

Études économiques et financières

Version abrégée

**PERSPECTIVES DE
L'ÉCONOMIE MONDIALE
Octobre 2009**

Soutenir la reprise



Fonds monétaire international

©2009 International Monetary Fund
Édition française ©2009 Fonds monétaire international

Édition anglaise

Production : Division des services multimédias, TGS
Couverture et conception artistique : Luisa Menjivar
et Jorge Salazar
Composition : Julio Prego

Édition française

Division française, Services linguistiques, TGS
Traduction : Marc Servais
Correction & PAO : Anne Rousseau et Van Tran

EN UTILISANT LE CONTENU INTITULÉ «PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES
MONDIALES : SOUTENIR LA REPRISE (OCTOBRE 2009)»,
VOUS ACCÉPTEZ LES RÈGLES CI-DESSOUS
RÉGISSANT SON UTILISATION :

L'utilisation du présent contenu vous est accordée en tant qu'individu aux fins d'un usage non commercial lors d'un événement promotionnel. Le contenu ne peut pas être reproduit, ni stocké, ni distribué, ni partagé pour usage généralisé par des groupes d'utilisateurs internes ou externes.

Si vous êtes journaliste, le contenu peut être republié à des fins d'information, à condition que son utilisation complète soit accessoire à une information textuelle sur un événement, et que le contenu soit intégré au texte. Le contenu DOIT être attribué au FMI, à l'aide de la mention «Source : FMI». ”

Le présent contenu ne peut être republié, dans son ensemble ou en partie, sous aucune des formes suivantes : tableaux, applications analytiques, bases de données numériques, séries de profils économiques ou géographiques, ou services de recherche et de conseil.

Tout autre usage non autorisé ici exigera d'obtenir une licence du FMI.

Citation bibliographique recommandée :
Fonds monétaire international, 2009, *Perspectives de l'économie mondiale : soutenir la reprise* (Washington, octobre).

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
www.imfbookstore.org

TABLE DES MATIÈRES

Hypothèses et conventions	v
Préface	vii
Avant-propos conjoint pour les <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> et le <i>Rapport sur la stabilité financière dans le monde</i>	viii
Résumé analytique	xii
Chapitre 1. Perspectives et enjeux mondiaux	1
Fin de la récession mondiale	1
Désendettement et faible croissance de l'emploi	3
La situation financière s'améliore, mais reste difficile	4
Un secteur réel peu dynamique	7
Le soutien des pouvoirs publics persiste, mais s'affaiblit	19
Reprise en demi-teinte et vulnérabilité à une déflation modérée	31
Au-delà de 2010 : comment l'économie mondiale va-t-elle se rééquilibrer?	34
Risques pesant sur la reprise	36
Concilier les objectifs à court et à moyen terme	47
Appendice 1.1. Marchés des produits de base : évolution et perspectives	54
Bibliographie	69
Chapitre 2. Perspectives nationales et régionales	71
L'économie des États-Unis se stabilise avec l'accalmie de la crise	71
Asie : du rebond à la reprise?	75
Europe : une reprise timide en perspective	80
Communauté des États indépendants : reprise difficile pour certains pays, gestion de crise pour d'autres	85
Autres pays avancés : sur la voie de la reprise	88
Amérique latine et Caraïbes : politiques propices à la résilience	89
Renforcement des perspectives de croissance au Moyen-Orient	92
Un regain d'élan en Afrique	95
Tableaux supplémentaires : principales projections macroéconomiques, par région	99
Chapitre 3. Les enseignements à tirer des fluctuations des prix des actifs pour la politique monétaire	
<i>Disponible sur le site Internet www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02</i>	
Les phases de contraction des prix des actifs à l'ère moderne	

Les schémas macroéconomiques ayant précédé la crise actuelle
Le rôle de la politique monétaire
Les pouvoirs publics doivent-ils réagir aux fluctuations des marchés d'actifs?
Conclusions
Appendice 3.1 Méthodes économétriques
Appendice 3.2 Données de base
Bibliographie

Chapitre 4. Quel est l'ampleur des dégâts? La dynamique de la production à moyen terme après les crises financières

Disponible sur le site Internet www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02

La production reprend-elle à moyen terme?
Décompositions : pourquoi la production globale ne reprend pas après les crises bancaires?
Quels sont les facteurs liés aux pertes de production à moyen terme?
La situation qui précède les crises aide-t-elle à prévoir les pertes de production à moyen terme?
Appendice 4.1 Sources de données et méthodologies
Bibliographie

Annexe : Examen des perspectives par le Conseil d'administration, septembre 2009

Disponible sur le site Internet www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02

Appendice statistique

Disponible sur le site Internet www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02

Hypothèses
Modifications récentes
Données et conventions
Classification des pays
Caractéristiques générales et composition des différents groupes de pays
Liste des tableaux
 Production (tableaux A1–A4)
 Inflation (tableaux A5–A7)
 Politique financière (tableau A8)
 Commerce extérieur (tableau A9)
 Transactions courantes (tableaux A10–A12)
 Balance des paiements et financement extérieur (tableaux A13–A15)
 Flux de ressources (tableau A16)
 Scénario de référence à moyen terme (tableau A17)

HYPOTHÈSES ET CONVENTIONS

Les projections de la présente édition des *Perspectives de l'économie mondiale* reposent sur un certain nombre d'hypothèses. On suppose que les taux de change effectifs réels resteront constants aux niveaux moyens observés entre le 30 juillet et le 27 août 2009, et que les taux bilatéraux des monnaies faisant partie du mécanisme de change européen II (MCE II) resteront constants en valeur nominale par rapport à l'euro; que les politiques économiques nationales actuelles seront maintenues (en ce qui concerne les hypothèses relatives aux politiques budgétaires et monétaires de certains pays, voir l'encadré A1); que le cours moyen du baril de pétrole sera de 61,53 dollars le baril en 2009 et de 76,50 dollars le baril en 2010, et qu'il restera constant en valeur réelle à moyen terme; que le LIBOR (taux offert à Londres sur les dépôts interbancaires à six mois en dollars) s'établira en moyenne à 1,2 % en 2009 et à 1,4 % en 2010; que le taux des dépôts interbancaires à trois mois en euros sera en moyenne de 1,2 % en 2009 et de 1,6 % en 2010; que le taux des certificats de dépôt à six mois au Japon se chiffrera en moyenne à 0,7 % en 2009 et à 0,6 % en 2010. Il s'agit évidemment d'hypothèses de travail plutôt que de prévisions, et l'incertitude qui les entoure s'ajoute aux marges d'erreur inhérentes à toute projection. Les estimations et projections sont fondées sur les statistiques disponibles pour la période se terminant mi-septembre 2009.

Les conventions suivantes sont utilisées dans la présente étude :

- ... indique que les données ne sont pas disponibles ou pas pertinentes;
- entre des années ou des mois (par exemple, 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 les projections des services du FMI.

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

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

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

Dans la présente étude, le terme «pays» ne se rapporte pas nécessairement à une entité territoriale constituant un État au sens où l'entendent le droit et les usages internationaux. Il s'applique également à un certain nombre d'entités territoriales qui ne sont pas des États, mais 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, DC 20431, U.S.A.

Internet : www.imf.org/weoforum 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 (le Département Afrique, le Département Asie et Pacifique, le Département Europe, le Département Moyen-Orient et Asie centrale et le Département Hémisphère occidental) et divers départements de soutien : le Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation, le Département des marchés monétaires et de capitaux et le Département des finances publiques.

L'analyse que présente le rapport sur les perspectives de l'économie mondiale est coordonnée par le Département des études sous la direction générale d'Olivier Blanchard, Conseiller économique et Directeur du Département des études. Les travaux sont dirigés par Jörg Decressin, Chef de division du Département des études.

Les principaux collaborateurs de la présente édition sont Abdul Abiad, Ravi Balakrishnan, Petya Koeva Brooks, Stephan Danninger, Antonio Fatás, Prakash Kannan, Daniel Leigh, Pau Rabanal, Alasdair Scott, Marco Terrones et Irina Tytell. Toh Kuan, Gavin Asdorian, Stephanie Denis, Angela Espiritu, Murad Omoev, Andy Salazar, Min Kyu Song, Ercument Tulun et Jessie Yang étaient assistants à la recherche. La base de données et les systèmes informatiques ont été gérés par Mahnaz Hemmati et Emory Oakes. Jemille Colon, Tita Gunio, Shanti Karunaratne, Patricia Medina, and Sheila Tomilloso Igcasenza se sont chargés du traitement de texte. Julio Prego s'est chargé de la partie graphisme. Ont également contribué à cette édition Irena Asmundson, Kevin Cheng, Nese Erbil, Deniz Igan, Thomas Helbling, Armine Khachatryan, Heejin Kim, Prakash Loungani, Shaun Roache, Jair Rodriguez, Marina Rousset et Mika Saito. Charles Collyns et David Romer (du Département des études) ont fourni des conseils et des encouragements. Parmi les consultants extérieurs figuraient Jordi Galí. Linda Griffin Kean (du Département des relations extérieures) a corrigé le manuscrit anglais et coordonné la production de la publication. Marc Servais (des Services linguistiques) a coordonné 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 le 16 septembre 2009. 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.

AVANT-PROPOS CONJOINT POUR LES *PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE* ET LE RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE DANS LE MONDE

La reprise est amorcée : l'enjeu consiste à la pérenniser

L'économie mondiale a renoué avec la croissance, et la situation financière s'est sensiblement améliorée. Il faudra néanmoins quelque temps avant que les perspectives de l'emploi ne connaissent une véritable embellie.

Le redressement est généralement plus marqué dans les pays émergents et les pays en développement, grâce à un regain d'activité en Asie; de manière générale, les pays émergents ont nettement mieux résisté aux turbulences financières que les crises antérieures ne le laissaient prévoir, ce qui résulte de l'amélioration des politiques économiques. Il n'en demeure pas moins qu'un redémarrage plus général de l'activité est maintenant observable, dans les grands pays avancés notamment. La confiance des marchés financiers et l'appétit pour le risque ont rebondi, les banques ont levé des capitaux et les marchés du financement de gros ont rouvert, et les risques se sont atténués sur les marchés émergents.

