizenman, 2006, 2007; Becker *et al.*, 2007; Cheung and Qian, 2007; Jeanne, 2007)²⁹.

²⁸L'écart du taux de change effectif réel se réfère à l'évaluation du taux de change réel d'équilibre dans le cadre du Groupe consultatif du FMI sur les taux de change (CGER). On le calcule comme le résidu d'une régression du taux de change effectif réel (basé sur l'indice des prix à la consommation) sur le différentiel de productivité entre secteurs des biens échangeables et non échangeables (pour appréhender l'effet Balassa-Samuelson), d'autres facteurs influençant les prix relatifs (consommation des administrations, indice de restriction des échanges, contrôles de prix et termes de l'échange des matières premières) et les avoirs extérieurs nets (voir Lee *et al.*, 2008). L'avantage d'employer cette méthode est qu'à la différence d'une mesure de l'écart vis-à-vis de l'équilibre basée sur les quantités, elle n'utilise pas les informations concernant l'importance du solde courant.

²⁹Cheung et Qian (2007) trouvent des signes tangibles d'une thésaurisation concurrentielle des réserves dans les pays émergents d'Asie, destinée à empêcher une appréciation du taux de change réel et donc une perte de compétitivité. En contrôlant pour les variables conventionnelles, ils estiment qu'une augmentation d'un dollar des réserves officielles d'un pays s'accompagne d'une augmentation de

Il existe une corrélation manifestement négative entre la composante inexplicée de la balance courante — après prise en compte des facteurs structurels — et l'écart du taux de change par rapport à son niveau prévu, dont on peut conclure qu'un taux de change faible s'accompagne d'une amélioration de la balance courante (graphique 6.12)³⁰. Il y aussi une corrélation positive, mais moindre, entre l'encours des réserves (représentatif de la préférence pour l'accumulation de celles-ci) et la balance courante. Une régression simple (non indiquée) confirme que l'écart du taux de change relativement à son niveau prévu et (dans une moindre mesure) un encours élevé des réserves réduisent de moitié l'excédent courant inexplicé des pays émergents d'Asie, le ramenant à un point de PIB environ.

Toutefois, ces régressions simples ne donnent pas de résultats fiables sur la causalité, car l'écart du taux de change par rapport à sa valeur prévue n'est pas vraiment exogène, mais plutôt déterminé en même temps que la balance courante. Il est donc difficile de discerner si les taux de change faibles ou en baisse des pays émergents d'Asie ont découlé de politiques délibérées ou sont le résultat endogène de facteurs fondamentaux non identifiés, qui sont omis du modèle de balance courante et ont influé à la fois sur celle-ci et sur le taux de change. Il est difficile d'obtenir une mesure exogène de la politique de change.

Viabilité des déséquilibres de balances courantes

L'importance et la persistance des déséquilibres de paiements courants des pays émergents

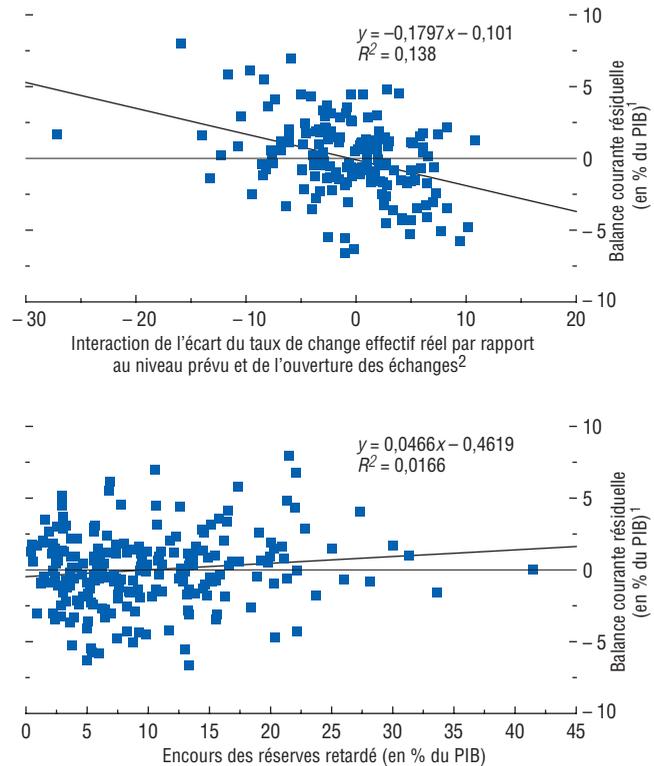
0,6 dollar dans les autres pays de la région. Selon Zhang (à paraître), la progression de l'excédent courant chinois, et, en particulier, celle de l'épargne des sociétés, découle partiellement d'entrées de capitaux déguisées (sous forme de surfacturation des exportations) en l'attente d'une appréciation du taux de change.

³⁰La semi-élasticité du ratio balance courante/PIB au taux de change est proportionnelle à l'ouverture commerciale du pays (Lee *et al.*, 2008). C'est pourquoi on a fait interagir la mesure de l'écart du taux de change avec le ratio entre la somme des exportations et des importations (ajustée des échanges de biens intermédiaires) et le PIB.

Graphique 6.12. Balance courante résiduelle, écart du taux de change effectif réel par rapport au niveau prévu et encours des réserves

(En pourcentage du PIB sauf indication contraire)

Un taux de change faible et un encours des réserves élevé, pouvant indiquer une préférence pour la constitution de réserves, sont associés à une balance courante résiduelle supérieure.



Sources : FMI, *Balance of Payments Statistics*; FMI, *International Financial Statistics*; Lee *et al.*, (2008); calculs des services du FMI.

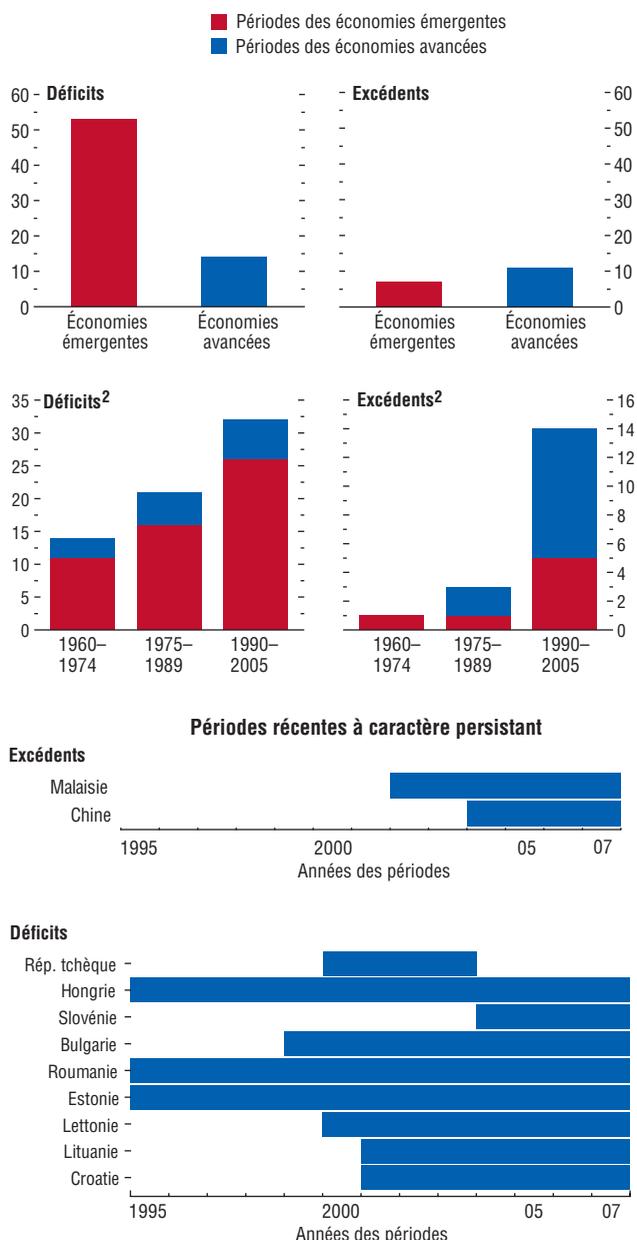
¹La balance courante résiduelle est la balance courante inexplicée après prise en compte des facteurs structurels, sur la base de la régression de la colonne (e) du tableau 6.1.

²L'ouverture des échanges est mesurée par le ratio somme des exportations et des importations (ajustée des échanges de produits intermédiaires)/PIB.

Graphique 6.13. Périodes de déficits et d'excédents courants élevés et persistants, 1960–2007¹

(Nombre de périodes sauf indication contraire)

La majorité des périodes de déséquilibre dans les économies émergentes sont déficitaires et elles sont devenues plus fréquentes depuis les années 90.



Sources : FMI, *Balance of Payments Statistics*; estimations des services du FMI.
¹On définit les périodes de déficit ou d'excédent persistant et élevé comme celles où la balance courante dépasse constamment 3 % du PIB pendant trois ans au moins, sans ajustement important (amélioration ou dégradation) pendant la période, conformément au chapitre 3 des *Perspectives* d'avril 2007.
²Première année des périodes.

d'Europe et d'Asie appellent deux questions : combien de temps ces déséquilibres peuvent-ils durer et sont-ils susceptibles de se résorber brusquement ou en douceur? Les déficits courants des pays émergents d'Europe s'expliquent largement par des variables structurelles et financières, mais cela ne signifie pas qu'ils puissent se poursuivre indéfiniment. Dans cette région, l'ouverture rapide du secteur financier n'a pas fait qu'accélérer l'accès aux capitaux, elle a aussi facilité un boom du crédit, d'où le risque d'une utilisation des fonds à des fins peu productives (Duenwald, Gueorguiev, and Schaechter, 2005; Rioja and Valev, 2004). Nous recensons et analysons ici un certain nombre de séquences historiques d'excédents et de déficits élevés et durables pour donner une idée de la probabilité d'une persistance des déséquilibres actuels dans les pays émergents d'Europe et d'Asie³¹.

Les déséquilibres des paiements courants sont définis comme élevés et persistants si le déficit ou l'excédent dépasse 3 % du PIB pendant au moins trois ans, à condition qu'aucun retournement important ne se produise au cours de cette période³². Sur la base de ce critère, il est possible de distinguer 69 périodes de déficit et 15 périodes d'excédent de 1960 à 2007, avec une plus grande fréquence de 1990 à 2005 (graphique 6.13; l'appendice 6.2 donne la liste de ces périodes). Il est intéressant de noter que, si la grande majorité des déficits courants des pays émergents d'Europe peuvent être qualifiés de déséquilibres élevés et persistants, seules la Chine et la Malaisie correspondent aux critères d'un excédent élevé et persistant après la crise asiatique³³. On distingue aussi

³¹Il y a peu d'études empiriques de la longueur des périodes de déséquilibre des paiements courants dans les économies émergentes. Edwards (2007) rapporte que les excédents courants élevés sont peu durables. Aizenman et Sun (2008) trouvent un rapport négatif entre la durée des déficits courants et leur importance relative.

³²On trouvera à l'appendice 6.2 une description précise de la méthodologie, qui est basée sur l'algorithme d'ajustement décrit au chapitre 3 des *Perspectives* d'avril 2007. Les critères de définition des retournements importants sont similaires à ceux des autres travaux économiques (voir, par exemple, Freund and Warnock, 2005).

³³On recense aussi des excédents élevés et persistants dans certaines des NEI. Mais celles-ci ne sont plus des économies

les périodes en fonction du mode de résolution des déséquilibres, les résorptions brusques se caractérisant par une amélioration de la balance courante à hauteur de 4 points de PIB dans l'année qui suit l'achèvement de la période³⁴. À peu près un tiers des déficits résorbés l'ont été de cette façon.

Les périodes d'excédent de la Chine et de la Malaisie sont historiquement atypiques. Il y a eu peu d'excédents élevés et persistants des paiements courants — ils ne représentent que le quart des périodes de déséquilibre persistant — et ils ont surtout eu lieu dans des économies avancées. Des études antérieures constatent aussi que les ajustements soudains des séquences excédentaires sont rares (Edwards, 2007)³⁵. C'est pourquoi le reste de cette étude va porter sur les périodes de déficit, qui sont de loin celles où l'on trouve le plus de déséquilibres élevés et persistants, surtout dans les économies émergentes³⁶.

Les déficits actuels des pays émergents d'Europe se distinguent à la fois par leur durée et leur ordre de grandeur (graphique 6.14). Ils ont duré en moyenne 9 ans et demi, soit à peu près trois ans de plus que dans les autres économies émergentes, et la plupart se poursuivent encore. Il est intéressant de noter que, selon les données historiques, les déficits les plus prolongés ne sont pas nécessairement moins élevés que les autres (l'expérience actuelle des pays européens émergents s'inscrit clairement dans ce cadre); en outre, ils n'ont pas plus de chances de finir brusquement³⁷. C'est sans doute parce que la persistance d'un déficit peut être un signe de vigueur économique, reflétant d'abondantes occasions d'investissements ou un rattrapage de la

émergentes : le cas de Singapour et de Hong Kong est différent, car ce sont des places financières.

³⁴On trouve une définition similaire dans Edwards (2007).

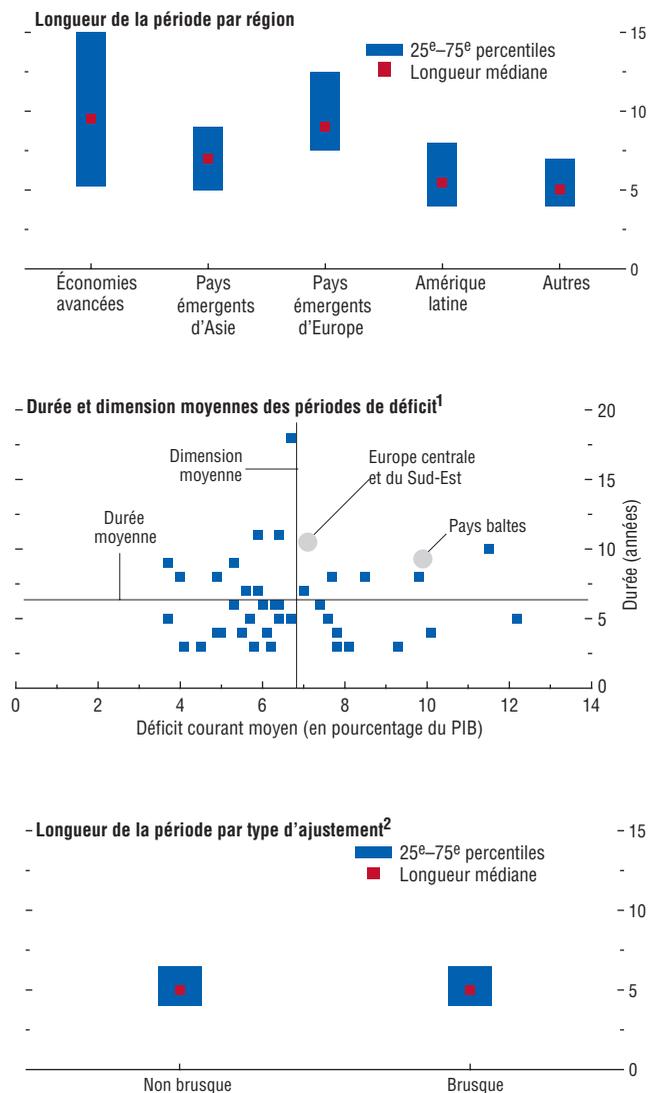
³⁵Le chapitre 3 des *Perspectives* d'avril 2007 montre la résorption des excédents dans les économies avancées et émergentes a été liée à l'accélération de la croissance du PIB et à l'appréciation du taux de change réel.

³⁶Cela correspond au concept de déplacement des capitaux vers les pays offrant des possibilités de croissance supérieures et aux résultats récents des études économiques (voir *Perspectives* d'avril 2007 et Edwards, 2007).

³⁷Cette conclusion est robuste par rapport aux variations de l'importance de l'ajustement, en prenant 2 ou 3 % du PIB comme seuil d'un ajustement brusque.

Graphique 6.14. Durée des déficits courants élevés et persistants, 1960–2007
(Années)

Dans les pays émergents d'Europe, les périodes tendent à être plus longues que dans les autres économies émergentes. En moyenne, les déficits courants les plus prolongés ne sont pas inférieurs aux autres et ne finissent pas plus brusquement.



Sources : FMI, *Balance of Payments Statistics*; estimations des services du FMI.

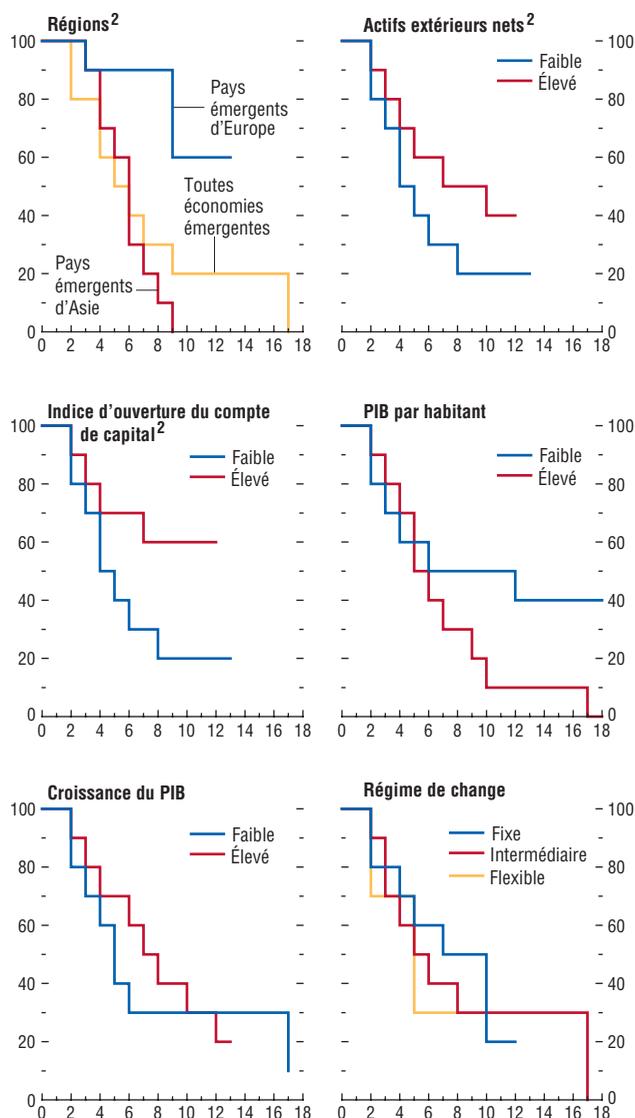
¹L'échantillon ne comprend que des périodes complètes dans les économies émergentes. Les périodes incomplètes des pays émergents d'Europe sont incluses aux fins de comparaison. La durée et l'importance du déficit ne sont pas corrélées.

²On définit un ajustement brusque comme une amélioration de la balance courante de plus de 4 % du PIB dans l'année suivant la fin de la période.

Graphique 6.15. Fonctions de survie des périodes de déficit¹

(Nombre d'années en abscisse, pourcentages en ordonnée)

Les principaux facteurs associés à des emprunts durables à l'étranger (taux de survie élevés) sont une position extérieure nette initiale fortement créditrice, l'ouverture du compte de capital et de bonnes possibilités de croissance.



Source : estimations des services du FMI.

¹Estimations de la fonction de survie Kaplan-Meier. Les niveaux élevés et faibles sont définis relativement au niveau médian.

²La différence des fonctions de survie est statistiquement significative à 10 % ou moins (test du log-rank).

productivité, qui attirent davantage de capitaux étrangers et aboutissent finalement à une solution en douceur³⁸.

Les variations régionales de la durée des déséquilibres ressortent clairement des fonctions de survie de l'analyse de durée (graphique 6.15); celles-ci donnent une estimation de la probabilité qu'un déficit élevé se poursuive pendant un laps de temps donné, à partir d'une analyse statistique d'observations sur le modèle de Kaplan-Meier. Le fait que la courbe des pays émergents d'Europe soit plus plate (tableau supérieur gauche) indique une probabilité supérieure de maintien d'un déficit élevé et donc des durées plus longues que pour les autres régions³⁹. Une comparaison des fonctions de survie par sous-groupes et caractéristiques dissemblables montre que les déficits se prolongent davantage quand l'économie affiche une position extérieure nette fortement créditrice au départ, un compte de capital très ouvert, un faible revenu annuel par habitant et une croissance rapide du PIB. On trouve peu de preuves directes que la nature du régime de change influe sur la durée des séquences de déficit.

Une analyse plus formelle de la durée des déséquilibres incite à penser que les possibilités de croissance, l'ouverture du compte de capital, la libéralisation du système financier et une position extérieure nette initialement solide jouent un rôle important dans la durée des périodes déficitaires des pays émergents de l'Europe (tableau 6.2 page 250; pour plus de précisions, voir l'appendice 6.2)⁴⁰. Ce sont à peu près les

³⁸Il y a une autre raison possible de la corrélation positive entre la durée et la profondeur des périodes : le fait de recourir plus longtemps aux emprunts à l'étranger tend à affaiblir la position extérieure nette, ce qui réduit ensuite la composante «revenus nets» de la balance courante. Voir aussi Lane and Milesi-Ferretti (2007).

³⁹Berg, Ostry et Zettelmeyer (2008) utilisent une méthode empirique similaire, mais analysent la durée et les taux de survie des accélérations de la croissance.

⁴⁰Le modèle parvient bien à prévoir que ces périodes dureront davantage dans les pays émergents d'Europe, en moyenne deux à trois ans de plus que dans les autres économies émergentes, ce qui est conforme aux observations actuelles. En outre, après prise en compte des facteurs structurels, les facteurs régionaux cessent d'être significatifs (tableau 6.2, colonnes a et e). L'analyse par régression

mêmes facteurs qui expliquent les déficits plus élevés de ces économies (voir graphiques 6.9 et 6.10). Les possibilités supérieures de croissance, mesurées par le niveau initialement bas du revenu par habitant et l'essor rapide constaté pendant les périodes de déficit, offrent davantage d'occasions d'investissements productifs et tendent donc à prolonger l'accès de l'économie aux capitaux étrangers. L'ouverture du compte de capital aide à attirer ces capitaux, tandis que la libéralisation financière est de nature à développer la fonction d'intermédiation et à rendre ainsi le déficit plus viable⁴¹. L'analyse empirique montre également qu'une faible contribution des exportations nettes à la croissance du PIB réel a tendance à raccourcir les séquences de déséquilibre⁴².

On peut se servir du modèle estimé et des fondamentaux observés pour prévoir la longueur des périodes de déficit dans les pays émergents d'Europe. Il apparaît que la durée de la plupart de ces déficits a dépassé les anticipations (graphique 6.16)⁴³. Comme la plupart des périodes

confirme que l'amplitude du déficit courant pendant la période n'influe pas sur sa durée. Les autres facteurs qui prolongent les déficits sont l'atonie de l'activité dans les économies avancées, qui libère des capitaux pour les économies émergentes, et un score élevé de l'indice des structures politiques.

⁴¹Trois facteurs notables ne sont pas corrélés empiriquement avec la durée des déficits élevés : 1) la profondeur du déficit courant pendant la période, bien que de moindres obligations de paiement au titre des engagements vis-à-vis de l'étranger — mesurées par le solde moyen des revenus nets — augmentent la capacité à continuer d'emprunter à l'extérieur; 2) la nature des entrées de capitaux, en particulier le montant moyen des IDE; 3) le régime de change (fixe ou flexible), bien qu'il contribue à expliquer comment les périodes de déséquilibre se résolvent (voir ci-après). On trouvera à l'appendice 6.2 des précisions sur les résultats relatifs à la libéralisation financière interne.

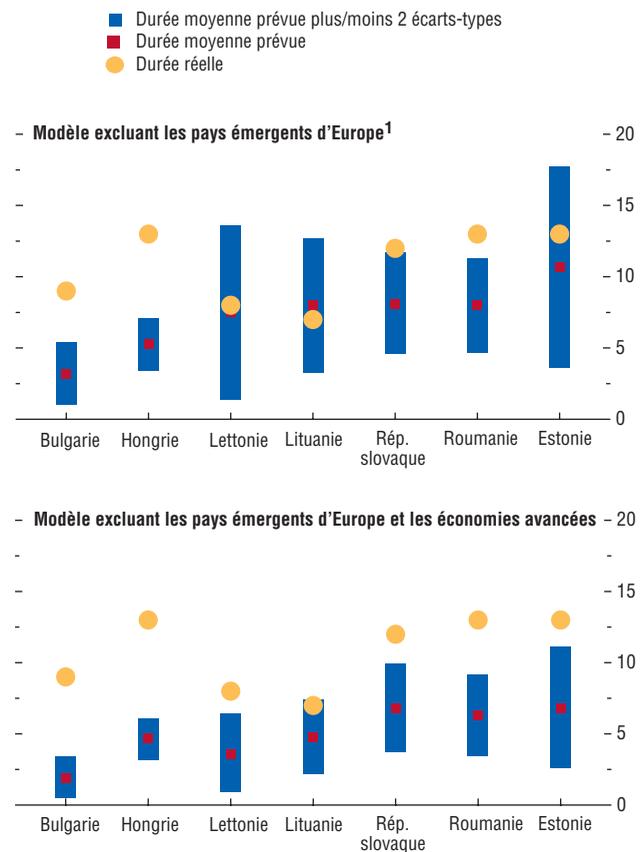
⁴²Faute de données suffisantes, il a été difficile de constituer un échantillon assez large pour tester directement l'effet des écarts du taux de change réel par rapport à sa valeur prévue. Les résultats sur un échantillon réduit semblent indiquer qu'une surévaluation du taux de change tend à raccourcir les périodes de déficit, mais le coefficient n'était pas statistiquement significatif.

⁴³La mondialisation financière pourrait aussi expliquer que les périodes d'emprunt dépassent les anticipations, en raison de son effet positif sur l'offre de financements extérieurs.

Graphique 6.16. Durée prévue et longueur réelle des périodes de déficit en cours

(Années)

Relativement à la prévision du modèle reposant sur les facteurs fondamentaux, les périodes en cours dans les pays émergents d'Europe apparaissent très longues, surtout par rapport aux données des autres économies émergentes.



Source : estimations des services du FMI.
¹Basé sur la colonne (f) du tableau 6.2.

Tableau 6.2. Analyse de régression portant sur la durée des déficits courants persistants et élevés¹

	Facteurs régionaux seulement (a)	Facteurs régionaux et facteurs types (b)	Facteurs régionaux, types et autres (c)	Facteurs régionaux, types et autres (d)	Base avec facteurs types et autres (e)	Base avec facteurs types et autres, à l'exclusion des pays émergents d'Europe (f)
Variables types						
Avoirs extérieurs nets (en % du PIB), niveau initial		1,00 (-0,16)	0,98 (-1,02)	0,98 (-1,37)	0,98* (-1,79)	0,96** (-2,21)
Log du niveau initial du PIB par habitant		1,08 (0,16)	1,96 (1,13)	8,33*** (2,86)	3,13*** (2,74)	4,84*** (3,24)
Solde moyen de la balance courante		0,97 (-0,25)	1,03 (0,29)	1,09 (0,70)	1,17 (1,23)	1,02 (0,13)
Solde moyen des revenus nets		0,67* (-1,89)	0,68* (-1,68)	0,74 (-1,60)	0,83 (-1,22)	0,83 (-1,01)
Écart de production moyen (économies avancées)		1,01** (2,33)	1,01*** (3,18)	1,01*** (3,16)	1,02*** (4,07)	1,01*** (3,42)
Facteurs financiers et structures politiques²						
Ouverture moyenne du compte de capital			0,62*** (-2,68)	0,52*** (-3,58)	0,58*** (-3,14)	0,47*** (-3,91)
Moyenne des structures politiques			0,92** (-1,99)	0,93 (-1,61)	0,89*** (-2,90)	0,92** (-2,13)
Facteurs relatifs aux performances de croissance						
Croissance moyenne du PIB réel par habitant				0,84 (-1,15)	0,77** (-2,11)	1,01 (0,11)
Contribution moyenne des exportations nettes à la croissance ³				0,58** (-2,99)	0,75* (-1,94)	0,67** (-2,51)
Facteurs régionaux						
Pays émergents d'Europe ⁴	0,13* (-1,87)	0,07** (-2,26)	0,04** (-2,48)	0,13 (-1,41)		
Pays émergents d'Asie ⁴	2,72* (1,70)	2,34 (0,89)	0,9 (-0,09)	11,2 (1,58)		
Amérique latine	2,35* (1,66)	1,28 (0,29)	0,57 (-0,53)	3,49 (0,96)		
Autres marchés émergents	5,49** (1,98)	6,13** (2,04)	2,03 (0,74)	4,52 (1,50)		
Périodes	48	48	48	48	48	49
Nombre d'échecs	31	31	31	31	31	30
Erreur quadratique moyenne ⁵	22,3	12,7	14,4	6,8	7,3	3,3

Source : calculs des services du FMI.

¹Note : Les statistiques *t* sont entre parenthèses; * significatif au seuil de 10 %, ** au seuil de 5 % et *** au seuil de 1 %. Les moyennes sont calculées comme les valeurs moyennes pendant la période de déficit. Régression de Weibull. Les coefficients indiquent le rapport des possibilités avec des valeurs inférieures (supérieures) à 1 mesurant des risques inférieurs (supérieurs) de cessation de la période et impliquant des durées plus longues (plus courtes) de persistance des déficits.

²L'appendice 6.2 recherche l'effet de la libéralisation financière interne.

³La contribution de la croissance des exportations nettes est définie comme le taux de croissance annuel moyen du PIB réel de la période imputable aux variations des exportations nettes.

⁴Voir le tableau 6.4 de l'appendice 6.2 pour les pays inclus dans les décompositions régionales.

⁵Moyenne des erreurs de prévision (au carrée) pour les périodes complètes.

de déficit des pays de l'Europe émergente se poursuivent, la spécification utilisée pour prévoir la durée repose sur des paramètres qui excluent ces pays (tableau 6.2, colonne f); cela permet aussi de s'assurer que leurs caractères spécifiques ne déterminent pas les résultats. Les séquences les plus longues sont prévues en Roumanie, en République slovaque et en Estonie, avec une durée moyenne de 8,9 ans. Pour les deux autres pays baltes (Lettonie et Lituanie), on prévoit des déficits d'une durée de 7,8 ans, alors qu'ils seraient sensiblement plus brefs (4,2 ans) en Bulgarie et en Hongrie⁴⁴.

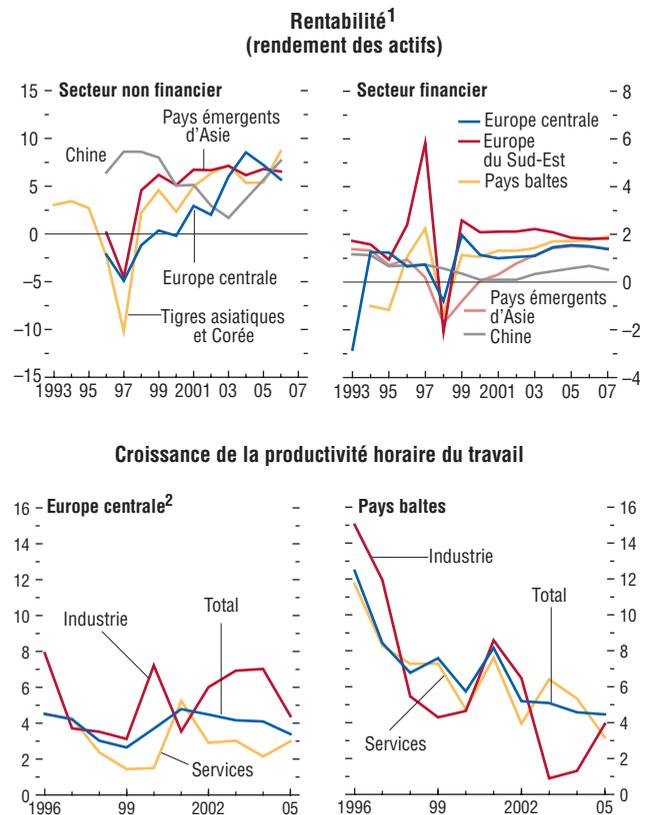
Si les économies des pays émergents d'Europe ont été en mesure d'attirer durablement des capitaux étrangers, c'est en partie du fait d'une situation initiale favorable (par exemple, des avoirs extérieurs nets élevés comparativement à d'autres périodes de déficit persistant) et, dans la plupart des cas, d'une ouverture rapide du compte de capital. Mais la contribution moyenne des exportations nettes à la croissance a été modeste relativement aux périodes d'emprunt prolongées d'autres économies émergentes. Cela est probablement dû au taux de change fort de plusieurs de ces pays, et peut-être aussi à la faiblesse des gains de productivité dans le secteur des biens échangeables — une grande partie des investissements étant affectée au secteur des biens non échangeables (voir graphique 6.11)⁴⁵. Dans les pays baltes et en Bulgarie, il y a des signes de ralentissement des gains de productivité (à partir de niveaux certes élevés) et ils sont particulièrement faibles dans l'industrie depuis 2003 (graphique 6.17).

⁴⁴Si les prévisions étaient faites «en échantillon», c'est-à-dire en estimant un modèle qui intègre aussi les données des pays émergents d'Europe, la durée anticipée du déficit serait nettement supérieure et plus du double pour les pays baltes.

⁴⁵Alors que les progrès dans les secteurs des transports ainsi que des services financiers et collectifs améliorent la productivité, une proportion significative des investissements est réalisée dans l'immobilier et le commerce de détail, avec des avantages moins évidents pour la productivité (Rahman, 2008). Voir aussi Bems and Schellekens (2007).

Graphique 6.17. Rentabilité des entreprises et croissance de la productivité
(Pourcentage)

La rentabilité des entreprises est solide dans les pays émergents d'Asie et d'Europe. Toutefois, il y a des signes de ralentissement des gains de productivité dans les pays baltes.



Sources : Brooks and Ueda (2005, actualisé en juillet 2008); base de données sur 60 secteurs du Growth and Development Center de Groningen, septembre 2006.

¹L'Europe centrale comprend la Hongrie, la Pologne, la République slovaque et la République tchèque. L'Europe du Sud-Est comprend l'Albanie, la Bulgarie, la Croatie, la Macédoine et la Roumanie. Les pays baltes sont l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie. Les pays émergents d'Asie comprennent la Chine, la Corée, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Pakistan, les Philippines et la Thaïlande. Les tigres asiatiques sont la Malaisie, l'Indonésie, les Philippines et la Thaïlande.

²L'Europe centrale comprend la Hongrie, la Pologne, la République slovaque et la République tchèque.

Une extension du modèle empirique pour examiner les modalités de dénouement des périodes de déséquilibre antérieures indique que les pays baltes et la Bulgarie sont plus exposés au risque d'une résorption soudaine du déficit, en raison de la très grande ouverture du compte de capital et de la fixité du taux de change⁴⁶. Cette vulnérabilité est accentuée par le niveau élevé du taux de change, surtout dans les pays baltes. En général, une plus grande ouverture du compte de capital est associée à des périodes de déficit prolongées qui tendent à se terminer brusquement. Les régimes de change fixe sont aussi associés à des dénouements brusques, mais les périodes de déficit tendent à être plus courtes (on trouvera des précisions à l'appendice 6.2)⁴⁷. La Malaisie (1995) figure parmi les pays à compte de capital très ouvert qui ont fait l'expérience d'une interruption brusque de leur déficit, alors que la Thaïlande (1982) s'est trouvée dans la même situation avec un régime de change fixe. En revanche, une valeur élevée de l'indice des structures politiques coïncide avec des périodes de déficit plus durables et qui s'achèvent plus en douceur.

Conclusions et conséquences pour la politique économique

La divergence grandissante des déséquilibres des paiements courants dans les économies

⁴⁶Les déterminants et les conséquences des retournements de la balance courante ont été évoqués au chapitre 3 des *Perspectives* d'avril 2007. Cette analyse conclut qu'ils sont précédés d'un écart de production positif et ont des effets divers sur la croissance : les retournements récessionnistes sont liés à une faible ouverture des échanges et à d'importants déficits initiaux. En revanche, les retournements expansionnistes sont liés à des dépréciations réelles du change supérieures à la moyenne et à des hausses des taux d'épargne (surtout du secteur public), qui permettent de maintenir les taux d'investissement.

⁴⁷Cette conclusion complète de récents résultats empiriques sur la persistance des déséquilibres courants dans le cadre de différents régimes de change. Chinn et Wei (2008) ne trouvent pas de lien direct entre les deux. Ce résultat est nuancé par Ghosh, Terrones et Zettelmeyer (2008), qui indiquent que les retournements de grande amplitude sont corrélés aux régimes de change fixe.

émergentes a suscité de nombreux débats sur les causes profondes de cette situation ainsi que sur ses conséquences sur la croissance et la viabilité. Selon certains, les excédents élevés des pays émergents d'Asie pourraient signifier que la convergence des revenus est possible sans qu'il soit nécessaire d'emprunter massivement des capitaux étrangers, et donc sans fragiliser la stabilité externe. En revanche, l'aptitude des pays émergents d'Europe à emprunter durablement à l'étranger laisse penser que le modèle de croissance standard, reposant sur les sorties de capitaux, reste pertinent. Le chapitre recherche les raisons de ces tendances divergentes et évalue la viabilité des déséquilibres croissants des balances courantes.

Il ressort de l'analyse empirique que les changements structurels sont un facteur explicatif essentiel de la différenciation des tendances régionales. Dans les pays émergents d'Europe, l'importance des déficits courants est liée à la libéralisation rapide des marchés financiers internes et à l'ouverture des comptes de capital, qui ont attiré beaucoup de capitaux et suscité un développement rapide de la présence des banques étrangères. Les modalités d'intégration à l'UE ont aussi encouragé des entrées de capitaux étrangers en améliorant les perspectives de stabilité économique et politique.

Dans les pays émergents d'Asie, les comptes de capital sont généralement moins ouverts et la libéralisation des marchés financiers internes est en retard sur les autres régions. En outre, plusieurs d'entre eux ont des structures politiques différentes et des populations plus jeunes. Ces facteurs, notamment l'absence de libéralisation financière, expliquent une bonne part des excédents courants de la région. L'évolution de ces pays vers davantage de libéralisation financière permettra sans doute de les diminuer, en augmentant la consommation et le financement extérieur des investissements. Toutefois, une proportion élevée de leurs excédents persistants demeure inexplicée. La sous-évaluation des taux de change en est peut-être la cause. Mais il est difficile de démontrer que le bas niveau des taux de change découle d'une politique délibérée

— certains pays ont tenté par exemple, de constituer d'importantes réserves officielles après la crise asiatique — ou d'autres facteurs non identifiés qui auraient fait apparaître une situation solidement excédentaire après 1997—98.

Parallèlement à l'augmentation des déséquilibres, leur durée s'est allongée, suscitant des préoccupations sur leur viabilité. De fait, le nombre de déficits courants élevés et persistants progresse rapidement depuis la décennie 90, beaucoup d'entre eux étant localisés dans les pays émergents d'Europe. Les principaux facteurs économiques qui expliquent ces déficits prolongés sont une position extérieure nette initialement favorable, le potentiel de croissance et l'ouverture du compte de capital. En revanche, les excédents durables sont rares dans les économies émergentes.

Au regard d'une analyse des tendances historiques, les déficits actuels des pays émergents d'Europe sont censés durer plus longtemps que dans les autres régions, mais la plupart ont déjà atteint ou dépassé leur durée maximale anticipée. Si les caractéristiques fondamentales de ces économies expliquent la prolongation de leurs déficits, elles ne sont pas une garantie contre les atterrissages difficiles. Les facteurs de risque de dénouement brusque distingués par l'analyse empirique sont les régimes de change fixe et l'ouverture du compte de capital, qui caractérisent beaucoup de ces économies. Le choix d'un régime de fixité du change peut être motivé par de nombreux facteurs, en particulier le souhait d'adhérer à la zone de l'euro; mais les pays qui l'ont fait doivent se protéger des facteurs de vulnérabilité externe en s'assurant que les marchés de produits et du travail sont souples, qu'ils disposent de solides mécanismes de réglementation et de supervision financières et que la politique macroéconomique est compatible avec les équilibres interne et externe (voir FMI, 2007).