Ce redressement s'explique par l'action vigoureuse des pouvoirs publics dans les pays avancés et émergents qui, associée aux mesures prises par le FMI à l'échelon international, a apaisé les inquiétudes concernant un effondrement financier systémique, soutenu la demande, et pour ainsi dire balayé les craintes d'une dépression mondiale. Ces craintes avaient contribué à la plus forte baisse de l'activité et du commerce mondiaux depuis la Seconde Guerre mondiale. Les banques centrales ont rapidement riposté en opérant des réductions exceptionnellement fortes de leurs taux d'intérêt et en prenant des mesures non conventionnelles pour injecter des liquidités et soutenir le crédit. Les pouvoirs publics ont lancé des programmes de relance budgétaire de grande envergure; ils ont procédé à des tests de résistance pour évaluer la solidité

de leurs banques, auxquelles ils ont apporté une aide sous forme de garanties et d'injections de liquidités. Le FMI a pour sa part fait appel à sa capacité de prêt renforcée et à des programmes plus souples pour aider les pays émergents et en développement à affronter les risques associés à la crise. Toutes ces mesures ont réduit l'incertitude et accru la confiance.

L'autosatisfaction n'est cependant pas de mise. Malgré ces progrès, la reprise devrait être lente et, pendant quelque temps, ne sera probablement pas assez forte pour résorber le chômage. La pauvreté pourrait en outre augmenter sensiblement dans plusieurs pays en développement où, pour la première fois en dix ans, le PIB réel par habitant recule en 2009. Il se peut que l'activité redémarre rapidement à court terme. Néanmoins, les facteurs qui alimentent le rebond actuel sont en partie de nature provisoire, notamment les vastes plans de relance budgétaire, l'aide des banques centrales aux marchés du crédit et la reconstitution des stocks après la baisse considérable de la production et le déstockage. Tous vont perdre en intensité en 2010.

La disponibilité limitée du crédit sera également un frein majeur à la reprise. Le désendettement des banques va peser sur l'offre de crédit bancaire pendant tout le reste de l'année 2009 et jusqu'en 2010 aux États-Unis et en Europe, où cette offre est encore plus tributaire des banques. Grâce à des bénéfices plus élevés que prévu et à des opérations d'augmentation de capital, les bilans des banques se sont redressés, mais la dégradation persistante du crédit continuera de peser sur eux. Selon notre analyse, les banques américaines ont comptabilisé un peu plus de la moitié des pertes liées à leurs actifs douteux prévues jusqu'à la fin de 2010. En Europe, la comptabilisation des pertes est moins avancée, en raison du décalage des cycles économiques. Si les profits accrus des banques renforcent leurs fonds propres, ils ne devraient

pas entièrement compenser leurs moins-values au cours des 18 prochains mois. Les bénéfices constants devraient en outre être inférieurs après la crise; la réforme des réglementations bancaires en cours devrait réduire les recettes nettes et, en imposant aux banques des ratios de fonds propres et de liquidité plus élevés, rehausser le coût de l'auto-assurance. Les projections pour les pays émergents supposent que les flux de capitaux, qui ont considérablement diminué au cours de l'année écoulée, se stabiliseront ou progresseront modérément. La croissance du crédit continuera de ralentir ou restera très faible, ce qui freinera l'investissement, sauf en Chine. Une contraction sensible du crédit est globalement improbable, sauf dans certains pays émergents d'Europe et dans la Communauté des États indépendants.

En parallèle, la consommation et l'investissement n'augmentent que lentement, freinés par le nécessaire redressement des bilans, l'excédent élevé des capacités et les contraintes de financement, et par la hausse du chômage, qui devrait atteindre plus de 10 % de la population active dans les pays avancés. La consommation sera particulièrement anémique dans ces pays, surtout ceux qui ont connu une forte expansion du crédit, une bulle immobilière et un déficit courant important, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, et plusieurs autres pays européens (émergents surtout). Les consommateurs américains, en particulier, devraient porter leur taux d'épargne à un niveau nettement supérieur à ce qu'il était avant la crise.

En conséquence, les *Perspectives de l'économie mondiale* prévoient qu'après s'être contractée d'environ 1 % en 2009, l'activité mondiale devrait progresser de quelque 3 % en 2010, soit bien en deçà des taux enregistrés avant la crise.

Les risques pesant sur la reprise demeurent préoccupants. Le plus grave est que la demande privée demeure atone dans les pays avancés. Dans ce cas, les pouvoirs publics seraient confrontés à un choix délicat : maintenir les programmes de relance budgétaire, ce qui engendrera un problème de viabilité de la dette, ou les supprimer progressivement, ce qui

risque de créer des interactions négatives entre l'activité réelle, la santé du secteur financier et la situation budgétaire. Il existe toutefois des raisons d'être optimistes. En particulier, suite à la dissipation des craintes d'un effondrement de l'activité similaire à celui des années 30 et à la nette amélioration concomitante de l'état d'esprit des opérateurs des marchés financiers, une hausse plus forte que prévu de la consommation et de l'investissement pourrait intervenir prochainement.

Enjeux

Il est encore trop tôt pour que les pouvoirs publics assouplissent les mesures destinées à assainir le secteur financier et à soutenir la demande par des politiques macroéconomiques expansionnistes. La difficulté consiste à maintenir une aide à court terme sans fausser les incitations et sans compromettre les bilans publics, ce qui aurait des conséquences dommageables à moyen terme. Les autorités doivent en outre prendre des dispositions en vue de résoudre les principaux problèmes à moyen terme, notamment procéder à la nécessaire réforme des systèmes financiers, stimuler la croissance potentielle et rééquilibrer la structure de la demande mondiale.

Malgré des déficits déjà substantiels et une dette publique croissante dans de nombreux pays, il convient de maintenir la relance budgétaire jusqu'à ce que la reprise s'affermisse, voire l'amplifier ou la prolonger au-delà de la date prévue si les risques de révision à la baisse des perspectives de croissance se concrétisent. L'efficacité de la politique budgétaire pour soutenir la demande devrait néanmoins s'émousser si les investisseurs et contribuables ne se voient pas garantir une baisse des déficits et de l'endettement à terme. Les pouvoirs publics devront probablement adopter des mesures vigoureuses pour limiter les dépenses; il leur faudra notamment conduire des réformes des prestations sociales et s'engager à diminuer sensiblement les déficits lorsque la reprise sera bien ancrée. Des cadres budgétaires plus solides, notamment des

règles budgétaires adaptées et des mécanismes d'application efficaces permettant de maîtriser les pressions sur les dépenses lorsque la situation sera rétablie, viendraient utilement renforcer la crédibilité de ces promesses.

Pour les autorités monétaires, il s'agit essentiellement de définir à quel moment durcir leur politique et comment alléger les bilans des grandes banques centrales. Les pays avancés et émergents sont confrontés à des problèmes différents. Dans les pays avancés, les banques centrales, à de rares exceptions près, peuvent se permettre de poursuivre une politique souple pendant une période prolongée parce qu'il est probable que l'inflation demeurera faible aussi longtemps que les écarts de production resteront larges. Par ailleurs, les autorités monétaires devront tenir compte des répercussions du retrait progressif de l'impulsion budgétaire. Le cas échéant, il existe des instruments qui permettent de commencer à durcir la politique monétaire même quand les bilans gardent des proportions inhabituelles. Le rythme de l'allègement des bilans des banques centrales dépend des progrès réalisés dans la normalisation des marchés et des types d'intervention en place. Conjuguées à une politique de prix appropriée, les injections de liquidités à court terme prennent déjà fin naturellement à mesure que s'améliore la situation du marché. Néanmoins, il faudra peut-être bien plus de temps pour inverser l'accumulation d'actifs illiquides au bilan de certaines banques centrales.

La situation est plus diverse parmi les pays émergents, mais le moment de mettre fin à l'accompagnement monétaire viendra probablement plus vite que dans les pays avancés. Dans certains pays, il sera peut-être nécessaire d'assouplir les taux de change pour se prémunir contre les risques de nouvelles bulles des prix des actifs; ainsi, le durcissement de la politique monétaire pourra éviter d'importer des pays avancés une politique d'aisance monétaire excessive.

Dans le secteur financier, les autorités sont confrontées à deux problèmes essentiels. Elles doivent d'abord veiller à ce que les marchés et les banques soient en mesure de soutenir la reprise économique, ce qui passe par de nou-

velles opérations de recapitalisation et d'assainissement des bilans des banques. À ce stade, les progrès enregistrés dans ce domaine sont très fragmentaires. Les tests de résistance officiels sont des instruments utiles qui permettent de mesurer la solidité des banques afin d'élaborer des stratégies appropriées pour la recapitalisation et la restructuration des banques viables, et pour l'assainissement méthodique des établissements non viables. Il convient en outre de formuler clairement des stratégies de retrait des interventions publiques afin de guider les marchés. Il faut mettre progressivement terme aux programmes, en faisant appel à des incitations de marché pour encourager un moindre recours aux aides publiques. Il est par ailleurs indispensable que les nouvelles réglementations des fonds propres, les obligations de liquidité, les normes de provisionnement et de comptabilité soient clairement énoncées et, le cas échéant, qu'un accord soit conclu concernant les stratégies d'assainissement pour permettre aux banques de décider du déploiement de leurs ressources et de déterminer les segments d'activité susceptibles d'être rentables à l'avenir.

Le deuxième enjeu consiste à procéder à des réformes financières qui empêcheront le déclenchement d'une crise similaire par la suite. Pour cela, une refonte des politiques prudentielles s'impose, que ne doivent pas compromettre l'impression grandissante que le plus gros de la crise est passé, la peur de perdre des avantages concurrentiels nationaux et la crainte que les solutions optimales ne puissent être appliquées pour des raisons techniques. Quatre points méritent une attention particulière. Il faut d'abord élargir et assouplir le périmètre de réglementation de manière à ce qu'il couvre toutes les institutions d'importance systémique, et définir en parallèle des incitations visant à prévenir le renforcement ultérieur d'institutions actuellement jugées «trop grandes ou trop connectées pour faire faillite». Il convient ensuite d'amener les institutions financières à rehausser leur transparence, à diffuser davantage d'informations et à procéder à des réformes de leur gouvernance de manière à encourager l'exercice efficace d'une discipline de

marché. Troisièmement, les cadres macroprudentiels doivent inciter les banques à accroître leurs réserves, en procédant quand la conjoncture est bonne à des levées de capitaux et à des provisionnements qui leur seront utiles dans les périodes difficiles. Enfin, il faut renforcer la collaboration et la coordination internationales afin de remédier aux problèmes posés par les institutions transnationales. À terme, il ne suffira pas, pour éviter les crises de cette nature, d'améliorer les règles via le renforcement des réglementations; il conviendra également d'en assurer le respect par le biais d'une surveillance efficace; il faudra en outre que les institutions financières adoptent un comportement prudent, grâce à des procédures adaptées de gestion interne des risques.

Rééquilibrage de la demande mondiale

Pour maintenir une reprise vigoureuse à moyen terme, un rééquilibrage de la structure de la demande mondiale s'impose également. En particulier, de nombreux pays qui ont adopté des stratégies de croissance tirée par les exportations et ont dégagé des excédents courants devront compter davantage sur la demande intérieure pour compenser une demande intérieure probablement languissante dans les pays qui

ont généralement dégagé des déficits courants et enregistré un effondrement des prix des actifs (boursiers ou immobiliers). Pareillement, bon nombre des pays qui affichent des déficits extérieurs devront s'appuyer davantage sur la demande extérieure, et moins sur la demande intérieure. Pour cela, des réformes substantielles s'imposeront, dont beaucoup sont également nécessaires pour stimuler la production potentielle, qui a fort souffert de la crise. Il s'agit pour l'essentiel de remettre en état les systèmes financiers, d'améliorer le gouvernement d'entreprise et l'intermédiation financière, de favoriser l'investissement public et de réformer les dispositifs de protection sociale.

S'agissant des politiques sociales, la montée du chômage va poser dans de nombreux pays avancés un problème crucial auquel il faudra remédier par des programmes de soutien au revenu et de reconversion des chômeurs, et par des mesures qui facilitent les ajustements salariaux face aux chocs. La crise a également porté un coup dur aux programmes de lutte contre la pauvreté de nombreux pays à faible revenu. Une aide importante et soutenue des bailleurs de fonds sera nécessaire pour préserver les progrès cruciaux accomplis par ces pays pour stabiliser leurs économies.

Olivier Blanchard
Conseiller économique

José Viñals
Conseiller financier

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

Après une profonde récession mondiale, la croissance économique s'est redressée : des interventions de grande envergure des pouvoirs publics ont soutenu la demande et réduit l'incertitude et le risque systémique sur les marchés financiers. La reprise devrait être lente, car les systèmes financiers restent déficients, il faudra s'affranchir progressivement de l'appui des pouvoirs publics et, dans les pays où les prix des actifs se sont effondrés, les ménages continueront de reconstituer leur épargne tout en étant confrontés à un chômage élevé. Il reste essentiel de remettre sur pied le secteur financier tout en poursuivant une politique macroéconomique de soutien jusqu'à ce que la reprise soit solidement installée. Cependant, il faut se préparer à s'affranchir de façon ordonnée des interventions extraordinaires.

La récession mondiale prend fin, mais une reprise en demi-teinte s'annonce

L'économie mondiale semble de nouveau en phase ascendante, portée par la bonne tenue des économies asiatiques et une stabilisation ou un redressement modeste ailleurs. Dans les pays avancés, des interventions sans précédent des pouvoirs publics ont stabilisé l'activité et même conduit à une croissance modeste dans plusieurs pays. Le redressement est généralement plus marqué dans les pays émergents et les pays en développement, grâce à un regain d'activité en Asie. Le rebond récent des cours des produits de base et les politiques économiques de soutien aident bon nombre de ces pays. Beaucoup de pays émergents d'Europe et la Communauté des États indépendants ont été particulièrement touchés par la crise et sont généralement à la traîne des autres pays.

La reprise est lente et l'activité reste largement en deçà de son niveau d'avant la crise. La croissance est tirée par un rebond de l'activité manufacturière et une inversion du cycle des stocks, et il semble que, progressivement, les ventes de détail se stabilisent, les consommateurs

retrouvent la confiance et les marchés du logement s'affermissent. Alors que les perspectives se sont améliorées, les cours des produits de base se sont redressés après les creux enregistrés plus tôt dans l'année, et le commerce mondial redémarre.

Ce redressement s'explique par l'action vigoureuse des pouvoirs publics dans les pays avancés et de nombreux pays émergents, qui a soutenu la demande et presque éliminé les craintes d'une dépression mondiale. Ces craintes ont contribué à la plus forte baisse de l'activité et du commerce mondiaux depuis la Seconde Guerre mondiale. Les banques centrales ont réagi rapidement en opérant des réductions exceptionnellement fortes de leurs taux d'intérêt et en prenant des mesures non conventionnelles pour injecter des liquidités et soutenir le crédit. Les pouvoirs publics ont engagé des programmes de relance budgétaire de grande envergure, tout en apportant leur soutien aux banques à l'aide de garanties et d'injections de capitaux. Toutes ces mesures ont réduit l'incertitude et accru la confiance, et la situation financière s'est ainsi améliorée, comme en témoignent de fortes remontées des cours sur de nombreux marchés et un redressement des flux de capitaux internationaux. Cependant, la situation reste très difficile pour les emprunteurs de rang inférieur. De manière plus générale, comme indiqué dans l'édition d'octobre 2009 du *Global Financial Stability Report (GFSR)*, le risque d'un retournement constitue une préoccupation importante sur les marchés, et plusieurs indicateurs des tensions financières restent élevés.

L'action des pouvoirs publics à l'origine du rebond actuel perdra progressivement de sa vigueur, et les forces réelles et financières, bien qu'elles s'affermissent progressivement, demeureront faibles. En particulier, l'impulsion budgétaire s'atténuera et la reconstitution des stocks perdra progressivement de son influence. La

consommation et l'investissement n'augmentent que lentement, la situation financière restant tendue dans de nombreux pays. Donc, après s'être contractée d'environ 1 % en 2009, l'activité mondiale devrait progresser d'environ 3 % en 2010, soit bien en deçà des taux d'avant la crise. Ces projections constituent une légère révision à la hausse par rapport à la mise à jour de juillet 2009 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

- Dans les pays avancés, une expansion languissante est prévue pendant une bonne partie de 2010, le chômage continuant de monter jusque plus tard dans l'année. La croissance annuelle en 2010 devrait avoisiner 1¼ %, après une contraction de 3½ % en 2009. Le rebond de l'activité est plus manifeste du quatrième trimestre de 2009 au quatrième trimestre de 2010 : la croissance du PIB réel devrait être voisine de 1¾ %, contre une expansion d'environ ½ % (taux annualisé) au deuxième semestre de 2009 et une contraction de 2 % au premier semestre.
- Dans les pays émergents, la croissance du PIB réel devrait atteindre près de 5 % en 2010, contre 1¾ % en 2009. Le rebond est porté par la Chine, l'Inde et plusieurs autres pays émergents d'Asie. D'autres pays émergents se redressent légèrement, grâce à la relance engagée par les pouvoirs publics et à l'amélioration du commerce et de la situation financière à l'échelle mondiale.

Les risques pesant sur la croissance diminuent progressivement, mais restent préoccupants. À court terme, le risque principal est que la reprise s'enlise. Un abandon prématuré des politiques monétaires et budgétaires de soutien semble être un risque important, parce que le rebond résultant de l'action des pouvoirs publics pourrait être considéré à tort comme le début d'une reprise vigoureuse de la demande privée. De manière générale, l'économie mondiale reste fragile et semble encore vulnérable à une série de chocs, parmi lesquels une hausse des cours du pétrole, un retour virulent de la grippe H1N1, des événements géopolitiques ou un réveil du protectionnisme.

Cependant, il existe aussi des raisons d'être optimiste à court terme, comme en témoigne l'amélioration récente et plus rapide que prévu de la situation financière. En particulier, le fait que l'action des pouvoirs publics ait dissipé les craintes d'un effondrement de l'activité pareil à celui des années 30 et la nette amélioration concomitante de l'état d'esprit des opérateurs des marchés financiers pourraient entraîner une hausse plus forte que prévu de la consommation et de l'investissement dans plusieurs pays avancés et pays émergents.

À moyen terme, d'autres risques importants pèsent sur la reprise, principalement dans les pays avancés. Sur le front financier, le scepticisme persistant du grand public envers ce qui est considéré comme un sauvetage des établissements mêmes qui sont jugées responsables de la crise met à mal le soutien du public à la restructuration du secteur financier, ce qui pourrait conduire à une période prolongée de stagnation. Sur le plan macroéconomique, le risque le plus important a trait à la détérioration des positions budgétaires, notamment à la suite des mesures prises pour soutenir le secteur financier.

Au-delà de 2010 : rééquilibrer l'économie mondiale

Pour promouvoir une croissance saine et soutenue à moyen terme, il sera crucial de s'attaquer aux perturbations de l'offre causées par la crise et de rééquilibrer la demande mondiale.

Baisse de la croissance potentielle

Il faudra restructurer les institutions financières et remettre en état les marchés pour fournir le crédit nécessaire afin d'accroître durablement l'investissement et la productivité, ainsi que redéployer la main-d'œuvre entre les secteurs. Selon les données historiques présentées au chapitre 4, on observe des pertes de production généralement importantes et permanentes après des crises financières, même s'il est difficile de déterminer leur ampleur et si cette der-

nière a varié largement d'un cas à l'autre. Les projections actuelles de la production à moyen terme sont effectivement bien inférieures à celles d'avant la crise, ce qui s'inscrit dans la suite logique d'une perte permanente de production potentielle. L'investissement a déjà reculé nettement, surtout dans les pays touchés par les crises financières et immobilières. Conjugué à la hausse des taux de mise au rebut, alors que les entreprises font faillite ou se restructurent, cela réduit les stocks de capitaux effectifs. En outre, le chômage devrait rester élevé à moyen terme dans plusieurs pays avancés.