Les importants excédents des pays émergents d'Asie sont sans doute plus sûrs dans l'optique de la vulnérabilité externe. Mais ils risquent aussi d'entraîner un niveau de consommation à court terme inférieur à ce qui serait souhaitable et une répartition peu efficace du capital, puisque les choix d'épargne et d'investissement sont faits

dans le cadre d'un système financier et d'une gouvernance des entreprises insuffisamment réactifs aux forces du marché⁴⁸. Un retour progressif à des taux de change d'équilibre répondrait à ces préoccupations et contribuerait à prévenir les effets négatifs sur la productivité et la croissance enregistrés par d'autres pays qui se sont développés rapidement et durablement avec des taux élevés d'investissement. En même temps, comme l'ont souligné les participants à la Consultation multilatérale sur les déséquilibres mondiaux dirigée par le FMI, une palette plus large de politiques permettrait de lisser le processus d'ajustement, notamment en rééquilibrant les composantes de la demande globale et en poursuivant la libéralisation financière pour améliorer l'accès au crédit et la qualité de l'intermédiation.

Appendice 6.1. Définitions des variables et sources des données

Les principaux auteurs de cet appendice sont Stephan Danninger et Florence Jaumotte.

Cet appendice donne des précisions sur la construction des variables utilisées au chapitre 6 et sur les sources des données. L'analyse s'appuie sur des données annuelles allant de 1980 jusqu'à la dernière date connue. Elle porte sur des pays dont le PIB réel par habitant en 2006 était supérieur à 2.000 dollars EU et qui comptaient au moins 2 millions d'habitants; elle exclut les exportateurs de pétrole (selon la définition des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI).

Données de la balance des paiements

La principale source de ces données émane des Statistiques de balance des paiements du FMI, complétées par la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (*Perspectives*) et par celle sur la richesse extérieure des nations (External Wealth of Nations Mark II), créée par Lane et Milesi-Ferretti (2006) (pour l'encours des avoirs et engagements extérieurs).

⁴⁸Voir l'encadré 3.2 des *Perspectives* de septembre 2006 et l'encadré 2.3 des *Perspectives* d'avril 2007.

Épargne et investissement

Les données relatives à l'épargne et à l'investissement proviennent de la base de données des *Perspectives*. La décomposition de l'épargne et de l'investissement publics et privés est tirée des statistiques de comptabilité nationale de l'ONU et de la base de données des *Perspectives*. L'épargne privée est ensuite divisée en taux d'épargne des sociétés et des ménages, à l'aide des statistiques de comptabilité nationale de l'ONU et, le cas échéant, de la base de données CEIC sur l'Asie. Les données postérieures à 2003 sur les taux d'épargne des sociétés et des ménages en Chine sont des estimations des services du FMI.

Déterminants types

Le solde des administrations publiques, le solde pétrolier (défini comme la différence entre les exportations et les importations de pétrole) et la croissance du PIB réel par habitant émanent de la base de données des *Perspectives*, alors que le PIB par habitant à parité de pouvoir d'achat constante provient des *Indicateurs de développement dans le monde* de la Banque mondiale. On divise ce dernier par le niveau aux États-Unis pour obtenir le revenu relatif par habitant. Enfin, l'augmentation de la population et le ratio de dépendance des personnes âgées sont tirés des *Indicateurs du développement dans le monde* de la Banque mondiale.

Autres facteurs

Facteurs financiers

La financiarisation est mesurée par la somme du crédit au secteur privé, accordé par les banques de dépôts et les autres établissements financiers, et de la capitalisation boursière, divisée par le PIB. La source est la base de données sur les structures financières établie par Beck, Demirgüç-Kunt et Levine (2000). Les données concernant la Chine résultent de calculs des services du FMI. L'indice d'ouverture du compte de capital, tiré d'une actualisation de Chinn and Ito (2006), est basé sur les principales composantes

extraites d'une désagrégation des mesures de restriction des transactions courantes et des opérations en capital que l'on trouve dans le *Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change* du FMI. La libéralisation financière est un indice qui englobe des informations sur les contrôles de taux d'intérêt, les contrôles du crédit, les restrictions à la concurrence, la présence du capital public, la qualité du contrôle et de la réglementation bancaires, les mesures d'encouragement au développement des marchés d'obligations et d'actions ainsi que celles permettant aux étrangers d'opérer sur le marché boursier national. L'indice est tiré d'Abiad, Detragiache, and Tresselt (à paraître). Enfin, la proportion de banques étrangères provient de Claessens *et al.*, (2008). On considère qu'une banque est sous contrôle étranger si au moins 50 % des actions sont détenues par des étrangers pendant une année donnée (on ne prend en considération que la propriété directe).

Taux de change

L'écart du taux de change effectif réel par rapport à sa valeur prévue se réfère à l'évaluation du taux de change réel d'équilibre dans le cadre du Groupe consultatif du FMI sur les taux de change (CGER); on le calcule comme le résidu d'une régression du taux de change effectif réel (basé sur l'indice des prix à la consommation) sur le différentiel de productivité entre secteurs des biens échangeables et non échangeables (pour appréhender l'effet Balassa-Samuelson), d'autres facteurs influençant les prix relatifs (consommation des administrations publiques, indice de restriction des échanges, contrôles de prix et termes de l'échange des matières premières) et les avoirs extérieurs nets (voir Lee *et al.*, 2008). Les mesures d'écart des taux de change des pays baltes non disponibles par la voie de l'évaluation CGER sont des estimations des services du FMI obtenues avec une méthodologie similaire. La classification des régimes de change en régimes fixes, intermédiaires et flexibles est un indice «de facto» du FMI, aimablement communiqué par Harald Anderson, membre des services de l'institution.

Facteurs politiques

L'indice des structures politiques est la variable «Polity2» du projet Polity IV (Marshall, Jaggers, and Gurr, 2004). Il couvre un certain nombre d'aspects, dont l'existence d'institutions et de procédures au moyen desquelles les citoyens peuvent effectivement exprimer leurs préférences pour des politiques et des dirigeants différents ainsi que celle de limites institutionnelles à l'exercice du pouvoir exécutif.

La mesure d'intégration à l'UE indique à quels stades des différentes étapes du processus officiel d'intégration se trouvent les pays émergents d'Europe (et la Turquie), c'est-à-dire la demande d'adhésion, le début de la négociation d'adhésion, l'adhésion, l'entrée dans le MCE II et l'adoption de l'euro. On attribue à chaque étape un score de 0,2, de sorte que le score maximum est de 1.

Indicateurs de vulnérabilité

La rentabilité du secteur non financier est calculée comme le rapport entre le bénéfice net, majoré des charges d'intérêts, et les actifs de l'année précédente, ajusté de la variation de l'indice des prix à la consommation. La rentabilité du secteur financier est le rapport entre les bénéfices, avant prise en compte des éléments exceptionnels et des impôts, et l'actif total. Les données proviennent d'une actualisation, effectuée en juillet 2008, de Brooks and Ueda (2005), à partir de chiffres de Worldscope et Datastream.

Pour les pays baltes et l'Europe centrale, les données sur la progression de la productivité horaire du travail dans l'industrie, les services et l'ensemble de l'économie proviennent de la base de données, couvrant 60 secteurs, du Groningen Growth and Development Center (septembre 2006).

Étude d'événements : accélérations de la croissance et évolution de la balance courante

Pour comparer l'évolution des paiements courants dans les pays émergents d'Europe aux ex-

périences passées d'accélération de la croissance, nous avons procédé à une étude d'événements en nous référant à la définition des accélérations de la croissance proposée par Hausmann, Pritchett et Rodrik (2005). On définit un événement comme le déclenchement d'une accélération de la croissance, la date de départ étant identifiée par deux critères :

- la croissance est rapide : $g_{t,t+n} \geq 3,5\%$ par an, $g_{t,t+8} = \ln(y_{t+8}) - \ln(y_t)$ étant le taux de croissance du PIB réel par habitant au moment t sur un horizon de huit ans;
- la croissance accélère : $\Delta(g_t) = (g_{t,t+8}) - (g_{t-8,t}) \geq 2,0\%$, $\Delta(g_t)$ étant la variation du taux de croissance au moment t .

Une fois que l'accélération de la croissance est en cours, la fin de cette accélération est déterminée au moyen de deux critères : le taux de croissance moyen fléchit à moins de 2 % et la croissance de l'année qui suit la fin de l'événement est inférieure à 3 %.

Nous devons appliquer ces critères, de 1960 à 2007, à l'échantillon d'économies émergentes et avancées, non exportatrices de pétrole, figurant dans ce chapitre⁴⁹. Au total, 63 périodes ont été recensées, dont 10 concernant les pays émergents d'Europe ont été écartées en raison d'un chevauchement avec les pays servant de comparateurs. L'insuffisance de données a empêché d'utiliser 38 autres périodes —, les dates de départ de 29 accélérations étaient antérieures à 1970 — de sorte que le groupe final de périodes comprenait 15 accélérations de la croissance dans les pays suivants : Cameroun, Chine, Chili, République Dominicaine, Égypte, Finlande, Grèce, Inde, Indonésie, Irlande, Laos et Portugal. Le taux moyen de croissance avant le déclenchement des accélérations recensées est -1,1 %.

⁴⁹L'algorithme permettant d'identifier les accélérations de la croissance a été aimablement fourni par Jeromin Zettelmeyer et Jean Salvati.

Appendice 6.2. Approche économétrique

Les principaux auteurs de cet appendice sont Stephan Danninger et Florence Jaumotte.

Cet appendice décrit de façon plus précise le modèle qui sous-tend l'analyse économétrique des déterminants des balances courantes et son estimation. Il présente aussi certains résultats supplémentaires sur l'hétérogénéité des coefficients selon les régions. Enfin, il donne des détails techniques sur l'analyse de durée.

Déterminants de la balance courante

Le modèle utilisé dans l'analyse empirique met la balance courante (exprimée en pourcentage du PIB) en relation avec un certain nombre de déterminants types et de nouveaux facteurs. On adopte comme spécification pour l'analyse l'équation suivante :

$$\begin{aligned} \frac{CA}{Y} = & \alpha_1 + \alpha_2 \left(\frac{NFA}{Y} \right) + \alpha_3 \left(\frac{GGB}{Y} \right) + \alpha_4 \left(\frac{NX_{oil}}{Y} \right) \\ & + \alpha_5 \left(\frac{Pop_{old}}{Pop_{wa}} \right) + \alpha_6 g_{pop} + \alpha_7 \left(\frac{y}{y_{US}} \right) + \alpha_8 (g_y) \\ & + \sum_k \beta_k X_k + \gamma_1 EE + \gamma_2 APC + \gamma_3 FC \\ & + \sum_t \delta_t + \varepsilon, \end{aligned} \quad (1)$$

où CA est la balance courante, Y le PIB nominal, NFA les avoirs extérieurs nets, GGB le solde des administrations publiques, NX_{oil} le solde pétrolier, Pop_{old} la population âgée de 65 ans et plus, Pop_{wa} la population en âge de travailler, g_{pop} le taux de croissance de la population, y le PIB par habitant à PPA constante, g_y le taux de croissance du revenu réel par habitant, EE une variable muette prenant la valeur 1 pour les pays émergents d'Europe et zéro autrement, APC une variable muette prenant la valeur 1 pour les pays émergents d'Asie à partir de 1999 (après la crise asiatique), FC une variable muette prenant la valeur 1 pour les places financières et t des effets fixes temporels, tandis que X représente un ensemble de nouveaux facteurs ajoutés au modèle type en plusieurs étapes (voir corps du texte). Ce sont des variables de structures financières (financiarisation, libéralisation financière interne,

ouverture du compte de capital) et une mesure des structures politiques.

Comme dans les autres travaux économiques (voir, par exemple, Lee *et al.*, 2008), plusieurs variables correspondent à des déviations par rapport à la moyenne du reste du monde. Ce sont : le ratio solde des administrations publiques/PIB, les variables démographiques, la croissance du PIB par habitant et la mesure des structures politiques. Les données sont transformées en moyennes sur quatre ans pour se concentrer sur les déterminants des variations à moyen terme de la balance courante. Afin de réduire au minimum les problèmes d'endogénéité, les avoirs extérieurs nets, le revenu relatif par habitant et la financiarisation sont mesurés pour l'année qui précède la période de quatre ans considérée; le taux de croissance du PIB réel par habitant est mesuré pour les quatre années qui précèdent la période actuelle d'égale durée. Les équations n'incluent pas les effets fixes par pays et conservent les informations en coupe transversale, car elles seront utilisées pour expliquer les différences entre pays. Les effets fixes temporels sont inclus pour appréhender les évolutions qui influent de façon similaire sur tous les pays pendant une année donnée (par exemple, l'équilibre global de l'épargne et de l'investissement). On estime le modèle à l'aide de moindres carrés ordinaires et d'erreurs types robustes à l'hétéroscédasticité⁵⁰.

L'échantillon de pays pour lesquels toutes les variables employées dans les régressions étaient disponibles se compose de 58 économies, dont 21 sont avancées et 37 émergentes. En fonction des données disponibles, les pays suivants ont été retenus :

- Économies avancées : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Japon, Nouvelle-Zélande, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède et Suisse.

⁵⁰Les résultats sont robustes à l'introduction du ratio compte de capital/PIB en tant que variable explicative, afin de tenir compte des effets de changements apportés, avec le temps, à la classification des transferts de capitaux.

- Économies émergentes : Afrique du sud, Argentine, Bolivie, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Corée, Costa Rica, Égypte, El Salvador, Estonie, Géorgie, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Jamaïque, Jordanie, Lettonie, Lituanie, Malaisie, Mexique, Maroc, Pakistan, Paraguay, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque, Roumanie, Sri Lanka, Thaïlande, Tunisie, Turquie et Uruguay.

Les résultats des estimations sont indiqués dans le texte.

Résultats supplémentaires : hétérogénéité entre les régions

Compte tenu de la situation spécifique des pays émergents d'Europe, l'analyse empirique a introduit et testé différents coefficients pour ce groupe de pays relativement au reste de l'échantillon. On a ajouté à l'équation (1) des termes d'interaction entre chacune de ses variables et une variable muette pour les pays émergents d'Europe. L'hypothèse que cette variable muette et tous les termes d'interaction soient égaux à zéro (c'est-à-dire que les effets des variables soient similaires pour les pays émergents d'Europe et les autres pays de l'échantillon) n'a pas pu être rejetée, sauf pour les termes d'interaction concernant le solde des administrations publiques et la libéralisation financière interne⁵¹.

Si le texte montre que l'effet différencié du solde budgétaire peut être directement attribué au processus d'intégration à l'UE, cette section donne plus d'informations sur la raison de l'incidence différenciée de la libéralisation financière. Son effet négatif plus marqué sur la balance courante dans les pays émergents d'Europe que dans le reste de l'échantillon découle probablement de la présence beaucoup plus forte des banques étrangères. On trouve certaines preuves à l'appui de cette hypothèse en utilisant les chiffres disponibles sur la proportion de banques étrangères extraits de Claessens *et al.*, (2008) (la dimension de l'échantillon tombe à 77 observations). La libéralisation financière in-

terne (en interaction avec la variable muette des pays émergents d'Europe) domine la proportion des banques étrangères quand on les introduit ensemble; mais la proportion des banques étrangères a un coefficient d'un ordre de grandeur et d'une signification similaires à celui de la libéralisation financière interne (en interaction avec la variable muette de l'Europe émergente) quand on l'introduit seule (tableau 6.3, colonnes c et d). Cela tend à confirmer que la présence accrue des banques étrangères dans l'Europe émergente pourrait avoir contribué à l'effet plus marqué de la libéralisation financière interne sur la balance courante.

Analyse de durée et déséquilibres des balances courantes

Cette partie donne des précisions sur l'identification des déséquilibres élevés et persistants des balances courantes. En outre, elle décrit la méthodologie économétrique et les résultats supplémentaires de l'analyse de durée évoquée dans le corps du texte.

La méthode employée pour distinguer les déséquilibres élevés et persistants s'inspire de celle exposée au chapitre 3 des *Perspectives* d'avril 2007, mais avec des paramètres modifiés. Pour le présent chapitre, les valeurs limites des périodes de déséquilibre important de la balance courante sont un déficit ou un excédent de 3 % du PIB ou plus, pendant une durée d'au moins trois ans au cours de laquelle aucun retournement de la balance courante ne se produit⁵². Le deuxième critère garantit que la fin d'une période soit datée au déclenchement de tout ajustement important, indépendamment du fait que le déséquilibre franchisse le seuil des 3 % du PIB. Le tableau 6.4 dresse la liste de toutes les périodes de déséquilibre élevé et persistant qui remplissent ces critères.

⁵²On trouvera une description de la méthode utilisée pour reconnaître les retournements de la balance courante et les déséquilibres persistants à l'appendice 3.1 des *Perspectives* d'avril 2007.

⁵¹La valeur prédictive pour ce test est 11 %.

Tableau 6.3 Explication de la différenciation des effets dans les pays émergents d'Europe

	Échantillon complet	Échantillon restreint	Plus présence des banques étrangères	
	(a)	(b)	(c)	(d)
Facteurs financiers et structures politiques				
Financiarisation (en % du PIB, retardée)	0,82 (1,64)	0,217 (0,27)	0,207 (0,25)	0,186 (0,21)
Libéralisation financière	-2,743 (-1,68)*	-3,757 (-0,64)	-3,823 (-0,64)	-6,186 (-1,17)
Ouverture du compte de capital	-0,229 (-1,25)	-0,435 (-1,07)	-0,444 (-1,11)	-0,423 (-1,05)
Signification conjointe des variables financières (valeur prédictive)	0,03**	0,23	0,22	0,1
Structure politique	-0,146 (-3,54)***	-0,033 (-0,36)	-0,03 (-0,32)	-0,038 (-0,39)
Facteurs relatifs aux pays émergents d'Europe				
Interaction du solde des administrations publiques et de l'intégration à l'UE	-1,319 (-5,32)***	-1,348 (-3,43)***	-1,371 (-3,33)***	-1,443 (-3,35)***
Interaction de la libéralisation financière et de la variable muette aux pays émergents d'Europe	-4,484 (-4,47)***	-3,533 (-1,85)*	-3,287 (-1,35)	
Proportion des banques étrangères			-0,476 (-0,26)	-3,128 (-2,27)**
Facteurs régionaux (effets non expliqués)				
Crise asiatique	2,518 (3,03)***	4,2 (3,21)***	4,192 (3,19)***	4,509 (3,76)***
Observations	215	77	77	77
R ² ajusté	0,59	0,66	0,65	0,64

Source : calculs des services du FMI.

Note : Les statistiques t robustes sont entre parenthèses; * significatif au seuil de 10 %, ** au seuil de 5 % et *** au seuil de 1 %. Toutes les régressions prennent en compte les avoirs extérieurs nets, du solde des administrations, du solde pétrolier, du ratio de dépendance des personnes âgées, de la croissance de la population, du revenu relatif par habitant, de la croissance du PIB par habitant, d'une variable muette pour les places financières, d'une constante et des effets fixes temporels. On estime les régressions par les moindres carrés ordinaires.

Analyse de durée

Une analyse de durée a été effectuée pour mettre en rapport différents déterminants fondamentaux et la durée des déséquilibres de balance courante. En raison du petit nombre d'excédents persistants, elle s'est limitée aux déficits.

La méthode empirique modélise le taux de hasard de la durée d'une période de déséquilibre, qui équivaut à la probabilité conditionnelle d'achèvement d'une période de déséquilibre au cours de la période suivante, compte tenu d'un ensemble de déterminants x :

$$\lambda(t, x(t)) = \lim_{h \rightarrow 0} \frac{F(t \leq T < t+h \mid x) - F(t \leq T \mid x)}{h} = f(t|x) / (1 - F(t|x)).$$

Formellement, le taux de hasard est défini comme le rapport entre la fonction de den-

sité $f(t|x)$ de la durée T et la fonction de survie $1 - F(t, x)$, où $F(t, x)$ est la fonction de distribution cumulative de T ⁵³. L'application empirique pour estimer le taux de hasard est basée sur un modèle de taux de hasard proportionnel :

$$\lambda(t, x(t)) = \exp(\beta x(t)) \lambda_0(t),$$

avec une spécification de Weibull pour le taux de hasard de base $\lambda_0 = p t^{p-1}$. Les paramètres p et β , qui sont estimés par maximum de vraisemblance, déterminent la forme de la fonction de hasard de base λ_0 et l'amplitude des modifications proportionnelles du taux de hasard de base par rapport aux déterminants $x(t)$. En raison des

⁵³On trouvera des précisions sur les concepts d'analyse de durée dans Kiefer (1988) et Wooldridge (2002).

Tableau 6.4. Liste des périodes de déséquilibre persistant et élevé de la balance courante

Pays	Début	Fin	Durée en années	Déficit moyen de la balance courante (en % du PIB)	Pays	Début	Fin	Durée en années	Déficit moyen de la balance courante (en % du PIB)
<i>Périodes de déficit</i>					<i>Périodes de déficit (fin)</i>				
Économies avancées					Économies émergentes (fin)				
États-Unis	1999	2007	9	-4,8	Israël	1978	1982	5	-5,7
Danemark	1979	1986	8	-3,7	Égypte	1970	1975	6	-5,3
Norvège	1974	1977	4	-8,8	Sri Lanka	1986	1994	9	-5,3
Canada	1989	1993	5	-3,7	Indonésie	1967	1971	5	-3,7
Grèce	1979	1985	7	-4,6	Corée	1965	1974	10	-11,5
Grèce	1996	2007	12	-6,8	Malaisie	1991	1995	5	-6,4
Irlande	1969	1981	13	-6,2	Pakistan	1988	1996	9	-3,7
Portugal	1996	2007	12	-8,0	Philippines	1976	1982	7	-5,6
Espagne	1974	1976	3	-3,8	Singapour	1977	1980	4	-7,8
Espagne	1990	1992	3	-3,5	Thaïlande	1977	1981	5	-6,4
Espagne	2000	2007	8	-5,8	Thaïlande	1990	1996	7	-7,0
Australie	1981	2007	27	-4,6	Tunisie	1980	1984	5	-6,7
Nouvelle-Zélande	1979	1984	6	-6,4	Albanie	1999	2007	9	-6,6
Nouvelle-Zélande	1992	2007	16	-5,4	Bulgarie	1999	2007	9	-9,1
Économies émergentes					<i>Périodes d'excédent</i>				
Bolivie	1983	1987	5	-7,6	Économies avancées				
Bolivie	1990	1992	3	-6,2	Belgique	2001	2007	7	3,5
Bolivie	1995	1998	4	-6,1	Danemark	2001	2007	7	2,8
Brésil	1971	1974	4	-4,9	Pays-Bas	1988	1997	10	4,1
Brésil	1977	1982	6	-6,4	Pays-Bas	2001	2007	7	5,7
Brésil	1999	2001	3	-4,1	Norvège	1991	1997	7	4,3
Chili	1981	1984	4	-10,1	Norvège	2001	2007	7	14,7
Chili	1996	1998	3	-4,5	Suède	1999	2007	9	5,4
Costa Rica	1967	1974	8	-8,5	Suisse	1984	2007	24	8,3
Costa Rica	1977	1981	5	-12,2	Japon	1991	2007	17	2,9
Costa Rica	1987	1989	3	-5,8	Finlande	2005	2007	3	4,3
Costa Rica	1997	2007	11	-4,5	Économies émergentes				
République Dominicaine	1967	1973	7	-5,9	Argentine	2004	2007	4	2,8
République Dominicaine	1978	1980	3	-7,8	Égypte	2004	2007	4	3,2
El Salvador	2003	2007	5	-4,8	Hong Kong RAS	1967	1975	9	11,9
Guatemala	1987	1990	4	-5,0	Hong Kong RAS	1985	1989	5	7,4
Guatemala	1996	2007	12	-5,3	Malaisie	2002	2007	6	12,7
Honduras	1975	1980	6	-7,4	Singapour	1998	2007	10	20,2
Honduras	1991	1996	6	-6,3	Namibie	1993	2007	15	5,7
Honduras	1999	2007	9	-3,9	Chine	2002	2007	6	6,1
Mexique	1974	1981	8	-4,0					
Panama	1997	1999	3	-8,1					
Panama	2003	2007	5	-5,6					
Paraguay	1967	1974	8	-9,8					
Paraguay	1977	1987	11	-6,4					
Pérou	1990	1995	6	-6,0					
Jamaïque	1967	1984	18	-6,7					
Jamaïque	2002	2007	6	-11,0					
Israël	1962	1964	3	-9,3					
Israël	1968	1975	8	-7,7					

Source : calculs des services du FMI.

Note : Un déséquilibre de la balance courante est défini comme élevé et persistant s'il représente au moins 3 % du PIB et dure un minimum de trois ans, conformément à la méthode exposée à l'appendice 3.1 des *Perspectives* d'avril 2007.

problèmes d'endogénéité des facteurs fondamentaux et de la durée d'une période, le modèle utilise des variables de contrôle x invariantes dans le temps⁵⁴.

L'analyse empirique porte sur 48 périodes de déficit élevé et persistant dans des économies avancées (35 %) et émergentes (65 %). Les principaux résultats sont indiqués dans le texte. On a utilisé d'autres variables explicatives et spécifications — ainsi, l'ouverture du compte de capital a plus d'effet à des niveaux supérieurs de revenu par habitant — mais elles n'ont pas amélioré la performance du modèle. Les résultats supplémentaires donnés au tableau 6.5 concernent le rôle de la libéralisation financière interne sur la durée des périodes, qui ne figurent pas dans le corps du texte en raison de la couverture réduite des pays. L'analyse montre que la libéralisation financière interne augmente la durée d'une période (colonne a), mais que cet effet disparaît quand on inclut les mesures des structures politiques et de l'ouverture du compte de capital (colonne b). On trouve néanmoins des preuves que la rapidité de la libéralisation prolonge les périodes de déséquilibre (colonne c), mais il n'en va pas de même de la rapidité de la libéralisation du compte de capital et de la modification des institutions politiques (non indiqué). Cette conclusion est conforme à l'interprétation des résultats de la régression de panel présentés dans le texte principal, qui mettent en lumière l'effet important de la libéralisation financière interne sur les entrées de capitaux ces dix dernières années.

Périodes de déficit et solution des déséquilibres

Pour rechercher le lien entre la durée de déficits persistants et leur solution, un modèle de risques concurrents a été estimé en utilisant les mêmes déterminants qu'au tableau 6.2. La spécification empirique, qui suit une méthode proposée par Lunn et McNeil (1995), recherche

⁵⁴On a estimé une spécification utilisant des variables de contrôle variant dans le temps qui a donné des résultats similaires à ceux indiqués dans le corps du texte de ce chapitre.

les taux de hasard pour différents types de sorties (dénouements brusques ou sans heurts). Le modèle fait l'hypothèse que, dans chaque période, on peut diviser le risque total de sortie en deux autres risques séparables pour les dénouements brusques et sans heurts. Cette méthode ajoute des termes d'interaction des déterminants fondamentaux et d'une variable du type de sortie, ce qui permet d'estimer les différences de taux de risque selon le type de sortie. L'application se fait au moyen d'un modèle semi-paramétrique de Cox à hasards proportionnels.

Le tableau 6.6 présente les résultats obtenus pour un modèle type et deux spécifications d'un modèle à risques concurrents. Les coefficients des déterminants types (colonne a) sont similaires à ceux présentés dans le corps du texte en utilisant une spécification de Weibull (voir tableau 6.2). Mais on notera que le nombre d'observations est deux fois plus élevé que dans la spécification du premier modèle de durée, car chaque observation est introduite deux fois pour permettre différents effets des risques (concurrents). Les résultats des colonnes (b) et (c) indiquent les modèles de taux de hasard pour un taux de référence commun (partie supérieure du tableau) et les différences pour les risques de dénouement brusque (partie inférieure du tableau). Cette spécification des effets d'interaction signifie que le taux total de risque de dénouement brusque est déterminé par la somme des effets directs et d'interaction.

La plupart des variables explicatives n'ont pas d'autres facteurs de risque significatifs (partie inférieure) et n'indiquent donc pas des taux de hasard différents par types de sorties. On trouve néanmoins des effets d'interaction significatifs pour les avoirs extérieurs nets, l'ouverture du compte de capital et les structures politiques⁵⁵. En conjuguant les effets directs et d'interaction, les résultats montrent que, si la prolongation est due à une plus grande ouverture du capital, il y a un risque croissant de dénouement brusque (colonne b du tableau 6.6). Les résultats sont dif-

⁵⁵Pour les avoirs extérieurs nets, un test de la significativité conjointe des effets directs et d'interaction est rejeté.

Tableau 6.5. Analyse de la durée et libéralisation financière interne

	Facteurs types et autres (a)	Facteurs types et autres (b)	Facteurs types et autres (c)
Facteurs types			
Avoirs extérieurs nets (en % du PIB), niveau initial	0,97* (-1,80)	0,97* (-1,92)	0,97* (-1,90)
Log du niveau initial du PIB par habitant	2,44** (2,12)	3,47*** (2,65)	3,19** (2,36)
Solde moyen de la balance courante	1,16 (1,47)	1,22 (1,53)	1,11 (0,76)
Solde moyen des revenus nets	0,96 (-0,26)	0,9 (-0,62)	0,8 (-1,19)
Écart de production moyen (économies avancées)	1,01*** (2,92)	1,01*** (3,66)	1,01*** (3,47)
Facteurs financiers et structures politiques			
Libéralisation financière interne moyenne	0,03*** (-3,35)	0,26 (-1,02)	2,61 (0,59)
Variation de la libéralisation financière interne			0,02*** (-2,59)
Ouverture moyenne du compte de capital		0,63** (-2,18)	0,48** (-2,85)
Moyenne des structures politiques		0,92** (-2,16)	0,92** (-1,98)
Facteurs relatifs aux performances de croissance			
Croissance moyenne du PIB réel par habitant	0,9 (-0,90)	0,83 (-1,39)	1,00 (0,01)
Croissance moyenne des exportations réelles	0,81 (-1,34)	0,78 (-1,58)	0,76* (-1,69)
Observations	43	43	43

Source : calculs des services du FMI.

Note : Les statistiques Z sont entre parenthèses; * significatif au seuil de 10 %, ** au seuil de 5 % et *** au seuil de 1 %. Les moyennes sont calculées comme les valeurs moyennes pendant la période de déficit; les changements sont calculés comme la différence moyenne de valeur des variables entre le début et la fin de la période. Les coefficients indiquent un rapport de chances avec des valeurs inférieures (supérieures) à 1 mesurant un risque inférieur (supérieur) de cessation de la période, ce qui implique des durées anticipées plus longues (plus courtes) des périodes.

férents pour les avoires extérieurs nets et les structures politiques, parce que les signes des effets directs et d'interaction se compensent. Cela signifie que des valeurs plus élevées des deux indicateurs allongent la durée des périodes qui s'achèvent

Tableau 6.6. Analyse de la durée et risque de dénouements brusques et sans heurts

	Modèle type (a)	Modèle à risques concurrents	
		(b)	(c)
Facteurs de hasard commun			
Avoirs extérieurs net, niveau initial (en % du PIB)	0,98 (-1,38)	0,97** (-2,03)	0,98 (-1,10)
Log du PIB par habitant, niveau initial	2,16** (2,27)	2,48** (2,28)	2,14* (1,72)
Solde moyen des revenus nets	0,85 (-1,19)	0,94 (-0,36)	0,81 (-1,12)
Écart de production moyen (économies avancées)	1,01*** (4,22)	1,01*** (3,37)	1,01*** (3,11)
Ouverture moyenne du compte de capital	0,66*** (-3,00)	0,80 (-1,42)	0,78 (-1,58)
Moyenne des structures politiques	0,92** (-2,55)	0,88** (-3,22)	0,89** (-3,02)
Croissance moyenne du PIB réel par habitant	0,84 (-1,62)	0,77*** (-2,85)	0,79** (-2,23)
Croissance moyenne des exportations réelles	0,86 (-1,57)	0,93 (-0,51)	0,8 (-1,25)
Flexibilité du régime de change moyen			3,50*** (2,70)
Facteurs de hasard avec dénouements brusques			
Avoirs extérieurs nets, niveau initial (en % du PIB)		1,05** (2,19)	1,04 (1,54)
Log du PIB par habitant, niveau initial		0,37 (-1,04)	0,41 (-0,93)
Solde moyen des revenus nets		0,64 (-1,21)	0,74 (-0,84)
Écart de production moyen (économies avancées)		0,99 (-1,20)	0,99 (-1,41)
Ouverture moyenne du compte de capital		0,39* (-1,79)	0,38* (-1,74)
Moyenne des structures politiques		1,15* (1,65)	1,17 (1,52)
Croissance moyenne du PIB réel par habitant		1,58 (1,12)	1,54 (1,05)
Croissance moyenne des exportations réelles		0,84 (-0,71)	1,17 (0,41)
Flexibilité du régime de change moyen			0,077* (-1,71)
Observations	96	96	96
Périodes	48	48	48

Source : calculs des services du FMI.

Note : Les statistiques Z sont entre parenthèses; * significatif au seuil de 10 %, ** au seuil de 5 % et *** au seuil de 1 %. Les moyennes sont calculées comme les valeurs moyennes pendant la période de déficit de la balance courante. Les coefficients donnent le rapport des chances avec des valeurs inférieures (supérieures) à 1 indiquant un risque diminué (augmenté) de dénouement d'une période.

sans heurts, mais il n'y a pas d'effets pour les dénouements brusques.

Dans le modèle (c) du tableau 6.6, on introduit une variable qui prend en compte la flexibilité du régime de change. L'effet direct de cette variable

sur la longueur des périodes qui s'achèvent sans heurts est négatif, alors que l'effet d'interaction est de signe contraire et fait plus que compenser l'effet direct. Cela signifie qu'un régime de change plus souple raccourcit les périodes qui se terminent sans heurts — confirmant l'idée que la souplesse réduit la persistance — et que les régimes fixes sont liés à des périodes plus courtes qui finissent de façon plus heurtée.

Bibliographie

- Abiad, Abdul, Enrica Detragiache, and Thierry Tresselt, à paraître, "A New Database of Financial Reforms," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Abiad, Abdul, Daniel Leigh, and Ashoka Mody, 2007, "International Finance and Income Convergence: Europe Is Different," IMF Working Paper 07/64 (Washington: International Monetary Fund).
- Aizenman, Joshua, 2006, "International Reserves Management and the Current Account," NBER Working Paper No. 12734 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2007, "Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture," NBER Working Paper No. 13277 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , and Yi Sun, 2008, "Globalization and the Sustainability of Large Current Account Imbalances: Size Matters," NBER Working Paper No. 13734 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Aristovnik, Aleksander, 2006, "The Determinants and Excessiveness of Current Account Deficits in Eastern Europe and the Former Soviet Union," William Davidson Institute Working Paper No. 827 (Ann Arbor, Michigan: University of Michigan).
- Ayden, B., à paraître, "Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Aziz, Jahangir, and Li Cui, 2007, "Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Household Income," IMF Working Paper 07/181 (Washington: International Monetary Fund).
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, 2000, "A New Database on Financial Development and Structure," *World Bank Economic Review*, Vol. 14, No. 3, p. 597–605.
- Becker, Töbörjörn, Olivier Jeanne, Paolo Mauro, Jonathan D. Ostry, and Romain Rancière, 2007, *Country Insurance: The Role of Domestic Policies*, IMF Occasional Paper No. 254 (Washington: International Monetary Fund).
- Bems, R., and I. de Carvalho Filho, à paraître, "Savings and the Precautionary Motive for Exporters of Exhaustible Resources," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Bems, Rudolfs, and Philip Schellekens, 2007, "Finance and Convergence: What's Ahead for Emerging Europe?" IMF Working Paper 07/244 (Washington: International Monetary Fund).
- Berg, Andrew, Jonathan D. Ostry, and Jeromin Zettelmeyer, 2008, "What Makes Growth Sustained?" IMF Working Paper 08/59 (Washington: International Monetary Fund).
- Bordo, Michael, Alberto Cavallo, and Christopher M. Meissner, 2007, "Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization, 1880–1913," NBER Working Paper No. 13489 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Brooks, Robin, and Kenichi Ueda, 2005, "User Manual for the Corporate Vulnerability Utility" (non publié; Washington: International Monetary Fund).
- Catão, L.A.V., 2007, "Sudden Stops and Currency Drops: A Historical Look," in *The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises*, National Bureau of Economic Research Conference Report, ed. by S. Edwards, G. Esquivel, and G. Márquez (Chicago: University of Chicago Press), p. 243–89.
- Cheung, Y.-W., and X.W. Qian, 2007, "Hoarding of International Reserves: Mrs. Machlup's Wardrobe and the Joneses," CESifo Working Paper No. 2065 (Munich: Center for Economic Studies and Ifo Institute for Economic Research).
- Chinn, Menzie, and Hiro Ito, 2006, "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81 (October), p. 163–92. Disponible à l'adresse : www.web.pdx.edu/~ito.
- Chinn, Menzie D., and Eswar S. Prasad, 2003, "Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration," *Journal of International Economics*, Vol. 59 (January), p. 47–76.
- Chinn, Menzie, and Shang-Jin Wei, 2008, "A Faith-Based Initiative: Do We Really Know That a Flexible Exchange Rate Regime Facilitates Current Account Adjustment?" (non publié; Madison, Wisconsin:

- University of Wisconsin). See www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn_wei_ca.pdf.
- Claessens, Stijn, Neeltje Van Horen, Tugba Gurcanlar, and Joaquin Mercado Sapiain, 2008, "Foreign Bank Presence in Developing Countries 1995–2006: Data and Trends" (non publié; Washington: World Bank, March).
- Clemens, Michael A., and Jeffrey G. Williamson, 2004, "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870–1913," *Economic Journal*, Vol. 114, No. 495, p. 304–37.
- Duenwald, Christoph K., Nikolay Gueorguiev, and Andrea Schaechter, 2005, "Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine," IMF Working Paper 05/128 (Washington: International Monetary Fund).
- Edwards, Sebastian, 2007, "On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances," NBER Working Paper No. 12904 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Esteves, Rui Pedro, 2008, "Between Imperialism and Capitalism. European Capital Exports Before 1914" (non publié; Oxford, United Kingdom: Oxford University).
- Fonds monétaire international (FMI), 2007, *Euro Area: 2007, Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report No. 07/260 (Washington, July).
- Freund, Caroline, and Frank Warnock, 2005, "Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, the Harder They Fall?" NBER Working Paper No. 11823 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ghosh, Atish R., and Jonathan D. Ostry, 1995, "The Current Account in Developing Countries: A Perspective from the Consumption-Smoothing Approach," *World Bank Economic Review*, Vol. 9, No. 2, p. 305–33.
- Ghosh, Atish R., Marco Terrones, and Jeromin Zettelmeyer, 2008, "Exchange Rate Regimes and External Adjustment: New Answers to an Old Debate" (non publié; Washington: International Monetary Fund).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2007, "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle," CEPR Discussion Paper No. 6561 (London: Centre for Economic Policy Research, November).
- Gruber, Joseph W., and Steven B. Kamin, 2007, "Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26 (June), p. 500–22.
- Gruber, Joseph W., 2008, "Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?" International Finance Discussion Paper No. 923 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, March).
- Hausmann, Ricardo, Lant Pritchett, and Dani Rodrik, 2005, "Growth Accelerations," *Journal of Economic Growth*, Vol. 10 (December), p. 303–29.
- Herrmann, Sabine, and Axel Jochem, 2005, "Determinants of Current Account Developments in Central and East European EU Member States—Consequences for the Enlargement of the Euro Area," Economic Studies Discussion Paper No. 32 (Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank).
- Herrmann, Sabine, and Adalbert Winkler, 2008, "Real Convergence, Financial Markets, and the Current Account—Emerging Europe versus Emerging Asia," ECB Occasional Paper No. 88 (Frankfurt am Main: European Central Bank, June).
- Jeanne, Olivier, 2007, "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?" *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, p. 1–79.
- Kiefer, Nicholas M., 1988, "Economic Duration Data and Hazard Functions," *Journal of Economic Literature*, Vol. 26 (June), p. 646–79.
- Kozack, Julie, Douglas Laxton, and Krishna Srinivasan, à paraître, "Macroeconomic Implications of Sovereign Wealth Funds," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits," IMF Working Paper 07/202 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, à paraître, "Systemic Banking Crises: A New Database," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2007, "Europe and Global Imbalances," IMF Working Paper 07/144 (Washington: International Monetary Fund).

EXAMEN DES PERSPECTIVES PAR LE CONSEIL D'ADMINISTRATION, SEPTEMBRE 2008

Observations du Président par intérim du Conseil d'administration à l'issue de la séance consacrée aux Perspectives de l'économie mondiale, le 19 septembre 2008¹.

Perspectives et enjeux mondiaux

Les administrateurs constatent qu'après une période d'expansion de quatre ans, l'économie mondiale connaît un net ralentissement sous l'effet de plusieurs forces, notamment une crise financière profonde, un fléchissement de l'activité immobilière dans un certain nombre de pays avancés et, jusqu'à ces derniers mois, une envolée des prix des produits de base. De nombreux pays avancés sont au bord de la récession et les pays émergents voient aussi, dans l'ensemble, leur activité économique se ralentir. Pour l'avenir, les administrateurs s'accordent à penser que la persistance des tensions financières va peser lourdement sur les perspectives mondiales de croissance. Les défaillances d'emprunteurs continuant d'augmenter, les pressions qui s'exercent sur la position en capital des institutions financières vont demeurer exceptionnellement fortes. Le processus nécessaire de réduction du levier d'endettement sera donc difficile et long à mettre en œuvre, et l'accès au crédit sera très limité. Les administrateurs soulignent l'incertitude inhabituelle qui entoure les perspectives économiques mondiales et la difficulté de prédire l'ampleur du ralentissement de l'activité. Néanmoins, en supposant que les nombreuses initiatives actuellement prises par les pouvoirs publics parviennent à réduire les tensions affectant les marchés financiers et à

rétablir la confiance, les services du FMI estiment que les bilans encore relativement solides des entreprises non financières des pays avancés et la bonne tenue de la demande intérieure dans les pays émergents devraient soutenir l'amorce d'une reprise économique mondiale plus tard en 2009, à mesure que les effets de la flambée des prix des produits de base s'estomperont et que l'activité immobilière se stabilisera aux États-Unis.

Les administrateurs observent que l'incertitude qui entoure les perspectives économiques est exceptionnellement forte et que les risques sont manifestement baissiers. Le principal risque est celui d'une nouvelle détérioration des conditions financières et d'un allongement de la période d'ajustement des bilans. Les administrateurs sont conscients du fait que la crise financière n'est pas encore terminée, comme l'ont montré les événements des dernières semaines, et que d'autres perturbations importantes sont peut-être à venir. Les risques d'une chaîne de réactions encore plus négative entre le système financier et les secteurs réels des pays avancés ont augmenté, de même que ceux de plus fortes répercussions sur les marchés émergents. Un nouvel affaiblissement marqué des prix des produits de base pourrait aggraver encore le ralentissement de la croissance déjà perceptible dans plusieurs pays émergents exportateurs de ces produits.

Les administrateurs soulignent la complexité des problèmes auxquels les pouvoirs publics doivent faire face actuellement du fait de l'incertitude qui pèse sur l'avenir et des turbulences financières. Les pouvoirs publics des pays avancés devront, en premier lieu, s'attaquer de manière cohérente et systématique aux tensions des marchés financiers tout en ajustant leurs poli-

¹Le 3 octobre 2008, les services du FMI ont informé le Conseil d'administration des révisions apportées aux *Perspectives de l'économie mondiale* à la lumière de l'évolution intervenue sur les marchés mondiaux des capitaux et des produits de base depuis la séance du 19 septembre, et le présent résumé rend compte des mises à jour effectuées ainsi que des échanges de vues auxquels elles ont alors donné lieu.

tiques macroéconomiques pour trouver un juste équilibre entre le soutien de la croissance et la lutte contre l'inflation. Les autorités financières devraient continuer de viser en priorité à stabiliser les conditions financières, en évitant notamment les défaillances systémiques par l'injection de liquidités et une intervention rapide quand elle s'impose, tout en étant soucieuses d'éviter le risque d'effet pervers. Cela nécessitera probablement des actions gouvernementales d'envergure, bien coordonnées. Compte tenu de la raréfaction du crédit, de la crainte accrue du chômage, de la progression limitée des salaires et du fait que les anticipations inflationnistes restent bien ancrées, les services du FMI estiment possible un assouplissement monétaire dans les pays avancés à taux d'intérêt réels relativement plus élevés. Plusieurs autres administrateurs préconisent toutefois une approche prudente dans ce domaine en faisant ressortir les risques d'effets de second tour de la montée récente de l'inflation et la difficulté de maintenir les anticipations inflationnistes solidement ancrées. Sur le plan des politiques budgétaires, les administrateurs notent avec satisfaction le soutien opportun apporté à plusieurs économies. Ils rappellent cependant l'importance d'un assainissement à moyen terme et estiment donc que les initiatives budgétaires devraient se limiter à l'avenir à résoudre les problèmes financiers qui se posent.

En raison des baisses récentes des prix des produits de base et du ralentissement attendu de l'activité mondiale, les administrateurs s'attendent à ce que l'inflation globale s'atténue dans les pays émergents et les pays en développement. En d'autres termes, les politiques macroéconomiques pourraient rester inchangées dans un nombre croissant de ces pays, ou même être assouplies si les perspectives semblaient devoir encore se détériorer. De nombreux administrateurs constatent que les pressions inflationnistes sous-jacentes restent problématiques dans d'autres pays. Ils font observer que ceux-ci sont plus exposés au risque d'effets de second tour que les pays avancés du fait que les produits alimentaires et les combustibles y représentent une part plus importante des paniers de consommation et

qu'ils ont peu de capacités disponibles. De nombreux administrateurs estiment, en conséquence, que les pouvoirs publics de ces pays devraient tendre à durcir l'orientation générale de leurs politiques macroéconomiques. Ces administrateurs soulignent, en outre, que la politique monétaire devrait jouer le rôle pilote dans la stabilisation à court terme dans les pays pratiquant le ciblage de l'inflation et une gestion flexible du taux de change, tout en reconnaissant que les circonstances nationales diffèrent et que l'ouverture des marchés financiers peut poser des problèmes particuliers dans ces cas. Ils sont conscients des difficultés auxquelles doivent faire face les pays appliquant un régime de change très dirigé qui sont maintenant, en fait, en train d'importer des États-Unis une orientation accommodante de la politique monétaire, alors qu'ils continuent d'enregistrer une forte croissance et des excédents du compte courant. Un certain nombre d'administrateurs font remarquer qu'une plus grande flexibilité des taux de change serait utile dans certains cas en offrant la possibilité d'ajuster les conditions monétaires et de favoriser un rééquilibrage de la demande dans l'économie. Plusieurs autres administrateurs soulignent que le choix du régime de change est tributaire de plus vastes considérations et que, dans les pays à taux de change fixe, la politique budgétaire devrait mener le jeu en atténuant les pressions exercées par un excédent de la demande qui compromettent la viabilité de l'arrimage du taux de change. Plusieurs administrateurs estiment qu'un nouveau durcissement des politiques monétaires et budgétaires ne sera peut-être pas nécessaire du fait que l'inflation globale a des chances de s'atténuer prochainement et que le ralentissement de l'activité économique mondiale amortira les risques de surchauffe.

Pays avancés

Bien que l'économie américaine ait continué de croître à un rythme modéré au premier semestre de 2008, les administrateurs s'accordent à penser que l'activité va sans doute ralentir sensiblement au second semestre. Étant donné l'ins-

tabilité exceptionnelle des marchés financiers, la plupart des administrateurs s'attendent à une longue période de très faible croissance, suivie par une reprise progressive qui s'amorcerait ultérieurement en 2009. La relance serait induite par un renversement de tendance dans la consommation privée et l'investissement dans l'immobilier d'habitation sous l'effet de la stabilisation des prix des produits de base et du logement, encore que les conditions financières puissent rester tendues. Les administrateurs pensent que les pressions sous-jacentes sur les prix seront modérées à mesure que les capacités de réserve augmenteront au cours des prochains mois.

Dans ces conditions, les administrateurs reconnaissent que la politique monétaire accommodante menée par les autorités américaines jusqu'à présent a soutenu l'économie face aux tensions financières et à la poursuite de la correction du marché de l'immobilier. Ils estiment qu'un nouvel assouplissement ne devrait pas être exclu compte tenu de la dégradation des perspectives. Dans le même ordre d'idées, les mesures de soutien devraient être réduites une fois la reprise économique bien établie et les conditions financières stabilisées. Le plan de relance budgétaire a également donné un coup de fouet utile et opportun à l'activité. Toutefois, étant donné les problèmes budgétaires qui se posent à long terme, les nouvelles initiatives gouvernementales devraient principalement viser à apporter aux secteurs bancaire et immobilier le soutien nécessaire au maintien de la stabilité. Les administrateurs saluent la récente intervention dans les institutions financières spécialisées d'intérêt public, qu'ils considèrent comme une mesure importante pour assurer le maintien de l'accès au crédit immobilier tout en soulignant qu'une réforme fondamentale de ces institutions s'impose à moyen terme. D'une manière plus générale, ils notent avec satisfaction les nouveaux efforts déployés récemment par les autorités pour garantir une résolution harmonieuse de la crise en cours, sans perdre de vue la nécessité de maîtriser le risque d'effets pervers.

Les administrateurs constatent que l'activité économique a considérablement ralenti en Europe occidentale. La hausse des prix du pétrole

et des produits alimentaires a réduit les revenus réels disponibles, tandis que le durcissement des conditions financières a alourdi le coût des emprunts hypothécaires des ménages et ralenti l'investissement. Dans certains pays, le Royaume-Uni et l'Espagne en particulier, la faiblesse de l'immobilier a pesé lourdement sur l'activité économique. Bien que les banques européennes soient entrées dans la tourmente en position de force, elles ont été exposées, à des degrés divers, à des pertes sur leurs avoirs en actifs liés aux crédits hypothécaires américains, à une raréfaction des liquidités et à une détérioration de la qualité des crédits. Comme aux États-Unis, les institutions financières ont été ébranlées par les récents événements, et certaines d'entre elles ont dû être soutenues par les pouvoirs publics. Étant donné que l'effet de levier financier devra être davantage inversé pour rétablir la confiance, les administrateurs estiment que, dans l'ensemble, la situation du marché du crédit restera probablement tendue pendant encore quelque temps. La croissance devrait demeurer faible avant d'amorcer une reprise progressive plus tard, en 2009, à mesure que les marchés du crédit et les prix des produits de base se stabiliseront et que la confiance reviendra.

Avec la perspective d'un nouvel affaiblissement de l'activité économique et d'anticipations inflationnistes dans l'ensemble bien ancrées ainsi que de primes de risque élevées, de nombreux administrateurs estiment que les pressions inflationnistes se relâcheront à court terme, ce qui rendra possible un assouplissement des politiques monétaires. Soulignant les avantages de politiques fondées sur des règles et la nécessité d'un assainissement à moyen terme, les administrateurs encouragent à respecter scrupuleusement les cadres de politique budgétaire nationaux et de l'UE, ce qui devrait dissuader des plans de relance budgétaire, sauf si les risques de dégradation de la situation se concrétisent. En outre, un engagement résolu à agir de concert pour remédier aux difficultés du secteur financier contribuerait notablement à rétablir des conditions plus ordonnées sur les marchés financiers.

Les administrateurs constatent que les perspectives à court terme se sont détériorées pour le Japon. Bien que les conditions financières se soient moins durcies que dans les autres grandes économies, du fait de la moindre exposition des banques japonaises aux risques liés aux produits titrisés, les administrateurs s'attendent à ce que le niveau élevé des prix des produits alimentaires et des carburants et la plus faible croissance extérieure pèsent sur l'activité des consommateurs et des entreprises. La plupart des administrateurs estiment que, dans le contexte d'un affaiblissement de l'économie et d'une bonne maîtrise des pressions sous-jacentes sur les prix, l'orientation de la politique monétaire devrait rester accommodante. Pour la politique budgétaire, la priorité reste l'assainissement à moyen terme du fait du vieillissement rapide de la population et de l'accroissement de la dette publique — bien que l'on puisse laisser opérer les stabilisateurs automatiques en cas de forte détérioration de la conjoncture.

Pays émergents et pays en développement

La croissance devrait fléchir à court terme dans les pays émergents d'Asie, mais rester proche de son niveau tendanciel dans de nombreux cas. Les administrateurs soulignent, toutefois, qu'elle risque de plus en plus d'accuser un ralentissement plus marqué sous l'effet de l'intensification des tensions sur les marchés financiers et d'un fléchissement de l'activité économique plus fort que prévu chez les partenaires commerciaux. Par ailleurs, l'inflation pourrait rester élevée dans certains pays malgré la baisse récente des prix des produits de base du fait que les capacités disponibles ont été en grande partie absorbées. Les politiques des pays doivent donc être adaptées à leurs circonstances particulières qui sont diverses. La plupart des administrateurs estiment que les pays à régime de change très dirigé auraient avantage à passer à une gestion plus flexible du taux de change qui augmenterait les possibilités d'ajustement monétaire et favoriserait un rééquilibrage mondial. Les administrateurs soulignent en même temps que celui-ci

exigerait un ensemble de mesures appropriées et complémentaires et ne pourrait reposer uniquement sur des ajustements des taux de change. Une politique budgétaire restrictive pourrait permettre de réduire les craintes d'inflation, tandis que la poursuite des efforts d'assainissement des finances publiques reste une priorité importante pour d'autres pays de la région.

Les administrateurs font observer que les pays d'Amérique latine doivent faire face à la redoutable conjonction d'un ralentissement de l'activité, d'une instabilité financière et de pressions inflationnistes encore fortes. Tout en reconnaissant l'intensification des risques baissiers sur la croissance, principalement imputable à des facteurs extérieurs, de nombreux administrateurs soulignent que, dans un certain nombre de pays, la priorité reste la maîtrise de l'envolée de l'inflation. Bien qu'un durcissement des politiques ait été observé, notamment dans les pays pratiquant le ciblage de l'inflation, d'autres mesures seront probablement nécessaires dans certains pays où les taux d'intérêt réels sont devenus nettement négatifs et où l'action publique est en train de perdre de sa crédibilité. Les variations des prix internationaux du pétrole et des produits alimentaires devraient pouvoir être répercutées sur le marché intérieur en protégeant par ailleurs les pauvres au moyen de programmes ciblés.

Les administrateurs constatent qu'après une longue période d'expansion, l'activité économique a commencé à ralentir dans les pays émergents d'Europe, les pays baltes subissant de brutales corrections lorsque la forte expansion observée antérieurement a commencé à s'essouffler. Quelques pays qui accusent d'importants déficits courants pourraient être vulnérables à une inversion des flux de capitaux. La maîtrise des tensions inflationnistes reste également un sujet de préoccupation, surtout dans les pays du Sud-Est de l'Europe. Cela souligne l'importance de l'application de politiques macroéconomiques visant à assurer un «atterrissage en douceur» ainsi que de mesures prudentielles et réglementaires destinées à réduire la vulnérabilité des bilans.

La croissance du PIB réel reste forte dans la Communauté des États indépendants, où elle

est soutenue par des gains liés à l'évolution des termes de l'échange et par des politiques macroéconomiques expansionnistes, bien que les conditions extérieures se dégradent notablement pour plusieurs pays. Les administrateurs s'accordent à penser qu'une action gouvernementale plus forte est nécessaire dans de nombreux pays de la région pour juguler la montée des tensions inflationnistes et traiter le problème des pressions extérieures. Une intervention d'envergure des pouvoirs publics devrait inclure à la fois un resserrement monétaire et un assouplissement du taux de change, parallèlement à une orientation prudente de la politique budgétaire. Les administrateurs soulignent qu'à plus long terme, la région devrait continuer de se rendre moins vulnérable aux variations des prix des produits de base en diversifiant son économie pour la rendre moins tributaire des produits primaires.

Les administrateurs constatent avec satisfaction qu'en Afrique subsaharienne la croissance devrait résister au ralentissement mondial, mais ils se disent préoccupés par l'effet qu'aura sur la pauvreté la récente envolée des prix des produits alimentaires et des carburants ainsi que par les risques de ralentissement des entrées de capitaux et d'investissements. Les pays de cette région qui sont exportateurs de pétrole doivent faire face au problème que pose la gestion des gains exceptionnels résultant du niveau élevé des prix des produits de base. Plusieurs pays importateurs de pétrole dont les positions budgétaire et extérieure ont été affaiblies par le choc négatif des termes de l'échange devront durcir leurs politiques macroéconomiques, tandis qu'un soutien accru sera indispensable de la part des donateurs pour aider les pays à faible revenu à faire face aux cours élevés des produits de base.

Les administrateurs constatent qu'au Moyen-Orient, l'activité continue de croître à un rythme soutenu, portée par l'enchérissement du pétrole, l'amélioration du climat des affaires et l'accroissement des dépenses publiques dans les pays exportateurs de pétrole. Les tensions inflationnistes restent fortes ou se sont considérablement accrues. Les administrateurs recommandent de concentrer les dépenses publiques sur les infra-

structures pour remédier aux goulets d'étranglement de l'offre, et quelques-uns avertissent que la montée des tensions inflationnistes pourrait pousser à maîtriser davantage les dépenses courantes pour contrebalancer la forte croissance de la demande privée. Quelques administrateurs suggèrent que certains pays envisagent de détacher leur monnaie de la devise américaine. Les administrateurs soulignent en même temps qu'il faut continuer de renforcer les cadres macroéconomiques et poursuivre les réformes structurelles qui sont déterminantes pour les perspectives de la région à moyen terme. Des réformes du secteur financier seraient importantes pour mettre en place des systèmes financiers pouvant soutenir une croissance élevée et durable et une politique monétaire plus indépendante.

Autres questions

S'agissant des tensions observées sur les marchés financiers, les administrateurs soulignent que les objectifs immédiats sont de sauvegarder la stabilité financière, de rétablir de robustes bilans financiers en encourageant la reconstitution des fonds propres et de se protéger contre les défaillances systémiques en fournissant des liquidités et en intervenant si besoin est. Ils soulignent que cela nécessitera des actions gouvernementales d'envergure, bien coordonnées. À plus longue échéance, des efforts déterminés seront nécessaires pour asseoir l'intermédiation financière sur des bases plus solides en tirant les leçons des faiblesses révélées par les turbulences actuelles. Il faut notamment viser à assurer une gestion des risques plus efficace et plus solide par les diverses institutions, mettre au point de nouvelles techniques de titrisation pour améliorer les incitations et renforcer les systèmes comptables et les systèmes de notation pour améliorer la transparence. Il sera aussi important de renforcer les approches de la gestion et de la résolution des crises, entre autres, en précisant le rôle des divers organismes publics, en consolidant les systèmes de garantie des dépôts et en veillant à mettre en place des moyens d'intervention appropriés tout en ayant soin d'éviter d'aggraver le risque d'effet pervers.

Dans nombre de ces domaines, mais surtout pour prévenir, gérer et résorber les tensions financières, une coordination transnationale sera indispensable, compte tenu de l'intégration croissante des institutions et des marchés financiers.

Les administrateurs estiment dans l'ensemble qu'il serait bon d'ajouter une dimension macroéconomique au cadre prudentiel du secteur financier pour contrebalancer le caractère intrinsèquement procyclique de la création de crédits. De nombreux administrateurs sont favorables à la possibilité d'élargir le cadre des politiques monétaires pour permettre d'intervenir «en contretendance» de l'évolution des prix des actifs. Un certain nombre d'autres administrateurs font toutefois ressortir les difficultés que cela implique et doutent des avantages qui pourraient en résulter.

Les administrateurs soulignent qu'une action multilatérale concertée sera cruciale pour alléger durablement les tensions sur les marchés financiers et les marchés des produits de base. De nombreux administrateurs approuvent les conclusions de l'analyse des services du FMI figurant au chapitre 3, selon lesquelles il n'est guère manifeste que le plus grand intérêt manifesté par les investisseurs pour les produits de base comme nouvelle catégorie d'actifs ou la spéculation aient eu un effet systématique ou durable sur les prix, même si les variations de l'humeur des marchés ont pu contribuer à la dynamique des prix à court terme. Quelques administrateurs ont toutefois d'autres questions et demandent un complément d'analyse à partir de données plus affinées. Les administrateurs estiment qu'il faudrait privilégier des politiques visant à encourager de plus fortes réactions de l'offre et de la demande pour améliorer l'équilibre des marchés tout en évitant des mesures susceptibles d'en aggraver les tensions à court terme.

Les administrateurs soulignent que la stratégie multilatérale approuvée par le Comité monétaire et financier international en 2005 et précisée lors des consultations multilatérales sur les déséquilibres mondiaux en 2006 et 2007 reste pertinente, mais qu'elle devrait être appliquée avec souplesse. Dans ce contexte, ils reconnaissent que les questions liées aux déséquilibres mondiaux évoluent. L'as-

sainissement des finances publiques américaines reste un objectif essentiel à moyen terme, mais les mesures de relance budgétaire contracycliques et le soutien public apporté aux secteurs immobilier et financier ont été justifiés pour atténuer le ralentissement actuel de l'activité et stabiliser les marchés. De leur côté, la zone euro et le Japon devraient activer la mise en œuvre des réformes des marchés des produits et du travail pour accroître le potentiel de croissance de leur économie. La Chine doit consolider les progrès réalisés dans la stimulation de la demande intérieure et continuer à contribuer au redressement des déséquilibres mondiaux. Le récent accroissement des excédents des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient est la contrepartie inévitable de l'enchérissement du pétrole, compte tenu de l'insuffisance des capacités d'absorption, et il semble que le recyclage des excédents au profit des pays importateurs ait, d'une manière générale, bien fonctionné jusqu'à présent. Il sera néanmoins important d'assurer un environnement transparent et ouvert pour les flux de capitaux, notamment en achevant la mise au point d'un ensemble de bonnes pratiques pour les fonds souverains. L'analyse des services du FMI montre que de nouveaux progrès — encore qu'inégaux — ont été réalisés sur la voie d'un réaligement des grandes devises mondiales. L'évolution du taux de change effectif réel du dollar américain est maintenant jugée, dans l'ensemble, en rapport avec les paramètres fondamentaux à moyen terme, ce qui devrait contribuer à réduire le déficit courant des États-Unis. Le réaligement du dollar est toutefois principalement imputable à sa dépréciation par rapport à l'euro plutôt que par rapport aux devises des grands pays enregistrant un excédent du solde des transactions courantes. En outre, le taux de change effectif réel de l'euro reste plutôt fort par rapport aux paramètres fondamentaux. Les administrateurs notent que les services du FMI estiment que le taux de change de la devise chinoise est encore nettement sous-évalué. Il est important, au stade actuel, de résister aux pressions protectionnistes et d'avancer sur la voie de la libéralisation multilatérale des échanges, en débloquent le cycle de Doha.

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 2008–09 et celles du scénario à moyen terme pour la période 2010–13. 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 fin octobre 2008. Par souci de commodité uniquement, les chiffres portant sur 2008 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 18 août–15 septembre 2008. Pour 2008 et 2009, ces hypothèses se traduisent par les taux moyens de conversion suivants : 1,596 et 1,567 pour le taux dollar/DTS, 1,52 et 1,50 pour le taux dollar/euro, et 106,5 et 108,3 pour le taux dollar/yen, respectivement.

Le *prix du baril de pétrole* sera en moyenne de 107,25 dollars en 2008 et de 100,50 dollars en 2009.

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 avancés sont décrites dans l'encadré A1.

S'agissant des *taux d'intérêt*, le taux interbancaire offert à Londres à six mois en dollars EU s'établira en moyenne à 3,2 % en 2008 et à 3,1 % en 2009; le taux moyen des dépôts à trois mois en euros se chiffrera à 4,8 % en 2008 et à 4,2 % en 2009, tandis que le taux moyen des dépôts à six mois au Japon sera de 1,0 % en 2008 et de 1,2 % en 2009.

En ce qui concerne l'euro, le Conseil de l'Union européenne a décidé le 31 décembre 1998 qu'à compter du 1^{er} janvier 1999, les taux de conversion des monnaies des États membres qui ont adopté l'euro sont irrévocablement fixés comme suit :

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*.

1 euro = 1,95583	deutsche mark
= 340,750	drachmes grecques ¹
= 200,482	escudos portugais
= 2,20371	florins néerlandais
= 40,3399	francs belges
= 6,55957	francs français
= 40,3399	francs luxembourgeois
= 1.936,27	lires italiennes
= 0,42930	lire maltaise ²
= 0,585274	livre chypriote ³
= 0,787564	livre irlandaise
= 5,94573	marks finlandais
= 166,386	pesetas espagnoles
= 13,7603	schillings autrichiens
= 239,640	tolars slovéniens ⁴

¹Taux de conversion établi le 1^{er} janvier 2001.

²Taux de conversion établi le 1^{er} janvier 2008.

³Taux de conversion établi le 1^{er} janvier 2008.

⁴Taux de conversion établi le 1^{er} janvier 2007.

Encadré A1. Hypothèses de politique économique retenues pour les projections relatives à un échantillon de pays

Les *hypothèses de politique budgétaire* à court terme retenues dans les *Perspectives de l'économie mondiale* reposent sur les budgets annoncés par les autorités et corrigés des différences entre les hypothèses macroéconomiques et les projections de résultats budgétaires effectifs des services du FMI et celles 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 indiquées ci-après ont été adoptées pour certaines économies avancées (voir aussi les tableaux B5–B7 de l'appendice statistique pour des données sur les soldes budgétaires et structurels)¹.

États-Unis. Les projections budgétaires s'appuient sur le budget de l'exercice 2009 et sa révision de mi-session. Elles ne tiennent pas compte de l'effet des toutes dernières interventions de l'État sur les marchés financiers, mais seulement de l'apport de fonds aux institutions financières spécialisées d'intérêt public, dont

¹L'écart de production correspond à la production effective diminuée de la production potentielle, en pourcentage de cette dernière. Le solde structurel, qui est exprimé en pourcentage de la production potentielle, est celui qui serait enregistré si la production effective et la production potentielle coïncidaient; 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 budgétaire. 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 dette brute moins les actifs financiers des administrations publiques, les quels 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.

le montant a été estimé en juillet 2008 à 25 milliards de dollars par le Congressional Budget Office (CBO). Des ajustements sont pratiqués pour tenir compte des différences dans les projections macroéconomiques et les hypothèses des services du FMI concernant 1) les dépenses de défense nationale supplémentaires sur la base de l'analyse du CBO, 2) la réduction plus lente de la croissance des dépenses discrétionnaires, et 3) un allègement soutenu de l'impôt minimum de remplacement au-delà de l'exercice 2009. Les projections supposent également que les économies proposées dans Medicare ne sont réalisées qu'en partie et que les comptes de retraite personnels ne sont pas mis en place.

Japon. Les projections budgétaires à moyen terme supposent que les dépenses et les recettes des administrations publiques (hors sécurité sociale) sont ajustées de façon à atteindre l'objectif actuel du gouvernement de parvenir à l'équilibre du solde primaire (hors sécurité sociale) d'ici le début de l'exercice 2011.

Allemagne. Les projections tiennent compte des mesures annoncées dans la mise à jour du programme sur la stabilité de 2007. Les projections pour 2008 comprennent une perte de recettes due à l'application de la réforme de l'impôt sur les sociétés et à une réduction des taux de contribution à la sécurité sociale (assurance chômage). À moyen terme, on assiste à une accélération des dépenses de santé due au fait que la population vieillit et qu'aucune mesure n'a été prise pour réformer le système des soins de santé.

France. Pour 2008, les projections budgétaires se fondent sur la loi de finances, et prévoient une accélération des dépenses de sécurité sociale due en grande partie aux augmentations plus fortes que prévu des dépenses de santé. Les projections à moyen terme reflètent les prévisions des recettes fiscales des autorités, mais reposent sur des hypothèses différentes concernant les dépenses (baisse moins prononcée) et les recettes non fiscales, conformément à une hypothèse de politique inchangée.

Italie. Pour 2009, la projection se fonde sur l'évaluation du paquet budgétaire réalisée par les services du FMI avant l'adoption du budget 2009 en août 2008. Pour 2010–13, on prévoit un solde structurel primaire constant.

Royaume-Uni. Les projections de recettes à moyen terme sont conformes aux hypothèses macroéconomiques des services du FMI. Les projections de dépenses supposent qu'à la suite du rééquilibrage, prévu dans le budget 2008, la part des dépenses en pourcentage du PIB se maintiendra jusqu'en 2012–13.

Canada. Les projections s'appuient sur les prévisions de référence du budget fédéral pour 2008 et du bilan économique de 2007. Les services du FMI y apportent certains ajustements pour prendre en compte certaines différences des projections macroéconomiques. Les projections du FMI incluent également les données les plus récentes de Statistique Canada, y compris les chiffres des budgets provinciaux et territoriaux jusqu'à la fin du premier trimestre de 2008.

Australie. Les projections budgétaires jusqu'à la fin de 2011/12 reposent sur le budget publié en mai 2008. Les services du FMI supposent que la politique budgétaire demeure inchangée pour le reste de la période.

Autriche. Les projections pour 2008 sont fondées sur les politiques en vigueur. Pour le moyen terme, les hypothèses concernant la politique budgétaire tiennent compte des mesures annoncées, telles les baisses d'impôts, dont l'application est jugée probable.

Belgique. Les projections pour 2008 sont des estimations des services du FMI fondées sur le budget 2008 voté par le Parlement en mai 2008 et ajustées en fonction des hypothèses macroéconomiques. Les projections pour 2009 sont des estimations des services du FMI, ajustées en fonction des hypothèses macroéconomiques et supposant le maintien des politiques en vigueur.

Brésil. Les projections budgétaires pour 2008 tiennent compte des dispositions de la loi sur

les orientations budgétaires et des déclarations récentes des autorités concernant les politiques envisagées. Pour le reste de la période de projection, les services du FMI supposent que la politique sera inchangée et qu'il y aura une nouvelle augmentation de l'investissement public conforme aux intentions des autorités.

Chine. Les projections pour 2008 reposent sur les estimations et les données des services du FMI pour les trois premiers mois, avec des ajustements pour tenir compte de la définition du solde budgétaire global établie par le FMI. Pour 2009–13, les projections des services du FMI supposent que les dépenses — notamment celles consacrées aux secteurs sociaux — augmenteront, et que le déficit restera plus ou moins à son niveau projeté (environ 1 % du PIB).

Corée. Les projections budgétaires reflètent le budget 2008 et le budget quinquennal à moyen terme pour 2009–13, après ajustement pour tenir compte des mesures annoncées depuis l'adoption du budget ainsi que des hypothèses et des projections macroéconomiques des services du FMI.

Danemark. Les projections pour 2008 et 2009 sont alignées sur les plus récentes estimations budgétaires officielles, ajustées le cas échéant pour tenir compte des hypothèses macroéconomiques des services du FMI. Pour 2009–13, les projections incluent les principaux éléments du précédent programme budgétaire à moyen terme, tels qu'énoncés dans le programme de convergence soumis en novembre 2007 à l'Union européenne. Les projections supposent que le budget passera de sa position excédentaire initiale à une position proche de l'équilibre. Cette évolution est conforme aux projections des autorités qui prévoient de combler l'écart de production à moyen terme; elle est également conforme aux objectifs de viabilité budgétaire à long terme et de réduction de la dette.

Espagne. Jusqu'à la fin de l'exercice 2010, les projections sont fondées sur le budget 2008 et les mesures prévues dans le programme de

Encadré A1 (fin)

stabilité actualisé des autorités pour 2007–10, ajustées sur la base des hypothèses macroéconomiques des services du FMI, d'informations tirées de publications statistiques récentes et les annonces officielles. Pour les exercices suivants, il est supposé qu'aucune modification n'a été apportée.

Grèce. Les projections reposent sur le budget 2008, le dernier programme de stabilité et les autres prévisions et données fournies par les autorités.

Inde. Les estimations pour 2007 reposent sur les données relatives à l'exécution du budget. Les projections pour 2008 et au-delà reposent sur les informations disponibles ayant trait aux programmes budgétaires des autorités, avec certains ajustements pour tenir compte des hypothèses des services du FMI.

Mexique. Les projections budgétaires pour 2008 sont fondées sur le budget des autorités et prennent aussi en compte l'augmentation des cours du pétrole par rapport au niveau prévu dans le budget. Pour 2009 et au-delà, les projections reposent sur les calculs des services du FMI et sont conformes à la loi de responsabilité budgétaire de l'État fédéral, qui exige un solde global de zéro selon la définition traditionnelle du solde budgétaire.

Nouvelle-Zélande. Les projections budgétaires jusqu'à la fin de 2011/12 reposent sur le budget 2008 publié en mai 2008. Pour le reste de la période couverte par les projections, les services du FMI supposent que la politique est inchangée. Les comptes budgétaires ont été adaptés aux principes comptables généralement reconnus à compter de l'exercice 2006/07, ce qui fait que la comparaison historique des données est impossible.

Pays-Bas. Les projections budgétaires s'appuient sur le budget 2007, le dernier programme de stabilité et d'autres prévisions des autorités.

Portugal. Les projections budgétaires pour 2008–2010 reposent sur l'hypothèse du maintien des politiques spécifiées dans le rapport

2008 sur l'orientation de la politique budgétaire. Elles prennent en compte les économies qui seront réalisées grâce aux réformes déjà engagées (par exemple celle du système de sécurité sociale et de l'administration du secteur public). Au-delà de 2011, la poursuite du rééquilibrage budgétaire ne fait plus partie des hypothèses et le solde primaire structurel reste inchangé.

RAS de Hong Kong. Les projections budgétaires pour 2007–10 sont conformes à la stratégie à moyen terme énoncée dans le budget 2007/08; les projections pour 2011–13 reposent sur les hypothèses qui sous-tendent le scénario macroéconomique à moyen terme des services du FMI.

Russie. Les projections budgétaires sont fondées sur le budget 2008, le projet de budget à moyen terme des autorités pour 2009–11 et, au-delà, le plafond du déficit hors pétrole de l'État fédéral imposé par le code budgétaire. Pour ce qui est des dépenses, les différences entre les projections des services du FMI et celles des autorités russes pour 2009 et au-delà s'expliquent essentiellement par les différences entre les hypothèses concernant le PIB réel, l'inflation et les recettes.

Singapour. Pour l'exercice 2007/08, les projections des dépenses reposent sur les chiffres du budget, alors que les projections des recettes reflètent les estimations de l'effet des nouvelles mesures, y compris une hausse de la taxe sur les biens et services, par les services du FMI. Les projections des recettes à moyen terme supposent que les plus-values sur les réserves budgétaires seront incluses dans le revenu d'investissement.

Suède. Les projections budgétaires ont été établies à partir de la Loi de finances 2009 (avril 2008), avec des ajustements pour tenir compte des données budgétaires à venir et du point de vue des services du FMI concernant le contexte macroéconomique.

Suisse. Les projections pour 2008–13 reposent sur les calculs des services du FMI, qui

prévoient des mesures visant à rétablir l'équilibre des comptes fédéraux et à renforcer les finances de la sécurité sociale.

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, 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 potentiel et que les capacités inemployées sont importantes. En conséquence, on suppose que le taux interbancaire offert à Londres sur les dépôts en dollars à six mois sera en moyenne de 3,2 % en 2008 et de 3,1 % en 2009 (voir tableau 1.1). Le taux moyen des dépôts en euros à trois mois devrait être de 4,8 % en 2008 et de 4,2 % en 2009. Le taux des dépôts en yen à six mois devrait être en moyenne de 1,0 % en 2008 et de 1,2 % en 2009.

Modifications récentes

Aucun changement n'a été apporté dans cette édition des *Perspectives*.

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 183 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 aussi 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.

Avec la refonte du *Système de comptabilité nationale 1993 (SCN)* normalisé des Nations Unies, de la cinquième édition du *Manuel de*

la balance des paiements (MBP5), du *Manuel de statistiques monétaires et financières* et du *Manuel de statistiques de finances publiques 2001* du FMI, les normes de statistique et d'analyse économiques ont été considérablement améliorées¹. Le FMI a travaillé activement à tous ces projets, et plus particulièrement au *Manuel de la balance des paiements*, au *Manuel de statistiques monétaires et financières* et au *Manuel de statistiques de finances publiques*, qui 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. Les statistiques nationales ont commencé véritablement à être adaptées aux nouvelles définitions. Il faut toutefois noter que l'ensemble des statistiques ne peut être pleinement conforme à ces définitions que si les statisticiens nationaux

¹Banque mondiale, Commission des Communautés européennes, Fonds monétaire international, Organisation de coopération et de développement économiques et Organisation des Nations Unies, *Système de comptabilité nationale 1993* (Washington, Bruxelles/Luxembourg, Paris et New York, 1993); Fonds monétaire international, *Manuel de la balance des paiements*, cinquième édition (Washington, 1993); Fonds monétaire international, *Manuel des statistiques monétaires et financières* (Washington, 2000); et Fonds monétaire international, *Manuel de statistiques de finances publiques* (Washington, 2001).

communiquent les données révisées en conséquence. Pour le moment, les estimations des *Perspectives* ne sont que partiellement adaptées aux définitions des nouveaux manuels.

Conformément aux améliorations apportées récemment aux normes de publication des statistiques économiques, plusieurs pays ont abandonné leur méthode traditionnelle de calcul des variables macroéconomiques 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*. Les récents changements radicaux de la structure de ces économies ont obligé ces pays à réviser leur méthode de calcul du PIB réel et de la croissance. L'adoption d'une méthode à bases enchaînées, qui utilise les prix courants, permet aux pays de mesurer la croissance du PIB plus précisément en éliminant les biais à la hausse dans les nouvelles données². À l'heure actuelle, les données macroéconomiques réelles pour l'Albanie, l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, l'Azerbaïdjan, la Belgique, la Bulgarie, le Canada, Chypre, le Danemark, l'Espagne, l'Estonie, les États-Unis, la Finlande, la France, la Géorgie, la Grèce, la RAS de Hong Kong, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Kazakhstan, la Lituanie, le Luxembourg, Malte, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République tchèque, le Royaume-Uni, la Russie, la Slovénie, la Suède, la Suisse et la zone euro sont calculées selon la méthode à bases enchaînées. Cependant, les données avant 1996 (Albanie), 1994 (Azerbaïdjan), 1991 (Allemagne), 1995 (Belgique), 2000 (Bulgarie), 1995 (Chypre), 1995 (Espagne), 2001 (Estonie), 1996 (Géorgie), 2000 (Grèce), 1995 (Irlande), 1990 (Islande), 1994 (Japon), 1994 (Kazakhstan), 1995 (Luxembourg), 2000 (Malte), 1995 (Pologne), 1995 (République tchèque), 1995 (Russie), 1995 (Slové-

²Charles Steindel, 1995, «Chain-Weighting: The New Approach to Measuring GDP», *Current Issues in Economics and Finance* (Banque fédérale de réserve de New York), vol. 1 (décembre).

nie) et 1995 (zone euro) sont basées sur des comptes nationaux non révisés et susceptibles d'être révisés.

Les pays membres de l'Union européenne ont adopté un système de comptabilité nationale harmonisé connu sous le nom de SEC-95, qui est utilisé pour toutes les données antérieures à 1995. Les autorités nationales ont progressé dans la présentation sur cette base des données antérieures à cette date, mais la révision n'est pas achevée dans certains cas, ce qui a amené à ajuster soigneusement certaines données rétrospectives des *Perspectives* afin d'éviter des ruptures de séries. En conséquence, les comptes nationaux de l'Union européenne antérieurs à 1995 doivent être utilisés avec précaution tant que les services nationaux des statistiques n'auront pas achevé la révision des données rétrospectives. (Voir l'encadré 1.2, «Révisions des méthodes de la comptabilité nationale» de l'édition de mai 2000 des *Perspectives*.)