Rééquilibrage de la demande

Pour compléter le rétablissement de l'offre, il convient aussi d'ajuster la structure de la demande mondiale afin d'entretenir une reprise vigoureuse. En particulier, de nombreux pays qui ont adopté des stratégies de croissance tirée par les exportations et ont dégagé des excédents courants devront compter davantage sur la demande intérieure et les importations. Cela aidera à compenser une demande intérieure languissante dans les pays qui ont généralement dégagé des déficits courants et enregistré un effondrement des prix des actifs (boursiers ou immobiliers), parmi lesquels les États-Unis, le Royaume-Uni, certains pays de la zone euro et de nombreux pays émergents d'Europe. Il faudra apporter des changements du côté de l'offre pour tenir compte de l'évolution de la demande. À cet effet, il conviendra d'agir sur plusieurs fronts, notamment pour remettre en état les systèmes financiers, améliorer le gouvernement d'entreprise et l'intermédiation financière, soutenir l'investissement public et réformer les dispositifs de protection sociale de manière à réduire l'épargne de précaution. Cependant, même si tous les pays s'engagent résolument à opérer des réformes dans ce sens, entre autres, le rééquilibrage de la demande mondiale sera un long processus et devra être appuyé par un assouplissement des taux de change.

Enjeux

Il reste prioritaire pour les pouvoirs publics de rétablir le secteur financier et de poursuivre une politique macroéconomique de soutien jusqu'à ce que la reprise soit solidement installée, même s'ils doivent aussi commencer à se préparer à s'affranchir de leurs interventions extraordinaires. Le retrait prématuré de leur impulsion semble être le risque le plus important à court terme, mais il est essentiel d'établir la stratégie macroéconomique à moyen terme au-delà de la crise pour maintenir la confiance dans la solvabilité des finances publiques et assurer la stabilité des prix et du système financier. Il s'agit d'établir un juste milieu entre le retrait prématuré des interventions publiques, qui compromettrait les progrès accomplis dans la stabilisation financière et le redressement économique, et le maintien de ces mesures pendant une période trop longue, qui risque de fausser les incitations et de mettre à mal les bilans publics.

Quand durcir les conditions monétaires

Pour les autorités monétaires, il s'agit principalement de savoir quand durcir leur politique et comment alléger leurs bilans. Ces deux objectifs ne sont pas nécessairement incompatibles, car il existe des instruments qui permettent de commencer à durcir la politique monétaire même quand les bilans gardent des proportions inhabituelles. Le rythme de l'allègement des bilans des banques centrales dépend des progrès réalisés dans la normalisation des marchés et des types d'intervention en place.

Pour ce qui est de savoir quand durcir la politique monétaire, les pays avancés et les pays émergents sont confrontés à des problèmes différents. Dans les pays avancés, les banques centrales peuvent, à quelques exceptions près, se permettre de poursuivre une politique de soutien pendant une période prolongée parce qu'il est probable que l'inflation restera faible aussi longtemps que les écarts de production resteront larges. Par ailleurs, les autorités monétaires devront tenir compte des répercussions du retrait progressif

de l'impulsion budgétaire. La situation est plus diverse parmi les pays émergents : dans plusieurs d'entre eux, il sera probablement opportun de mettre fin à l'accompagnement monétaire plus rapidement que dans les pays avancés. Dans certains pays, il faudra peut-être assouplir les taux de change pour se prémunir contre les risques de nouvelles bulles des prix des actifs; ainsi, le durcissement de la politique monétaire pourra éviter d'importer des pays avancés une politique d'aisance monétaire excessive.

Comme noté dans l'édition d'octobre 2009 du *GFSR*, les banques centrales devront probablement continuer d'apporter leur soutien à l'activité jusqu'à la fin de l'année prochaine au moins dans de nombreux pays, et il faudra peut-être beaucoup plus de temps pour inverser l'accumulation d'actifs illiquides au bilan de certaines banques centrales. En attendant, les banques centrales disposent d'instruments pour absorber les réserves, si besoin est, afin de durcir les conditions monétaires. Au delà du court terme, quels sont les enseignements à tirer de la crise pour la conduite de la politique monétaire? Les données historiques indiquent qu'une stabilité relative de l'inflation et de la croissance de la production n'offre guère de protection contre des chocs économiques majeurs résultant de l'éclatement de bulles des prix des actifs : la production et l'inflation ne sont pas de bonnes variables explicatives des effondrements des prix des actifs. Selon le chapitre 3, d'autres variables, telles que la croissance du crédit et le solde des transactions courantes, constituent de meilleurs déterminants et méritent peut-être plus d'attention de la part des autorités monétaires. Donc, si la demande intérieure et les prix des actifs deviennent plus préoccupants, les autorités monétaires devraient envisager de durcir leur politique plus que ne l'exige la seule maîtrise de l'inflation pendant une année ou deux. Il est noté aussi dans ce chapitre que les autorités devraient envisager de compléter le ciblage de l'inflation par la mise en place d'outils macroprudentiels qui aident à stabiliser l'économie. Ces outils présentent pour avantage d'influer directement sur le cycle du crédit et peuvent donc com-

pléter utilement l'action des taux d'intérêt dans la stabilisation économique. Cependant, les attentes doivent être réalistes.

Poursuivre la relance budgétaire sans compromettre la viabilité des budgets

Même si les déficits sont déjà élevés et si la dette publique augmente dans de nombreux pays, il faut persister sur la voie de la relance budgétaire jusqu'à ce que la reprise soit bien réelle, voire intensifier ou prolonger les mesures de relance plus que prévu si les risques de révision à la baisse de la croissance devaient se concrétiser. Si besoin était, les gouvernements devraient donc être prêts à lancer de nouvelles initiatives. Mais ils doivent aussi s'engager à réduire de manière substantielle les déficits à moyen terme lorsque la reprise sera bien installée et commencer à s'attaquer aux problèmes budgétaires à plus long terme, en faisant avancer des réformes qui remettront leurs finances publiques sur une trajectoire plus tenable. Pour opérer ces réductions, il pourrait être utile de s'appuyer sur des cadres budgétaires plus solides, reposant notamment sur des règles budgétaires adaptées et des mécanismes d'application stricts. De tels cadres et de telles règles peuvent utilement contribuer à freiner la poussée des dépenses quand la conjoncture redeviendra plus favorable, ce qui rassurera quelque peu les investisseurs sur la réduction ultérieure des déficits et de la dette. C'est essentiel afin de recréer une marge de manœuvre suffisante pour mener une politique anticyclique et de redégager un soutien du public aux marchés financiers, deux conditions nécessaires pour faire face à de futurs chocs.

Rétablir les secteurs financiers tout en réformant les cadres prudentiels

Il est indispensable d'achever la remise sur pied des secteurs financiers et de réformer les cadres prudentiels pour assurer le retour à une croissance soutenue. La restructuration des activités des établissements financiers est un préalable essentiel à tout retour à la normale de l'activité de

prêt. Comme indiqué plus en détail dans l'édition d'octobre 2009 du *GFSR*, il faudra passer par un assainissement des bilans, des recapitalisations et de nouveaux plans stratégiques compatibles avec les nouveaux modèles de financement et cadres pruden­tiels. Jusqu'à présent, les efforts d'élimination des actifs compromis ont été très limités. Pour l'heure, le principal problème réside dans la détérioration des actifs. À cet égard, les tests de résistance officiels sont des instruments capitaux, permettant d'évaluer l'état de santé des banques en vue de concevoir des stratégies appropriées de recapitalisation et de restructuration des banques viables et d'assainissement rigoureux des banques non viables. Sur ce plan, les progrès ont été inégaux d'un pays à l'autre, et l'on peut craindre que le financement des recapitalisations ne suscite une opposition politique. Les stratégies de sortie doivent être clairement formulées pour guider les marchés. Au cours des deux prochaines années, les banques feront face à un «mur d'échéances», ce qui augmentera les risques de refinancement. Dans ce contexte, les programmes doivent être éliminés très progressivement, à l'aide d'incitations de marché qui encouragent un recours moindre au soutien des pouvoirs publics.

En ce qui concerne la réforme de fond, le projet d'ensemble ne doit pas être mis en péril par le sentiment croissant que le pire de la crise est derrière nous ou par la peur d'avoir perdu les avantages concurrentiels nationaux, ou encore par la crainte que les meilleures solutions soient techniquement irréalisables. Comme noté dans l'édition d'octobre 2009 du *GFSR*, quatre questions méritent une attention particulière. Premièrement, le périmètre de réglementation doit être élargi et assoupli afin d'englober toutes les institutions d'importance systémique et des incitations permettant d'éviter une nouvelle augmentation du nombre d'institutions «trop grosses ou trop connectées pour qu'on les laisse faire faillite». Deuxièmement, il convient d'encourager une discipline de marché efficace en améliorant

la transparence et l'information, et en réformant la gouvernance dans les institutions financières. Troisièmement, les cadres macropruden­tiels doivent encourager les banques à établir des tampons supplémentaires, en levant des capitaux et en constituant, pendant leur phase d'expansion, des provisions qui peuvent être utilisées en phase de récession. Quatrièmement, il faut améliorer la collaboration et la coordination internationales pour faire face aux problèmes posés par les institutions transfrontières.

Problèmes structurels et sociaux

La montée du chômage représentera un problème de taille pour nombre de pays avancés, et la pauvreté continuera de poser des difficultés à beaucoup de pays en développement. Le chapitre 4 indique que les taux de chômage augmentent en général fortement après un choc financier et restent élevés pendant de nombreuses années. Pour limiter l'ampleur des destructions d'emplois, un ralentissement de la progression salariale, voire une baisse de salaire, s'imposera à de nombreux travailleurs. L'effet des ajustements nécessaires sur les travailleurs les plus pauvres devrait être amorti par des crédits d'impôts ou des dispositifs comparables qui atténueront les répercussions sociales de la modération salariale. En outre, une amélioration de la mise en correspondance des offres et des demandes d'emploi, ainsi que de la formation de base et professionnelle, pourrait limiter les pertes d'emplois et de salaires. La pauvreté risque de progresser de manière significative dans un certain nombre de pays en développement, notamment d'Afrique subsaharienne, où le PIB réel par habitant va baisser en 2009, pour la première fois depuis dix ans. Il est crucial que les pays avancés continuent d'apporter leur aide afin que ces pays en développement conservent le bénéfice des progrès accomplis, au prix de durs efforts, sur le plan de la stabilité macroéconomique.

Après une profonde récession mondiale, la croissance économique s'est redressée : des interventions de grande envergure des pouvoirs publics ont soutenu la demande et réduit l'incertitude et le risque systémique sur les marchés financiers. Néanmoins, la reprise devrait être lente, car les systèmes financiers restent déficients, il faudra s'affranchir progressivement de l'appui des pouvoirs publics et, dans les pays où les prix des actifs se sont effondrés, les ménages doivent encore reconstituer leur épargne. Les perspectives risquent encore d'être révisées à la baisse. Un retrait prématuré des politiques monétaires et budgétaires accommodantes constitue particulièrement un risque parce que l'on pourrait prendre le rebond résultant de l'action des pouvoirs publics pour le début d'un redressement vigoureux. Il reste essentiel de remettre sur pied le secteur financier tout en poursuivant une politique macroéconomique de soutien jusqu'à ce que la reprise soit solidement installée. Par ailleurs, il faut se préparer à s'affranchir de façon ordonnée des interventions extraordinaires. Il convient aussi de faciliter un rééquilibrage de la demande mondiale, les pays où les prix des actifs se sont effondrés devant accroître leur taux d'épargne, et de rehausser la croissance potentielle dans les pays avancés, qui a été plombée par les grands chocs financiers. La montée du chômage et les revers essuyés dans la lutte contre la pauvreté posent des problèmes sociaux auxquels il faut s'attaquer.

Fin de la récession mondiale

L'économie mondiale semble de nouveau en phase ascendante, portée par la bonne tenue des économies asiatiques et une stabilisation ou un redressement modeste ailleurs (graphique 1.1). Néanmoins, la reprise est lente et l'activité reste largement en deçà de son niveau d'avant la crise. La croissance est tirée par un rebond de l'activité manufacturière et une inversion du cycle des stocks, et il semble que, progressivement, les ventes de détail se stabilisent, les consommateurs retrouvent la confiance et les marchés du logement s'affermissent. Alors que les perspectives se sont

améliorées, les cours des produits de base se sont redressés après les plus bas enregistrés plus tôt dans l'année, et le commerce mondial redémarre.

Ce redressement s'explique par l'action vigoureuse des pouvoirs publics dans les pays avancés et de nombreux pays émergents, qui a soutenu la demande et presque éliminé les craintes d'une dépression mondiale. Ces craintes avaient contribué à la plus forte baisse de l'activité et du commerce mondiaux depuis la Seconde Guerre mondiale (graphique 1.2, encadré 1.1). Les banques centrales ont réagi rapidement en opérant des réductions exceptionnellement fortes de leurs taux d'intérêt et en prenant des mesures non conventionnelles pour injecter des liquidités et soutenir le crédit. Les pouvoirs publics ont engagé des programmes de relance budgétaire de grande envergure, tout en apportant leur soutien aux banques à l'aide de garanties et d'injections de capitaux. Toutes ces mesures ont réduit l'incertitude et accru la confiance, et la situation financière s'est ainsi améliorée.

La grande question est de savoir jusqu'où ira ce rebond initial. Annonce-t-il une reprise vigoureuse? Ou faut-il prévoir une nouvelle récession dans l'année qui vient, si les politiques monétaires et budgétaires expansionnistes perdent de leur élan et la demande privée ne s'accélère pas face à un crédit limité? Les projections de la présente édition des *Perspectives de l'économie mondiale* constituent une trajectoire intermédiaire : il y bien une reprise, mais elle sera faible en référence au passé.

Selon ces prévisions, le rebond actuel sera peu soutenu et limité par l'offre de crédit, et ne créera pas d'emplois pendant un certain temps. La croissance mondiale devrait avoisiner 3 % en 2010, après une contraction de l'activité d'environ 1 % en 2009 (tableau 1.1). Pendant la période 2010–14, la croissance mondiale devrait s'établir en moyenne juste au-dessus de 4 %, soit bien moins que les 5 % observés les années qui

Table 1.1. Overview of the *World Economic Outlook Projections*
 (Percent change unless otherwise noted)

	Year over Year						Q4 over Q4		
	2007	2008	Projections		Difference from July 2009 WEO projections		Estimates 2008	Projections	
			2009	2010	2009	2010		2009	2010
World output¹	5.2	3.0	-1.1	3.1	0.3	0.6	-0.1	0.8	3.2
Advanced economies	2.7	0.6	-3.4	1.3	0.4	0.7	-2.2	-1.3	1.7
United States	2.1	0.4	-2.7	1.5	-0.1	0.7	-1.9	-1.1	1.9
Euro area	2.7	0.7	-4.2	0.3	0.6	0.6	-1.7	-2.5	0.9
Germany	2.5	1.2	-5.3	0.3	0.9	0.9	-1.8	-2.9	0.8
France	2.3	0.3	-2.4	0.9	0.6	0.5	-1.6	-0.9	1.4
Italy	1.6	-1.0	-5.1	0.2	0.0	0.3	-2.9	-3.2	0.8
Spain	3.6	0.9	-3.8	-0.7	0.2	0.1	-1.2	-3.5	0.5
Japan	2.3	-0.7	-5.4	1.7	0.6	0.0	-4.5	-1.3	1.4
United Kingdom	2.6	0.7	-4.4	0.9	-0.2	0.7	-1.8	-2.5	1.3
Canada	2.5	0.4	-2.5	2.1	-0.2	0.5	-1.0	-1.5	3.0
Other advanced economies	4.7	1.6	-2.1	2.6	1.8	1.6	-2.7	1.8	2.6
Newly industrialized Asian economies	5.7	1.5	-2.4	3.6	2.8	2.2	-4.7	3.9	2.8
Emerging and developing economies ²	8.3	6.0	1.7	5.1	0.2	0.4	3.3	3.8	5.5
Africa	6.3	5.2	1.7	4.0	-0.1	-0.1	...	...	...
Sub-Saharan	7.0	5.5	1.3	4.1	-0.2	0.0	...	...	...
Central and eastern Europe	5.5	3.0	-5.0	1.8	0.0	0.8	-2.3	-1.4	2.4
Commonwealth of Independent States	8.6	5.5	-6.7	2.1	-0.9	0.1	...	...	...
Russia	8.1	5.6	-7.5	1.5	-1.0	0.0	1.1	-2.7	-0.9
Excluding Russia	9.9	5.4	-4.7	3.6	-0.8	0.4	...	...	...
Developing Asia	10.6	7.6	6.2	7.3	0.7	0.3	5.5	7.7	7.8
China	13.0	9.0	8.5	9.0	1.0	0.5	6.9	10.1	9.2
India	9.4	7.3	5.4	6.4	0.0	-0.1	4.8	5.1	7.0
ASEAN-5 ³	6.3	4.8	0.7	4.0	1.0	0.3	1.9	2.8	3.8
Middle East	6.2	5.4	2.0	4.2	0.0	0.5	...	...	...
Western Hemisphere	5.7	4.2	-2.5	2.9	0.1	0.6	...	...	...
Brazil	5.7	5.1	-0.7	3.5	0.6	1.0	1.2	2.2	3.5
Mexico	3.3	1.3	-7.3	3.3	0.0	0.3	-1.7	-4.1	3.4
<i>Memorandum</i>									
European Union	3.1	1.0	-4.2	0.5	0.5	0.6	-1.6	-2.5	1.1
World growth based on market exchange rates	3.8	1.8	-2.3	2.3	0.3	0.6	...	...	...
World trade volume (goods and services)	7.3	3.0	-11.9	2.5	0.3	1.5	...	...	...
Imports									
Advanced economies	4.7	0.5	-13.7	1.2	-0.1	0.6	...	...	...
Emerging and developing economies	13.8	9.4	-9.5	4.6	0.1	3.8	...	...	...
Exports									
Advanced economies	6.3	1.9	-13.6	2.0	1.4	0.7	...	...	...
Emerging and developing economies	9.8	4.6	-7.2	3.6	-0.7	2.2	...	...	...
Commodity prices (U.S. dollars)									
Oil ⁴	10.7	36.4	-36.6	24.3	1.0	1.2	...	...	...
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	14.1	7.5	-20.3	2.4	3.5	0.2	...	...	...
Consumer prices									
Advanced economies	2.2	3.4	0.1	1.1	0.0	0.2	2.1	0.6	0.9
Emerging and developing economies ²	6.4	9.3	5.5	4.9	0.2	0.3	7.7	4.5	4.3
London interbank offered rate (percent)⁵									
On U.S. dollar deposits	5.3	3.0	1.2	1.4	0.0	0.0	...	...	...
On euro deposits	4.3	4.6	1.2	1.6	-0.2	-0.2	...	...	...
On Japanese yen deposits	0.9	1.0	0.7	0.6	-0.2	0.2	...	...	...

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during July 30–August 27, 2009. Country weights used to construct aggregate growth rates for groups of countries were revised. When economies are not listed alphabetically, they are ordered on the basis of economic size.

¹The quarterly estimates and projections account for 90 percent of the world purchasing-power-parity weights.

²The quarterly estimates and projections account for approximately 77 percent of the emerging and developing economies.

³Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam.

⁴Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$97.03 in 2008; the assumed price based on future markets is \$61.53 in 2009 and \$76.50 in 2010.