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 composés³. Les moyennes sont des moyennes arithmétiques pondérées, sauf en ce qui concerne l'inflation et l'expansion monétaire dans le groupe des pays émergents et en développement, 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 EU sur la base des cours de change (moyenne des trois années précédentes) et exprimé en pourcentage du PIB du groupe de pays considéré.

³Les 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.

- 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 à parité de pouvoir d'achat (PPA) et exprimé en pourcentage du PIB mondial ou de celui du groupe considéré⁴.
- Les chiffres composites portant sur les données de l'économie intérieure pour la zone euro (il s'agit des quinze 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 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 données relatives à l'économie extérieure, les chiffres composites représentent la somme des données pour chaque pays, après conversion en dollars EU 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 EU. Toutefois, en ce qui concerne 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 EU de leurs exportations ou importations respectives exprimées en pourcentage des exportations ou des importations au

⁴Voir 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 and 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), p. 106–23.

niveau mondial ou pour le groupe considéré (enregistrées l'année précédente).

Dans le cas des pays d'Europe centrale et orientale, les transactions extérieures exprimées en monnaies non convertibles (jusqu'à la fin de 1990) sont converties en dollars EU aux taux implicites dollar EU/rouble obtenus sur la base du taux de change de la monnaie de chaque pays en dollar EU et en rouble.

Toutes les données se rapportent à des années civiles, sauf pour les pays suivants, pour lesquels il s'agit des exercices budgétaires : Australie (juillet/juin), Égypte (juillet/juin), Haïti (octobre/septembre), République islamique d'Iran (mars/février), Maurice (juillet/juin), Myanmar (avril/ mars), Népal (juillet/juin), Nouvelle-Zélande (juillet/juin), Pakistan (juillet/juin), Samoa (juillet/juin), et Tonga (juillet/juin).

Classification des pays

Résumé

Les pays sont répartis en deux groupes principaux : pays avancés, et pays émergents et en développement⁵. 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 la classification par sous-groupes types, avec le nombre de pays appartenant à chaque sous-groupe ainsi que leur part moyenne respective, en l'an 2007, du PIB global calculé à PPA, des exportations de biens et de services et de la population mondiale.

Un certain nombre de pays ne figurent pas actuellement dans cette classification. Il s'agit soit de pays qui ne sont pas membres du FMI, lequel ne suit pas l'évolution de leur économie, soit de

⁵Dans 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 aussi à certaines entités territoriales qui ne sont pas des États, mais qui établissent indépendamment des statistiques distinctes.

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 2007¹
(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
Pays avancés	31	100,0	56,3	100,0	66,2	100,0	15,2
États-Unis		37,9	21,3	14,5	9,6	30,7	4,7
Zone euro	15	28,6	16,1	44,3	29,4	32,3	4,9
Allemagne		7,7	4,3	13,9	9,2	8,4	1,3
France		5,6	3,2	6,1	4,0	6,3	1,0
Italie		4,9	2,8	5,4	3,6	6,0	0,9
Espagne		3,7	2,1	3,4	2,3	4,6	0,7
Japon		11,7	6,6	7,1	4,7	13,0	2,0
Royaume-Uni		5,9	3,3	6,5	4,3	6,2	0,9
Canada		3,5	2,0	4,4	2,9	3,3	0,5
Autres pays avancés	12	12,5	7,0	23,2	15,3	14,4	2,2
<i>Pour mémoire</i>							
Principaux pays avancés	7	77,2	43,5	57,9	38,3	73,8	11,2
Nouvelles économies industrielles d'Asie	4	6,6	3,7	13,4	8,9	8,4	1,3
		Pays émergents et en développement	Monde	Pays émergents et en développement	Monde	Pays émergents et en développement	Monde
Pays émergents et en développement	141	100,0	43,7	100,0	33,8	100,0	84,8
Par région							
Afrique	47	6,8	3,0	7,4	2,5	15,0	12,7
Afrique subsaharienne	44	5,3	2,3	5,5	1,9	13,6	11,5
Afrique du Sud et Nigéria non compris	42	2,8	1,2	2,8	0,9	10,1	8,6
Europe centrale et orientale	13	9,3	4,0	13,6	4,6	3,2	2,8
Communauté des États indépendants ²	13	10,2	4,5	10,2	3,4	5,1	4,3
Russie		7,3	3,2	6,8	2,3	2,6	2,2
Asie, pays en développement d'	23	46,1	20,1	39,3	13,3	62,3	52,9
Chine		24,8	10,8	23,2	7,8	24,0	20,4
Inde		10,5	4,6	4,1	1,4	21,2	18,0
Chine et Inde non comprises	21	10,8	4,7	12,1	4,1	17,1	14,5
Moyen-Orient	13	8,7	3,8	14,3	4,8	4,3	3,7
Hémisphère occidental	32	18,9	8,3	15,1	5,1	10,0	8,5
Brésil		6,4	2,8	3,2	1,1	3,4	2,9
Mexique		4,7	2,1	5,0	1,7	1,9	1,6
Classification analytique							
Source des recettes d'exportation							
Combustibles	24	19,3	8,4	26,8	9,1	11,0	9,4
Autres produits	117	80,7	35,2	73,2	24,7	89,0	75,5
Dont : produits primaires	20	1,7	0,7	2,1	0,7	4,0	3,4
Source de financement extérieur							
Pays débiteurs (net)	116	55,1	24,1	47,1	15,9	64,8	55,0
Dont : financement public	30	3,4	1,5	2,4	0,8	10,6	9,0
Situation du service de la dette							
Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2002 et 2006	49	9,7	4,3	6,9	2,3	17,1	14,5
Autres pays débiteurs (net)	67	45,3	19,8	40,3	13,6	47,7	40,5
Autres groupes							
Pays pauvres très endettés	31	1,8	0,8	1,2	0,4	8,4	7,1
Moyen-Orient et Afrique du Nord	19	10,5	4,6	16,4	5,6	6,5	5,5

¹ 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.

² 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 B. Pays avancés classés par sous-groupes

Principales zones monétaires	Autres sous-groupes					
	Zone euro		Nouvelles économies industrielles d'Asie	Principaux pays avancés	Autres pays avancés	
États-Unis	Allemagne	Irlande	Corée	Allemagne	Australie	Norvège
Zone euro	Autriche	Italie	Hong Kong (RAS) ¹	Canada	Corée	Nouv.-Zélande
Japon	Belgique	Luxembourg	Singapour	États-Unis	Danemark	Singapour
	Chypre	Malte	Taiwan, province chinoise de	France	Hong Kong (RAS) ¹	Suède
	Espagne	Pays-Bas		Italie	Islande	Suisse
	Finlande	Portugal		Japon	Israël	Taiwan, province chinoise de
	France	Slovénie		Royaume-Uni		
	Grèce					

¹Le 1^{er} 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.

pays pour lesquels il n'a pas encore établi une base de données complète. En raison du manque de données, les chiffres composites n'incluent pas les pays ci-après : République islamique d'Afghanistan, Bosnie-Herzégovine, Brunéi Darussalam, Érythrée, Iraq, Libéria, Monténégro, Serbie, Somalie, Timor-Leste et Zimbabwe. Cuba et la République populaire démocratique de Corée sont des exemples de pays non membres du FMI, tandis que Saint-Marin, parmi les pays avancés, et Aruba, les Îles Marshall, les États fédérés de Micronésie, et Palaos, parmi les pays en développement, sont des exemples de pays pour lesquels une base de données n'a pas été établie.

Caractéristiques générales et composition des différents groupes de pays

Pays avancés

Le tableau B donne la composition du groupe des pays avancés (31 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 quinze pays membres de la *zone euro* et les quatre *nouvelles économies industrielles d'Asie* constituent trois 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.

À partir de 1991, les données relatives à l'*Allemagne* se rapportent à l'Allemagne de l'Ouest et aux Länder de l'Est (c'est-à-dire l'ex-République démocratique allemande). Pour les années antérieures à 1991, on ne dispose pas de données économiques uniformes ou entièrement comparables. Dans les tableaux où les données sont exprimées en pourcentage de variation annuelle, elles portent donc sur l'Allemagne de l'Ouest jusqu'à la fin de 1991, et sur l'Allemagne unifiée à partir de 1992. En général, les données sur les comptes nationaux et l'activité économique et financière intérieure se rapportent uniquement à l'Allemagne de l'Ouest jusqu'à la fin de 1990, tandis que les données relatives à l'administration centrale et à la balance des paiements se rapportent à l'Allemagne de l'Ouest jusqu'à la fin de juin 1990 et à l'Allemagne unifiée par la suite.

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*.

Tableau C. Union européenne

Allemagne	Estonie	Lettonie	Rép. slovaque
Autriche	Finlande	Lituanie	Rép. tchèque
Belgique	France	Luxembourg	Roumanie
Bulgarie	Grèce	Malte	Royaume-Uni
Chypre	Hongrie	Pays-Bas	Slovénie
Danemark	Irlande	Pologne	Suède
Espagne	Italie	Portugal	

Tableau D. Moyen-Orient et pays d'Afrique du Nord

Algérie	Émirats arabes unis	Liban	République arabe syrienne
Arabie Saoudite	Iran, Rép. islam. d'	Libye	Soudan
Bahreïn	Jordanie	Maroc	Tunisie
Djibouti	Koweït	Mauritanie	Yémen, Rép. du
Égypte		Oman	
		Qatar	

Pays émergents et en développement

Le groupe des pays émergents et en développement (141 pays) rassemble tous les pays qui ne sont pas des pays avancés.

La *ventilation régionale* des pays émergents et en développement est conforme dans l'ensemble à celle de la publication du FMI *Statistiques financières internationales (SFI)* — *Afrique, Asie en développement, Communauté des États indépendants, Europe centrale et orientale, Hémisphère occidental et Moyen-Orient*. Il convient de noter aussi que, comme dans *SFI*, l'Égypte et la Libye sont classées dans la région du *Moyen-Orient*, et non en Afrique. En outre, les *Perspectives* font parfois référence au groupe régional des pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (MOAN) : il s'agit des pays de la Ligue arabe plus la République islamique d'Iran (voir tableau D).

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, selon le régime de change 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 E et F 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 *principale source de recettes d'exportation*, distingue deux catégories : les *combustibles* (Classification type pour le commerce interna-

Tableau E. Pays émergents et en développement classés par régions et par principale source de recettes d'exportation

	Combustibles	Autres produits, dont produits primaires
Afrique	Algérie Angola Congo, Rép. du Gabon Guinée équatoriale Nigéria Soudan	Botswana Burkina Faso Burundi Congo, Rép. dém. du Guinée Guinée-Bissau Malawi Mauritanie Mozambique Sierra Leone Tchad Zambie
Communauté des États indépendants	Azerbaïdjan Kazakhstan Russie Turkménistan	Mongolie Ouzbékistan Tadjikistan
Asie, pays en développement d'		Îles Salomon Papouasie-Nouvelle-Guinée
Moyen-Orient	Arabie Saoudite Bahreïn Émirats arabes unis Iran, Rép. islam. d' Koweït Libye Oman Qatar République arabe syrienne Yémen, Rép. du	
Hémisphère occidental	Équateur Trinité-et-Tobago Venezuela Rép. bolivarienne de	Chili Guyana Suriname

Note : 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.

tional — CTCI, section 3) et les *autres produits*, dont les *produits de base autres que les combustibles* (CTCI, sections 0, 1, 2 et 4, plus division 68).

La classification en fonction de critères financiers distingue les *pays créanciers nets*, les *pays débiteurs nets* et les *pays pauvres très endettés (PPTÉ)*. Les pays débiteurs nets sont répartis en deux sous-groupes en fonction de deux autres critères, à savoir la principale source de *financement extérieur public* et la

Tableau F. Pays émergents et en développement classés par régions, par position extérieure nette et appartenance au groupe des pays pauvres très endettés

	Position extérieure nette		Pays pauvres très endettés	Position extérieure nette		Pays pauvres très endettés
	Créancier net	Débiteur net ¹		Créancier net	Débiteur net ¹	
Afrique						
Maghreb						
Algérie	*					
Maroc		*				
Tunisie		*				
Afrique subsaharienne						
Afrique du Sud						
		*				
Corne de l'Afrique						
Djibouti		*				
Éthiopie		•	*			
Soudan		*				
Grands lacs						
Burundi		•	*			
Congo, Rép. dém. du		*	*			
Kenya		*				
Ouganda		*	*			
Rwanda		•	*			
Tanzanie		•	*			
Afrique australe						
Angola	*					
Botswana	*					
Comores		•				
Lesotho		*				
Madagascar		•	*			
Malawi		•	*			
Maurice		*				
Mozambique		*	*			
Namibie	*					
Seychelles		*				
Swaziland		*				
Zambie		•	*			
Afrique de l'Ouest et centrale						
Cap-Vert		*				
Gambie		*	*			
Ghana		•	*			
Guinée		*	*			
Mauritanie		*	*			
Nigéria	*					
São Tomé-et-Principe		*	*			
Sierra Leone		•	*			
Zone franc CFA						
Bénin		*	*			
Burkina Faso		•	*			
Cameroun		*	*			
Congo, Rép. du		•	*			
Côte d'Ivoire		*				
Gabon	*					
Guinée-Bissau		*	*			
Guinée équatoriale		*				
Mali		*	*			
Niger		•	*			
République Centrafricaine		•	*			
Sénégal		*	*			
Tchad		*	*			
Togo		*				
Europe centrale et orientale						
Albanie				*		
Bulgarie				*		
Croatie				*		
Estonie				*		
Hongrie				*		
Lettonie				*		
Lituanie				*		
Macédoine, ex-Rép. yougoslave de				*		
Pologne				*		
République slovaque				*		
République tchèque				*		
Roumanie				*		
Turquie				*		
Communauté des États indépendants²						
Arménie				•		
Azerbaïdjan				*		
Bélarus				*		
Géorgie				*		
Kazakhstan				*		
Moldova				*		
Mongolie				•		
Ouzbékistan	*					
République kirghize				*		
Russie	*					
Tadjikistan				*		
Turkménistan	*					
Ukraine	*					
Asie, pays en développement d'						
Bhoutan				•		
Cambodge				•		
Chine	*					
Fidji				*		
Îles Salomon				•		
Indonésie				*		
Kiribati	*					
Malaisie	*					
Myanmar				*		
Papouasie-Nouvelle-Guinée	*					
Philippines				*		
RDP Lao				*		
Samoa				*		
Thaïlande				*		
Tonga				•		
Vanuatu				*		
Vietnam				•		
Asie du Sud						
Bangladesh				•		
Inde				*		
Maldives				*		
Népal				•		
Pakistan				*		
Sri Lanka				•		

Tableau F (fin)

	Position extérieure nette		Pays pauvres très endettés		Position extérieure nette		Pays pauvres très endettés
	Créancier net	Débiteur net ¹			Créancier net	Débiteur net ¹	
Moyen-Orient				Pérou		*	
Arabie Saoudite	*			Uruguay		•	
Bahreïn	*			Venezuela, Rép. boliv. de	*		
Émirats arabes unis	*			Amérique centrale			
Iran, Rép. islam. d'	*			Costa Rica		*	
Koweït	*			El Salvador		•	
Libye	*			Guatemala		*	
Oman	*			Honduras		*	*
Qatar	*			Nicaragua		*	*
Yémen, Rép. du	*			Panama		*	
Machrek				Caribbes			
Égypte		*		Antigua-et-Barbuda		*	
Jordanie		*		Bahamas		*	
Liban		*		Barbade		*	
République arabe syrienne		*		Belize		*	
Hémisphère occidental				Dominique		*	
Mexique		*		Grenade		•	
Amérique du Sud				Guyana		*	*
Argentine		*		Haïti		•	*
Bolivie		•	*	Jamaïque		*	
Brésil		*		République Dominicaine		*	
Chili		*		Saint-Kitts-et-Nevis		*	
Colombie		*		Saint-Vincent-et-les Grenadines		•	
Équateur		*		Sainte-Lucie		*	
Paraguay		*		Suriname		*	
				Trinité-et-Tobago	*		

¹La présence d'un astérisque au lieu d'un rond indique que la principale source de financement extérieur du pays est publique.

²La 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.

situation du service de la dette⁶. Le groupe des PPTE comprend tous les pays que le FMI et la Banque mondiale ont recensés dans le cadre de leur initiative relative à la dette,

⁶Pendant la période 2002–06, 49 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 2002 et 2006*.

l'initiative PPTE, en vue de réduire leur dette extérieure à un niveau viable dans un délai relativement bref⁷.

⁷Voir David Andrews, Anthony R. Boote, Syed S. Rizavi et Sukwinder Singh, *Allégement 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).

Liste des tableaux

Production

A1. Production mondiale : récapitulation	285
A2. Pays avancés : PIB réel et demande intérieure totale	286
A3. Pays avancés : composantes du PIB réel	287
A4. Pays émergents et en développement : PIB réel	289

Inflation

A5. Inflation	293
A6. Pays avancés : prix à la consommation	294
A7. Pays émergents et en développement : prix à la consommation	295

Politiques financières

A8. Principaux pays avancés : solde budgétaire et dette des administrations publiques	299
---	-----

Commerce extérieur

A9. État récapitulatif du commerce mondial : volume et prix	300
---	-----

Transactions courantes

A10. État récapitulatif des soldes des transactions courantes	302
A11. Pays avancés : soldes des transactions courantes	303
A12. Pays émergents et en développement : soldes des transactions courantes	304

Balance des paiements et financement extérieur

A13. Pays émergents et en développement : flux nets de capitaux	308
A14. Pays émergents et en développement : flux de capitaux privés	309
A15. Pays émergents et en développement : réserves	310

Flux de ressources

A16. Origines et emplois de l'épargne mondiale : récapitulation	312
---	-----

Scénario de référence à moyen terme

A17. Ensemble du monde — Scénario de référence à moyen terme : récapitulation	316
---	-----

Tableau A1. Production mondiale : récapitulation¹

(Variations annuelles en pourcentage)

	Moyennes 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Monde	2,9	4,7	2,2	2,8	3,6	4,9	4,5	5,1	5,0	3,9	3,0	4,7
Pays avancés	2,7	4,0	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,6	1,5	0,5	2,5
États-Unis	3,1	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,6	0,1	2,3
Zone euro	...	3,8	1,9	0,9	0,8	2,1	1,6	2,8	2,6	1,3	0,2	2,2
Japon	1,5	2,9	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1	0,7	0,5	1,7
Autres pays avancés ²	3,4	5,2	1,7	3,3	2,5	4,0	3,3	3,8	3,9	2,2	1,6	3,6
Pays émergents et en développement	3,2	5,9	3,8	4,8	6,3	7,5	7,1	7,9	8,0	6,9	6,1	6,9
Par région												
Afrique	2,3	3,5	4,9	6,2	5,4	6,5	5,8	6,1	6,3	5,9	6,0	5,4
Europe centrale et orientale	1,2	4,9	0,4	4,2	4,8	6,9	6,1	6,7	5,7	4,5	3,4	5,0
Communauté des États indépendants ³	...	9,1	6,1	5,2	7,8	8,2	6,8	8,2	8,6	7,2	5,7	5,6
Asie, pays en développement d'	7,2	7,0	5,8	6,9	8,2	8,6	9,0	9,9	10,0	8,4	7,7	8,8
Moyen-Orient	4,3	5,5	2,6	3,8	7,1	5,8	5,7	5,7	5,9	6,4	5,9	5,4
Hémisphère occidental	2,9	4,1	0,7	0,5	2,2	6,1	4,7	5,5	5,6	4,6	3,2	4,2
<i>Pour mémoire</i>												
Union européenne	2,0	3,9	2,1	1,4	1,5	2,7	2,2	3,3	3,1	1,7	0,6	2,8
Classification analytique												
Source des recettes d'exportation												
Combustibles	-0,2	7,0	4,3	4,7	6,9	7,7	6,9	7,1	7,4	6,7	5,9	5,0
Autres produits	4,2	5,7	3,7	4,8	6,1	7,5	7,2	8,1	8,2	6,9	6,1	7,3
<i>Dont</i> : produits primaires	3,1	3,3	4,0	3,5	4,8	7,2	5,8	5,1	5,8	5,4	5,3	5,4
Source de financement extérieur												
Pays débiteurs (net)	3,1	4,7	2,2	3,2	4,6	6,3	6,1	6,8	6,6	5,6	4,7	5,8
<i>Dont</i> : financement public	4,3	4,8	4,2	3,9	5,3	6,4	7,0	7,2	7,1	6,4	5,7	6,4
Situation du service de la dette												
Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2002 et 2006	3,3	3,3	2,6	1,6	5,7	6,7	6,7	6,7	6,5	5,8	4,9	5,5
<i>Pour mémoire</i>												
Taux de croissance médian												
Pays avancés	3,0	3,9	1,9	1,8	1,9	3,7	2,9	3,4	3,7	1,8	1,2	3,0
Pays émergents et en développement	3,3	4,3	3,6	4,0	4,9	5,5	5,6	6,2	6,0	5,5	5,0	5,1
Production par habitant												
Pays avancés	2,0	3,3	0,5	1,0	1,3	2,6	1,9	2,4	1,9	0,9	-0,1	1,9
Pays émergents et en développement	1,6	4,6	2,4	3,4	4,9	6,1	5,8	6,6	6,7	5,6	4,8	5,5
Croissance mondiale sur la base des cours de change	2,4	4,2	1,5	1,9	2,7	4,0	3,4	3,9	3,7	2,7	1,9	3,8
Production mondiale (valeur en milliards de dollars EU)												
Aux cours de change	27.383	31.916	31.677	32.954	37.048	41.677	45.022	48.665	54.585	62.054	64.168	82.523
Sur la base de la parité des pouvoirs d'achat	31.729	41.748	43.659	45.634	48.252	52.000	55.924	60.610	65.281	69.229	72.395	93.305

¹ PIB réel.

² Dans ce tableau, il s'agit des pays avancés hors États-Unis, zone euro et Japon.

³ 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 A2. Pays avancés : PIB réel et demande intérieure totale*(Variations annuelles en pourcentage)*

	Moyennes										Quatrième trimestre ¹				
	1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	2007	2008	2009
PIB réel															
Pays avancés	2,7	4,0	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,6	1,5	0,5	2,5	2,6	0,7	1,0
États-Unis	3,1	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,6	0,1	2,3	2,3	0,8	0,4
Zone euro	...	3,8	1,9	0,9	0,8	2,1	1,6	2,8	2,6	1,3	0,2	2,2	2,1	0,4	0,6
Allemagne	2,3	3,2	1,2	—	-0,2	1,2	0,8	3,0	2,5	1,8	—	1,7	1,7	0,7	0,6
France	1,9	3,9	1,9	1,0	1,1	2,5	1,9	2,2	2,2	0,8	0,2	2,8	2,2	-0,1	0,8
Italie	1,4	3,7	1,8	0,5	—	1,5	0,6	1,8	1,5	-0,1	-0,2	1,3	0,1	-0,1	0,2
Espagne	2,8	5,1	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	3,9	3,7	1,4	-0,2	3,3	3,2	0,1	0,1
Pays-Bas	3,1	3,9	1,9	0,1	0,3	2,2	2,0	3,4	3,5	2,3	1,0	2,2	4,1	0,8	2,3
Belgique	2,3	3,8	0,9	1,4	1,0	2,7	2,0	2,9	2,8	1,4	0,2	2,4	2,4	0,4	0,9
Autriche	2,5	3,7	0,5	1,6	0,8	2,5	2,9	3,4	3,1	2,0	0,8	2,2	2,7	1,2	1,0
Finlande	1,5	5,0	2,6	1,6	1,8	3,7	2,8	4,9	4,5	2,5	1,6	2,3	4,0	1,6	1,9
Grèce	1,9	4,5	4,5	3,9	5,0	4,6	3,8	4,2	4,0	3,2	2,0	3,5	3,6	2,5	2,4
Portugal	3,4	3,9	2,0	0,8	-0,8	1,5	0,9	1,4	1,9	0,6	0,1	1,8	1,9	0,4	0,2
Irlande	6,9	9,2	5,8	6,4	4,5	4,7	6,4	5,7	6,0	-1,8	-0,6	4,1	5,6	-3,3	2,1
Luxembourg	4,7	8,4	2,5	4,1	2,1	4,9	5,0	6,1	4,5	2,3	1,8	3,4	3,1	1,3	2,4
Slovénie	...	4,1	3,1	3,7	2,8	4,4	4,1	5,7	6,1	4,3	3,7	3,7	4,9	3,2	6,1
Chypre	3,7	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	3,9	4,0	4,4	3,4	2,8	4,1	4,4	2,4	3,6
Malte	5,0	-1,0	-1,6	2,6	-0,3	1,1	3,5	3,1	3,7	2,8	2,3	3,4	3,7	2,0	2,5
Japon	1,5	2,9	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1	0,7	0,5	1,7	1,4	0,2	0,9
Royaume-Uni	2,2	3,9	2,5	2,1	2,8	2,8	2,1	2,8	3,0	1,0	-0,1	3,1	2,9	-0,3	0,7
Canada	2,4	5,2	1,8	2,9	1,9	3,1	2,9	3,1	2,7	0,7	1,2	2,8	2,8	0,3	1,7
Corée	6,1	8,5	3,8	7,0	3,1	4,7	4,2	5,1	5,0	4,1	3,5	4,7	5,9	2,4	5,2
Australie	3,3	3,5	2,1	4,2	3,0	3,9	2,8	2,7	4,2	2,5	2,2	3,6	4,2	1,9	2,5
Taiwan, prov. chinoise de	6,5	5,8	-2,2	4,6	3,5	6,2	4,2	4,9	5,7	3,8	2,5	5,0	6,4	2,5	5,8
Suède	1,7	4,4	1,1	2,4	1,9	4,1	3,3	4,1	2,7	1,2	1,4	3,0	2,4	0,7	1,7
Suisse	1,1	3,6	1,2	0,4	-0,2	2,5	2,5	3,4	3,3	1,7	0,7	1,7	3,7	0,1	1,7
Hong Kong (RAS)	3,5	8,0	0,5	1,8	3,0	8,5	7,1	7,0	6,4	4,1	3,5	5,0	7,0	2,1	6,1
Danemark	2,4	3,5	0,7	0,5	0,4	2,3	2,5	3,9	1,7	1,0	0,5	1,6	1,5	3,1	-3,0
Norvège	3,6	3,3	2,0	1,5	1,0	3,9	2,7	2,5	3,7	2,5	1,2	2,2	4,7	1,4	0,9
Israël	5,4	8,9	-0,3	-0,6	1,8	5,0	5,1	5,2	5,4	4,3	2,8	3,7	5,8	2,4	4,2
Singapour	7,5	10,1	-2,4	4,2	3,5	9,0	7,3	8,2	7,7	3,6	3,5	5,5	5,4	4,0	4,4
Nouvelle-Zélande	2,5	3,8	2,6	4,9	4,1	4,5	2,7	1,9	3,2	0,7	1,5	2,9	3,7	—	1,5
Islande	2,2	4,3	3,9	0,1	2,4	7,7	7,4	4,4	4,9	0,3	-3,1	3,3	6,4	-1,3	-6,0
<i>Pour mémoire</i>															
Principaux pays avancés	2,5	3,6	1,0	1,2	1,8	2,9	2,3	2,7	2,2	1,2	0,1	2,2	2,0	0,5	0,6
Nouvelles économies industrielles d'Asie	6,1	7,7	1,2	5,5	3,2	5,9	4,8	5,6	5,6	4,0	3,2	4,9	6,1	2,6	5,4
Demande intérieure réelle totale															
Pays avancés	2,7	4,0	1,1	1,7	2,1	3,3	2,6	2,8	2,2	0,8	0,1	2,4	2,1	0,1	0,4
États-Unis	3,3	4,4	0,9	2,2	2,8	4,1	3,0	2,6	1,4	0,1	-0,9	2,2	1,4	-0,6	-0,3
Zone euro	...	3,4	1,2	0,4	1,5	1,9	1,8	2,6	2,2	0,8	0,1	2,1	2,0	0,2	0,5
Allemagne	2,3	2,2	-0,5	-2,0	0,6	-0,1	—	2,1	1,1	0,6	-0,2	1,3	1,3	0,2	0,5
France	1,6	4,4	1,7	1,1	1,8	3,4	2,7	2,4	2,9	0,9	0,6	2,8	2,6	0,3	1,0
Italie	1,3	3,0	1,6	1,3	0,8	1,3	0,8	1,8	1,3	-0,2	-0,4	1,5	0,1	—	-1,1
Espagne	2,7	5,3	3,8	3,2	3,8	4,8	5,1	5,1	4,2	0,8	-1,9	3,0	3,6	-1,3	-1,0
Japon	1,4	2,4	1,0	-0,4	0,8	1,9	1,7	1,6	1,0	-0,3	0,4	1,8	0,1	-0,4	1,0
Royaume-Uni	2,2	3,9	3,0	3,2	2,9	3,4	1,9	2,6	3,6	0,8	-0,6	3,2	3,5	-1,1	0,3
Canada	1,8	4,8	1,2	3,2	4,6	4,2	4,8	4,7	4,3	2,9	1,6	3,0	6,3	0,9	1,5
Autres pays avancés	4,1	5,5	0,3	3,9	1,4	4,8	3,3	3,7	4,5	2,8	2,4	3,8	4,6	2,6	2,3
<i>Pour mémoire</i>															
Principaux pays avancés	2,5	3,7	1,1	1,3	2,2	3,1	2,3	2,5	1,7	0,3	-0,3	2,2	1,6	-0,4	0,2
Nouvelles économies industrielles d'Asie	5,9	7,8	-0,1	4,5	0,1	4,9	2,6	4,0	4,4	3,1	3,2	4,3	5,0	3,3	3,5

¹Par rapport au quatrième trimestre de l'année précédente.

Tableau A3. Pays avancés : composantes du PIB réel
(Variations annuelles en pourcentage)

	Moyennes sur 10 ans		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990-99	2000-09										
Dépenses de consommation privée												
Pays avancés	2,8	2,2	3,8	2,3	2,2	1,9	2,8	2,5	2,7	2,6	0,9	—
États-Unis	3,3	2,5	4,7	2,5	2,7	2,8	3,6	3,0	3,0	2,8	0,5	-0,9
Zone euro	...	1,4	3,1	2,0	0,9	1,3	1,6	1,6	1,8	1,5	0,3	-0,1
Allemagne	2,4	0,2	2,4	1,9	-0,8	0,1	0,1	0,2	1,0	-0,4	-1,0	-1,1
France	1,6	2,2	3,6	2,6	2,4	2,0	2,5	2,6	2,3	2,4	0,8	0,4
Italie	1,6	0,8	2,4	0,7	0,2	1,0	0,7	0,9	1,1	1,4	-0,3	-0,3
Espagne	2,5	3,0	5,0	3,4	2,8	2,9	4,2	4,2	3,9	3,5	1,1	-1,3
Japon	1,9	1,2	0,7	1,6	1,1	0,4	1,6	1,3	2,0	1,5	0,7	0,6
Royaume-Uni	2,5	2,6	4,7	3,1	3,5	3,0	2,9	1,9	2,1	3,0	2,0	—
Canada	2,2	3,5	4,0	2,3	3,6	3,0	3,3	3,7	4,3	4,5	3,9	2,2
Autres pays avancés	4,1	3,2	5,6	2,6	3,9	1,1	3,5	3,4	3,5	4,2	2,2	1,7
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	2,6	2,0	3,6	2,2	2,0	2,0	2,6	2,3	2,5	2,3	0,6	-0,3
Nouvelles économies industrielles d'Asie	5,9	3,4	7,4	3,3	5,1	-0,3	2,4	3,4	3,8	4,3	2,1	2,1
Consommation publique												
Pays avancés	1,9	2,2	2,5	2,8	3,3	2,3	1,8	1,2	1,7	2,1	2,2	1,7
États-Unis	1,1	2,1	1,7	3,1	4,3	2,5	1,5	0,3	1,6	1,9	2,5	1,7
Zone euro	...	1,9	2,4	2,1	2,4	1,8	1,4	1,5	2,0	2,2	1,8	1,6
Allemagne	2,0	1,0	1,4	0,5	1,5	0,4	-0,7	0,4	0,6	2,2	2,0	2,0
France	1,7	1,6	1,9	1,2	1,9	2,0	2,3	1,2	1,3	1,4	1,4	1,6
Italie	0,2	1,8	2,2	3,9	2,4	1,9	2,2	1,9	0,8	1,2	0,8	0,4
Espagne	3,3	4,6	5,3	3,9	4,5	4,8	6,3	5,5	4,6	4,9	3,9	2,9
Japon	3,0	1,7	4,3	3,0	2,4	2,3	1,9	1,6	-0,4	0,7	0,4	1,0
Royaume-Uni	1,2	2,6	3,1	2,4	3,4	3,5	3,4	1,7	1,6	1,8	2,3	2,6
Canada	0,9	2,8	3,1	3,9	2,5	3,1	2,0	1,5	3,8	3,7	4,1	0,9
Autres pays avancés	3,6	2,8	2,4	3,1	3,6	2,1	1,9	2,4	3,2	2,8	3,4	3,0
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	1,5	1,9	2,3	2,7	3,2	2,3	1,6	0,9	1,2	1,7	2,0	1,5
Nouvelles économies industrielles d'Asie	5,2	3,4	2,9	3,7	4,5	2,4	1,8	3,0	4,0	3,6	4,4	3,9
Formation brute de capital fixe												
Pays avancés	3,4	1,7	5,0	-0,8	-1,5	2,2	4,6	4,5	3,8	1,8	-0,5	-1,9
États-Unis	5,1	0,8	6,1	-1,7	-3,5	3,2	6,1	5,8	2,0	-2,0	-2,7	-4,6
Zone euro	...	2,1	4,9	0,5	-1,4	1,4	2,4	3,0	5,0	4,3	2,2	-0,6
Allemagne	2,7	1,0	3,0	-3,7	-6,1	-0,3	-0,3	1,1	7,7	4,3	5,2	-0,5
France	1,4	2,8	7,2	2,4	-1,7	2,2	3,6	4,4	4,8	4,9	1,1	-0,1
Italie	1,1	1,8	6,3	2,7	3,7	-1,2	2,3	0,7	2,5	1,2	0,2	0,2
Espagne	3,3	3,6	6,6	4,8	3,4	5,9	5,1	7,0	7,1	5,3	-1,9	-6,0
Japon	—	-0,3	1,2	-0,9	-4,9	-0,5	1,4	3,1	1,3	-0,6	-2,3	-0,4
Royaume-Uni	2,3	1,9	2,7	2,6	3,6	1,1	4,9	2,2	6,0	7,1	-4,0	-6,1
Canada	1,9	4,5	4,7	4,0	1,6	6,2	7,8	9,2	7,1	3,9	1,3	0,2
Autres pays avancés	4,9	4,0	6,8	-4,4	3,8	2,8	7,3	4,7	5,4	6,6	3,5	3,5
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	3,2	1,1	4,8	-0,6	-2,6	1,9	4,3	4,4	3,2	0,5	-1,3	-2,8
Nouvelles économies industrielles d'Asie	7,1	3,6	10,5	-5,9	2,2	2,3	7,8	2,0	4,0	5,1	2,8	5,5

Tableau A3 (fin)

	Moyennes sur 10 ans		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990-99	2000-09										
Demande intérieure finale												
Pays avancés	2,5	2,0	3,6	1,8	1,5	2,1	2,9	2,7	2,7	2,2	0,7	-0,3
États-Unis	3,3	2,1	4,5	1,8	1,8	2,8	3,8	3,1	2,6	1,8	0,3	-1,1
Zone euro	...	1,7	3,4	1,7	0,7	1,4	1,7	1,8	2,5	2,3	1,0	0,1
Allemagne	2,4	0,6	2,0	0,4	-1,4	0,1	-0,1	0,4	2,2	1,1	1,0	-0,3
France	1,6	2,2	3,9	2,2	1,4	2,1	2,7	2,6	2,5	2,7	1,0	0,6
Italie	1,2	1,2	3,1	1,7	1,3	0,7	1,4	1,1	1,3	1,4	—	-0,1
Espagne	2,8	3,4	5,4	3,9	3,2	4,0	4,8	5,2	4,9	4,2	0,7	-1,9
Japon	1,5	0,9	1,4	1,2	-0,2	0,5	1,6	1,9	1,4	0,9	-0,1	0,4
Royaume-Uni	2,2	2,5	4,1	2,9	3,5	2,8	3,3	1,9	2,6	3,4	1,0	-0,5
Canada	1,8	3,6	4,0	2,9	3,0	3,7	3,9	4,4	4,8	4,2	3,3	1,5
Autres pays avancés	4,2	3,3	5,4	0,9	3,7	1,7	4,0	3,4	3,8	4,6	2,7	2,5
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	2,5	1,8	3,6	1,7	1,3	2,0	2,8	2,5	2,4	1,8	0,5	-0,4
Nouvelles économies industrielles d'Asie	6,1	3,4	7,6	0,8	4,1	0,8	3,5	3,0	3,9	4,5	2,6	3,3
Formation de stocks¹												
Pays avancés	—	—	0,1	-0,6	—	0,1	0,3	-0,1	—	-0,1	-0,2	0,1
États-Unis	0,1	—	-0,1	-0,9	0,4	—	0,4	-0,1	—	-0,4	-0,1	0,3
Zone euro	...	-0,1	—	-0,5	-0,3	0,1	0,2	—	0,1	—	-0,2	—
Allemagne	-0,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,6	0,5	—	-0,4	—	0,1	-0,6	0,1
France	—	—	0,5	-0,4	-0,4	-0,3	0,7	0,1	-0,1	0,3	-0,2	—
Italie	—	—	-0,2	0,1	—	0,1	-0,1	-0,2	0,5	-0,1	0,3	-0,3
Espagne	-0,1	—	-0,1	-0,1	—	-0,1	—	-0,1	0,2	-0,1	0,1	—
Japon	-0,1	0,1	1,0	-0,2	-0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,1	-0,2	—
Royaume-Uni	—	—	-0,1	0,1	-0,3	0,2	—	—	—	0,2	-0,2	—
Canada	—	—	0,8	-1,7	0,2	0,8	0,1	0,3	-0,1	0,1	-0,4	0,2
Autres pays avancés	—	—	0,1	-0,5	0,1	-0,2	0,6	-0,1	-0,1	—	0,2	-0,1
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	—	—	0,2	-0,6	0,1	0,1	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,1
Nouvelles économies industrielles d'Asie	-0,1	—	0,1	-0,8	0,3	-0,6	1,1	-0,4	0,1	-0,1	0,4	-0,1
Solde extérieur¹												
Pays avancés	—	—	-0,1	—	-0,2	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,7	0,5
États-Unis	-0,2	—	-0,9	-0,2	-0,7	-0,4	-0,7	-0,2	—	0,6	1,4	1,0
Zone euro	...	0,2	0,5	0,7	0,5	-0,7	0,2	-0,2	0,2	0,4	0,4	0,2
Allemagne	—	1,0	1,1	1,7	2,0	-0,8	1,4	0,7	1,0	1,4	1,3	0,2
France	0,3	-0,4	-0,5	0,1	-0,1	-0,7	-0,9	-0,8	-0,3	-0,8	—	-0,4
Italie	0,1	-0,1	0,6	0,2	-0,8	-0,8	0,2	-0,3	—	0,1	0,2	0,1
Espagne	-0,2	-0,5	-0,4	-0,2	-0,6	-0,8	-1,7	-1,6	-1,2	-0,7	0,5	1,7
Japon	0,1	0,5	0,5	-0,8	0,7	0,7	0,8	0,3	0,8	1,1	0,9	0,1
Royaume-Uni	—	-0,2	—	-0,5	-1,1	-0,1	-0,7	0,1	0,1	-0,7	0,2	0,5
Canada	0,6	-0,9	0,6	0,7	-0,1	-2,5	-0,9	-1,7	-1,3	-1,5	-2,1	-0,4
Autres pays avancés	0,3	0,7	0,7	0,9	0,2	1,2	0,5	0,9	1,0	0,6	0,4	0,3
<i>Pour mémoire</i>												
Principaux pays avancés	—	0,1	-0,2	—	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,4	0,9	0,5
Nouvelles économies industrielles d'Asie	0,1	1,6	0,3	1,1	1,1	3,0	1,8	2,5	2,2	1,9	1,3	0,5

¹Variations en pourcentage du PIB de la période précédente.