⁵Six-month rate for the United States and Japan. Three-month rate for the euro area.

ont précédé la crise. La restructuration du secteur financier et des entreprises continuera de peser lourdement sur l'activité, et les écarts de production considérables maintiendront l'inflation à un bas niveau. En outre, la demande pâtira probablement de la nécessité de reconstituer l'épargne dans nombre de pays avancés. Les risques de révision à la baisse des perspectives de croissance s'atténuent progressivement, mais ils restent préoccupants.

Le reste du présent chapitre examine plus en détail l'évolution et les enjeux de l'économie mondiale. La section suivante passe en revue les forces de contraction et d'expansion qui détermineront le profil de la reprise à court terme. Ensuite vient un examen des perspectives à moyen terme de la croissance potentielle et du rééquilibrage de la demande mondiale. Les sections suivantes traitent les risques pesant sur la reprise et les priorités macroéconomiques, financières et structurelles en vue de ramener l'économie mondiale sur une trajectoire de croissance saine. Le chapitre 2 examine ces thèmes d'un point de vue régional.

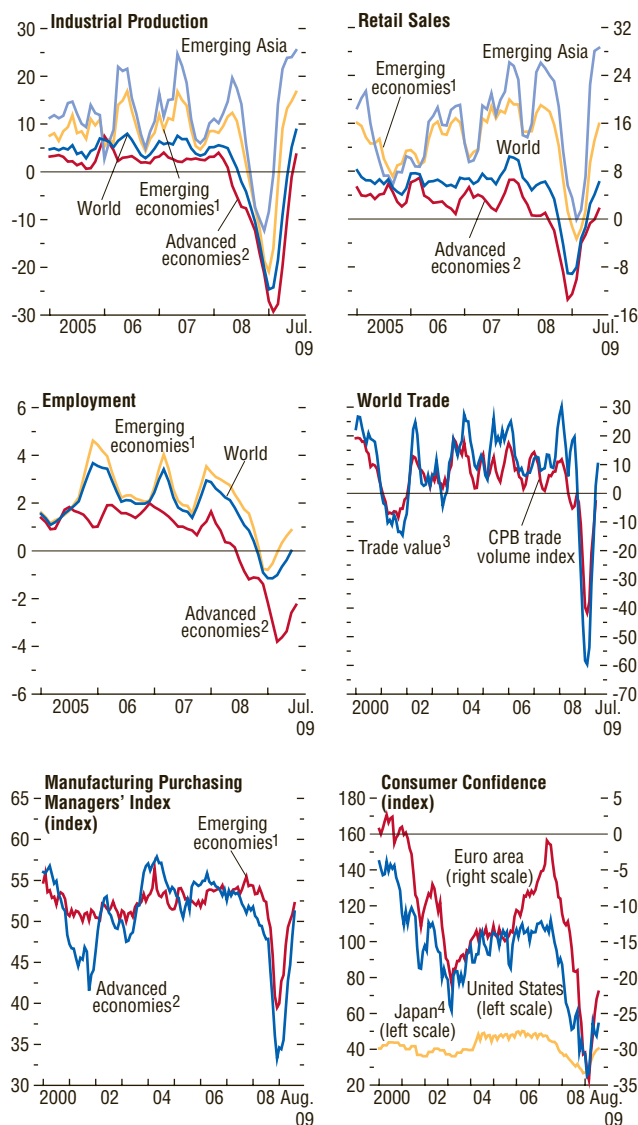
Désendettement et faible croissance de l'emploi

Selon les données récentes, l'économie mondiale est entrée dans la phase de redressement. L'activité mondiale a augmenté, selon les estimations, d'environ 3 % au deuxième trimestre de 2009, après une contraction de 6 ½ % au premier trimestre de 2009, et les indicateurs à haute fréquence laissent entrevoir une croissance plus vigoureuse au second semestre de l'année. Néanmoins, les faillites d'entreprises restent nombreuses, l'emploi continue à baisser, et la consommation et l'investissement privés restent anémiques alors que les ménages font face à des pertes de revenu et de richesse, que les capacités excédentaires des entreprises sont élevées et que les conditions du crédit demeurent tendues. Le passé montre que la dynamique de ces forces est généralement durable après des crises financières, avec des reprises peu soutenues après des périodes de forte contraction de l'activité. L'ac-

Figure 1.1. Current and Forward-Looking Indicators

(Annualized percent change of three-month moving average over previous three-month moving average unless otherwise noted)

Strong public policies have fostered a rebound of industrial production, world trade, and retail sales, following steep falls at the turn of the year. The rebound in activity is led by Asia.



Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis for CPB trade volume index; for all others, NTC Economics and Haver Analytics.

¹Argentina, Brazil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Estonia, Hungary, India, Indonesia, Latvia, Lithuania, Malaysia, Mexico, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Romania, Russia, Slovak Republic, South Africa, Thailand, Turkey, Ukraine, and Venezuela.

²Australia, Canada, Czech Republic, Denmark, euro area, Hong Kong SAR, Israel, Japan, Korea, New Zealand, Norway, Singapore, Sweden, Switzerland, Taiwan Province of China, United Kingdom, and United States.

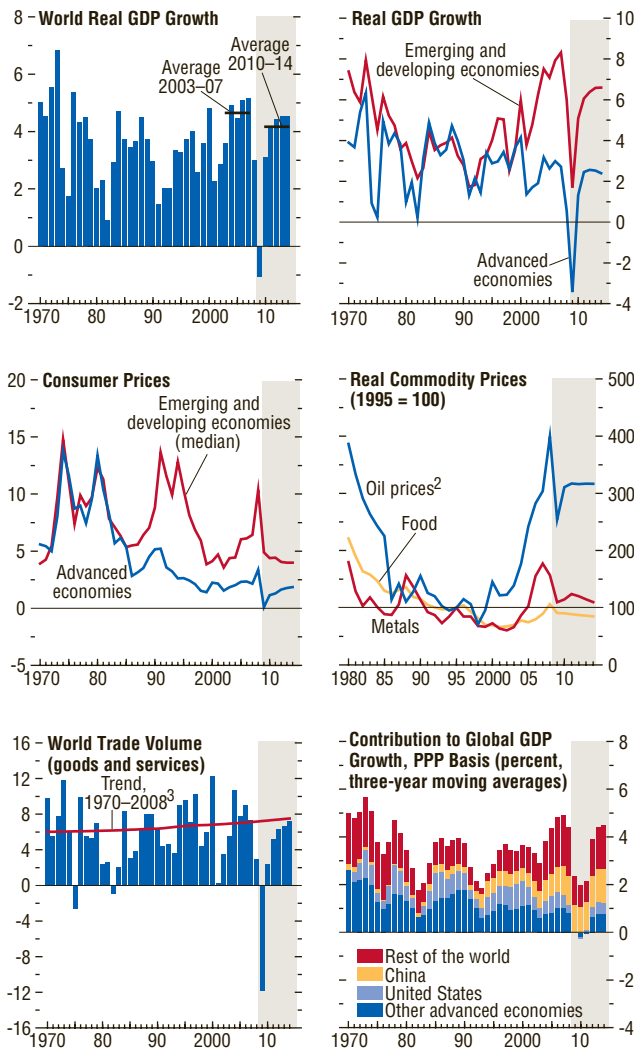
³In SDR terms.

⁴Japan's consumer confidence data are based on a diffusion index, where values greater than 50 indicate improving confidence.

Figure 1.2. Global Indicators¹

(Annual percent change unless otherwise noted)

The financial crisis triggered the largest contraction in activity since World War II. The recovery is projected to be modest by past standards.



Source: IMF staff estimates.
¹Shaded areas indicate IMF staff projections. Aggregates are computed on the basis of purchasing-power-parity (PPP) weights unless otherwise noted.
²Simple average of spot prices of U.K. Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil.
³Average growth rates for individual countries, aggregated using PPP weights; the aggregates shift over time in favor of faster-growing economies, giving the line an upward trend.

tion des pouvoirs publics a atténué l'effet de ces forces sur la croissance, mais leur impulsion fléchira à terme.

La situation financière s'améliore mais reste difficile

La reprise qui émerge est la plus manifeste sur les marchés financiers, bien que la situation demeure très difficile pour de nombreux emprunteurs. Les interventions des pouvoirs publics, le bas niveau des taux d'intérêt directeurs et les anticipations de redressement ont conduit à de fortes hausses sur de nombreux marchés et à un rebond des flux de capitaux internationaux (graphique 1.3). Initialement, la politique des pouvoirs publics était le facteur principal, avec les garanties offertes aux institutions financières, les injections de capitaux, l'octroi de liquidités considérables et les interventions sur les marchés du crédit. L'amélioration des perspectives de croissance commence à se répercuter sur la situation financière, la baisse de l'aversion pour le risque offrant une impulsion supplémentaire. Cependant, la situation reste très difficile pour les emprunteurs de rang inférieur, notamment les petites et moyennes entreprises et de nombreux ménages, comme noté dans l'édition d'octobre 2009 du *Global Financial Stability Report* (GFSR). Les marchés de titrisation demeurent fort déficients, ce qui limite considérablement la capacité des banques d'émettre (et de distribuer) du crédit. De manière plus générale, comme indiqué dans l'édition d'octobre 2009 du GFSR, le risque d'un retournement constitue une préoccupation importante sur les marchés et plusieurs indicateurs de tensions financières restent élevés.