Tableau A4. Pays émergents et en développement : PIB réel¹
(Variations annuelles en pourcentage)

	Moyennes 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Afrique	2,3	3,5	4,9	6,2	5,4	6,5	5,8	6,1	6,3	5,9	6,0	5,4
Afrique du Sud	1,4	4,2	2,7	3,7	3,1	4,9	5,0	5,4	5,1	3,8	3,3	5,0
Algérie	1,5	2,2	2,7	4,7	6,9	5,2	5,1	2,0	4,6	4,9	4,5	5,2
Angola	0,6	3,0	3,1	14,5	3,3	11,2	20,6	18,6	21,1	16,0	12,8	0,1
Bénin	4,9	4,9	6,2	4,5	3,9	3,1	2,9	3,8	4,6	5,1	5,7	6,0
Botswana	6,0	8,4	4,7	5,3	6,4	6,6	4,7	3,4	5,7	5,3	4,6	5,0
Burkina Faso	5,1	1,8	6,6	4,7	7,3	4,6	7,1	5,5	3,6	4,5	5,6	6,0
Burundi	-1,3	-0,9	2,1	4,4	-1,2	4,8	0,9	5,1	3,6	4,5	5,0	5,5
Cameroun ²	0,3	4,2	4,5	4,0	4,0	3,7	2,3	3,2	3,5	3,8	4,6	5,3
Cap-Vert	6,1	7,3	6,1	5,3	4,7	4,3	6,5	10,8	6,9	6,0	6,5	6,7
Comores	1,5	1,4	3,3	4,1	2,5	-0,2	4,2	1,2	0,5	0,5	1,7	4,5
Congo, Rép. du	0,8	7,6	3,8	4,6	0,8	3,5	7,8	6,2	-1,6	9,1	12,1	1,4
Congo, Rép. dém. du	-5,6	-6,9	-2,1	3,5	5,8	6,6	7,9	5,6	6,3	10,0	10,3	7,3
Côte d'Ivoire	3,5	-4,6	—	-1,6	-1,7	1,6	1,9	0,7	1,6	2,9	4,7	6,4
Djibouti	-1,2	0,5	2,0	2,6	3,2	3,0	3,2	4,8	5,3	5,9	6,9	7,2
Érythrée	...	-12,4	8,8	3,0	-2,7	1,5	2,6	-1,0	1,3	1,2	2,0	4,8
Éthiopie	2,6	5,9	7,7	1,2	-3,5	9,8	12,6	11,6	11,4	8,4	6,5	7,7
Gabon	2,4	-1,9	2,1	-0,3	2,4	1,1	3,0	1,2	5,6	3,9	7,0	1,5
Gambie	4,2	5,5	5,8	-3,2	6,9	7,0	5,1	6,5	6,3	5,5	6,0	5,5
Ghana	4,5	3,7	4,2	4,5	5,2	5,6	5,9	6,4	6,3	6,5	5,8	6,8
Guinée	4,2	2,9	3,8	4,2	1,2	2,3	3,0	2,4	1,8	4,5	4,7	5,3
Guinée-Bissau	0,6	7,5	0,2	-7,1	-0,6	2,2	3,2	1,8	2,5	3,2	3,1	3,9
Guinée équatoriale	29,2	18,2	63,4	19,5	14,0	38,0	9,7	1,3	21,4	7,4	4,6	1,2
Kenya	2,1	0,6	4,7	0,3	2,8	4,6	5,9	6,4	7,0	3,3	6,4	6,5
Lesotho	4,0	2,3	1,8	2,8	2,7	4,2	2,9	7,2	4,9	5,2	5,4	5,2
Libéria	...	29,3	2,9	3,7	-31,3	2,6	5,3	7,8	9,5	8,6	14,3	12,0
Madagascar	1,6	4,5	6,0	-12,4	15,3	3,3	4,7	6,6	6,4	2,1	7,5	6,1
Malawi	3,9	0,8	-4,1	1,9	4,2	5,0	2,3	8,2	7,9	7,1	7,8	6,5
Mali	5,5	-3,2	12,1	4,3	7,2	2,4	6,1	5,3	3,1	4,8	5,2	4,5
Maroc	2,6	1,8	7,6	3,3	6,3	4,8	3,0	7,8	2,7	6,5	5,5	6,0
Maurice	5,8	7,2	4,2	1,5	3,8	4,8	3,1	3,6	4,2	6,6	6,2	5,1
Mauritanie	2,6	1,9	2,9	1,1	5,6	5,2	5,4	11,4	1,0	5,0	6,8	6,2
Mozambique	6,4	1,5	12,3	9,2	6,5	7,9	8,4	8,7	7,0	6,5	6,7	6,5
Namibie	3,8	3,5	2,4	6,7	3,5	6,6	4,7	3,9	3,6	3,9	4,2	4,6
Niger	1,1	-2,6	7,4	5,3	7,7	-0,8	7,4	5,2	3,2	4,4	4,5	4,4
Nigéria	2,6	5,3	8,2	21,2	10,3	10,6	5,4	6,2	5,9	6,2	8,1	7,0
Ouganda	6,3	5,4	5,2	8,6	6,6	6,8	6,3	10,8	7,9	9,8	8,1	6,0
République Centrafricaine	0,4	1,8	0,3	-0,6	-7,6	1,0	2,4	4,0	4,2	3,5	4,5	5,0
Rwanda	-0,1	8,1	8,5	11,0	0,3	5,3	7,1	5,5	6,0	6,0	5,6	5,6
São Tomé-et-Príncipe	1,2	0,4	3,1	11,6	5,4	6,6	5,7	6,7	6,0	5,8	6,0	8,0
Sénégal	2,7	3,2	4,6	0,7	6,7	5,9	5,6	2,3	4,8	4,3	5,8	5,4
Seychelles	4,8	4,3	-2,3	1,2	-5,9	-2,9	1,2	5,3	5,5	2,5	3,0	3,8
Sierra Leone	-7,8	3,8	18,2	27,4	9,5	7,4	7,3	7,4	6,8	5,5	5,9	6,5
Soudan	2,7	8,4	6,2	5,4	7,1	5,1	6,3	11,3	10,2	8,5	7,7	4,7
Swaziland	3,7	2,0	1,0	1,8	3,9	2,5	2,2	2,9	3,5	2,6	2,5	2,5
Tanzanie	3,1	4,9	6,0	7,2	6,9	7,8	7,4	6,7	7,1	7,5	8,0	7,5
Tchad	3,2	-0,9	11,7	8,5	14,7	33,6	7,9	0,2	0,2	0,4	5,0	2,4
Togo	1,6	-1,3	-2,3	-0,3	5,2	2,4	1,3	4,1	2,1	2,5	3,5	4,0
Tunisie	5,0	4,7	5,0	1,7	5,6	6,0	4,0	5,5	6,3	5,5	5,0	5,8
Zambie	-0,6	3,6	4,9	3,3	5,1	5,4	5,3	6,2	6,3	5,8	6,4	6,0
Zimbabwe ³	2,0	-7,3	-2,7	-4,4	-10,4	-3,6	-4,0	-5,4	-6,1	...	...	...

Tableau A4 (suite)

	Moyennes 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Europe centrale et orientale⁴	1,2	4,9	0,4	4,2	4,8	6,9	6,1	6,7	5,7	4,5	3,4	5,0
Albanie	-0,5	7,3	7,0	4,2	5,8	5,7	5,8	5,4	6,0	6,1	6,3	6,1
Bosnie-Herzégovine	...	5,2	3,6	5,0	3,5	6,3	3,9	6,9	6,8	5,5	5,0	4,0
Bulgarie	-5,4	5,4	4,1	4,5	5,0	6,6	6,2	6,3	6,2	6,3	4,2	6,5
Croatie	...	2,9	4,4	5,6	5,3	4,3	4,3	4,8	5,6	3,8	3,7	4,8
Estonie	...	9,6	7,7	7,8	7,1	7,5	9,2	10,4	6,3	-1,5	0,5	5,2
Hongrie	0,1	5,2	4,1	4,4	4,2	4,8	4,1	3,9	1,3	1,9	2,3	3,4
Lettonie	...	6,9	8,0	6,5	7,2	8,7	10,6	12,2	10,3	-0,9	-2,2	3,5
Lituanie	...	4,1	6,6	6,9	10,3	7,3	7,9	7,9	8,9	3,9	0,7	5,5
Macédoine, ex-Rép. yougoslave de	...	4,5	-4,5	0,9	2,8	4,1	4,1	4,0	5,0	5,5	5,0	4,0
Monténégro, Rép. du	...	...	1,1	1,9	2,5	4,4	4,2	8,6	9,7	7,5	5,0	4,0
Pologne	2,6	4,3	1,2	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,6	5,2	3,8	5,1
République slovaque	...	1,4	3,4	4,8	4,8	5,2	6,6	8,5	10,4	7,4	5,6	4,7
République tchèque	-0,3	3,6	2,5	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,6	4,0	3,4	4,5
Roumanie	-2,5	2,1	5,7	5,1	5,2	8,5	4,2	7,9	6,0	8,6	4,8	6,0
Serbie	...	4,5	5,4	3,6	2,8	8,2	6,0	5,6	7,1	6,0	6,0	5,5
Turquie	3,9	6,8	-5,7	6,2	5,3	9,4	8,4	6,9	4,6	3,5	3,0	5,0
Communauté des États indépendants^{4,5}	...	9,1	6,1	5,2	7,8	8,2	6,8	8,2	8,6	7,2	5,7	5,6
Russie	...	10,0	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	7,0	5,5	5,5
Russie non comprise	...	6,6	8,9	6,6	9,1	10,8	7,7	10,2	9,8	7,6	6,2	5,7
Arménie	...	6,0	9,6	13,2	14,0	10,5	14,0	13,3	13,8	10,0	8,0	6,0
Azerbaïdjan	...	6,2	6,5	8,1	10,5	10,4	24,3	30,5	23,4	16,0	16,4	-1,8
Bélarus	...	5,8	4,7	5,0	7,0	11,4	11,4	10,0	8,2	9,2	8,0	5,0
Géorgie	...	1,9	4,7	5,5	11,1	5,9	9,6	9,4	12,4	3,5	4,0	5,0
Kazakhstan	...	9,8	13,5	9,8	9,3	9,6	9,7	10,7	8,9	4,5	5,3	6,8
Moldova	...	2,1	6,1	7,8	6,6	7,4	7,5	4,8	4,0	6,5	6,5	6,0
Mongolie	-0,4	3,9	0,2	4,7	7,0	10,6	7,3	8,6	9,9	9,0	8,1	5,3
Ouzbékistan	...	3,8	4,2	4,0	4,2	7,7	7,0	7,3	9,5	8,0	7,5	6,0
République kirghize	...	5,4	5,3	-0,0	7,0	7,0	-0,2	3,1	8,2	7,5	6,7	6,3
Tadjikistan	...	8,3	10,2	9,1	10,2	10,6	6,7	7,0	7,8	6,0	7,0	7,0
Turkménistan	...	18,6	20,4	15,8	17,1	14,7	13,0	11,4	11,6	10,8	10,3	10,2
Ukraine	...	5,9	9,2	5,2	9,6	12,1	2,7	7,3	7,6	6,4	2,5	6,5

Tableau A4 (suite)

	Moyennes 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Asie, pays en développement d'	7,2	7,0	5,8	6,9	8,2	8,6	9,0	9,9	10,0	8,4	7,7	8,8
Afghanistan, Rép. islamique d'	...	...	...	...	15,1	8,8	16,1	8,2	11,5	7,5	8,3	7,2
Bangladesh	4,8	5,6	4,8	4,8	5,8	6,1	6,3	6,5	6,3	7,0	5,6	6,7
Bhoutan	5,3	7,2	6,8	10,9	7,2	6,8	7,0	8,8	17,9	6,6	5,7	6,7
Brunéi Darussalam	...	2,9	2,7	3,9	2,9	0,5	0,4	4,4	0,6	-0,5	2,8	3,0
Cambodge	...	8,8	8,1	6,6	8,5	10,3	13,3	10,8	10,2	7,0	6,0	7,4
Chine	9,9	8,4	8,3	9,1	10,0	10,1	10,4	11,6	11,9	9,7	9,3	10,0
Fidji	5,8	-1,8	2,0	3,2	1,0	5,5	0,7	3,3	-3,1	2,5	2,0	2,7
Îles Salomon	4,3	-14,3	-8,0	-2,8	6,5	8,0	5,0	6,1	10,3	7,3	4,0	3,2
Inde	5,6	5,7	3,9	4,6	6,9	7,9	9,1	9,8	9,3	7,9	6,9	8,0
Indonésie	4,1	5,4	3,6	4,5	4,8	5,0	5,7	5,5	6,3	6,1	5,5	6,7
Kiribati	4,3	3,9	3,2	8,1	-1,3	-1,5	1,7	2,4	2,0	3,7	2,5	1,1
Malaisie	7,1	8,7	0,5	5,4	5,8	6,8	5,3	5,8	6,3	5,8	4,8	6,0
Maldives	6,5	4,8	3,5	6,5	8,5	9,5	-4,6	18,0	7,6	6,5	6,5	6,0
Myanmar	6,0	13,7	11,3	12,0	13,8	13,6	13,6	12,7	5,5	2,0	6,0	4,0
Népal	4,9	6,1	5,6	0,1	3,9	4,7	3,1	3,7	3,2	4,7	5,5	5,5
Pakistan	4,0	4,3	2,0	3,2	4,8	7,4	7,7	6,9	6,4	5,8	3,5	6,0
Papouasie-Nouvelle-Guinée	4,5	-2,5	-0,1	-0,2	2,2	2,7	3,4	2,6	6,2	5,8	4,7	2,6
Philippines	2,8	6,0	1,8	4,4	4,9	6,4	5,0	5,4	7,2	4,4	3,8	5,5
République dém. pop. lao	6,4	5,8	5,7	5,9	6,1	6,4	7,1	8,1	7,9	7,5	6,8	7,1
Samoa	2,0	5,0	8,1	5,5	2,1	2,4	6,0	1,8	6,0	4,5	4,0	3,5
Sri Lanka	5,2	6,0	-1,5	4,0	5,9	5,4	6,2	7,7	6,8	6,1	5,1	5,0
Thaïlande	5,1	4,8	2,2	5,3	7,1	6,3	4,5	5,1	4,8	4,7	4,5	6,0
Timor-Leste	...	15,5	16,5	-6,7	-6,2	0,3	2,3	-3,4	19,8	2,5	0,6	3,8
Tonga	1,5	5,4	2,6	3,0	3,2	1,4	5,4	0,6	-3,2	1,2	2,6	1,6
Vanuatu	3,6	2,7	-2,5	-7,4	3,2	5,5	6,5	7,2	6,5	6,0	5,5	3,0
Vietnam	7,4	6,8	6,9	7,1	7,3	7,8	8,4	8,2	8,5	6,3	5,5	7,4
Moyen-Orient	4,3	5,5	2,6	3,8	7,1	5,8	5,7	5,7	5,9	6,4	5,9	5,4
Arabie Saoudite	3,1	4,9	0,5	0,1	7,7	5,3	5,6	3,0	3,5	5,9	4,3	5,0
Bahreïn	4,8	5,2	4,6	5,2	7,2	5,6	7,9	6,5	6,0	6,3	6,0	6,0
Égypte	4,1	5,4	3,5	3,2	3,2	4,1	4,5	6,8	7,1	7,2	6,0	6,9
Émirats arabes unis	5,4	12,4	1,7	2,6	11,9	9,7	8,2	9,4	7,4	7,0	6,0	5,6
Iran, Rép. islamique d'	5,1	5,1	3,7	7,5	7,2	5,1	4,7	5,8	6,4	5,5	5,0	4,5
Iraq	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Jordanie	4,2	4,3	5,3	5,8	4,2	8,6	7,1	6,3	6,0	5,5	5,3	6,0
Koweït	0,1	4,7	0,2	3,0	17,3	10,7	11,4	6,3	4,6	5,9	5,8	6,0
Liban	5,4	1,7	4,5	3,3	4,1	7,5	1,1	—	4,0	6,0	5,0	5,0
Libye	-2,4	3,7	-4,3	-1,3	13,0	4,4	10,3	6,7	6,8	7,1	8,1	7,9
Oman	4,9	5,5	7,5	2,6	2,0	5,3	6,0	6,8	6,4	7,4	6,0	5,6
Qatar	4,2	10,9	6,3	3,2	6,3	17,7	9,2	15,0	15,9	16,8	21,4	5,5
République arabe syrienne	5,6	2,3	3,7	5,9	1,1	2,8	3,3	4,4	3,9	4,2	5,2	4,7
Yémen, Rép. du	...	6,2	3,8	3,9	3,7	4,0	5,6	3,2	3,3	3,5	8,1	4,4

Tableau A4 (fin)

	Moyennes 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Hémisphère occidental	2,9	4,1	0,7	0,5	2,2	6,1	4,7	5,5	5,6	4,6	3,2	4,2
Antigua-et-Barbuda	3,3	3,3	1,5	2,0	4,3	5,2	5,5	12,2	6,1	2,1	4,0	4,5
Argentine	4,2	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0	9,2	8,5	8,7	6,5	3,6	3,0
Bahamas	1,8	1,9	0,8	2,3	1,0	1,3	2,5	3,4	2,8	1,0	1,2	2,0
Barbade	0,4	2,3	-2,6	0,7	2,0	4,8	4,3	3,3	3,3	1,7	1,0	3,0
Belize	5,8	13,0	5,0	5,1	9,3	4,6	3,1	4,7	1,2	4,0	2,5	2,5
Bolivie	4,0	2,5	1,7	2,5	2,7	4,2	4,4	4,8	4,6	5,9	5,0	4,5
Brésil	1,7	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	3,8	5,4	5,2	3,5	4,0
Chili	6,4	4,5	3,5	2,2	4,0	6,0	5,6	4,3	5,1	4,5	3,8	5,0
Colombie	2,9	2,9	2,2	2,5	4,6	4,7	5,7	6,8	7,7	4,0	3,5	5,0
Costa Rica	5,4	1,8	1,1	2,9	6,4	4,3	5,9	8,8	7,3	4,0	3,5	5,5
Dominique	2,6	1,3	-4,2	-5,1	0,1	3,0	3,3	4,0	1,5	2,6	2,8	3,0
El Salvador	4,9	2,2	1,7	2,3	2,3	1,9	3,1	4,2	4,7	3,0	2,6	4,5
Équateur	2,2	2,8	5,3	4,2	3,6	8,0	6,0	3,9	2,5	3,0	3,0	4,5
Grenade	4,3	7,0	-3,0	1,6	7,1	-6,4	11,5	-1,1	4,3	3,7	4,2	4,2
Guatemala	3,7	2,5	2,4	3,9	2,5	3,2	3,3	5,2	5,7	4,5	4,0	4,5
Guyana	4,7	-1,3	2,3	1,1	-0,7	1,6	-1,9	5,1	5,5	4,6	4,5	3,6
Haïti	0,2	0,9	-1,0	-0,3	0,4	-3,5	1,8	2,3	3,2	2,5	4,0	4,0
Honduras	2,7	5,7	2,7	3,8	4,5	6,2	6,1	6,3	6,3	4,2	4,0	4,2
Jamaïque	0,9	0,7	1,5	1,1	2,3	1,0	1,4	2,5	1,2	0,7	0,9	2,7
Mexique	3,3	6,6	-0,2	0,8	1,7	4,0	3,1	4,9	3,2	2,1	1,8	4,4
Nicaragua	3,1	4,1	3,0	0,8	2,5	5,3	4,4	3,9	3,8	3,0	3,5	5,0
Panama	6,1	2,7	0,6	2,2	4,2	7,5	7,2	8,5	11,5	8,3	7,8	6,5
Paraguay	2,4	-3,3	2,1	—	3,8	4,1	2,9	4,3	6,8	5,5	4,2	5,0
Pérou	3,1	3,0	0,2	5,0	4,0	5,1	6,7	7,7	8,9	9,2	7,0	6,5
République Dominicaine	4,9	5,7	1,8	5,8	-0,3	1,3	9,3	10,7	8,5	4,7	2,8	6,3
Saint-Kitts-et-Nevis	4,0	4,3	2,0	1,0	0,5	7,6	4,8	6,4	3,1	3,5	2,7	2,0
Saint-Vincent-et-les Grenadines	3,5	2,0	-0,1	3,2	2,8	6,8	2,6	6,9	6,6	5,0	4,7	4,3
Sainte-Lucie	3,1	—	-4,1	0,6	3,5	3,8	4,4	4,9	1,7	2,3	3,1	4,4
Suriname	0,5	-0,1	6,8	2,6	6,0	8,2	4,5	4,8	5,5	6,5	4,8	4,8
Trinité-et-Tobago	3,9	7,6	3,8	7,9	14,4	7,8	6,1	12,2	5,5	5,0	4,5	3,7
Uruguay	3,2	-1,4	-3,4	-11,0	2,2	11,8	6,6	7,0	7,4	6,5	5,5	4,0
Venezuela	2,4	3,7	3,4	-8,9	-7,8	18,3	10,3	10,3	8,4	6,0	2,0	2,0

¹Pour 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.

²Les variations en pourcentage pour 2002 sont calculées sur une période de 18 mois à cause du changement des dates de l'exercice (qui va non plus de juillet à juin, mais de janvier à décembre).

³Étant donné les tendances récentes, il n'est pas possible de prévoir l'inflation avec précision et aucune projection n'est donc présentée pour 2008 et au-delà.

⁴Les données relatives à certains pays portent sur le produit matériel net réel ou sont des estimations fondées sur celui-ci. Pour un grand nombre de pays, les chiffres des dernières années sont des estimations établies par les 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.

⁵La 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 A5. Inflation
(Pourcentages)

	Moyennes 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Déflateurs du PIB												
Pays avancés	2,6	1,5	1,9	1,6	1,7	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	1,7	1,9
États-Unis	2,2	2,2	2,4	1,7	2,1	2,9	3,3	3,2	2,7	2,2	1,6	1,9
Zone euro	...	1,5	2,4	2,6	2,2	1,8	2,0	2,0	2,2	2,4	1,8	2,1
Japon	0,6	-1,7	-1,2	-1,5	-1,6	-1,1	-1,2	-1,0	-0,8	-0,6	0,3	1,1
Autres pays avancés ¹	3,3	2,1	2,0	1,7	2,1	2,2	2,0	1,9	2,4	3,2	2,5	1,9
Prix à la consommation												
Pays avancés	3,0	2,2	2,1	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,6	2,0	2,0
États-Unis	3,0	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	4,2	1,8	2,1
Zone euro ²	...	2,2	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,5	1,9	1,9
Japon	1,2	-0,8	-0,7	-0,9	-0,3	—	-0,3	0,3	—	1,6	0,9	1,5
Autres pays avancés	3,5	1,8	2,1	1,7	1,8	1,7	2,1	2,1	2,1	3,9	3,0	2,2
Pays émergents et en développement	51,3	8,5	7,7	6,8	6,6	5,9	5,7	5,4	6,4	9,4	7,8	4,8
Par région												
Afrique	24,9	11,7	11,0	9,0	8,6	6,4	7,1	6,3	6,2	10,2	8,3	4,8
Europe centrale et orientale	60,1	24,9	21,5	16,4	10,1	6,3	5,1	5,4	5,6	7,8	5,7	3,2
Communauté des États indépendants ³	...	24,1	20,3	14,0	12,3	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	12,6	7,5
Asie, pays en développement d'	8,7	1,9	2,8	2,1	2,6	4,1	3,8	4,2	5,4	7,8	6,2	3,7
Moyen-Orient	10,9	4,1	3,8	5,3	6,1	7,1	6,2	7,0	10,6	15,8	14,4	8,2
Hémisphère occidental	98,4	8,3	6,5	8,7	10,5	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	7,3	5,6
<i>Pour mémoire</i>												
Union européenne	10,0	3,1	3,0	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,9	2,4	2,1
Classification analytique												
Source des recettes d'exportation												
Combustibles	76,0	14,4	13,4	11,8	11,5	9,8	9,6	8,5	9,8	15,2	13,4	8,7
Autres produits	45,1	7,1	6,3	5,6	5,5	5,0	4,8	4,7	5,6	8,1	6,5	3,9
<i>Dont</i> : produits primaires	55,0	17,8	15,4	8,4	6,6	4,0	7,2	7,4	6,5	10,7	8,3	4,8
Source de financement extérieur												
Pays débiteurs (net)	52,2	9,4	8,4	8,1	7,3	5,4	5,9	6,1	5,9	8,7	7,5	4,3
<i>Dont</i> : financement public	17,5	4,2	4,3	4,7	6,6	7,3	7,9	7,5	8,9	15,6	12,9	6,0
Situation du service de la dette												
Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2002 et 2006	28,5	7,2	8,3	11,2	7,6	5,8	8,6	9,9	7,2	10,7	10,6	5,8
<i>Pour mémoire</i>												
Taux d'inflation médian												
Pays avancés	2,8	2,7	2,5	2,3	2,1	1,9	2,1	2,2	2,1	3,8	2,6	2,0
Pays émergents et en développement	10,1	4,0	4,7	3,3	4,3	4,5	5,7	5,6	6,2	9,6	7,4	4,0

¹Dans ce tableau, il s'agit des pays avancés hors États-Unis, zone euro et Japon.

²Sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé d'Eurostat.

³La 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 A6. Pays avancés : prix à la consommation*(Variations annuelles en pourcentage)*

	Moyennes 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	Fin de période			
													2007	2008	2009	
Prix à la consommation																
Pays avancés	3,0	2,2	2,1	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,6	2,0	2,0	3,1	3,2	1,7	
États-Unis	3,0	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	4,2	1,8	2,1	4,1	3,1	1,6	
Zone euro ¹	...	2,2	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,5	1,9	1,9	3,1	2,9	1,7	
Allemagne	2,4	1,4	1,9	1,4	1,0	1,8	1,9	1,8	2,3	2,9	1,4	1,7	3,1	2,4	0,8	
France	1,9	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,4	1,6	1,8	2,8	2,6	1,6	
Italie	4,1	2,6	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2,0	3,4	1,9	2,0	1,8	4,6	1,6	
Espagne	4,3	3,5	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,5	2,6	2,4	4,3	3,6	2,2	
Pays-Bas	2,3	2,3	5,1	3,8	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,9	2,6	2,0	1,6	2,9	2,6	
Belgique	2,0	2,7	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,6	2,8	1,9	3,1	4,1	2,2	
Autriche	2,1	2,0	2,3	1,7	1,3	2,0	2,1	1,7	2,2	3,5	2,3	1,8	3,5	2,9	1,8	
Finlande	2,1	3,0	2,7	2,0	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	2,5	2,0	1,9	4,5	2,7	
Grèce	10,8	2,9	3,7	3,9	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0	4,4	3,1	2,5	3,9	3,7	2,9	
Portugal	5,7	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3,0	2,4	3,2	2,0	2,1	2,4	3,2	2,0	
Irlande	2,4	5,3	4,0	4,7	4,0	2,3	2,2	2,7	2,9	3,5	2,4	2,0	3,2	3,3	2,2	
Luxembourg	2,2	3,2	2,7	2,1	2,0	2,2	2,5	2,7	2,3	3,7	1,8	2,0	3,4	2,8	2,0	
Slovénie	...	8,8	8,4	7,5	5,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,9	3,3	3,3	5,6	4,7	3,0	
Chypre	3,7	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,6	3,5	2,0	3,7	4,4	2,9	
Malte	3,1	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	3,7	2,2	2,4	3,1	2,8	2,4	
Japon	1,2	-0,8	-0,7	-0,9	-0,3	—	-0,3	0,3	—	1,6	0,9	1,5	0,7	1,9	0,5	
Royaume-Uni ¹	3,3	0,9	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	2,3	2,3	3,8	2,9	2,0	2,0	4,6	2,0	
Canada	2,2	2,7	2,5	2,3	2,7	1,8	2,2	2,0	2,1	2,5	2,1	2,0	2,4	2,9	1,9	
Corée	5,7	2,3	4,1	2,8	3,5	3,6	2,8	2,2	2,5	4,8	4,0	3,0	3,6	5,0	3,0	
Australie	2,5	4,5	4,4	3,0	2,8	2,3	2,7	3,5	2,3	4,6	3,6	2,8	3,0	4,8	3,2	
Taiwan, prov. chinoise de	2,9	1,3	—	-0,2	-0,3	1,6	2,3	0,6	1,8	4,2	2,5	1,5	3,3	4,3	1,8	
Suède	3,6	1,3	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	1,5	1,7	3,4	2,8	2,0	2,5	3,3	2,4	
Suisse	2,3	1,6	1,0	0,6	0,6	0,8	1,2	1,0	0,7	2,6	1,5	1,0	2,0	1,2	1,5	
Hong Kong (RAS)	6,8	-3,7	-1,6	-3,0	-2,6	-0,4	0,9	2,0	2,0	4,8	4,3	3,0	3,8	3,8	5,1	
Danemark	2,1	2,9	2,4	2,4	2,1	1,2	1,8	1,9	1,7	3,4	2,8	1,9	2,3	3,7	2,4	
Norvège	2,4	3,1	3,0	1,3	2,5	0,4	1,6	2,3	0,8	3,2	2,7	2,5	2,8	1,4	2,4	
Israël	11,2	1,1	1,1	5,7	0,7	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,8	3,3	2,0	3,4	5,1	1,9	
Singapour	1,9	1,3	1,0	-0,4	0,5	1,7	0,5	1,0	2,1	6,5	3,3	1,7	3,9	5,6	2,6	
Nouvelle-Zélande	2,1	2,6	2,6	2,6	1,7	2,3	3,0	3,4	2,4	4,2	3,8	2,2	3,2	4,8	2,9	
Islande	4,1	5,1	6,6	4,8	2,1	3,2	4,0	6,8	5,0	12,1	11,2	2,0	5,9	14,9	9,1	
<i>Pour mémoire</i>																
Principaux pays avancés	2,6	2,1	1,9	1,3	1,7	2,0	2,3	2,4	2,2	3,5	1,7	1,9	3,0	3,0	1,4	
Nouvelles économies industrielles d'Asie	4,7	1,2	1,9	1,0	1,4	2,4	2,2	1,6	2,2	4,8	3,5	2,5	3,6	4,7	2,9	

¹Sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé d'Eurostat.

Tableau A7. Pays émergents et en développement : prix à la consommation¹*(Variations annuelles en pourcentage)*

	Moyennes												Fin de période		
	1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	2007	2008	2009
Afrique	24,9	11,7	11,0	9,0	8,6	6,4	7,1	6,3	6,2	10,2	8,3	4,8	7,1	11,2	6,8
Afrique du Sud	9,8	5,4	5,7	9,2	5,8	1,4	3,4	4,7	7,1	11,8	8,0	4,5	9,0	12,7	6,6
Algérie	17,3	0,3	4,2	1,4	2,6	3,6	1,6	2,5	3,6	4,3	4,0	2,9	4,4	4,2	3,9
Angola	463,0	325,0	152,6	108,9	98,3	43,6	23,0	13,3	12,2	12,1	9,3	4,5	11,8	11,0	8,0
Bénin	7,2	4,2	4,0	2,4	1,5	0,9	5,4	3,8	1,3	8,8	6,5	2,8	0,3	13,1	3,7
Botswana	10,9	8,5	6,6	8,0	9,2	7,0	8,6	11,6	7,1	12,6	11,9	9,5	8,1	13,4	10,7
Burkina Faso	4,3	-0,3	4,7	2,3	2,0	-0,4	6,4	2,4	-0,2	9,5	5,0	2,0	2,3	5,5	3,5
Burundi	13,5	24,3	9,3	-1,3	10,7	8,0	13,4	2,8	8,3	24,3	15,4	5,2	14,7	23,7	9,8
Cameroun ²	4,9	0,8	2,8	6,3	0,6	0,3	2,0	5,1	0,9	4,1	2,1	2,0	3,5	2,5	1,7
Cap-Vert	7,3	-2,4	3,7	1,9	1,2	-1,9	0,4	4,8	4,4	5,7	4,9	2,0	3,4	6,5	4,1
Comores	2,5	5,9	5,6	3,6	3,7	4,5	3,0	3,4	4,5	5,9	5,6	3,1	2,2	9,6	1,6
Congo, Rép. du	7,3	0,4	0,8	3,1	1,5	3,8	2,5	4,7	2,6	4,0	4,0	3,0	-1,7	5,0	3,0
Congo, Rép. dém. du	848,4	550,0	357,3	25,3	12,8	4,0	21,4	13,2	16,7	17,5	15,1	10,0	10,0	23,5	11,5
Côte d'Ivoire	6,0	-0,4	4,4	3,1	3,3	1,5	3,9	2,5	1,9	5,6	5,7	3,0	1,5	9,0	3,0
Djibouti	4,2	1,6	1,8	0,6	2,0	3,1	3,1	3,5	5,0	8,1	6,0	3,0	5,0	8,1	6,0
Érythrée	...	19,9	14,6	16,9	22,7	25,1	12,5	15,1	9,3	11,0	10,5	8,5	12,3	11,0	10,0
Éthiopie	7,1	6,2	-5,2	-7,2	15,1	8,6	6,8	12,3	15,8	25,3	40,8	9,1	15,1	55,3	18,0
Gabon	5,5	0,5	2,1	0,2	2,1	0,4	1,2	-1,4	5,0	5,1	5,7	2,5	5,9	5,1	5,5
Gambie	5,4	0,9	4,5	8,6	17,0	14,3	5,0	2,1	5,4	6,0	5,5	4,0	6,0	6,0	5,0
Ghana	26,8	25,2	32,9	14,8	26,7	12,6	15,1	10,2	10,7	16,8	13,3	5,0	12,7	17,8	13,0
Guinée	8,5	6,8	5,4	3,0	11,0	17,5	31,4	34,7	22,9	17,9	9,3	5,0	12,8	15,0	10,0
Guinée-Bissau	35,6	8,6	3,3	3,3	-3,5	0,8	3,4	2,0	4,6	9,6	6,2	3,0	9,3	9,8	3,0
Guinée équatoriale	6,1	4,8	8,8	7,6	7,3	4,2	5,7	4,5	2,8	6,4	5,5	4,0	3,7	6,5	5,2
Kenya	16,0	10,0	5,8	2,0	9,8	11,6	10,3	14,5	9,8	25,0	6,5	5,0	12,0	24,0	6,5
Lesotho	11,1	6,1	6,9	12,5	7,3	5,0	3,4	6,1	8,0	11,2	9,5	4,9	10,5	12,7	9,1
Libéria	...	5,3	12,1	14,2	10,3	3,6	6,9	7,2	11,4	19,2	11,4	5,0	11,7	18,8	8,5
Madagascar	16,4	10,7	6,9	16,2	-1,1	14,0	18,4	10,8	10,3	9,4	8,8	5,0	8,2	11,0	8,5
Malawi	29,0	29,6	27,2	17,3	9,6	11,4	15,5	13,9	7,9	8,2	7,9	6,7	7,5	8,2	7,0
Mali	3,8	-0,7	5,2	5,0	-1,3	-3,1	6,4	1,9	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Maroc	4,4	1,9	0,6	2,8	1,2	1,5	1,0	3,3	2,0	3,9	3,5	2,6	2,0	3,9	3,5
Maurice	8,2	4,2	5,4	6,5	3,9	4,7	4,9	8,9	9,1	8,8	8,6	5,0	10,0	9,7	7,5
Mauritanie	5,0	6,8	7,7	5,4	5,3	10,4	12,1	6,2	7,3	12,5	9,5	5,0	7,4	12,0	7,0
Mozambique	31,8	12,7	9,1	16,8	13,5	12,6	6,4	13,2	8,2	10,1	8,4	5,4	10,3	9,2	8,1
Namibie	10,2	9,3	9,3	11,3	7,2	4,1	2,3	5,1	6,7	8,7	8,1	4,7	7,1	9,1	7,0
Niger	4,5	2,9	4,0	2,7	-1,8	0,4	7,8	0,1	0,1	8,3	3,5	2,0	4,7	6,4	3,5
Nigéria	28,5	6,9	18,0	13,7	14,0	15,0	17,8	8,3	5,5	11,0	11,1	8,5	6,6	13,1	9,8
Ouganda	16,3	5,8	4,5	-2,0	5,7	5,0	8,0	6,6	6,8	7,3	7,8	4,5	4,4	12,5	4,5
République Centrafricaine	3,5	3,2	3,8	2,3	4,4	-2,2	2,9	6,7	0,9	8,5	6,7	2,5	-0,2	13,0	3,8
Rwanda	16,3	3,9	3,4	2,0	7,4	12,0	9,0	8,9	9,1	12,0	8,0	5,0	6,6	15,5	5,0
São Tomé-et-Príncipe	39,2	11,0	9,2	10,1	9,8	13,3	17,2	23,1	18,5	25,9	19,8	5,0	27,6	24,5	16,0
Sénégal	4,0	0,7	3,0	2,3	—	0,5	1,7	2,1	5,9	5,4	2,8	2,2	6,2	4,1	2,2
Seychelles	2,0	6,3	6,0	0,2	3,3	3,9	0,8	-1,4	5,7	27,3	28,7	3,0	16,8	21,2	35,2
Sierra Leone	42,6	-0,9	2,6	-3,7	7,5	14,2	12,1	9,5	11,7	15,3	13,9	6,5	13,8	15,7	12,1
Soudan	75,2	8,0	4,9	8,3	7,7	8,4	8,5	7,2	8,0	16,0	10,0	4,5	8,8	12,0	8,0
Swaziland	9,5	7,2	7,5	11,7	7,4	3,4	4,8	5,3	8,2	12,7	8,9	5,3	9,8	13,5	7,5
Tanzanie	21,3	6,2	5,1	4,6	4,4	4,1	4,4	7,3	7,0	9,2	6,5	5,0	6,4	8,3	5,0
Tchad	4,1	3,8	12,4	5,2	-1,8	-5,4	7,9	7,9	-8,8	5,0	3,0	3,0	0,8	2,9	3,0
Togo	6,0	1,9	3,9	3,1	-0,9	0,4	6,8	2,2	1,0	5,2	5,2	3,4	3,4	4,9	4,5
Tunisie	4,8	2,3	2,0	2,7	2,7	3,6	2,0	4,5	3,1	5,1	4,5	2,7	5,3	4,7	4,5
Zambie	68,3	26,1	21,7	22,2	21,4	18,0	18,3	9,0	10,7	11,8	8,6	5,0	8,9	12,7	9,0
Zimbabwe ³	28,1	55,6	73,4	133,2	365,0	350,0	237,8	1.016,7	10.452,6	...	...	...	108.844,1	...	...

Tableau A7 (suite)

	Moyennes 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	Fin de période		
													2007	2008	2009
Europe centrale et orientale⁴	60,1	24,9	21,5	16,4	10,1	6,3	5,1	5,4	5,6	7,8	5,7	3,2	6,6	7,3	5,5
Albanie	34,7	—	3,1	5,2	2,3	2,9	2,4	2,4	2,9	4,0	3,0	2,8	3,1	3,9	3,0
Bosnie-Herzégovine	...	5,0	4,5	0,3	0,5	0,3	3,6	6,1	1,5	8,5	5,2	2,5	4,9	8,1	3,5
Bulgarie	110,3	10,3	7,4	5,8	2,3	6,1	6,0	7,4	7,6	12,2	7,0	3,4	11,6	9,6	6,5
Croatie	...	4,6	3,8	1,7	1,8	2,0	3,3	3,2	2,9	7,0	4,9	3,0	5,8	6,5	4,0
Estonie	...	4,0	5,8	3,6	1,3	3,0	4,1	4,4	6,6	10,2	5,1	2,9	9,6	6,9	5,2
Hongrie	22,0	9,8	9,2	5,3	4,6	6,8	3,6	3,9	7,9	6,3	4,1	3,0	7,4	5,5	3,4
Lettonie	...	2,6	2,5	1,9	2,9	6,2	6,7	6,5	10,1	15,9	10,6	3,1	14,0	14,6	8,8
Lituanie	...	1,1	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,3	6,2	2,4	8,2	9,2	5,7
Macédoine, ex-Rép. yougoslave de	...	6,4	5,5	2,2	1,2	-0,4	0,5	3,2	2,3	8,5	3,0	3,0	6,7	5,5	3,0
Monténégro, Rép. du	...	...	23,7	19,7	7,5	3,1	3,4	2,1	3,5	9,2	5,2	3,0	...	...	...
Pologne	51,4	10,1	5,5	1,9	0,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,0	3,3	2,5	4,0	3,0	4,3
République slovaque	...	12,2	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,6	2,5	2,5	4,1	3,0
République tchèque	13,9	3,8	4,7	1,8	0,1	2,8	1,8	2,5	2,8	6,7	3,4	2,0	5,4	5,7	3,4
Roumanie	110,3	45,7	34,5	22,5	15,3	11,9	9,0	6,6	4,8	8,2	6,6	3,5	6,6	7,9	6,2
Serbie	...	70,0	91,8	19,5	11,7	10,1	17,3	12,7	6,8	10,7	7,5	7,5	10,1	8,5	8,0
Turquie	76,1	55,0	54,2	45,1	25,3	8,6	8,2	9,6	8,8	10,5	8,4	4,0	8,4	10,9	7,5
Communauté des États indépendants^{4,5}	...	24,1	20,3	14,0	12,3	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	12,6	7,5	13,0	14,8	10,7
Russie	...	20,8	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7	9,0	14,0	12,0	7,7	11,9	13,8	10,5
Russie non comprise	...	34,1	17,1	9,2	8,6	9,1	10,7	8,9	11,6	19,7	14,2	6,9	15,7	17,2	11,3
Arménie	...	-0,8	3,1	1,1	4,7	7,0	0,6	2,9	4,4	9,4	5,0	4,0	6,6	7,5	5,0
Azerbaïdjan	...	1,8	1,5	2,8	2,2	6,7	9,7	8,4	16,6	22,4	20,0	15,0	19,5	25,0	15,0
Bélarus	...	168,6	61,1	42,6	28,4	18,1	10,3	7,0	8,4	15,3	9,6	7,2	12,1	16,3	6,3
Géorgie	...	4,0	4,7	5,6	4,8	5,7	8,3	9,2	9,2	10,0	7,6	6,0	11,0	8,0	8,0
Kazakhstan	...	13,3	8,4	5,9	6,4	6,9	7,6	8,6	10,8	17,6	9,8	6,0	18,8	11,5	8,0
Moldova	...	31,3	9,8	5,3	11,7	12,5	11,9	12,7	12,4	13,7	9,7	5,0	13,1	11,5	9,5
Mongolie	...	11,6	6,2	0,9	5,1	7,9	12,5	5,1	9,0	26,0	18,8	5,3	15,1	27,5	10,0
Ouzbékistan	...	25,0	27,3	27,3	11,6	6,6	10,0	14,2	12,3	11,1	10,6	8,0	11,9	11,0	10,0
République kirghize	...	18,7	6,9	2,1	3,1	4,1	4,3	5,6	10,2	24,5	12,2	5,1	20,1	20,0	12,0
Tadjikistan	...	32,9	38,6	12,2	16,4	7,2	7,3	10,0	13,2	21,6	15,5	6,0	19,8	18,0	13,0
Turkménistan	...	8,0	11,6	8,8	5,6	5,9	10,7	8,2	6,3	13,0	12,0	6,0	8,6	12,0	12,0
Ukraine	...	28,2	12,0	0,8	5,2	9,0	13,5	9,1	12,8	25,3	18,8	5,8	16,6	21,6	14,7

Tableau A7 (suite)

	Moyennes 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	Fin de période		
													2007	2008	2009
Asie, pays en développement d'	8,7	1,9	2,8	2,1	2,6	4,1	3,8	4,2	5,4	7,8	6,2	3,7	6,3	7,4	6,2
Afghanistan, Rép. islamique d'	...	...	...	5,1	24,1	13,2	12,3	5,1	13,0	24,0	9,5	5,0	20,7	15,6	6,0
Bangladesh	6,4	2,5	1,9	3,7	5,4	6,1	7,0	7,1	9,1	10,1	10,0	4,7	9,6	10,5	9,4
Bhoutan	9,8	4,0	3,4	2,5	2,1	4,6	5,3	5,0	5,2	7,7	5,0	3,9	4,8	6,4	4,5
Brunéi Darussalam	...	1,2	0,6	-2,3	0,3	0,9	1,1	0,2	0,3	0,8	1,0	1,2	...	...	...
Cambodge	...	-0,8	0,2	3,3	1,2	3,9	5,8	4,7	5,9	20,1	9,0	4,3	10,8	16,3	9,6
Chine	7,5	0,4	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	6,4	4,3	3,3	6,6	4,5	5,5
Fidji	4,2	1,1	4,3	0,8	4,2	2,8	2,4	2,5	4,3	7,0	6,0	4,0	6,0	7,0	6,0
Îles Salomon	10,7	6,9	7,6	9,3	10,0	6,9	7,4	11,2	7,7	15,1	8,8	5,0	10,9	6,7	6,5
Inde	9,5	4,0	3,8	4,3	3,8	3,8	4,2	6,2	6,4	7,9	6,7	3,9	5,5	9,2	5,1
Indonésie	13,6	3,8	11,5	11,8	6,8	6,1	10,5	13,1	6,2	9,8	8,8	4,7	5,6	12,0	7,5
Kiribati	3,4	0,4	6,0	3,2	2,5	-1,9	-0,5	-0,2	0,2	1,0	1,5	2,5	3,7	2,8	2,5
Malaisie	3,7	1,6	1,4	1,8	1,1	1,4	3,0	3,6	2,0	6,0	4,7	2,5	2,2	7,2	3,3
Maldives	8,4	-1,2	0,7	0,9	-2,8	6,3	3,3	3,5	7,4	15,0	4,0	3,0	10,3	9,5	3,5
Myanmar	26,9	-1,7	34,5	58,1	24,9	3,8	10,7	25,7	33,9	34,5	30,0	18,0	29,0	40,0	20,0
Népal	9,8	3,4	2,4	2,9	4,7	4,0	4,5	8,0	6,4	8,0	8,5	4,0	5,1	13,4	5,3
Pakistan	9,6	3,6	4,4	2,5	3,1	4,6	9,3	7,9	7,8	12,0	23,0	7,0	7,0	21,5	20,0
Papouasie-Nouvelle-Guinée	8,6	15,6	9,3	11,8	14,7	2,1	1,8	2,4	0,9	5,0	5,0	4,0	3,2	5,5	4,5
Philippines	9,6	4,0	6,8	2,9	3,5	6,0	7,7	6,2	2,8	10,1	7,0	3,5	3,9	12,2	4,3
République dém. pop. lao	22,6	23,2	9,3	9,2	15,5	10,5	7,2	6,8	4,5	8,4	5,4	4,5	5,6	7,3	5,0
Samoa	4,4	-0,2	1,9	7,4	4,3	7,9	1,9	3,8	6,0	7,1	5,1	3,0	5,1	6,0	4,7
Sri Lanka	11,2	6,2	14,2	9,6	9,0	9,0	11,0	10,0	15,8	23,7	20,0	14,8	18,7	22,2	17,7
Thaïlande	5,0	1,6	1,7	0,6	1,8	2,8	4,5	4,6	2,2	5,7	3,2	1,6	3,2	2,5	6,5
Timor-Leste	...	63,6	3,6	4,8	7,0	3,2	1,8	4,1	7,8	4,0	3,5	3,2	7,8	4,0	3,5
Tonga	4,4	5,3	6,9	10,4	11,1	11,7	9,7	7,0	5,1	14,5	12,3	4,2	5,6	6,0	6,0
Vanuatu	3,2	2,5	3,7	2,0	3,0	1,4	1,2	2,0	3,9	3,8	3,0	2,5	4,1	3,8	2,5
Vietnam	19,2	-1,6	-0,4	4,0	3,2	7,7	8,2	7,5	8,3	24,0	15,0	6,0	12,6	25,0	11,0
Moyen-Orient	10,9	4,1	3,8	5,3	6,1	7,1	6,2	7,0	10,6	15,8	14,4	8,2	11,4	16,1	13,8
Arabie Saoudite	1,2	-1,1	-1,1	0,2	0,6	0,4	0,6	2,3	4,1	11,5	10,0	5,0	4,1	11,5	10,0
Bahreïn	0,8	-0,7	-1,2	-0,5	1,7	2,3	2,6	2,2	3,4	4,5	6,0	3,0	4,0	10,5	6,0
Égypte	10,7	2,8	2,4	2,4	3,2	8,1	8,8	4,2	11,0	11,7	16,1	7,5	8,6	20,2	12,0
Émirats arabes unis	3,6	1,4	2,7	2,9	3,2	5,0	6,2	9,3	11,1	12,9	10,8	3,4	...	...	...
Iran, Rép. islamique d'	23,5	12,8	11,3	15,7	15,6	15,3	10,4	11,9	18,4	26,0	22,0	15,0	22,5	24,0	22,0
Iraq	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Jordanie	5,0	0,7	1,8	1,8	1,6	3,4	3,5	6,3	5,4	15,8	7,6	2,8	5,7	16,1	5,5
Koweït	3,6	1,6	1,4	0,8	1,0	1,3	4,1	3,1	5,5	9,0	7,5	4,5	5,5	9,0	7,5
Liban	24,9	-0,4	-0,4	1,8	1,3	1,7	-0,7	5,6	4,1	11,0	6,2	2,2	6,0	8,6	3,8
Libye	6,2	-2,9	-8,8	-9,9	-2,1	1,0	2,9	1,4	6,2	12,0	10,0	6,0	7,3	12,0	10,0
Oman	1,6	-1,2	-0,8	-0,3	0,2	0,7	1,9	3,4	5,9	11,2	9,0	5,0	8,6	10,0	8,0
Qatar	2,9	1,7	1,4	0,2	2,3	6,8	8,8	11,8	13,8	15,0	13,0	5,0	13,8	15,0	13,0
République arabe syrienne	7,2	-3,9	3,4	-0,5	5,8	4,4	7,2	10,4	4,7	8,0	7,0	5,0	4,8	-10,0	7,0
Yémen, Rép. du	37,0	10,9	11,9	12,2	10,8	12,5	11,8	18,2	12,5	17,2	14,4	10,4	8,6	15,9	13,0

Tableau A7 (fin)

	Moyennes												Fin de période		
	1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	2007	2008	2009
Hémisphère occidental	98,4	8,3	6,5	8,7	10,5	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	7,3	5,6	6,3	8,5	6,6
Antigua-et-Barbuda	3,4	-0,6	1,7	2,4	2,0	2,0	2,1	1,8	1,4	3,0	2,0	2,0	5,1	3,0	2,0
Argentine	59,3	-0,9	-1,1	25,9	13,4	4,4	9,6	10,9	8,8	9,1	9,1	9,0	8,5	9,0	9,0
Bahamas	2,8	1,6	2,0	2,2	3,0	1,0	2,2	1,8	2,5	4,5	3,5	2,0	2,9	5,7	2,0
Barbade	2,9	2,4	2,6	-1,2	1,6	1,4	6,1	7,3	4,0	9,0	6,4	2,6	4,8	14,5	-2,7
Belize	2,0	0,7	1,2	2,2	2,6	3,1	3,7	4,2	2,3	4,6	3,3	2,5	4,1	4,0	2,5
Bolivie	10,4	4,6	1,6	0,9	3,3	4,4	5,4	4,3	8,7	14,3	10,6	4,0	11,7	13,0	9,9
Brésil	325,4	7,1	6,8	8,4	14,8	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	5,1	4,5	4,5	6,3	4,5
Chili	11,5	3,8	3,6	2,5	2,8	1,1	3,1	3,4	4,4	8,9	6,5	3,0	7,8	8,5	4,9
Colombie	22,0	9,2	8,0	6,3	7,1	5,9	5,0	4,3	5,5	7,3	5,5	3,4	5,7	7,2	4,9
Costa Rica	16,7	11,0	11,3	9,2	9,4	12,3	13,8	11,5	9,4	12,2	10,9	4,5	10,8	13,0	9,0
Dominique	2,3	0,9	1,6	0,1	1,6	2,4	1,6	2,6	2,7	2,2	1,5	1,5	3,4	2,4	1,5
El Salvador	10,4	2,3	3,8	1,9	2,1	4,5	4,7	4,0	3,9	7,6	7,4	3,0	4,9	9,0	6,0
Équateur	38,6	96,1	37,7	12,6	7,9	2,7	2,1	3,3	2,3	8,5	5,1	2,5	3,3	9,5	4,0
Grenade	2,9	0,6	1,7	1,1	2,2	2,3	3,5	4,2	3,9	7,8	4,5	2,3	7,4	6,2	3,9
Guatemala	14,5	6,0	7,3	8,1	5,6	7,6	9,1	6,6	6,8	10,6	7,7	4,1	8,7	9,8	6,5
Guyana	21,8	6,1	2,7	5,4	6,0	4,7	6,9	6,7	12,2	8,6	6,8	5,0	14,0	9,0	7,0
Haïti	20,7	11,5	16,5	9,3	26,7	28,3	16,8	14,2	9,0	14,5	11,5	5,5	7,9	16,0	9,5
Honduras	19,5	11,0	9,7	7,7	7,7	8,1	8,8	5,6	6,9	11,2	10,3	5,5	8,9	12,1	8,4
Jamaïque	26,7	8,1	6,9	7,0	10,1	13,5	15,1	8,5	9,3	20,2	15,4	4,5	16,8	18,3	12,0
Mexique	20,1	9,5	6,4	5,0	4,5	4,7	4,0	3,6	4,0	4,9	4,2	3,0	3,7	5,7	3,3
Nicaragua	66,5	9,9	4,7	4,0	6,5	8,5	9,6	9,1	11,1	20,5	11,4	7,0	16,9	17,1	9,2
Panama	1,1	1,4	0,3	1,0	0,6	0,5	2,9	2,5	4,2	9,2	5,9	4,0	6,4	9,6	4,8
Paraguay	16,2	9,0	7,3	10,5	14,2	4,3	6,8	9,6	8,1	10,5	5,6	3,0	5,9	8,6	5,0
Pérou	112,1	3,8	2,0	0,2	2,3	3,3	1,6	2,0	1,8	5,6	4,4	2,0	3,9	5,8	3,5
République Dominicaine	14,2	7,7	8,9	5,2	27,4	51,5	4,2	7,6	6,1	12,3	10,7	7,9	8,9	14,3	7,7
Saint-Kitts-et-Nevis	3,5	2,1	2,1	2,1	2,3	2,2	3,4	8,5	4,5	2,6	4,0	2,2	2,1	4,5	3,5
Saint-Vincent-et-les Grenadines	3,1	0,2	0,8	0,8	0,2	3,0	3,7	3,0	6,9	9,3	6,2	3,4	8,3	9,6	3,8
Sainte-Lucie	3,2	3,7	5,4	-0,3	1,0	1,5	3,9	3,6	1,9	7,2	4,9	2,2	6,8	6,0	3,9
Suriname	70,9	58,6	39,8	15,5	23,0	9,1	9,9	11,3	6,4	15,5	9,5	6,1	8,4	15,0	9,5
Trinité-et-Tobago	5,9	3,6	5,5	4,2	3,8	3,7	6,9	8,3	7,9	10,1	10,0	6,0	7,6	11,5	8,5
Uruguay	45,1	4,8	4,4	14,0	19,4	9,2	4,7	6,4	8,1	6,8	6,2	5,0	8,5	7,0	6,5
Venezuela	46,1	16,2	12,5	22,4	31,1	21,7	16,0	13,7	18,7	27,2	33,5	30,0	22,5	32,0	35,0

¹Comme c'est l'usage pour les *Perspectives de l'économie mondiale*, 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.

²Les variations en pourcentage pour 2002 sont calculées sur une période de 18 mois à cause du changement des dates de l'exercice (qui va non plus de juillet à juin, mais de janvier à décembre).

³Pour 2007, il s'agit d'une estimation. Aucune projection n'a été effectuée pour 2008 et au-delà, car le Zimbabwe est en situation d'hyperinflation et des prévisions n'auraient guère de sens. Si les pouvoirs publics ne modifient pas leur politique, l'inflation peut continuer à augmenter indéfiniment.

⁴Pour 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.

⁵La 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 A8. Principaux pays avancés : solde budgétaire et dette des administrations publiques¹*(En pourcentage du PIB)*

	Moyennes 1992–2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Principaux pays avancés										
Solde effectif	-2,8	-4,0	-4,8	-4,2	-3,4	-2,4	-2,2	-3,2	-3,7	-2,4
Écart de production ²	0,1	-0,1	-0,4	0,2	0,3	0,7	0,7	-0,1	-1,8	-0,1
Solde structurel ²	-2,7	-4,0	-4,5	-4,2	-3,4	-2,6	-2,5	-3,2	-2,9	-2,3
États-Unis										
Solde effectif	-1,8	-3,8	-4,8	-4,4	-3,3	-2,2	-2,7	-4,1	-4,6	-2,9
Écart de production ²	0,6	0,4	0,3	1,2	1,4	1,6	1,2	0,4	-1,6	—
Solde structurel ²	-2,0	-3,9	-4,9	-4,7	-3,8	-2,8	-3,1	-4,3	-3,9	-2,8
Dette nette	47,7	38,1	41,5	43,0	43,4	42,5	43,2	46,3	50,7	56,9
Dette brute	64,2	56,1	59,4	60,4	60,7	59,9	60,7	61,5	65,4	70,4
Zone euro										
Solde effectif	-3,5	-2,6	-3,1	-3,0	-2,5	-1,3	-0,6	-1,5	-2,0	-0,8
Écart de production ²	-0,1	0,2	-0,9	-0,7	-1,0	-0,2	0,5	0,2	-1,1	—
Solde structurel ²	-3,0	-2,7	-2,7	-2,5	-2,1	-1,4	-0,9	-1,1	-1,1	-0,5
Dette nette	58,3	58,3	59,7	60,2	60,6	58,7	56,9	56,4	57,1	54,3
Dette brute	70,3	68,2	69,3	69,7	70,3	68,6	66,5	69,9	70,6	66,7
Allemagne³										
Solde effectif	-2,2	-3,7	-4,0	-3,8	-3,3	-1,5	-0,2	-0,3	-0,8	—
Écart de production ²	0,2	-0,2	-1,7	-1,9	-2,3	-0,8	0,4	1,0	-0,3	—
Solde structurel ^{2,4}	-1,8	-2,9	-3,2	-2,8	-2,3	-1,2	-0,2	-0,8	-0,3	—
Dette nette	46,8	54,3	57,7	60,0	61,8	60,2	57,7	56,1	56,8	55,8
Dette brute	54,3	59,6	62,8	64,7	66,4	66,0	63,2	76,4	77,0	73,5
France										
Solde effectif	-3,7	-3,1	-4,1	-3,6	-3,0	-2,4	-2,7	-3,3	-3,9	-1,5
Écart de production ²	-0,8	0,7	-0,2	0,2	—	0,1	0,2	-1,0	-2,7	—
Solde structurel ^{2,4}	-3,1	-3,5	-3,8	-3,5	-3,2	-2,3	-2,6	-2,7	-2,3	-1,5
Dette nette	44,8	49,1	53,2	55,3	56,7	53,9	54,2	55,5	57,8	57,1
Dette brute	54,1	58,8	62,9	65,0	66,4	63,6	63,9	65,2	67,5	66,8
Italie										
Solde effectif	-5,5	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,6	-2,6	-2,9	-2,4
Écart de production ²	-0,5	0,7	-0,5	-0,2	-0,8	-0,2	0,2	-0,6	-1,6	-1,0
Solde structurel ^{2,4}	-5,3	-4,1	-3,4	-3,7	-4,0	-3,3	-1,8	-2,3	-2,1	-1,9
Dette nette	109,5	102,1	101,5	100,8	102,7	102,7	101,1	101,3	102,5	101,9
Dette brute	114,9	105,7	104,4	103,8	105,8	106,5	104,0	104,3	105,5	104,9
Japon										
Solde effectif	-4,6	-8,0	-8,0	-6,2	-5,0	-3,8	-3,2	-3,4	-3,9	-3,2
Sécurité sociale non comprise	-6,2	-7,9	-8,1	-6,6	-5,4	-3,8	-2,7	-2,7	-3,4	-3,1
Écart de production ²	-0,5	-2,3	-2,2	-1,1	-0,9	-0,2	0,2	-0,7	-1,8	—
Solde structurel ²	-4,4	-7,0	-7,1	-5,7	-4,7	-3,7	-3,3	-3,1	-3,2	-3,2
Sécurité sociale non comprise	-6,8	-7,3	-7,6	-6,4	-5,2	-3,8	-2,7	-2,6	-3,0	-3,1
Dette nette	37,0	72,6	76,5	82,7	84,6	88,4	90,6	94,3	97,6	99,2
Dette brute	108,5	160,9	167,2	178,1	191,6	194,7	195,4	198,6	200,9	191,1
Royaume-Uni										
Solde effectif	-3,0	-1,9	-3,3	-3,4	-3,3	-2,6	-2,7	-3,5	-4,4	-3,5
Écart de production ²	-0,4	-0,1	-0,1	0,1	-0,4	-0,1	0,3	-1,1	-3,2	—
Solde structurel ²	-2,5	-1,9	-2,9	-3,4	-3,0	-2,6	-2,8	-2,9	-2,8	-2,6
Dette nette	37,1	32,0	33,7	35,6	37,4	38,1	38,3	37,6	38,5	39,7
Dette brute	42,6	37,2	38,5	40,3	42,1	43,3	44,1	43,4	44,3	45,8
Canada										
Solde effectif	-2,7	-0,1	-0,1	0,9	1,5	1,3	1,4	0,7	0,6	1,2
Écart de production ²	-0,2	0,2	-0,7	-0,2	0,0	0,5	0,6	-1,4	-2,8	—
Solde structurel ²	-2,4	-0,2	0,2	1,0	1,5	1,1	1,1	1,2	1,7	1,2
Dette nette	60,4	42,6	38,7	34,5	30,0	26,4	23,2	21,5	20,4	12,2
Dette brute	93,5	80,6	76,6	72,4	70,5	67,9	64,2	60,7	58,4	43,1

Note : La méthodologie utilisée et les hypothèses propres à chaque pays sont examinées dans l'encadré A1 de l'appendice statistique.

¹Les 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.

²En pourcentage du PIB potentiel.

³Depuis 1995, l'État fédéral prend en charge l'encours et le service de la dette, qui équivalent à 8 % et ½-1 % du PIB, de la Treuhandanstalt (et de divers autres organismes).

⁴Non compris le produit exceptionnel tiré de la vente des licences de téléphonie mobile (équivalent à 2,5 % du PIB en 2000 pour l'Allemagne, à 0,1 % du PIB en 2001 et 2002 pour la France, à 1,2 % du PIB en 2000 pour l'Italie). Non compris également le produit exceptionnel de cessions d'actifs de montant important, en particulier 0,5 % du PIB en 2005 pour la France.

Tableau A9. État récapitulatif du commerce mondial : volume et prix
(Variations annuelles en pourcentage)

	Moyennes sur 10 ans		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990-99	2000-09										
Commerce de biens et de services												
Commerce mondial¹												
Volume	6,5	6,5	12,3	0,3	3,5	5,4	10,7	7,6	9,3	7,2	4,9	4,1
Déflateur des prix												
En dollars EU	—	5,0	-0,5	-3,6	1,2	10,4	9,7	5,6	5,0	8,1	15,3	0,2
En DTS	-0,7	3,6	3,1	-0,1	-0,6	2,1	3,7	5,8	5,5	3,9	10,6	2,0
Volume du commerce												
Exportations												
Pays avancés	6,5	5,3	11,9	-0,5	2,4	3,3	9,1	6,1	8,4	5,9	4,3	2,5
Pays émergents et en développement	7,5	9,2	13,8	2,6	6,9	10,5	13,9	10,8	11,0	9,5	6,3	7,4
Importations												
Pays avancés	6,4	4,8	11,9	-0,5	2,7	4,1	9,4	6,4	7,5	4,5	1,9	1,1
Pays émergents et en développement	6,5	11,2	13,8	3,2	6,2	10,0	16,0	12,0	14,7	14,2	11,7	10,5
Termes de l'échange												
Pays avancés	—	-0,5	-2,6	0,4	0,8	1,0	—	-1,5	-1,2	0,3	-1,8	-0,1
Pays émergents et en développement	-0,7	2,4	6,0	-2,3	0,3	1,1	3,0	5,2	4,9	1,7	5,5	-0,9
Commerce de biens												
Commerce mondial¹												
Volume	6,7	6,6	13,0	-0,4	3,7	6,3	10,9	7,6	9,3	6,5	5,2	4,4
Déflateur des prix												
En dollars EU	-0,3	5,1	0,2	-3,9	0,6	9,9	9,8	6,1	5,7	8,2	16,0	-0,1
En DTS	-0,9	3,7	3,9	-0,4	-1,1	1,6	3,8	6,4	6,1	4,0	11,3	1,8
Prix mondiaux en dollars EU²												
Produits manufacturés	0,3	4,6	-5,3	-3,4	2,1	14,4	9,5	3,6	3,7	8,8	13,8	0,5
Pétrole	—	18,8	57,0	-13,8	2,5	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	50,8	-6,3
Produits primaires hors combustibles	-2,2	6,9	4,2	-4,8	1,9	5,9	15,2	6,1	23,2	14,1	13,3	-6,2
Produits alimentaires	-2,3	6,9	2,5	-2,0	3,5	6,3	14,0	-0,9	10,5	15,2	29,8	-5,8
Boissons	-0,5	4,6	-18,4	-13,3	24,3	4,8	-0,9	18,1	8,4	13,8	27,5	-7,1
Matières premières agricoles	-0,6	2,1	5,5	-3,4	-0,2	0,6	4,1	0,5	8,8	5,0	3,6	-2,7
Métaux	-4,1	11,5	13,2	-10,3	-3,5	11,8	34,6	22,4	56,2	17,4	-1,9	-8,4
Prix mondiaux en DTS²												
Produits manufacturés	-0,3	3,2	-1,8	0,1	0,4	5,7	3,6	3,9	4,2	4,5	9,2	2,4
Pétrole	-0,6	17,2	62,8	-10,7	0,8	7,1	23,6	41,6	21,0	6,4	44,7	-4,6
Produits primaires hors combustibles	-2,9	5,5	8,1	-1,3	0,2	-2,1	9,0	6,3	23,8	9,6	8,7	-4,5
Produits alimentaires	-2,9	5,4	6,2	1,5	1,8	-1,7	7,8	-0,7	11,0	10,7	24,5	-4,1
Boissons	-1,1	3,2	-15,4	-10,2	22,2	-3,1	-6,3	18,3	8,8	9,4	22,3	-5,4
Matières premières agricoles	-1,2	0,7	9,4	0,1	-1,9	-7,0	-1,6	0,8	9,3	0,9	-0,6	-0,9
Métaux	-4,8	10,0	17,4	-7,0	-5,1	3,3	27,3	22,7	56,9	12,8	-5,9	-6,7
Prix mondiaux en euros²												
Produits manufacturés	0,7	1,1	9,3	-0,3	-3,1	-4,5	-0,4	3,4	2,9	-0,4	2,4	1,9
Pétrole	0,4	14,8	81,3	-11,1	-2,8	-3,3	18,9	41,0	19,5	1,4	35,6	-5,0
Produits primaires hors combustibles	-1,9	3,3	20,4	-1,8	-3,3	-11,6	4,8	5,9	22,3	4,5	1,9	-4,9
Produits alimentaires	-2,0	3,3	18,3	1,1	-1,8	-11,2	3,7	-1,1	9,6	5,6	16,8	-4,5
Boissons	-0,1	1,1	-5,7	-10,5	17,9	-12,5	-9,9	17,8	7,5	4,2	14,7	-5,8
Matières premières agricoles	-0,3	-1,3	21,8	-0,4	-5,4	-16,0	-5,3	0,3	8,0	-3,8	-6,8	-1,3
Métaux	-3,8	7,8	30,7	-7,4	-8,4	-6,7	22,4	22,2	55,0	7,5	-11,8	-7,1

Tableau A9 (fin)

	Moyennes sur 10 ans		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990-99	2000-09										
Commerce de biens												
Volume du commerce												
Exportations												
Pays avancés	6,4	5,2	12,7	-1,3	2,3	3,9	8,8	5,6	8,5	5,1	4,3	2,6
Pays émergents et en développement	7,5	9,3	13,9	2,0	7,0	11,6	14,0	10,9	10,9	9,2	6,9	7,4
Pays exportateurs de combustibles	2,8	5,5	7,5	0,5	3,0	12,1	8,9	5,4	4,2	4,0	5,1	4,3
Pays exportateurs d'autres produits	9,5	10,7	15,8	2,6	8,3	11,5	15,8	12,8	13,6	11,4	7,5	8,6
Importations												
Pays avancés	6,7	5,0	12,6	-1,4	3,1	5,0	9,7	6,3	7,8	3,8	2,3	1,4
Pays émergents et en développement	6,8	11,3	14,6	3,1	6,3	11,4	17,0	12,5	12,8	13,2	11,8	10,8
Pays exportateurs de combustibles	-0,5	14,6	11,3	16,0	8,7	9,6	16,1	17,5	14,2	20,2	17,3	15,8
Pays exportateurs d'autres produits	9,0	10,6	15,1	1,0	5,8	11,7	17,2	11,6	12,5	11,8	10,6	9,7
Déflateur des prix en DTS												
Exportations												
Pays avancés	-1,1	2,7	0,3	-0,2	-0,9	2,5	3,0	3,7	4,2	3,7	9,3	1,8
Pays émergents et en développement	—	6,9	14,8	-1,0	0,1	1,4	7,5	13,9	10,8	5,4	16,1	1,6
Pays exportateurs de combustibles	0,5	13,8	43,7	-7,3	0,6	4,2	17,1	33,2	18,1	8,0	33,1	-1,1
Pays exportateurs d'autres produits	-0,2	4,3	6,1	1,4	-0,1	0,5	4,3	7,0	7,8	4,3	9,6	2,6
Importations												
Pays avancés	-1,4	3,2	3,4	-0,8	-1,9	1,2	3,1	5,6	5,6	3,5	10,9	1,7
Pays émergents et en développement	0,7	4,1	6,6	1,1	-0,6	0,3	4,1	6,8	6,6	4,2	10,6	2,3
Pays exportateurs de combustibles	1,0	3,8	1,9	0,4	0,9	0,7	4,2	7,3	7,8	4,6	8,1	2,3
Pays exportateurs d'autres produits	0,5	4,2	7,5	1,2	-0,9	0,2	4,1	6,7	6,3	4,2	11,2	2,2
Termes de l'échange												
Pays avancés	0,3	-0,5	-3,0	0,6	1,0	1,2	-0,1	-1,8	-1,4	0,2	-1,4	0,1
Pays émergents et en développement	-0,7	2,6	7,7	-2,1	0,7	1,0	3,3	6,7	4,0	1,1	4,9	-0,7
Par région												
Afrique	-0,4	5,6	13,7	-3,5	0,2	2,8	4,0	14,4	9,7	3,9	16,6	-3,2
Europe centrale et orientale	-0,6	0,2	-2,3	3,5	0,9	—	1,4	-0,8	-1,5	1,1	-0,6	0,5
Communauté des États indépendants ³	-2,2	7,7	23,3	-2,6	-2,0	9,0	12,1	14,6	8,9	2,8	17,5	-3,6
Asie, pays en développement d'	-0,2	-0,8	-3,9	0,9	0,5	-0,6	-1,9	-0,8	-0,1	-0,7	-2,7	1,7
Moyen-Orient	0,3	8,3	39,7	-8,3	1,7	-0,8	10,6	25,4	5,9	1,7	18,6	-3,2
Hémisphère occidental	-0,9	3,1	7,4	-4,2	1,7	3,1	5,9	5,8	8,8	2,2	4,3	-2,8
Classification analytique												
Source des recettes d'exportation												
Pays exportateurs de combustibles	-0,5	9,7	41,1	-7,6	-0,2	3,4	12,4	24,1	9,5	3,2	23,1	-3,3
Pays exportateurs d'autres produits	-0,7	0,1	-1,3	0,1	0,8	0,2	0,2	0,4	1,4	0,1	-1,4	0,3
Pour mémoire												
Exportations mondiales (milliards de dollars EU)												
Biens et services	5.755	13.121	7.880	7.612	7.992	9.309	11.299	12.834	14.759	17.130	20.770	21.622
Biens	4.583	10.560	6.349	6.076	6.355	7.429	9.022	10.295	11.903	13.751	16.860	17.560
Prix moyen du pétrole ⁴	—	18,8	57,0	-13,8	2,5	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	50,8	-6,3
En dollars EU le baril	18,20	54,07	28,2	24,3	25,0	28,9	37,8	53,4	64,3	71,1	107,3	100,5
Valeur unitaire des exportations de produits manufacturés ⁵	0,3	4,6	-5,3	-3,4	2,1	14,4	9,5	3,6	3,7	8,8	13,8	0,5

¹Moyenne des variations annuelles (en pourcentage) des exportations et des importations mondiales.

²Représentés, respectivement, par l'indice de la valeur unitaire des exportations de produits manufacturés des pays avancés, par la moyenne des prix des bruts U.K. Brent, Dubaï et West Texas Intermediate sur le marché du disponible 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.

³La 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.

⁴Moyenne des prix des bruts U.K. Brent, Dubaï et West Texas Intermediate sur le marché du disponible.

⁵Exportés par les pays avancés.

Tableau A10. État récapitulatif des soldes des transactions courantes*(Milliards de dollars EU)*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Pays avancés	-264,8	-200,9	-213,2	-209,3	-206,1	-392,2	-454,0	-368,8	-430,2	-268,6	-199,5
États-Unis	-417,4	-382,4	-461,3	-523,4	-625,0	-729,0	-788,1	-731,2	-664,1	-485,9	-479,1
Zone euro ¹	-35,2	8,3	49,8	48,4	120,3	46,7	32,9	29,3	-65,5	-54,3	-14,6
Japon	119,6	87,8	112,6	136,2	172,1	165,7	170,4	211,0	194,3	179,2	153,3
Autres pays avancés ²	68,2	85,4	85,7	129,6	126,5	124,5	130,8	122,1	105,2	92,4	141,0
<i>Pour mémoire</i>											
Nouvelles économies industrielles d'Asie	38,9	47,5	55,3	80,5	81,9	75,0	84,4	106,1	84,1	81,8	102,8
Pays émergents et en développement	86,5	41,2	76,9	144,5	215,1	445,9	617,0	634,2	784,9	612,9	493,3
Par région											
Afrique	8,1	1,0	-8,8	-4,1	2,1	15,6	27,8	4,0	40,1	3,6	-46,7
Europe centrale et orientale	-31,4	-15,5	-23,1	-36,8	-57,6	-59,4	-87,7	-120,7	-164,4	-174,2	-218,5
Communauté des États indépendants ³	48,3	33,0	30,3	36,0	63,8	88,3	97,7	74,3	127,9	80,9	-106,9
Asie, pays en développement d'	38,6	36,6	64,6	82,5	89,3	161,5	277,6	403,4	380,0	410,2	697,3
Moyen-Orient	71,5	39,9	30,3	59,1	97,0	204,7	253,9	257,0	438,6	365,0	280,3
Hémisphère occidental	-48,5	-53,9	-16,3	7,8	20,6	35,2	47,7	16,2	-37,3	-72,6	-112,1
<i>Pour mémoire</i>											
Union européenne	-82,9	-25,3	18,7	21,2	65,0	-10,7	-60,5	-111,0	-232,1	-223,0	-243,0
Classification analytique											
Source des recettes d'exportation											
Combustibles	151,7	83,5	61,6	106,4	185,8	353,9	439,6	405,5	711,3	558,8	239,5
Autres produits	-65,2	-42,3	15,3	38,1	29,4	92,0	177,5	228,6	73,6	54,1	253,8
<i>Dont : produits primaires</i>	-2,5	-3,8	-4,6	-3,0	0,2	0,9	9,2	10,3	-1,7	-4,3	-5,2
Source de financement extérieur											
Pays débiteurs (net)	-95,9	-72,5	-34,5	-30,7	-68,6	-99,8	-104,4	-179,4	-322,0	-371,6	-503,9
<i>Dont : financement public</i>	-5,1	-3,9	-4,2	-5,8	-5,5	-6,2	-6,5	-17,0	-26,7	-27,7	-32,5
Situation du service de la dette											
Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2002 et 2006	-8,4	-5,2	12,1	15,0	0,1	-9,7	0,7	-14,7	-36,8	-48,3	-67,4
Monde¹	-178,4	-159,7	-136,3	-64,8	9,0	53,7	163,0	265,3	354,7	344,3	293,8
<i>Pour mémoire</i>											
En pourcentage des transactions courantes mondiales	-1,1	-1,0	-0,8	-0,3	—	0,2	0,6	0,8	0,9	0,8	0,5
En pourcentage du PIB mondial	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	—	0,1	0,3	0,5	0,6	0,5	0,4

¹Le 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. Solde global des pays de la zone euro. Voir la classification des pays dans l'introduction de l'appendice statistique.

²Dans ce tableau, il s'agit des pays avancés hors États-Unis, zone euro et Japon.