Depuis le premier trimestre de l'année, les marchés d'actions affichent de fortes progressions; les primes de risque des entreprises ont baissé et les marges sur les marchés interbancaires sont tombées à des niveaux assez proches de ceux observés avant la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. À la recherche d'un rendement plus élevé, les investisseurs se détournent de plus en plus des obligations d'État. La confiance dans le système bancaire des pays

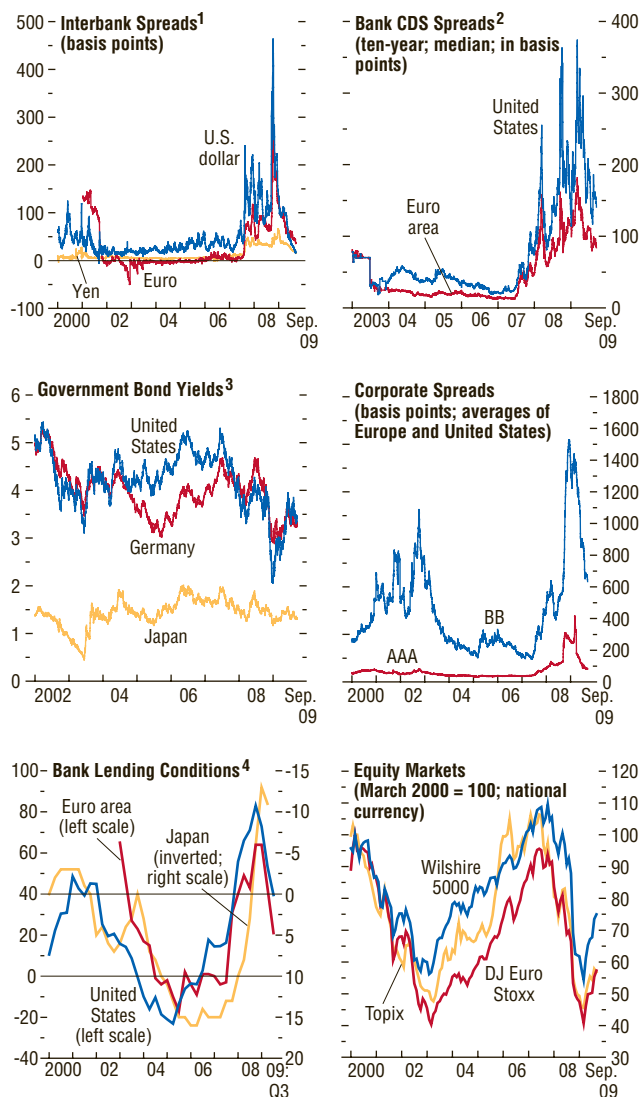
avancés a été dopée par des bénéfices plus élevés que prévu et une série d'augmentations de capital dans des banques. En outre, les tests de résistance achevés et publiés aux États-Unis et en cours dans d'autres pays aident à rétablir la confiance dans les banques. Toutefois, des doutes subsistent quant à la durabilité des bénéfices bancaires et aux implications des risques de crédit élevés : les cessations de remboursement de prêt continuent d'augmenter et les banques comptabilisent leurs pertes sur prêts avec retard.

Les flux de capitaux internationaux se sont redressés, y compris vers les pays émergents (graphique 1.4). Depuis le début de l'année, les marges souveraines ont diminué et les émissions souveraines ont augmenté pour les pays avancés et les pays émergents, en phase avec une hausse sensible des flux d'investissements de portefeuille. Le redressement de l'activité est plus marqué que prévu, et l'état d'esprit des opérateurs, surtout en Asie et en Amérique latine, s'est ainsi amélioré. Depuis le milieu de l'année, les émissions d'entreprises et d'États souverains dans les pays émergents ont été plus qu'entièrement souscrites, et les risques de refinancement ont diminué sensiblement, quoique moins nettement dans les pays émergents d'Europe et la CEI. Comme sur les marchés parvenus à maturité, les entreprises de rang supérieur peuvent obtenir du financement assez facilement, mais la capacité d'emprunt est plus limitée pour celles de moindre rang. En dépit de cette évolution favorable sur les marchés, il subsiste des facteurs de vulnérabilité, surtout dans les pays émergents d'Europe et d'autres pays fort tributaires du financement extérieur. Le financement international des banques des marchés émergents reste vulnérable à la nécessité pour les banques des marchés parvenus à maturité de réduire l'effet de levier. Les risques de refinancement et de défaillance dans le secteur des entreprises demeurent élevés, surtout dans les pays émergents d'Europe, mais aussi pour des entreprises endettées de petite taille en Asie et en Amérique latine.

Le retour à un certain appétit pour le risque sur les marchés internationaux a contribué à une dépréciation du dollar et du yen, et à une appréc-

Figure 1.3. Developments in Mature Credit Markets

Public intervention has fostered a significant improvement in financial conditions. Nonetheless, for most households and firms credit will continue to be difficult to obtain, as evidenced by still-tight bank lending conditions and high interest rates on lower-quality credit.



Sources: Bank of Japan; Bloomberg Financial Markets; European Central Bank; Federal Reserve Board of Governors; Merrill Lynch; and IMF staff calculations.

¹Three-month London interbank offered rate minus three-month government bill rate.

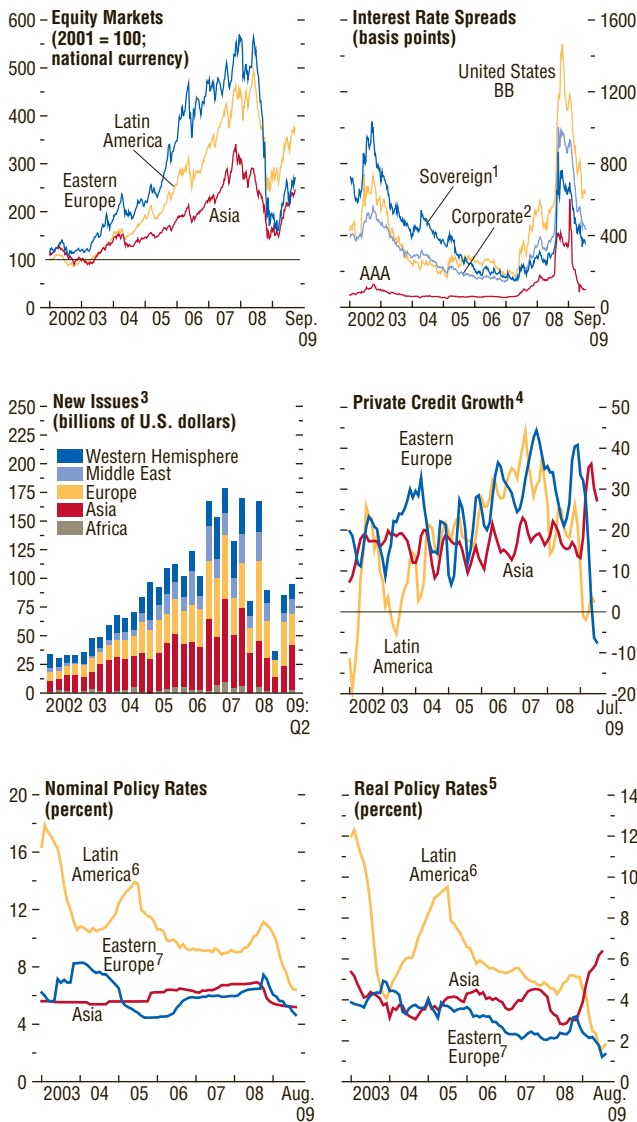
²CDS = credit default swap.

³Ten-year government bonds.

⁴Percent of respondents describing lending standards as tightening "considerably" or "somewhat" minus those indicating standards as easing "considerably" or "somewhat" over the previous three months. Survey of changes to credit standards for loans or lines of credit to enterprises for the euro area; average of surveys on changes in credit standards for commercial/industrial and commercial real estate lending for the United States; diffusion index of "accommodative" minus "severe." Tankan survey of lending attitude of financial institutions for Japan.

Figure 1.4. Emerging Market Conditions

Capital flows to emerging economies have picked up again, supporting a recovery in equity and bond markets. Lower policy rates have helped ease credit conditions.



Sources: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; IMF, *International Financial Statistics*; and IMF staff calculations.

¹JPMorgan EMBI Global Index spread.

²JPMorgan CEMBI Broad Index spread.

³Total of equity, syndicated loans, and international bond issuances.

⁴Annualized percent change of three-month moving average over previous three-month moving average.

⁵Relative to core inflation.

⁶Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, and Peru.

⁷Bulgaria, Estonia, Hungary, Slovak Republic, Latvia, Lithuania, and Poland.

ciation de monnaies de pays émergents, après de fortes fluctuations en sens opposé en pleine crise (graphique 1.5). L'euro s'est apprécié récemment vis-à-vis du dollar et du yen, bien qu'il se soit maintenu plus ou moins à son niveau d'avant la crise en termes effectifs nominaux. Le renminbi a évolué parallèlement au dollar au cours de l'année écoulée.

Même avec l'amélioration de la situation sur les marchés financiers, cependant, de nombreux ménages et entreprises dans les pays avancés et les pays émergents continueront de rencontrer des difficultés. En particulier, les prêts bancaires au secteur privé continuent de stagner ou de baisser aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, comme le confirment des enquêtes auprès de chargés de prêts bancaires qui font état d'une situation encore très tendue sur le marché du crédit. Selon les estimations figurant dans l'édition d'octobre 2009 du *GFSR*, qui reposent sur des méthodologies révisées, les moins-values bancaires pourraient atteindre 2,8 billions de dollars à l'échelle mondiale, dont 1,5 billion de dollars doivent encore être comptabilisés. La majeure partie de ces pertes sont attribuables à des banques des États-Unis, du Royaume-Uni et de la zone euro. En outre, ces banques font face à une masse de créances arrivant à expiration, qui atteindront 1,5 billion de dollars d'ici 2012. Par ailleurs, les marchés de produits titrisés ne fonctionnent guère ou restent fort tributaires de l'appui des pouvoirs publics, ce qui est particulièrement préoccupant aux États-Unis et dans d'autres pays où ces marchés ont une grande influence sur l'offre générale de crédit.

La réduction du levier d'endettement se poursuivra donc probablement pendant une longue période aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. Les perspectives actuelles de ces régions supposent que le crédit au secteur privé non financier se contractera ou augmentera à peine pendant le reste de 2009 ou la première partie de 2010, ce qui correspond aux estimations du *GFSR*. La situation pourrait s'améliorer plus rapidement aux États-Unis, où les banques ont réduit plus vite le levier d'endettement. Comme les primes de risque demeurent élevées sur les titres à haut rende-

ment et que les critères d'octroi de crédit bancaire sont encore stricts, les conditions de financement resteront très difficiles pour bon nombre d'entreprises (surtout les PME) et de ménages.