³La 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 A11. Pays avancés : soldes des transactions courantes*(En pourcentage du PIB)*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Pays avancés	-1,0	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-1,1	-1,3	-0,9	-1,0	-0,6	-0,4
États-Unis	-4,3	-3,8	-4,4	-4,8	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3	-4,6	-3,3	-2,8
Zone euro ¹	-0,6	0,1	0,7	0,6	1,2	0,5	0,3	0,2	-0,5	-0,4	-0,1
Allemagne	-1,7	—	2,0	2,0	4,7	5,2	6,1	7,6	7,3	6,8	6,5
France	1,6	1,9	1,4	0,8	0,6	-0,6	-0,7	-1,2	-2,8	-2,7	-2,9
Italie	-0,5	-0,1	-0,8	-1,3	-0,9	-1,6	-2,6	-2,5	-2,8	-2,4	-1,0
Espagne	-4,0	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-8,9	-10,1	-10,1	-7,7	-5,6
Pays-Bas	1,9	2,4	2,5	5,5	7,5	7,1	8,2	6,8	5,6	5,1	4,2
Belgique	4,0	3,4	4,6	4,1	3,5	2,6	2,7	2,1	—	-1,1	-0,9
Autriche	-0,7	-0,8	2,7	1,7	2,1	2,0	2,4	3,2	2,8	2,4	2,1
Finlande	8,1	8,6	8,8	5,1	6,5	3,6	4,6	4,6	3,4	2,9	2,3
Grèce	-7,8	-7,2	-6,5	-6,6	-5,8	-7,4	-11,1	-14,1	-14,0	-14,1	-11,5
Portugal	-10,2	-9,9	-8,1	-6,1	-7,6	-9,5	-10,1	-9,8	-12,0	-12,7	-11,2
Irlande	-0,4	-0,6	-1,0	—	-0,6	-3,5	-3,6	-5,4	-5,0	-4,4	-3,2
Luxembourg	13,2	8,8	10,5	8,2	11,9	11,1	10,5	9,9	8,6	8,2	5,8
Slovénie	-2,7	0,2	1,0	-0,8	-2,7	-2,0	-2,8	-4,9	-4,7	-4,7	-3,7
Chypre	-5,2	-3,3	-3,7	-2,2	-5,0	-5,6	-5,9	-9,7	-9,7	-7,8	-4,5
Malte	-13,1	-4,1	2,5	-3,1	-5,8	-8,7	-8,2	-5,4	-7,7	-6,4	-3,5
Japon	2,6	2,1	2,9	3,2	3,7	3,6	3,9	4,8	4,0	3,7	2,8
Royaume-Uni	-2,6	-2,1	-1,7	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-3,8	-3,6	-3,4	-3,0
Canada	2,7	2,3	1,7	1,2	2,3	1,9	1,4	0,9	0,9	—	1,3
Corée	2,4	1,7	1,0	2,0	4,1	1,9	0,6	0,6	-1,3	-0,7	—
Australie	-3,8	-2,0	-3,7	-5,3	-6,1	-5,8	-5,3	-6,2	-4,9	-4,3	-5,0
Taiwan, prov. chinoise de	2,8	6,5	8,9	10,0	6,0	4,9	7,2	8,6	7,8	6,5	4,9
Suède	4,0	4,3	5,0	7,2	6,7	6,8	8,5	8,5	6,4	5,8	4,1
Suisse	12,3	7,8	8,3	12,9	12,9	13,6	14,7	16,6	9,3	8,7	12,0
Hong Kong (RAS)	4,1	5,9	7,6	10,4	9,5	11,4	12,1	13,5	11,7	10,3	6,7
Danemark	1,4	3,1	2,5	3,4	3,1	4,4	2,9	1,1	1,3	1,8	1,7
Norvège	15,0	16,1	12,6	12,3	12,7	16,3	17,3	15,4	19,1	18,0	17,7
Israël	-0,8	-1,1	-0,8	1,2	2,4	3,2	5,9	3,2	0,4	0,5	1,5
Singapour	11,6	12,5	12,6	23,2	16,7	18,6	21,8	24,3	19,1	17,0	17,5
Nouvelle-Zélande	-5,1	-2,8	-3,9	-4,3	-6,4	-8,5	-8,7	-8,2	-9,3	-8,1	-5,6
Islande	-10,2	-4,3	1,5	-4,8	-9,8	-16,1	-25,4	-14,6	-18,2	-13,7	-5,5
<i>Pour mémoire</i>											
Principaux pays avancés	-1,6	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,8	-2,0	-1,5	-1,3	-0,9	-0,7
Zone euro ²	-1,5	-0,3	0,8	0,4	0,8	0,2	—	0,3	-0,5	-0,5	-0,2
Nouvelles économies industrielles d'Asie	3,5	4,6	5,0	6,9	6,4	5,2	5,3	6,2	4,7	4,3	4,0

¹Somme des soldes extérieurs courants des différents pays de la zone euro.²Corrigés en fonction des discordances dans les transactions dans la zone euro.

Tableau A12. Pays émergents et en développement : soldes des transactions courantes*(En pourcentage du PIB)*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Afrique	1,8	0,2	-1,9	-0,7	0,3	1,9	2,9	0,4	3,0	0,2	-2,2
Afrique du Sud	-0,1	0,3	0,8	-1,1	-3,2	-4,0	-6,5	-7,3	-8,0	-8,1	-8,3
Algérie	16,7	12,9	7,7	13,0	13,1	20,6	24,8	22,8	28,1	19,8	10,4
Angola	8,7	-16,0	-1,3	-5,2	3,5	16,8	23,3	11,3	18,0	15,9	10,7
Bénin	-7,7	-6,4	-8,4	-8,3	-7,2	-5,5	-5,7	-6,7	-9,8	-8,1	-5,5
Botswana	8,8	9,9	3,3	5,6	3,6	14,8	17,6	15,9	9,3	7,6	11,3
Burkina Faso	-12,3	-11,2	-10,0	-8,7	-10,6	-11,7	-9,6	-8,3	-12,7	-12,1	-8,7
Burundi	-8,6	-4,6	-3,5	-4,6	-8,4	-1,2	-14,5	-16,0	-21,9	-14,8	-10,8
Cameroun	-1,4	-3,6	-5,1	-1,8	-3,8	-3,4	0,6	-1,9	1,3	-1,1	-4,9
Cap-Vert	-10,9	-10,7	-11,2	-11,2	-14,4	-3,4	-5,0	-9,1	-10,6	-10,9	-10,7
Comores	1,7	3,0	-1,7	-3,2	-4,6	-7,2	-6,1	-6,7	-8,1	-9,5	-7,9
Congo, Rép. du	7,9	-5,6	0,6	-4,1	12,7	5,3	2,3	-19,3	10,7	21,4	9,4
Congo, Rép. dém. du	-4,0	-4,0	-1,6	1,0	-2,4	-10,4	-2,4	-1,8	-1,9	-12,6	-4,7
Côte d'Ivoire	-2,8	-0,6	6,7	2,1	1,6	0,2	2,8	-0,7	3,8	-0,6	-4,9
Djibouti	-9,0	-2,9	-1,6	3,4	-1,3	-3,2	-14,7	-24,8	-33,5	-32,9	-13,8
Érythrée	-0,6	-4,6	6,8	9,7	-0,7	0,3	-3,6	-3,7	-3,0	-2,1	2,6
Éthiopie	-4,2	-3,0	-4,7	-1,4	-4,0	-6,0	-9,1	-4,5	-5,0	-5,2	-4,7
Gabon	19,7	11,0	6,8	9,5	11,2	22,9	18,7	14,8	17,0	18,1	6,8
Gambie	-3,1	-2,6	-2,8	-5,1	-6,1	-15,1	-11,5	-12,5	-13,9	-12,5	-11,1
Ghana	-8,4	-5,3	0,5	1,7	-2,8	-7,0	-9,0	-10,9	-13,1	-13,2	-12,2
Guinée	-6,4	-2,7	-2,5	-0,2	-1,9	-0,6	0,5	-2,0	-6,3	-6,7	-6,7
Guinée-Bissau	-5,6	-22,1	-10,7	-2,8	1,8	-5,1	-13,9	-2,2	0,2	-11,6	-11,8
Guinée équatoriale	-15,8	-41,2	0,9	-33,3	-21,6	-6,2	7,1	4,3	12,5	2,8	3,8
Kenya	-2,3	-3,1	2,2	-0,2	0,1	-0,8	-2,3	-3,1	-6,1	-4,5	-4,1
Lesotho	-18,0	-12,5	-20,1	-12,3	-5,6	-7,3	4,4	3,6	0,1	-1,4	-3,0
Libéria	-19,2	-25,0	-18,2	-35,4	-26,2	-39,1	-24,5	-18,7	-65,9	-43,9	-11,0
Madagascar	-5,6	-1,3	-6,0	-4,7	-8,8	-10,6	-8,4	-13,9	-23,1	-21,2	-6,5
Malawi	-5,3	-6,8	-12,5	-5,8	-7,3	-10,1	-6,4	-2,1	-8,2	-5,4	-7,3
Mali	-10,0	-10,4	-3,1	-6,2	-8,4	-8,3	-3,7	-7,2	-6,6	-6,9	-3,4
Maroc	-1,3	4,3	3,6	3,2	1,7	1,8	2,2	-0,1	0,4	-0,3	-0,1
Maurice	-1,5	3,4	5,7	2,4	0,8	-3,5	-5,3	-8,0	-4,7	-6,6	-3,5
Mauritanie	-9,0	-11,7	3,0	-13,6	-34,6	-47,2	-1,3	-11,4	-6,3	-3,0	5,4
Mozambique	-16,2	-17,6	-18,8	-15,5	-8,9	-11,4	-9,2	-9,5	-13,6	-13,3	-12,1
Namibie	9,0	1,9	3,7	6,7	8,2	5,5	16,0	18,2	14,0	12,4	6,3
Niger	-6,7	-5,1	-6,6	-8,3	-7,8	-9,3	-8,6	-7,7	-10,7	-20,6	-7,6
Nigéria	11,7	4,9	-13,1	-6,1	5,0	7,1	9,5	2,1	6,2	0,6	-3,5
Ouganda	-6,7	-3,7	-4,6	-5,5	-3,0	-4,5	-3,5	-2,8	-3,4	-5,8	-3,7
République Centrafricaine	-1,3	-1,7	-1,6	-2,2	0,4	-6,2	-2,7	-4,4	-6,3	-5,9	-5,6
Rwanda	-6,5	-6,0	-10,7	-12,4	-1,9	-1,1	-7,3	-5,0	-9,3	-12,4	-10,1
São Tomé-et-Príncipe	-17,5	-22,7	-17,0	-13,9	-16,8	-10,3	-41,3	-30,2	-29,6	-34,5	-30,2
Sénégal	-6,5	-4,3	-5,6	-6,1	-6,1	-7,8	-9,4	-10,4	-11,1	-11,4	-12,1
Seychelles	-7,3	-23,4	-16,3	0,4	-7,0	-23,6	-17,2	-37,0	-38,3	-35,1	-44,0
Sierra Leone	-8,8	-6,3	-2,0	-4,8	-5,8	-7,1	-3,5	-3,8	-6,3	-4,2	-3,2
Soudan	-8,4	-12,7	-10,3	-7,9	-6,5	-11,1	-15,2	-12,6	-6,3	-6,7	-5,8
Swaziland	-4,9	-4,3	4,8	6,8	3,1	-4,1	-7,4	-1,4	-5,3	-2,0	-2,6
Tanzanie	-4,8	-4,5	-6,2	-4,2	-3,6	-4,1	-7,7	-9,0	-9,8	-10,0	-9,8
Tchad	-15,4	-31,3	-93,8	-47,8	-16,7	3,1	-10,6	1,7	10,0	-1,8	-2,9
Togo	-9,0	-9,3	-5,5	-4,2	-3,0	-5,3	-6,0	-6,4	-9,6	-8,5	-6,5
Tunisie	-4,2	-5,1	-3,6	-2,9	-1,9	-1,1	-2,0	-2,6	-3,4	-3,5	-2,7
Zambie	-18,2	-19,9	-13,8	-14,7	-11,7	-10,0	-0,7	-7,1	-9,5	-6,6	-3,6
Zimbabwe ¹	0,6	-0,7	-3,1	-6,0	-7,8	-10,2	-7,0	-3,5	...	...	...

Tableau A12 (suite)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Europe centrale et orientale	-4,8	-2,5	-3,2	-4,1	-5,2	-4,6	-6,0	-6,6	-7,1	-7,2	-6,7
Albanie	-3,7	-3,7	-7,2	-5,2	-4,0	-6,1	-5,6	-9,2	-10,5	-7,1	-5,0
Bosnie-Herzégovine	-6,9	-12,5	-17,8	-19,4	-16,3	-18,0	-8,4	-12,7	-15,8	-13,5	-13,0
Bulgarie	-5,6	-5,6	-2,4	-5,5	-6,6	-12,0	-15,6	-21,4	-24,4	-21,5	-12,9
Croatie	-2,9	-3,7	-8,4	-6,2	-5,0	-6,3	-7,9	-8,6	-10,1	-10,2	-7,2
Estonie	-5,4	-5,2	-10,6	-11,3	-11,7	-10,0	-16,7	-18,1	-10,8	-8,7	-9,3
Hongrie	-8,4	-6,0	-7,0	-7,9	-8,4	-6,8	-6,1	-5,0	-5,5	-6,1	-6,5
Lettonie	-4,7	-7,5	-6,7	-8,2	-12,8	-12,4	-22,7	-22,9	-15,1	-8,3	-5,3
Lituanie	-5,9	-4,7	-5,2	-6,9	-7,7	-7,1	-10,7	-14,6	-14,9	-8,7	-8,3
Macédoine, ex-Rép. yougoslave de	-1,9	-7,2	-9,4	-4,1	-8,4	-2,6	-0,9	-3,0	-14,0	-13,8	-8,9
Monténégro, Rép. du	...	...	...	-6,8	-7,2	-8,5	-24,7	-39,6	-39,6	-36,8	-16,7
Pologne	-5,8	-2,8	-2,5	-2,1	-4,0	-1,2	-2,7	-3,8	-4,7	-5,7	-5,9
Roumanie	-3,7	-5,5	-3,3	-5,8	-8,4	-8,9	-10,4	-14,0	-13,8	-13,3	-12,7
République slovaque	-3,3	-8,3	-8,0	-5,9	-7,8	-8,5	-7,1	-5,4	-5,1	-4,7	-3,0
République tchèque	-4,7	-5,3	-5,7	-6,3	-5,3	-1,3	-2,6	-1,8	-2,2	-2,5	-2,8
Serbie	-1,8	-2,5	-8,2	-7,2	-12,1	-8,7	-10,0	-15,9	-18,6	-19,3	-15,4
Turquie	-3,7	2,0	-0,3	-2,5	-3,7	-4,6	-6,0	-5,7	-6,5	-6,7	-5,5
Communauté des États indépendants²	13,7	8,0	6,5	6,3	8,2	8,8	7,5	4,4	5,5	3,0	-2,3
Russie	18,0	11,1	8,4	8,2	10,1	11,0	9,5	5,9	6,5	3,4	-3,2
Russie non comprise	1,5	-0,9	1,0	0,4	2,3	1,6	1,1	-0,5	2,3	1,8	1,1
Arménie	-14,6	-9,5	-6,2	-6,8	-0,5	-1,0	-1,8	-6,4	-9,7	-10,8	-8,1
Azerbaïdjan	-3,5	-0,9	-12,3	-27,8	-29,8	1,3	17,7	28,9	38,3	38,6	12,0
Bélarus	-3,2	-3,3	-2,2	-2,4	-5,2	1,4	-3,9	-6,8	-5,9	-8,0	-7,2
Géorgie	-7,9	-6,4	-6,8	-8,6	-8,9	-11,9	-15,9	-20,0	-20,8	-18,7	-11,9
Kazakhstan	3,0	-5,4	-4,2	-0,9	0,8	-1,8	-2,4	-6,9	4,3	3,3	3,3
Moldova	-7,6	-1,8	-1,2	-6,6	-2,3	-10,3	-11,8	-17,0	-19,9	-19,1	-16,4
Mongolie	-5,0	-13,0	-8,7	-7,1	1,3	1,1	7,0	2,5	-12,6	-12,6	0,1
Ouzbékistan	1,8	-1,0	1,2	8,7	10,1	13,6	17,2	19,1	16,8	12,8	8,4
République kirghize	-4,3	-1,5	-4,0	1,7	4,9	2,8	-3,1	-0,2	-4,2	-5,4	-2,0
Tadjikistan	-1,6	-4,9	-3,5	-1,3	-3,9	-2,7	-2,8	-11,2	-8,5	-8,1	-4,5
Turkménistan	8,2	1,7	6,7	2,7	0,6	5,1	15,7	15,4	26,5	33,0	35,6
Ukraine	4,7	3,7	7,5	5,8	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,2	-9,2	-5,7

Tableau A12 (suite)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Asie, pays en développement d'	1,7	1,5	2,4	2,7	2,6	4,0	5,9	7,0	5,4	5,2	5,8
Afghanistan, Rép. islamique d'	...	...	-3,7	-15,7	-4,9	-2,8	-4,9	0,8	0,9	-3,0	-4,6
Bangladesh	-1,4	-0,9	0,3	0,3	-0,3	—	1,2	1,1	1,0	0,9	-0,5
Bhoutan	-9,0	-8,5	-15,8	-23,6	-17,9	-30,4	-4,3	11,0	11,7	2,8	-28,6
Brunéi Darussalam	50,0	48,4	41,2	47,7	48,6	52,8	56,3	48,8	55,0	55,6	56,7
Cambodge	-2,8	-1,1	-2,4	-3,6	-2,2	-4,2	-1,1	-3,6	-10,3	-9,8	-5,7
Chine	1,7	1,3	2,4	2,8	3,6	7,2	9,4	11,3	9,5	9,2	9,9
Fidji	-5,6	-7,0	-1,2	-6,1	-13,6	-14,0	-22,6	-15,5	-21,3	-21,4	-15,0
Îles Salomon	-10,1	-9,4	-6,5	9,1	23,5	-9,8	-5,6	-2,8	-6,8	-9,6	-11,9
Inde	-1,0	0,3	1,4	1,5	0,1	-1,3	-1,1	-1,4	-2,8	-3,1	-2,1
Indonésie	4,8	4,3	4,0	3,5	0,6	0,1	3,0	2,5	0,1	-0,1	-2,0
Kiribati	-1,2	22,2	10,5	12,6	-3,4	-42,2	-27,6	-31,1	-43,7	-47,0	-53,6
Malaisie	9,0	7,9	8,0	12,0	12,1	14,5	16,1	15,6	14,8	13,2	11,2
Maldives	-8,2	-9,4	-5,6	-4,6	-16,2	-35,9	-40,3	-45,0	-48,3	-37,0	-4,0
Myanmar	-0,8	-2,4	0,2	-1,0	2,4	3,7	9,5	6,8	3,6	1,6	-4,8
Népal	2,9	4,5	4,2	2,4	2,7	2,0	2,2	0,5	1,9	1,7	-0,6
Pakistan	-0,3	0,4	3,9	4,9	1,8	-1,4	-3,9	-4,8	-8,7	-6,4	-3,5
Papouasie-Nouvelle-Guinée	8,5	6,5	-1,0	4,5	2,2	4,2	2,9	4,3	3,3	1,7	-3,7
Philippines	-2,9	-2,4	-0,4	0,4	1,9	2,0	4,5	4,4	2,4	2,2	0,5
République dém. pop. lao	-9,1	-12,8	-11,6	-12,1	-16,9	-17,4	-10,8	-17,3	-16,3	-16,5	-6,5
Samoa	1,0	0,1	-1,1	-95,3	-6,8	-1,6	-4,6	-6,1	-9,4	-8,4	0,2
Sri Lanka	-6,3	-1,1	-1,4	-0,4	-3,1	-2,7	-5,3	-4,2	-7,5	-7,1	-7,0
Thaïlande	7,6	4,4	3,7	3,4	1,7	-4,3	1,1	6,4	3,1	2,0	-0,4
Timor-Leste	-15,0	-19,3	-22,9	-21,4	14,8	61,0	192,2	253,3	230,5	178,1	94,3
Tonga	-6,2	-9,5	5,1	-3,1	4,2	-2,6	-9,7	-10,4	-10,4	-8,8	-7,6
Vanuatu	2,0	2,0	-5,4	-6,6	-5,0	-7,4	-5,7	-9,9	-11,4	-13,2	-6,5
Vietnam	3,5	2,1	-1,7	-4,9	-3,5	-0,9	-0,3	-9,9	-11,7	-10,4	-6,3
Moyen-Orient	11,3	6,3	4,7	8,3	11,7	20,0	21,1	18,4	22,9	17,1	8,7
Arabie Saoudite	7,6	5,1	6,3	13,1	20,8	28,7	27,9	25,1	32,5	23,8	8,6
Bahreïn	10,6	2,8	-0,7	2,0	4,2	11,0	13,8	16,7	18,0	15,0	9,0
Égypte	-1,2	—	0,7	2,4	4,3	3,2	0,8	1,5	0,6	-0,9	-2,7
Émirats arabes unis	17,3	9,5	4,9	8,5	9,1	18,0	22,6	20,5	22,6	18,8	10,9
Iran, Rép. islamique d'	13,0	5,2	3,1	0,6	0,9	8,8	9,2	10,1	11,2	6,7	-1,1
Iraq	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Jordanie	0,7	0,1	5,7	12,2	0,8	-17,4	-11,3	-17,5	-18,5	-16,3	-11,5
Koweït	38,9	23,9	11,2	19,7	30,6	46,6	52,2	43,1	44,6	39,3	39,1
Liban	-17,2	-19,3	-14,1	-13,2	-15,5	-13,6	-5,6	-12,7	-14,0	-13,7	-9,3
Libye	29,8	12,3	3,0	19,9	22,3	38,4	45,8	34,0	36,5	29,5	24,3
Oman	15,5	9,8	6,7	3,8	2,4	15,2	12,1	8,0	10,1	5,6	5,4
Qatar	23,2	27,3	21,9	25,3	22,4	33,2	28,4	29,2	42,9	35,6	23,0
République arabe syrienne	5,2	5,7	7,2	1,0	-1,9	-2,1	-2,9	-1,4	-2,7	-2,9	-4,2
Yémen, Rép. du	13,8	6,8	4,1	1,5	1,6	3,8	1,1	-6,1	2,9	2,1	—

Tableau A12 (fin)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Hémisphère occidental	-2,3	-2,7	-0,9	0,4	0,9	1,3	1,5	0,4	-0,8	-1,6	-1,9
Antigua-et-Barbuda	-9,8	-8,0	-11,5	-12,9	-8,3	-12,4	-16,1	-19,4	-18,2	-14,6	-11,6
Argentine	-3,2	-1,4	8,9	6,3	2,1	2,0	2,6	1,7	0,8	-0,6	-0,8
Bahamas	-12,6	-11,6	-7,8	-8,6	-5,4	-14,3	-25,0	-21,9	-15,1	-12,8	-8,9
Barbade	-5,7	-4,4	-6,8	-6,3	-12,4	-12,8	-8,7	-7,2	-9,9	-9,1	-6,4
Belize	-20,3	-21,9	-17,7	-18,2	-14,7	-13,6	-2,1	-4,2	-4,1	-3,0	-6,0
Bolivie	-5,3	-3,4	-4,1	1,0	3,8	6,5	11,3	13,1	12,1	7,4	4,7
Brésil	-3,8	-4,2	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,8	-2,0	-1,7
Chili	-1,2	-1,6	-0,9	-1,1	2,2	1,2	4,7	4,4	-1,1	-0,9	-2,5
Colombie	0,8	-1,2	-1,5	-1,1	-0,8	-1,3	-1,8	-2,9	-2,2	-1,9	-1,3
Costa Rica	-4,3	-3,7	-4,9	-5,0	-4,3	-5,2	-4,9	-5,8	-7,8	-6,6	-5,7
Dominique	-19,7	-18,4	-13,6	-12,8	-16,5	-28,0	-17,8	-23,6	-27,5	-22,9	-17,4
El Salvador	-3,3	-1,1	-2,8	-4,7	-4,0	-3,3	-3,6	-5,5	-6,1	-5,3	-3,9
Équateur	5,3	-3,2	-4,8	-1,5	-1,7	0,8	3,9	2,3	5,6	1,5	-0,1
Grenade	-17,7	-19,7	-26,6	-25,3	-9,7	-31,4	-33,1	-32,6	-36,4	-35,1	-24,4
Guatemala	-6,1	-6,7	-6,1	-4,6	-4,9	-4,5	-5,0	-5,0	-5,8	-5,9	-5,0
Guyana	-14,1	-15,0	-11,9	-8,6	-9,3	-14,8	-19,4	-18,2	-22,2	-18,7	-9,4
Haïti	-1,0	-2,0	-0,9	-1,6	-1,6	2,6	-1,4	-1,1	-3,0	-2,9	—
Honduras	-7,1	-6,3	-3,6	-6,8	-7,7	-3,0	-4,7	-10,0	-13,9	-10,5	-7,9
Jamaïque	-5,0	-8,3	-12,7	-8,6	-7,3	-10,6	-11,7	-16,4	-16,0	-12,8	-8,0
Mexique	-3,0	-2,6	-2,0	-1,2	-0,9	-0,6	-0,2	-0,6	-1,4	-2,2	-2,8
Nicaragua	-20,1	-19,4	-17,7	-16,2	-14,5	-14,6	-13,6	-18,3	-23,9	-21,1	-16,4
Panama	-5,9	-1,5	-0,8	-4,5	-7,5	-4,9	-3,2	-8,0	-11,7	-13,9	-8,9
Paraguay	-2,3	-4,2	1,8	2,3	2,1	0,8	1,5	1,9	1,4	0,5	-0,3
Pérou	-2,8	-2,1	-1,9	-1,5	—	1,4	3,0	1,4	-2,0	-1,8	-1,3
République Dominicaine	-4,2	-3,0	-3,6	4,9	4,8	-1,4	-3,6	-5,4	-13,5	-12,4	-7,7
Saint-Kitts-et-Nevis	-21,0	-32,0	-39,1	-34,8	-20,1	-18,3	-21,1	-28,4	-30,6	-30,2	-24,8
Saint-Vincent-et-les Grenadines	-7,1	-10,4	-11,5	-20,8	-24,8	-22,3	-24,0	-26,5	-26,5	-22,8	-19,2
Sainte-Lucie	-13,4	-15,6	-15,0	-14,7	-10,9	-17,1	-29,7	-29,1	-28,3	-26,7	-17,9
Suriname	-3,8	-15,2	-5,6	-10,8	-2,1	-4,3	1,8	2,9	1,3	0,8	1,4
Trinité-et-Tobago	6,6	5,0	0,9	8,7	12,5	23,7	25,2	25,8	22,3	19,7	9,2
Uruguay	-2,8	-2,9	3,2	-0,5	0,3	—	-2,4	-0,8	-2,6	-1,9	-1,4
Venezuela	10,1	1,6	8,2	14,1	13,8	17,7	14,7	8,8	8,5	3,4	—

¹Étant donné les tendances récentes, il n'est pas possible de prévoir l'inflation avec précision et aucune projection n'est donc présentée pour 2008 et au-delà.

²La 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 A13. Pays émergents et en développement : flux nets de capitaux¹*(Milliards de dollars EU)*

	Moyennes 1997-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pays émergents et en développement											
Flux nets de capitaux privés ²	118,9	71,6	75,5	77,1	162,5	236,5	248,7	223,0	632,8	528,6	286,6
Investissements directs nets	163,4	172,0	187,2	156,6	166,2	189,0	261,8	246,0	379,0	443,6	414,6
Investissements de portefeuille nets	52,0	16,0	-78,7	-91,9	-13,0	12,7	-20,4	-107,3	54,5	-6,6	-89,1
Autres flux nets de capitaux privés	-96,5	-116,3	-33,0	12,4	9,2	34,8	7,3	84,4	199,5	91,8	-38,7
Flux nets de capitaux publics ³	18,1	-34,2	-0,4	-1,0	-50,5	-71,1	-109,9	-158,0	-140,7	-158,6	-135,4
Variation des réserves ⁴	-74,4	-138,0	-124,7	-195,1	-364,0	-508,4	-595,8	-754,3	-1.256,1	-1.270,1	-920,2
<i>Pour mémoire</i>											
Transactions courantes ⁵	-27,3	124,3	87,4	131,3	226,4	300,0	525,1	709,9	745,5	869,6	695,6
Afrique											
Flux nets de capitaux privés ²	8,6	-3,1	2,3	1,8	3,9	13,1	26,3	36,0	39,6	43,7	62,3
Investissements directs nets	7,4	7,7	23,2	14,4	17,6	16,2	23,8	21,8	31,3	31,4	34,0
Investissements de portefeuille nets	6,9	-2,1	-7,9	-1,6	-0,4	6,0	3,6	18,4	12,1	8,3	11,0
Autres flux nets de capitaux privés	-5,6	-8,7	-13,1	-10,9	-13,3	-9,2	-1,1	-4,1	-3,6	4,3	17,5
Flux nets de capitaux publics ³	2,1	1,0	0,1	3,9	1,1	-1,6	-5,3	-16,6	-1,8	6,5	3,7
Variation des réserves ⁴	-2,6	-13,4	-10,6	-5,7	-11,5	-31,9	-43,3	-54,2	-60,3	-99,3	-78,3
Europe centrale et orientale											
Flux nets de capitaux privés ²	32,4	38,6	11,1	53,7	53,6	74,3	119,2	119,9	173,8	179,9	181,7
Investissements directs nets	18,1	23,5	24,0	24,5	17,1	36,1	51,7	64,3	74,8	77,3	81,8
Investissements de portefeuille nets	4,3	3,8	0,9	2,1	8,0	28,4	21,5	9,9	-7,7	10,4	15,5
Autres flux nets de capitaux privés	10,0	11,4	-13,8	27,2	28,5	9,8	45,9	45,6	106,7	92,2	84,5
Flux nets de capitaux publics ³	-1,5	1,6	6,0	-7,5	-5,1	-6,0	-7,9	-4,7	-2,4	-2,4	-2,2
Variation des réserves ⁴	-10,1	-6,2	-2,7	-18,1	-12,8	-14,7	-45,9	-22,8	-41,6	-22,9	-21,3
Communauté des États indépendants											
Flux nets de capitaux privés ²	-7,2	-27,9	6,8	15,4	19,3	3,1	31,7	56,8	125,3	19,8	26,0
Investissements directs nets	5,4	2,3	4,9	5,2	5,4	13,0	11,5	21,0	26,0	28,7	35,0
Investissements de portefeuille nets	1,0	-10,0	-1,2	0,4	-0,5	4,4	-4,8	12,8	15,5	-0,2	5,4
Autres flux nets de capitaux privés	-13,6	-20,2	3,0	9,9	14,3	-14,3	25,0	23,1	83,8	-8,8	-14,5
Flux nets de capitaux publics ³	-0,5	-5,8	-5,0	-10,5	-9,3	-7,4	-20,3	-29,7	-5,7	-8,4	-4,9
Variation des réserves ⁴	1,6	-20,4	-14,4	-15,1	-32,8	-54,9	-77,2	-128,6	-168,3	-129,9	-92,1
Pays émergents d'Asie⁶											
Flux nets de capitaux privés ²	1,3	6,3	23,5	23,1	64,2	147,8	90,9	48,3	163,0	291,6	22,0
Investissements directs nets	63,1	61,6	54,0	53,3	70,4	64,5	104,3	96,5	160,4	224,5	181,2
Investissements de portefeuille nets	23,4	19,7	-50,1	-60,0	7,9	13,4	-9,3	-110,7	14,8	-24,8	-108,4
Autres flux nets de capitaux privés	-85,2	-75,0	19,5	29,9	-14,1	69,9	-4,0	62,5	-12,2	91,9	-50,7
Flux nets de capitaux publics ³	10,7	-1,8	-13,0	2,8	-18,0	-13,4	-21,2	-22,0	-37,0	-9,5	-18,9
Variation des réserves ⁴	-59,0	-60,1	-87,7	-154,8	-236,7	-338,7	-288,3	-373,3	-662,8	-752,4	-546,2
Moyen-Orient⁷											
Flux nets de capitaux privés ²	9,3	-5,2	-7,3	-22,1	2,6	-16,9	-57,5	-47,5	33,7	-99,6	-86,2
Investissements directs nets	7,2	6,0	12,3	9,2	17,5	10,2	18,3	15,1	7,0	8,0	11,8
Investissements de portefeuille nets	-5,0	3,1	-12,6	-17,4	-17,0	-20,8	-36,5	-24,3	-12,7	-23,4	-31,2
Autres flux nets de capitaux privés	7,1	-14,2	-7,1	-13,8	2,1	-6,3	-39,2	-38,2	39,4	-84,2	-66,9
Flux nets de capitaux publics ³	1,3	-23,5	-13,9	-8,1	-24,2	-33,7	-24,4	-66,4	-93,9	-147,0	-115,3
Variation des réserves ⁴	-3,4	-31,3	-11,1	-2,9	-36,7	-46,2	-107,5	-126,0	-192,3	-191,7	-161,9
Hémisphère occidental											
Flux nets de capitaux privés ²	74,5	62,8	39,2	5,1	19,0	15,2	38,1	9,5	97,4	93,2	80,8
Investissements directs nets	62,3	71,0	68,7	50,2	38,2	49,0	52,3	27,3	79,5	73,7	70,8
Investissements de portefeuille nets	21,3	1,5	-7,9	-15,3	-11,0	-18,7	5,1	-13,4	32,6	23,1	18,6
Autres flux nets de capitaux privés	-9,1	-9,6	-21,6	-29,8	-8,3	-15,1	-19,3	-4,4	-14,6	-3,6	-8,6
Flux nets de capitaux publics ³	5,9	-5,8	25,4	18,4	4,9	-8,9	-30,8	-18,6	0,0	2,3	2,2
Variation des réserves ⁴	-0,9	-6,7	1,7	1,5	-33,6	-22,1	-33,8	-49,5	-130,8	-74,0	-20,3
<i>Pour mémoire</i>											
Pays exportateurs de combustibles											
Flux nets de capitaux privés ²	-4,8	-43,6	-6,4	-16,4	11,6	-18,4	-38,1	-3,8	120,9	-141,0	-103,1
Autres pays											
Flux nets de capitaux privés ²	123,7	115,2	81,9	93,6	150,9	254,9	286,8	226,7	511,9	669,6	389,6

¹Les flux nets de capitaux se composent des investissements directs nets, des investissements de portefeuille nets et d'autres flux d'investissements nets à court et à long terme, y compris les emprunts publics et privés. La Corée, la RAS de Hong Kong, Israël, Singapour et la province chinoise de Taiwan sont pris en compte dans ce tableau.

²En raison des lacunes présentées par ces données, les «autres flux nets de capitaux privés» peuvent comprendre certains flux de capitaux publics.

³Hors dons et y compris les investissements à l'étranger des organismes publics d'investissement.

⁴Le signe moins indique une augmentation.

⁵La somme du solde des transactions courantes, des flux nets de capitaux privés, des flux nets de capitaux publics et de la variation des réserves est égale, mais avec le signe contraire, à la somme du solde du compte de capital et d'opérations financières et des erreurs et omissions.

⁶Pays en développement d'Asie et nouvelles économies industrielles d'Asie.

⁷Y compris Israël.

Tableau A14. Pays émergents et en développement : flux de capitaux privés¹*(Milliards de dollars EU)*

	Moyennes 1997-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pays émergents et en développement											
Flux nets de capitaux privés	118,9	71,6	75,5	77,1	162,5	236,5	248,7	223,0	632,8	528,6	286,6
Entrées	253,1	314,3	160,1	167,8	414,8	634,7	838,9	1.276,9	2.017,0	1.344,3	1.293,6
Sorties	-87,0	-242,3	-90,5	-90,4	-256,4	-400,3	-591,1	-1.053,8	-1.384,4	-815,7	-1.006,6
Afrique											
Flux nets de capitaux privés	8,6	-3,1	2,3	1,8	3,9	13,1	26,3	36,0	39,6	43,7	62,3
Entrées	20,4	5,7	14,5	14,0	18,0	25,8	45,3	70,2	69,5	78,9	93,1
Sorties	-7,3	-8,8	-12,3	-12,2	-14,1	-12,7	-19,0	-34,1	-29,7	-34,9	-30,6
Europe centrale et orientale											
Flux nets de capitaux privés	32,4	38,6	11,1	53,7	53,6	74,3	119,2	119,9	173,8	179,9	181,7
Entrées	38,1	48,6	20,4	55,0	64,0	103,8	140,1	175,3	211,8	203,8	201,1
Sorties	-1,5	-9,9	-9,3	-1,3	-10,5	-29,5	-20,9	-55,4	-38,0	-23,8	-19,4
Communauté des États indépendants											
Flux nets de capitaux privés	-7,2	-27,9	6,8	15,4	19,3	3,1	31,7	56,8	125,3	19,8	26,0
Entrées	11,2	-5,5	11,0	22,6	46,4	63,2	112,3	161,7	282,8	182,4	195,0
Sorties	-1,4	-22,3	-4,3	-7,1	-27,2	-60,1	-80,6	-104,9	-157,5	-162,6	-169,0
Pays émergents d'Asie²											
Flux nets de capitaux privés	1,3	6,3	23,5	23,1	64,2	147,8	90,9	48,3	163,0	291,6	22,0
Entrées	61,4	139,6	48,0	63,2	207,1	308,7	366,8	512,9	823,1	653,6	512,8
Sorties	-56,2	-132,9	-29,9	-40,0	-147,2	-163,1	-278,0	-464,8	-660,7	-362,5	-490,8
Moyen-Orient³											
Flux nets de capitaux privés	9,3	-5,2	-7,3	-22,1	2,6	-16,9	-57,5	-47,5	33,7	-99,6	-86,2
Entrées	17,1	41,2	-3,7	-11,6	32,1	67,1	83,9	246,3	403,6	18,1	94,8
Sorties	-7,1	-46,4	-4,1	-10,3	-29,4	-83,9	-140,1	-293,6	-369,7	-117,5	-180,8
Hémisphère occidental											
Flux nets de capitaux privés	74,5	62,8	39,2	5,1	19,0	15,2	38,1	9,5	97,4	93,2	80,8
Entrées	104,8	84,8	69,8	24,7	47,1	66,0	90,5	110,5	226,3	207,5	196,8
Sorties	-13,6	-22,0	-30,6	-19,6	-28,1	-50,8	-52,4	-101,0	-128,8	-114,3	-116,0

¹Les flux nets de capitaux privés se composent des investissements directs nets, des investissements de portefeuille nets et d'autres flux d'investissements nets à court et à long terme. La Corée, la RAS de Hong Kong, Israël, Singapour et la province chinoise de Taiwan sont pris en compte dans ce tableau.

²Pays en développement d'Asie et nouvelles économies industrielles d'Asie.

³Y compris Israël.

Tableau A15. Pays émergents et en développement : réserves¹

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	<i>Milliards de dollar EU</i>									
Pays émergents et en développement	801,1	896,1	1.072,9	1.395,6	1.848,5	2.339,6	3.095,8	4.308,4	5.552,7	6.459,5
Par région										
Afrique	54,3	64,6	72,2	90,4	126,4	160,5	221,6	281,9	381,2	459,5
Afrique subsaharienne	35,3	35,8	36,3	40,2	62,6	83,3	116,2	144,3	192,0	233,5
Nigéria et Afrique du Sud non compris	19,0	19,0	22,7	26,3	32,2	36,2	50,6	62,5	82,3	106,8
Europe centrale et orientale	91,2	91,3	121,7	149,1	172,0	202,2	240,2	281,7	304,6	325,9
Communauté des États indépendants ²	33,2	43,9	58,1	92,4	148,7	214,4	356,8	525,1	655,0	747,1
Russie	24,8	33,1	44,6	73,8	121,5	176,5	296,2	445,2	558,7	638,3
Russie non comprise	8,4	10,8	13,5	18,5	27,2	37,9	60,6	79,9	96,3	108,8
Asie, pays en développement d'	320,7	379,5	496,2	669,7	933,9	1.155,5	1.489,3	2.106,9	2.830,4	3.360,3
Chine	168,9	216,3	292,0	409,2	615,5	822,5	1.069,5	1.531,3	2.201,3	2.701,3
Inde	38,4	46,4	68,2	99,5	127,2	132,5	171,3	249,6	254,0	243,8
Chine et Inde non compris	113,4	116,9	136,0	161,1	191,2	200,5	248,5	326,0	375,1	415,2
Moyen-Orient	146,1	157,9	163,9	198,3	246,7	351,6	477,2	671,2	865,9	1.030,8
Hémisphère occidental	155,7	158,8	160,7	195,6	220,8	255,5	310,7	441,5	515,5	535,9
Brésil	31,5	35,8	37,7	49,1	52,8	53,6	85,6	180,1	207,4	211,7
Mexique	35,5	44,8	50,6	59,0	64,1	74,1	76,3	86,6	97,1	105,9
Classification analytique										
Source des recettes d'exportation										
Combustibles	192,0	216,6	232,8	310,2	436,7	626,1	931,6	1.310,8	1.716,2	2.034,4
Autres produits	609,1	679,5	840,1	1.085,5	1.411,9	1.713,5	2.164,2	2.997,6	3.836,4	4.425,0
Dont : produits primaires	26,2	25,2	26,5	27,6	29,2	31,9	39,8	42,5	56,3	61,6
Source de financement extérieur										
Pays débiteurs (net)	420,0	443,7	527,0	644,6	745,4	825,8	1.024,2	1.364,5	1.515,1	1.601,3
Dont : financement public	17,3	18,4	18,8	26,1	30,0	33,8	44,3	59,9	69,2	78,6
Service de la dette										
Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2002 et 2006	76,7	72,6	81,6	98,5	110,6	122,6	150,9	194,5	209,3	232,8
Autres groupes										
Pays pauvres très endettés	10,6	11,2	13,7	16,4	19,6	20,7	27,0	32,3	38,5	47,3
Moyen-Orient et Afrique du Nord	165,5	187,1	200,6	249,6	312,4	431,3	585,0	810,7	1.058,3	1.260,7

Tableau A15 (fin)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	<i>Réserves en pourcentage des importations de biens et de services³</i>									
Pays émergents et en développement	44,9	49,7	55,4	60,6	62,8	66,3	73,5	83,5	84,7	88,5
Par région										
Afrique	39,9	46,3	46,9	48,1	54,3	57,7	68,6	71,4	75,9	82,2
Afrique subsaharienne	34,4	34,1	31,3	27,9	35,2	38,5	45,5	47,1	49,8	54,5
Nigéria et Afrique du Sud non compris	34,8	32,6	37,0	35,7	35,2	32,0	39,0	39,3	40,5	47,5
Europe centrale et orientale	35,5	35,7	42,0	39,8	35,1	35,5	34,6	32,2	27,0	26,9
Communauté des États indépendants ²	30,5	34,3	40,9	52,6	65,3	76,9	101,6	111,0	103,0	102,4
Russie	40,6	44,6	52,9	71,5	93,0	107,4	141,7	157,5	146,4	143,4
Russie non comprise	17,5	20,0	23,3	25,6	28,0	33,1	42,6	42,0	37,9	38,2
Asie, pays en développement d'	49,1	58,3	68,1	74,5	79,5	81,8	89,7	106,4	113,3	118,8
Chine	67,4	79,7	89,0	91,1	101,5	115,5	125,4	148,0	166,0	174,2
Inde	52,6	65,0	90,0	107,1	97,0	72,8	76,3	88,2	71,8	61,9
Chine et Inde non compris	34,5	37,9	41,8	45,1	43,7	38,7	42,7	49,3	45,8	47,0
Moyen-Orient	75,6	78,7	74,2	78,0	77,4	91,7	101,9	114,4	115,5	119,9
Hémisphère occidental	35,8	37,1	40,1	47,3	44,3	42,2	43,5	52,1	49,5	48,2
Brésil	43,5	49,2	61,1	77,2	65,9	54,8	71,0	114,3	92,2	87,7
Mexique	18,6	24,2	27,3	31,4	29,8	30,5	27,4	28,3	27,1	28,5
Classification analytique										
Source des recettes d'exportation										
Combustibles	64,6	66,3	63,8	72,4	81,0	94,1	114,1	124,1	125,3	128,9
Autres produits	41,0	46,1	53,5	57,9	58,7	59,9	63,8	73,1	73,9	77,3
<i>Dont</i> : produits primaires	65,3	62,6	63,3	59,0	49,3	43,9	48,1	41,6	43,2	43,0
Source de financement extérieur										
Pays débiteurs (net)	36,9	39,6	45,6	48,3	44,3	40,6	42,5	46,7	41,1	40,2
<i>Dont</i> : financement public	24,7	26,4	25,3	30,8	28,3	27,8	30,5	32,8	29,5	31,1
Situation du service de la dette										
Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2002 et 2006	42,0	41,1	48,4	51,1	45,5	40,1	43,3	46,7	38,3	39,1
Autres groupes										
Pays pauvres très endettés	28,5	28,9	30,9	34,6	32,4	29,6	33,0	32,8	31,1	34,7
Moyen-Orient et Afrique du Nord	72,0	78,3	76,4	82,5	82,1	94,8	106,7	117,7	119,9	125,1

¹Dans ce tableau, les avoirs officiels en or sont calculés à raison de 35 DTS l'once. Du fait de cette convention, les réserves des groupes de pays qui ont des avoirs en or importants sont largement sous-estimées.

²La 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.

³Réserves en fin d'année, en pourcentage des importations de biens et de services de l'année considérée.

Tableau A16. Origines et emplois de l'épargne mondiale : récapitulation*(En pourcentage du PIB)*

	Moyennes		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Moyennes 2010-13
	1986-93	1994-2001									
Monde											
Épargne	22,7	22,1	20,6	20,9	22,0	22,9	23,9	24,1	24,0	24,1	24,8
Investissement	22,3	22,4	20,9	21,1	22,0	22,5	23,2	23,5	23,5	23,6	24,4
Pays avancés											
Épargne	22,2	21,6	19,1	19,1	19,8	20,1	20,7	20,5	19,6	19,6	19,9
Investissement	22,7	21,8	19,9	19,9	20,5	21,0	21,4	21,2	20,7	20,2	20,5
Prêts nets	-0,5	-0,2	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9	-0,7	-0,7	-1,1	-0,7	-0,6
Transferts courants	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7
Revenu des facteurs	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,4	0,8	1,1	0,8	0,3	0,3	0,2
Solde des ressources	0,2	0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,9	-1,1	-0,7	-0,6	-0,2	—
États-Unis											
Épargne	16,3	17,0	14,2	13,3	13,8	14,8	15,5	14,2	12,6	13,4	14,2
Investissement	18,8	19,6	18,4	18,4	19,4	20,0	20,1	18,8	17,5	16,7	17,2
Prêts nets	-2,6	-2,6	-4,2	-5,1	-5,5	-5,1	-4,6	-4,6	-4,9	-3,3	-3,0
Transferts courants	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Revenu des facteurs	-0,4	0,1	0,5	0,1	0,4	1,3	1,8	1,3	0,6	1,1	0,7
Solde des ressources	-1,7	-2,2	-4,0	-4,5	-5,2	-5,7	-5,7	-5,1	-4,7	-3,6	-3,0
Zone euro											
Épargne	...	21,4	20,8	20,8	21,7	21,3	22,1	22,5	21,8	21,4	21,5
Investissement	...	21,0	20,0	20,1	20,4	20,8	21,6	22,1	22,2	21,8	21,9
Prêts nets	...	0,5	0,8	0,7	1,3	0,5	0,5	0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Transferts courants ¹	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Revenu des facteurs ¹	-0,3	-0,4	-0,9	-0,7	-0,1	-0,2	0,1	-0,3	-0,7	-0,9	-1,2
Solde des ressources ¹	1,0	1,6	2,4	2,1	2,2	1,7	1,2	1,6	1,2	1,4	1,6
Allemagne											
Épargne	23,8	20,5	19,3	19,4	21,8	22,1	23,7	25,9	25,9	24,8	24,8
Investissement	21,8	21,4	17,3	17,4	17,1	16,9	17,6	18,3	18,6	18,0	18,2
Prêts nets	2,0	-0,9	2,0	2,0	4,7	5,2	6,1	7,6	7,3	6,8	6,6
Transferts courants	-1,6	-1,4	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Revenu des facteurs	0,8	-0,3	-0,8	-0,7	0,9	1,1	1,6	1,7	1,1	0,6	0,5
Solde des ressources	2,8	0,8	4,1	3,9	5,0	5,3	5,6	7,1	7,5	7,5	7,3
France											
Épargne	20,4	20,7	20,5	20,0	20,3	19,6	20,7	20,9	19,5	19,2	19,0
Investissement	20,7	18,8	19,0	18,9	19,6	20,3	21,1	22,1	22,8	23,0	23,4
Prêts nets	-0,3	1,9	1,6	1,2	0,7	-0,6	-0,4	-1,1	-3,3	-3,7	-4,3
Transferts courants	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Revenu des facteurs	-0,5	0,7	0,8	1,2	1,2	1,2	1,9	1,6	0,6	0,3	-0,1
Solde des ressources	0,8	2,1	1,7	1,1	0,6	-0,5	-1,1	-1,5	-2,8	-2,8	-3,0
Italie											
Épargne	20,3	21,1	20,4	19,4	19,9	19,1	19,0	19,0	19,2	19,4	19,4
Investissement	21,7	19,8	21,1	20,7	20,8	20,8	21,5	21,5	21,9	21,8	20,9
Prêts nets	-1,3	1,4	-0,8	-1,3	-0,9	-1,6	-2,6	-2,5	-2,8	-2,4	-1,6
Transferts courants	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	-0,8	-0,8
Revenu des facteurs	-1,6	-1,1	-1,2	-1,3	-1,1	-1,0	-0,9	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Solde des ressources	0,7	3,0	0,8	0,6	0,7	—	-0,7	-0,3	-0,8	-0,3	0,6
Japon											
Épargne	33,7	29,3	25,9	26,1	26,8	27,2	27,8	28,6	27,4	27,0	26,6
Investissement	30,9	26,9	23,1	22,8	23,0	23,6	24,0	23,8	23,4	23,3	23,4
Prêts nets	2,7	2,3	2,9	3,2	3,7	3,6	3,9	4,7	4,0	3,8	3,2
Transferts courants	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Revenu des facteurs	0,7	1,2	1,7	1,7	1,9	2,3	2,7	3,1	2,9	2,8	3,0
Solde des ressources	2,1	1,3	1,3	1,7	2,0	1,5	1,4	1,9	1,3	1,1	0,4
Royaume-Uni											
Épargne	16,1	16,1	15,3	15,1	15,0	14,7	14,2	14,6	13,4	12,7	13,4
Investissement	18,8	17,4	17,1	16,7	17,1	17,3	17,6	18,4	17,1	16,1	16,4
Prêts nets	-2,6	-1,3	-1,7	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-3,8	-3,6	-3,4	-3,0
Transferts courants	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Revenu des facteurs	-0,4	0,3	1,7	1,5	1,5	1,7	0,8	0,6	0,9	0,6	0,6
Solde des ressources	-1,6	-0,8	-2,6	-2,3	-2,7	-3,4	-3,3	-3,4	-3,5	-3,0	-2,5
Canada											
Épargne	17,2	19,8	21,0	21,2	23,0	23,9	24,3	24,1	23,5	22,7	23,4
Investissement	20,6	19,6	19,3	20,0	20,7	22,0	22,9	23,3	22,6	22,7	22,4
Prêts nets	-3,4	0,2	1,7	1,2	2,3	1,9	1,4	0,9	0,9	—	1,0
Transferts courants	-0,2	0,1	—	—	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Revenu des facteurs	-3,4	-3,2	-2,6	-2,5	-1,9	-1,6	-0,9	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0
Solde des ressources	0,2	3,4	4,3	3,7	4,2	3,7	2,4	1,9	1,8	1,1	2,1

Tableau A16 (suite)

	Moyennes		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Moyennes
	1986-93	1994-2001									2010-13
Nouvelles économies industrielles d'Asie											
Épargne	35,7	33,0	29,7	31,5	32,8	31,3	31,4	32,2	31,6	31,3	31,9
Investissement	29,8	29,9	24,7	24,7	26,5	25,9	26,0	25,9	26,9	27,1	27,9
Prêts nets	5,9	3,1	5,0	6,8	6,3	5,3	5,3	6,3	4,7	4,3	4,0
Transferts courants	0,1	-0,3	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Revenu des facteurs	1,3	0,6	0,5	0,8	0,5	-0,1	0,3	0,9	1,0	0,8	1,0
Solde des ressources	4,5	2,8	5,2	6,7	6,6	6,1	5,8	6,1	4,4	4,2	3,6
Pays émergents et en développement											
Épargne	24,3	24,2	26,3	28,0	29,7	31,5	33,0	33,4	33,7	33,3	33,4
Investissement	25,3	25,0	25,0	26,0	27,3	27,3	28,2	29,3	29,7	30,4	31,3
Prêts nets	-2,5	-0,8	1,2	2,0	2,4	4,2	4,8	4,1	4,1	2,9	2,1
Transferts courants	0,5	0,9	1,4	1,6	1,5	1,6	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1
Revenu des facteurs	-1,5	-1,6	-2,0	-2,0	-2,0	-1,6	-1,6	-1,4	-1,7	-1,3	-0,8
Solde des ressources	-0,8	—	1,8	2,4	2,9	4,2	4,9	4,1	4,4	3,0	1,7
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,1	3,6	3,5	5,7	7,0	9,2	11,2	13,7	9,3	7,4	6,5
Variation des réserves	0,3	1,1	2,3	3,8	4,7	5,0	5,5	7,9	6,4	4,3	3,4
Par région											
Afrique											
Épargne	18,0	18,5	20,3	21,4	22,9	24,2	26,1	25,0	27,3	25,5	24,6
Investissement	19,5	20,2	22,1	21,8	22,9	22,5	23,3	24,5	24,2	25,1	25,8
Prêts nets	-1,5	-1,6	-1,8	-0,4	0,1	1,7	2,7	0,5	3,1	0,4	-1,2
Transferts courants	2,4	2,6	3,0	3,1	3,2	3,0	2,9	3,0	2,9	2,7	2,5
Revenu des facteurs	-3,6	-3,9	-4,6	-4,4	-5,0	-5,3	-5,0	-5,6	-5,6	-5,5	-4,6
Solde des ressources	-0,3	-0,3	-0,1	0,9	1,9	4,0	4,8	3,1	5,8	3,2	0,9
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	0,1	2,6	2,8	3,3	4,4	5,8	6,9	6,5	8,5	5,9	4,1
Variation des réserves	0,1	1,4	1,2	2,0	4,5	5,2	5,7	5,5	7,3	5,2	3,5
Europe centrale et orientale											
Épargne	25,3	19,9	18,1	17,1	17,4	17,7	18,2	18,6	18,9	19,3	20,4
Investissement	26,3	22,7	21,3	21,2	22,5	22,2	24,0	25,0	25,6	25,9	26,7
Prêts nets	-1,0	-2,8	-3,2	-4,1	-5,1	-4,5	-5,8	-6,3	-6,7	-6,6	-6,3
Transferts courants	1,4	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,4
Revenu des facteurs	-1,4	-1,2	-2,1	-2,5	-2,9	-2,5	-2,7	-2,8	-2,5	-2,4	-2,5
Solde des ressources	-0,9	-3,4	-2,8	-3,2	-3,6	-3,4	-4,6	-4,8	-5,4	-5,5	-5,2
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,1	1,9	3,3	2,2	3,3	5,0	4,8	4,7	1,9	1,5	2,0
Variation des réserves	-0,4	1,6	2,5	1,4	1,3	3,5	1,6	2,3	1,0	0,9	1,3
Communauté des États indépendants²											
Épargne	...	24,7	26,6	27,5	29,7	29,9	29,8	29,4	30,4	28,3	25,9
Investissement	...	21,0	20,2	21,2	21,5	21,1	22,4	25,1	25,0	25,5	26,7
Prêts nets	...	3,6	6,4	6,3	8,3	8,8	7,3	4,3	5,4	2,8	-0,8
Transferts courants	...	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
Revenu des facteurs	...	-2,0	-2,0	-2,8	-2,1	-2,8	-3,5	-3,0	-3,4	-3,0	-2,4
Solde des ressources	...	5,2	7,9	8,4	9,9	11,0	10,4	6,9	8,4	5,5	1,5
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	...	4,7	5,5	11,6	13,9	15,2	16,2	17,5	11,2	8,4	6,3
Variation des réserves	...	1,1	3,3	5,7	7,1	7,7	9,9	9,9	5,6	3,4	2,9

Tableau A16 (suite)

	Moyennes		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Moyennes 2010-13
	1986-93	1994-2001									
Asie, pays en développement d'											
Épargne	28,8	32,7	33,7	36,6	38,4	41,4	43,8	45,1	44,6	44,9	46,3
Investissement	31,4	32,4	31,2	33,8	35,9	37,3	37,9	38,1	39,2	39,7	40,6
Prêts nets	-2,6	0,4	2,5	2,8	2,6	4,1	5,9	7,0	5,4	5,2	5,8
Transferts courants	0,8	1,3	1,9	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	1,8	1,7
Revenu des facteurs	-1,8	-1,4	-1,5	-1,1	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-0,3	—	0,6
Solde des ressources	-1,6	0,4	2,1	1,8	1,6	2,6	4,4	5,2	3,6	3,4	3,5
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	2,4	5,9	5,2	6,1	7,3	9,6	11,4	14,7	12,1	9,2	9,1
Variation des réserves	0,9	1,7	4,2	5,5	7,4	5,9	6,8	10,7	10,3	6,7	5,6
Moyen-Orient											
Épargne	17,6	25,5	28,4	32,5	35,7	42,7	43,6	43,3	47,4	42,8	38,4
Investissement	23,8	22,4	23,7	24,2	24,0	22,7	22,6	24,9	24,5	25,7	26,5
Prêts nets	-6,3	3,1	4,7	8,3	11,6	20,0	21,0	18,4	22,8	17,0	11,9
Transferts courants	-3,5	-2,9	-2,5	-2,2	-2,0	-1,7	-1,8	-1,6	-1,4	-1,4	-1,4
Revenu des facteurs	2,3	2,6	0,5	0,2	0,3	1,5	2,4	2,7	1,3	2,3	3,8
Solde des ressources	-5,1	3,3	6,7	10,3	13,3	20,3	20,4	17,3	22,9	16,1	9,5
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	-0,5	4,8	2,6	12,8	17,5	26,2	36,6	42,6	20,2	18,3	13,4
Variation des réserves	-0,4	1,2	0,6	5,0	5,5	10,3	10,4	13,9	10,1	7,7	4,4
Hémisphère occidental											
Épargne	18,6	17,7	19,3	19,8	22,0	22,0	23,2	22,7	22,0	21,5	21,4
Investissement	19,1	20,7	19,9	19,2	20,8	20,5	21,6	22,4	23,1	23,4	23,8
Prêts nets	-0,5	-3,0	-0,7	0,6	1,1	1,5	1,5	0,3	-1,1	-1,9	-2,3
Transferts courants	0,8	0,9	1,7	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8	1,5	1,5	1,5
Revenu des facteurs	-2,3	-2,7	-2,7	-3,0	-2,9	-2,2	-2,3	-2,1	-2,8	-2,5	-2,4
Solde des ressources	1,0	-1,2	0,3	1,6	2,0	1,7	1,9	0,6	0,2	-1,0	-1,4
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	0,7	1,7	1,2	2,9	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	2,1	1,6
Variation des réserves	0,6	0,2	-0,1	1,8	1,0	1,3	1,6	3,6	1,7	0,4	0,3
Classification analytique											
Source des recettes d'exportation											
Combustibles											
Épargne	26,6	26,1	28,9	31,1	34,1	38,2	38,6	37,0	39,3	35,4	31,4
Investissement	28,8	22,4	23,5	23,3	23,4	22,4	22,9	25,3	24,3	25,1	26,0
Prêts nets	-2,2	3,7	5,4	7,8	10,7	15,8	15,6	11,7	14,9	10,3	5,4
Transferts courants	-1,5	-1,9	-1,7	-1,4	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Revenu des facteurs	—	-0,7	-1,7	-2,3	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9	-2,6	-1,8	-0,6
Solde des ressources	-0,7	6,3	8,8	11,5	13,9	18,7	18,4	14,5	18,3	13,0	6,9
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	0,2	5,0	3,0	11,7	14,8	20,0	24,3	26,3	15,5	12,7	9,0
Variation des réserves	-0,3	0,9	1,0	5,2	6,9	9,2	10,3	11,1	8,6	6,0	3,8
Autres produits											
Épargne	23,2	23,9	25,7	27,3	28,7	29,8	31,5	32,3	32,0	32,5	34,1
Investissement	25,0	25,5	25,4	26,6	28,3	28,7	29,7	30,4	31,4	32,1	33,2
Prêts nets	-2,1	-1,7	0,3	0,7	0,4	1,1	1,8	1,9	0,6	0,4	0,9
Transferts courants	1,2	1,4	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,0	1,9	1,9
Revenu des facteurs	-1,7	-1,8	-2,0	-1,9	-1,9	-1,5	-1,5	-1,3	-1,4	-1,1	-0,8
Solde des ressources	-0,8	-1,3	0,3	0,4	0,2	0,4	1,1	1,1	-0,1	-0,4	-0,2
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,3	3,4	3,6	4,4	5,1	6,4	7,5	10,1	7,3	5,6	5,7
Variation des réserves	0,5	1,1	2,5	3,5	4,2	3,9	4,2	7,0	5,7	3,7	3,3

Tableau A16 (fin)

	Moyennes		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Moyennes 2010-13
	1986-93	1994-2001									
Source de financement extérieur											
Pays débiteurs (net)											
Épargne	20,8	19,6	20,1	20,8	21,7	21,9	23,0	23,3	22,9	23,0	23,9
Investissement	22,9	22,2	20,9	21,4	23,0	23,4	24,4	25,3	26,0	26,3	27,3
Prêts nets	-2,1	-2,6	-0,8	-0,6	-1,3	-1,5	-1,4	-2,0	-3,0	-3,3	-3,4
Transferts courants	1,5	1,8	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5
Revenu des facteurs	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	-2,7	-2,4	-2,5	-2,4	-2,6	-2,3	-2,4
Solde des ressources	-1,1	-2,5	-1,0	-0,8	-1,2	-1,8	-1,7	-2,2	-3,0	-3,5	-3,5
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	0,8	1,7	2,4	3,0	2,9	3,1	4,2	6,2	2,6	2,0	2,1
Variation des réserves	0,5	0,8	1,5	2,0	1,5	1,8	2,3	4,0	1,5	0,8	1,1
Financement public											
Épargne	14,2	17,6	20,2	21,1	22,3	23,2	23,9	23,2	22,4	22,0	22,5
Investissement	17,1	20,5	22,0	23,2	24,2	24,8	25,6	27,0	27,4	26,4	26,3
Prêts nets	-2,8	-2,9	-1,8	-2,1	-1,8	-1,6	-1,7	-3,8	-5,1	-4,4	-3,8
Transferts courants	4,2	5,7	7,0	7,5	8,2	8,6	8,8	9,3	8,6	7,9	7,9
Revenu des facteurs	-0,8	-0,6	-0,5	-1,5	-0,8	-1,8	-2,0	-1,2	-1,0	-1,2	-1,4
Solde des ressources	-6,3	-7,9	-8,3	-8,1	-9,2	-8,5	-8,5	-11,9	-12,7	-11,1	-10,3
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	0,5	2,8	1,5	4,6	2,8	4,2	3,6	8,5	4,4	3,3	3,9
Variation des réserves	0,5	0,5	-0,2	3,0	1,2	2,1	2,9	4,2	2,0	1,8	2,4
Situation du service de la dette											
Pays ayant accumulé des arriérés ou bénéficié d'un rééchelonnement entre 2002 et 2006											
Épargne	17,1	19,3	21,0	23,1	21,6	21,9	23,7	23,3	22,4	22,2	22,8
Investissement	23,1	22,3	18,7	20,6	21,4	22,6	23,6	24,3	24,3	24,7	25,3
Prêts nets	-6,0	-3,0	2,3	2,5	0,2	-0,7	0,2	-0,9	-1,9	-2,4	-2,5
Transferts courants	1,6	2,1	3,9	4,0	3,9	4,5	4,4	4,0	3,9	3,6	3,6
Revenu des facteurs	-5,6	-3,1	-4,0	-3,3	-4,1	-3,8	-3,7	-3,5	-3,1	-2,4	-2,5
Solde des ressources	-1,9	-2,0	2,3	1,8	0,5	-1,3	-0,5	-1,4	-2,7	-3,7	-3,6
<i>Pour mémoire</i>											
Acquisition d'avoirs extérieurs	1,0	2,0	3,3	3,9	2,5	2,6	3,7	4,7	1,9	1,9	1,5
Variation des réserves	0,2	0,5	0,9	2,3	1,5	1,7	2,2	3,3	0,9	1,3	1,1

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 EU 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.

¹Calculés à partir des données des différents pays de la zone euro.

²La 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 A17. Ensemble du monde — Scénario de référence à moyen terme : récapitulation

	Moyennes sur huit ans		Moyennes sur quatre ans	2006	2007	2008	2009	Moyennes sur quatre ans
	1990–97	1998–2005	2006–09					2010–13
<i>Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire</i>								
PIB mondial réel	2,9	3,6	4,2	5,1	5,0	3,9	3,0	4,6
Pays avancés	2,6	2,6	1,9	3,0	2,6	1,5	0,5	2,5
Pays émergents et en développement	3,3	5,2	7,2	7,9	8,0	6,9	6,1	6,9
<i>Pour mémoire</i>								
Production potentielle								
Principaux pays avancés	2,5	2,3	2,1	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9
Volume du commerce mondial¹	6,9	6,2	6,4	9,3	7,2	4,9	4,1	7,1
Importations								
Pays avancés	6,2	6,0	3,7	7,5	4,5	1,9	1,1	5,2
Pays émergents et en développement	8,0	7,7	12,8	14,7	14,2	11,7	10,5	11,0
Exportations								
Pays avancés	6,9	5,2	5,2	8,4	5,9	4,3	2,5	5,3
Pays émergents et en développement	8,3	8,4	8,5	11,0	9,5	6,3	7,4	10,1
Termes de l'échange								
Pays avancés	-0,1	-0,1	-0,7	-1,2	0,3	-1,8	-0,1	0,2
Pays émergents et en développement	-0,6	1,4	2,8	4,9	1,7	5,5	-0,9	-0,2
Prix mondiaux (en dollars EU)								
Produits manufacturés	1,3	1,6	6,6	3,7	8,8	13,8	0,5	1,5
Pétrole	0,9	13,6	17,2	20,5	10,7	50,8	-6,3	0,6
Produits primaires hors combustibles	0,0	0,5	10,5	23,2	14,1	13,3	-6,2	-2,6
Prix à la consommation								
Pays avancés	3,4	1,9	2,5	2,4	2,2	3,6	2,0	2,0
Pays émergents et en développement	62,9	8,3	7,2	5,4	6,4	9,4	7,8	5,3
Taux d'intérêt (en pourcentage)								
LIBOR à six mois en valeur réelle ²	3,1	1,6	1,8	2,1	2,6	1,0	1,5	3,2
Taux mondial d'intérêt réel à long terme ³	4,0	2,4	1,5	1,7	2,0	0,4	1,8	2,8
<i>En pourcentage du PIB</i>								
Soldes des transactions courantes								
Pays avancés	—	-0,7	-1,0	-1,3	-0,9	-1,0	-0,6	-0,5
Pays émergents et en développement	-1,6	1,2	4,0	4,9	4,1	4,1	2,9	2,2
Dettes extérieures totales								
Pays émergents et en développement	34,2	35,8	25,4	26,6	26,9	24,2	23,8	23,5
Service de la dette								
Pays émergents et en développement	4,6	6,3	4,7	5,8	4,8	4,1	4,0	4,0

¹Les données se rapportent au commerce de biens et de services.²Taux interbancaire offert à Londres sur les dépôts en dollars EU diminué du pourcentage de variation du déflateur du PIB des États-Unis.³Moyenne pondérée par les PIB des rendements des obligations d'État à dix ans (ou à échéance la plus proche de dix ans) aux États-Unis, au Japon, en Allemagne, en France, en Italie, au Royaume-Uni et au Canada.

PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, QUESTIONS D'ACTUALITÉ, 2000–08

I. Méthodologie : agrégats, modèles et prévisions

Révision des pondérations établies sur la base de la parité des pouvoirs d'achat	Mai 2000, encadré A1
La discordance statistique des transactions courantes mondiales	Octobre 2000, chapitre I, appendice II
Les prévisionnistes parviennent-ils à bien prédire les retournements de la conjoncture?	Mai 2001, encadré 1.1
Problèmes de mesure	Octobre 2001, encadré 3.1
Évaluer la libéralisation du compte de capital	Octobre 2001, encadré 4.1
De l'exactitude des prévisions de reprise	Avril 2002, encadré 1.2
Discordance des données mondiales de transactions courantes et autres problèmes statistiques	Septembre 2002, encadré 2.1
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

II. Études rétrospectives

L'économie mondiale au XX ^e siècle	Mai 2000, chapitre V
Le système monétaire et la croissance pendant la révolution commerciale	Mai 2000, encadré 5.2
La crise des années 30	Avril 2002, encadré 3.2
Bref historique des crises financières	Avril 2002, encadré 3.3
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
Une perspective à long terme des flux de capitaux vers les pays émergents	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

III. Croissance économique : facteurs et évolution

Les conditions du rattrapage dans les pays les plus pauvres	Mai 2000, chapitre IV
Rapport mondial sur le développement humain	Mai 2000, encadré 5.1
Augmentation de la productivité et technologies de l'information dans les économies avancées	Octobre 2000, chapitre II
Pays en transition : expérience acquise et enjeux de politique économique	Octobre 2000, chapitre III
Liens cycliques entre les principales économies avancées	Octobre 2001, chapitre II
Comment les fluctuations dans les pays du G-7 influent-elles sur les pays en développement?	Octobre 2001, chapitre II
Propagation de la confiance	Octobre 2001, encadré 2.1
Canaux de transmission des liens cycliques aux pays en développement	Octobre 2001, encadré 2.2
La révolution des technologies de l'information	Octobre 2001, chapitre III
La révolution des technologies de l'information a-t-elle réduit l'amplitude du cycle conjoncturel?	Octobre 2001, encadré 3.4
Impact de la libéralisation du compte de capital et résultats économiques	Octobre 2001, encadré 4.2
Le patrimoine détermine-t-il de plus en plus la consommation?	Avril 2002, chapitre II
Récessions et reprises	Avril 2002, chapitre III
A-t-on assisté à une récession?	Avril 2002, encadré 1.1
Quelle est l'importance de l'effet du patrimoine sur la consommation?	Avril 2002, encadré 2.1
L'effet de patrimoine du point de vue des ménages	Avril 2002, encadré 2.2
Mesure des cycles économiques	Avril 2002, encadré 3.1
Fluctuations économiques dans les pays en développement	Avril 2002, encadré 3.4
L'impact sur l'activité des récentes baisses des cours des actions?	Septembre 2002, encadré 1.1
Le revirement de la croissance de la productivité en Europe et aux États-Unis	Septembre 2002, encadré 1.3
Croissance et institutions	Avril 2003, chapitre III
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 II
Évolution récente des conditions monétaires et financières dans les grandes zones monétaires	Septembre 2003, encadré 1.1
Comptabilisation de la croissance pour la région Moyen-Orient et Afrique du Nord	Septembre 2003, encadré 2.1
Comment gérer l'accroissement des apports d'aide aux pays en développement	Septembre 2003, encadré 1.3
Promouvoir les réformes structurelles dans les pays industrialisés	Avril 2004, chapitre III
Quelle influence la transition démographique aura-t-elle sur l'économie mondiale?	Septembre 2004, chapitre III
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 II
Instabilité de la production dans les pays émergents et en développement	Avril 2005, chapitre II

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 III
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 IV
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
Quels risques les marchés du logement représentent-ils pour la croissance mondiale?	Octobre 2007, encadré 2.1
Changements climatiques : répercussions économiques et riposte des pouvoirs publics	Octobre 2007, appendice 1.2
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
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

IV. Inflation et déflation; marchés des produits de base

Les cycles des cours des produits de base autres que les combustibles	Mai 2000, encadré 2.2
Les périodes d'essor et de chute des prix mondiaux du pétrole	Mai 2000, encadré 2.3
Produits primaires et pays exportateurs : prix	Octobre 2000, chapitre II
Évolution des marchés pétroliers	Octobre 2000, encadré 2.2
Le ralentissement de l'inflation dans les pays à marché émergent est-il durable?	Mai 2001, chapitre IV
Le ralentissement économique mondial et les prix des produits primaires	Mai 2001, chapitre I, appendice I
Pourquoi les économies de marché émergentes devraient s'efforcer de maintenir une faible inflation	Mai 2001, encadré 4.1
Y a-t-il une relation entre le déficit budgétaire et l'inflation?	Mai 2001, encadré 4.2
Quelle importance attacher à l'accélération de l'inflation globale?	Octobre 2001, encadré 1.2
Marchés des produits de base et des semi-conducteurs	Octobre 2001, chapitre I, appendice I

L'inflation peut-elle être trop faible?	Avril 2002, encadré 2.3
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 IV
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
Chocs sur les cours des produits de base, croissance et financement en Afrique subsaharienne	Septembre 2006, encadré 2.2
Les sociétés internationales et nationales dans un secteur pétrolier en mutation	Septembre 2006, encadré 1.4
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, chapitre 1, 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

V. Politique budgétaire

Dépenses sociales, réduction de la pauvreté et allègement de la dette dans les pays très endettés	Mai 2000, encadré 4.3
Combien de temps le redressement budgétaire se maintiendra-t-il dans les pays avancés?	Mai 2001, chapitre III
L'effet du rééquilibrage budgétaire sur les résultats macroéconomiques	Mai 2001, encadré 3.3
Cadres budgétaires des économies avancées et des économies de marché émergentes	Mai 2001, encadré 3.4
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 III
L'Union économique et monétaire européenne a-t-elle modifié le comportement des autorités budgétaires?	Septembre 2004, chapitre II
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

VI. Politique monétaire; marchés financiers; flux de ressources

Prix des actifs et cycle économique	Mai 2000, chapitre III
Liquidité mondiale et prix des actifs	Mai 2000, encadré 3.2
Apports de capitaux internationaux aux économies de marché émergentes	Octobre 2000, chapitre II
L'évolution récente des marchés des actions mondiaux	Octobre 2000, chapitre II
Politique monétaire des États-Unis et écarts souverains des économies de marché émergentes	Octobre 2000, encadré 2.1
Impact de la correction mondiale des valeurs technologiques sur l'économie réelle	Mai 2001, chapitre II
Le ciblage de l'inflation dans les économies de marché émergentes : mise en pratique et problèmes à résoudre	Mai 2001, encadré 4.3
La politique monétaire dans une période de faible inflation	Avril 2002, chapitre II
La mise en circulation des billets et pièces en euros	Avril 2002, encadré 1.3
Déterminants internationaux de la structure du capital	Septembre 2002, encadré 2.3
Quand les « bulles » éclatent	Avril 2003, chapitre II
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 II
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 IV

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 IV
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 III
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
La liquidité mondiale, qu'est-ce que c'est?	Octobre 2007, encadré 1.4
Répercussions macroéconomiques des récentes turbulences sur les marchés financiers : rappel des épisodes précédents	Octobre 2007, encadré 1.2
L'évolution du cycle du logement et ses répercussions sur la politique monétaire	Avril 2008, chapitre 3
Évaluation des vulnérabilités aux corrections du marché du logement	Avril 2008, encadré 3.1
Y a-t-il compression du crédit?	Avril 2008, encadré 1.1
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

VII. Marché du travail

Chômage et institutions du marché du travail : les réformes paient	Avril 2003, chapitre IV
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

VIII. Taux de change

Avantages et inconvénients de la dollarisation

Mai 2000, encadré 1.4

Pourquoi l'euro est-il si fortement sous-évalué?

Octobre 2000, encadré 1.1

Convergence et appréciation du taux de change réel
dans les pays candidats à l'adhésion à l'UE

Octobre 2000, encadré 4.4

Qu'est-ce qui explique la faiblesse de l'euro et la vigueur du dollar?

Mai 2001, chapitre II

La faiblesse des dollars australien et néo-zélandais

Mai 2001, encadré 2.1

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 II

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 II

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 II

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

IX. Paiements extérieurs; commerce; mouvements de capitaux; dette extérieure

La discordance statistique des transactions courantes mondiales

Octobre 2000, chapitre I
appendice II

L'intégration commerciale et l'Afrique subsaharienne

Mai 2001, chapitre II

La position des transactions courantes des États-Unis est-elle tenable?

Mai 2001, encadré 1.2

La réduction des déséquilibres extérieurs

Mai 2001, chapitre I,
appendice II

Le système commercial international : de Seattle à Doha

Octobre 2001, chapitre II

L'intégration financière internationale et les pays en développement

Octobre 2001, chapitre IV

Gains attendus d'un nouveau cycle de négociations commerciales

Octobre 2001, encadré 2.3

Arguments opposés à l'ouverture d'un nouveau cycle
de négociations commerciales

Octobre 2001, encadré 2.4

L'investissement direct étranger et les pays pauvres

Octobre 2001, encadré 4.3

Ordonnancement des mesures de libéralisation du compte de capital :
enseignements

Octobre 2001, encadré 4.4

«Crises de compte de capital» dans les économies de marché émergentes	Avril 2002, encadré 3.5
Rétrospective des ajustements de déficits extérieurs	Septembre 2002, encadré 2.2
Estimer l'intégration des marchés de biens à partir des prix	Septembre 2002, encadré 3.1
Frais de transport	Septembre 2002, encadré 3.2
Le modèle gravitationnel du commerce international	Septembre 2002, encadré 3.3
La spécialisation verticale dans l'économie mondiale	Septembre 2002, encadré 3.4
Commerce extérieur ou croissance	Septembre 2002, encadré 3.5
Faut-il s'inquiéter des déséquilibres extérieurs?	Septembre 2002, chapitre II
Impact des politiques agricoles des pays industriels sur les économies en développement	Septembre 2002, chapitre II
Conséquences de l'intégration commerciale et financière pour l'instabilité macroéconomique	Septembre 2002, chapitre III
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 III
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 II
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 II
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 1.3
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

X. Études régionales

L'impact économique du VIH/SIDA en Afrique australe	Octobre 2000, encadré 1.4
Adhésion des économies en transition à l'Union européenne : perspectives et contraintes	Octobre 2000, chapitre IV
Le FMI et les économies en transition	Octobre 2000, encadré 3.1
Précédents élargissements	Octobre 2000, encadré 4.2
L'initiative PPTE renforcée et l'Afrique	Mai 2001, encadré 1.4
Le niveau élevé des déficits courants dans les pays en transition candidats à l'Union européenne	Mai 2001, encadré 1.5
Le commerce extérieur de l'Afrique et le modèle gravitationnel	Mai 2001, encadré 2.2
Les conséquences du ralentissement de l'économie japonaise pour les pays d'Asie de l'Est	Octobre 2001, encadré 1.4
Croissance dans la zone euro : pourquoi la France devance-t-elle l'Allemagne et l'Italie	Octobre 2001, encadré 1.5
Croissance, troubles civils et réduction de la pauvreté en Afrique subsaharienne	Octobre 2001, encadré 1.7
Les technologies de l'information et la croissance des pays émergents d'Asie	Octobre 2001, encadré 3.3
Le marasme des technologies de l'information et les perspectives de croissance à court terme de l'Asie orientale	Octobre 2001, encadré 3.5
Crise de la dette : pourquoi l'Amérique latine se distingue-t-elle?	Avril 2002, chapitre II
L'investissement direct étranger en Afrique	Septembre 2002, encadré 1.6
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 II
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
XI. Études de cas	
Le programme turc de désinflation appuyé par le FMI	Mai 2000, encadré 2.1
Productivité et cours des actions aux États-Unis : les tendances récentes peuvent-elles durer?	Mai 2000, encadré 3.1
L'Inde : relancer le processus de réforme	Mai 2000, encadré 4.2
Gageure : hauts et bas de la production et dangers de la prévision au Japon	Octobre 2000, encadré 1.2
Perspectives d'adhésion de la Chine à l'OMC	Octobre 2000, encadré 1.3
Mettre fin au troc et aux arriérés de paiements en Russie	Octobre 2000, encadré 3.3
La décentralisation budgétaire dans les économies en transition : Chine et Russie	Octobre 2000, encadré 3.5
Adhésion de la Turquie à l'Union européenne	Octobre 2000, encadré 4.3
Japon : initiatives récentes en matière de politique monétaire et structurelle	Mai 2001, encadré 1.3
Japon : des finances publiques hors normes?	Mai 2001, encadré 3.1
La contraction de l'offre de titres du Trésor des États-Unis et ses conséquences	Mai 2001, encadré 3.2
La relation croissance-pauvreté en Inde	Octobre 2001, encadré 1.6
La hausse de la productivité globale des facteurs s'est-elle accélérée en dehors du secteur des technologies de l'information?	Octobre 2001, encadré 3.2
Chine : enjeux budgétaires à moyen terme	Avril 2002, encadré 1.4
Reconstruire l'Afghanistan	Avril 2002, encadré 1.5
Le redressement de la Russie	Avril 2002, encadré 1.6
Le Brésil cherche à retrouver la confiance des marchés	Septembre 2002, encadré 1.4
La libéralisation des échanges en Inde?	Septembre 2002, encadré 1.5
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 II
L'émergence de la Chine et ses retombées sur l'économie mondiale	Avril 2004, chapitre II
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

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