Les projections pour les pays émergents supposent que les flux de capitaux, qui ont nettement diminué au cours de l'année écoulée, progresseront de nouveau plus ou moins parallèlement au PIB. La croissance du crédit continuera de baisser ou restera très faible, ce qui freinera l'investissement, sauf en Chine. Une contraction sensible du crédit est de manière générale improbable, sauf dans certains pays émergents d'Europe et la CEI, où les marchés de la dette ne sont ouverts qu'à quelques grosses entreprises et banques, et où les systèmes financiers n'en sont encore qu'au début de leur phase de redressement après de graves crises du crédit. En général, les pays émergents ont résisté aux turbulences financières bien mieux que prévu sur la base de leurs antécédents, ce qui témoigne de l'amélioration de leurs politiques économiques (encadré 1.2).

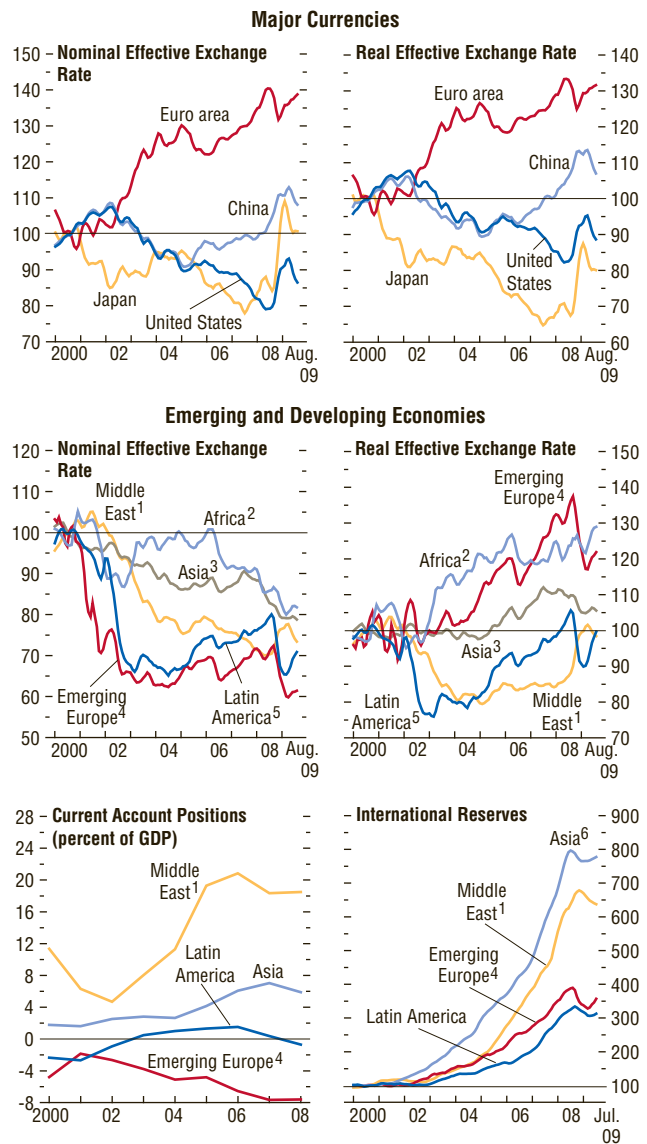
Un secteur réel peu dynamique

Le rebond de l'activité dans le secteur réel n'est pas aussi vigoureux que dans le secteur financier et restera modéré au cours de l'année qui vient, surtout dans les pays avancés. La reprise est portée en grande partie par une inversion du cycle des stocks, après le déstockage important qui est allé de pair avec l'arrêt brutal de la production au pic de la crise. Les pouvoirs publics ont réussi à améliorer la confiance, la demande et la situation financière, ce qui a conduit à une stabilisation voire à une hausse de la production industrielle dans un nombre croissant de pays, notamment en Asie. En conséquence, la demande de produits de base a augmenté, et avec elle l'activité du secteur réel dans plusieurs autres pays émergents, ce qui a revigoré le commerce international. Cependant, dans les principaux pays avancés, les capacités disponibles sont élevées et continuent d'augmenter, et les finances des ménages sont mises à rude épreuve. Les entreprises seront donc prudentes en matière d'investissement et les ménages augmente-

Figure 1.5. External Developments

(Index, 2000 = 100; three-month moving average unless otherwise noted)

Growing risk appetite has accompanied dollar and yen depreciation. Nonetheless, both currencies remain appreciated relative to precrisis levels, whereas those of emerging economies have mostly depreciated, which reflects in part the limited use of currency reserves to buffer external shocks.



Sources: IMF, *International Financial Statistics*; and IMF staff calculations.

¹Bahrain, Egypt, I.R. of Iran, Jordan, Kuwait, Lebanon, Libya, Oman, Qatar, Saudi Arabia, Syrian Arab Republic, United Arab Emirates, and Republic of Yemen.

²Botswana, Burkina Faso, Cameroon, Chad, Republic of Congo, Côte d'Ivoire, Djibouti, Equatorial Guinea, Ethiopia, Gabon, Ghana, Guinea, Kenya, Madagascar, Mali, Mauritius, Mozambique, Namibia, Niger, Nigeria, Rwanda, Senegal, South Africa, Sudan, Tanzania, Uganda, and Zambia.

³Asia excluding China.

⁴Bulgaria, Croatia, Estonia, Hungary, Latvia, Lithuania, Poland, Romania, and Turkey.

⁵Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, and Venezuela.

⁶Due to data limitations, China's reserves are assumed unchanged since May 2008.

Encadré 1.1. Financement des échanges et commerce mondial : des études sur le crédit bancaire apportent de nouveaux éléments

L'effondrement des échanges commerciaux observé durant la crise a été en partie attribué aux difficultés que rencontraient les exportateurs et les importateurs pour obtenir du crédit. Face à une plus grande incertitude, importateurs et exportateurs ont substitué à des moyens de financement moins fiables des dispositifs plus sûrs. Les exportateurs ont, de plus en plus, contracté des assurances-crédit à l'exportation auprès de leurs banques ou demandé aux importateurs de leur fournir des lettres de crédit (par lesquelles les banques garantissent que l'importateur a les moyens de payer). Cette augmentation de la demande de crédit commercial était censée être compensée en partie par la baisse de la demande émanant de certains négociants qui substituaient au crédit commercial des prêts plus classiques car les importateurs étaient tenus de payer les marchandises avant leur expédition tandis que les exportateurs recherchaient des liquidités pour lisser leur trésorerie. En dépit des nombreuses anecdotes circulant sur ce sujet, on disposait de peu d'informations sur l'ampleur et la nature des modifications de l'offre et de la demande de financement commercial.

Pour combler cette lacune, le FMI, en collaboration avec la Bankers' Association for Finance and Trade a mené une série d'études auprès des banques sur les facteurs affectant l'offre et la demande de crédit commercial. Le présent encadré fait état des résultats d'une étude comparant les conditions de financement consenties au deuxième trimestre de 2009 à celles du quatrième trimestre de 2008 et les conditions consenties au quatrième trimestre de 2008 à celles du quatrième trimestre de 2007. Un large éventail de banques des pays avancés et des pays émergents ont participé à l'étude. Il s'agissait de la troisième étude de la série, coordonnée par FI-Metrix, qui a été achevée en juillet dernier.

Selon les résultats de l'étude, la contraction des échanges reflète dans une large mesure la baisse de la demande plutôt que des difficultés à obtenir des financements. En 2008 et au cours du premier semestre de 2009, cette contraction des échanges a été sen-

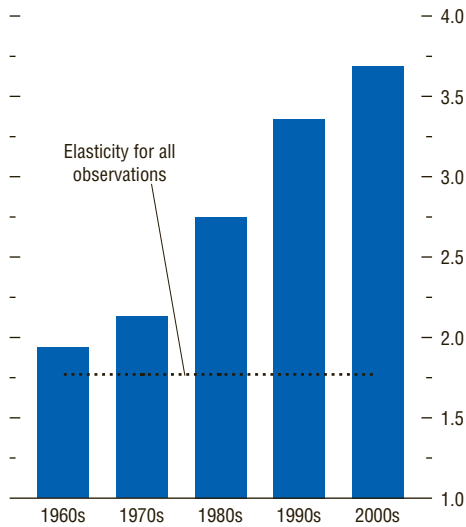
siblement plus forte, en général, que celle des crédits commerciaux, notamment dans les pays et dans les régions les plus touchées par la crise (pays industriels, pays émergents d'Europe, pays d'Amérique latine, et au cours du premier semestre de 2009, pays émergents d'Asie). En effet, six banques sur sept ont indiqué que la diminution de leurs activités de crédit commercial était principalement imputable au ralentissement des échanges. Pour la moitié d'entre elles, la chute des prix des matières premières avait également contribué à la baisse en valeur de ces activités. Selon les indications disponibles il apparaît cependant que les conditions de crédit ont bien eu un effet spécifique : quatre banques sur 10 ont aussi imputé une partie du ralentissement de leurs activités de crédit commercial à la limitation des crédits accordés par leur établissement tandis que quatre autres ont indiqué que la réticence des banques de contrepartie à accorder des crédits était une contrainte.

Les recherches menées sur l'évolution des élasticités des échanges pendant les phases de contraction montrent également que c'est la diminution de la demande, plutôt que des difficultés à obtenir des crédits commerciaux, qui a été l'un des facteurs déterminants de la contraction. Dans des travaux récents, Freund (2009) a montré que la sensibilité des échanges au PIB a augmenté, atteignant des élasticités supérieures à 3,5 au cours de la présente décennie (premier graphique). La sensibilité des flux d'échanges entre les pays est également plus forte : l'Allemagne et le Japon ont enregistré des diminutions beaucoup plus importantes que ce que l'on attendait compte tenu de la diversification de leurs exportations et de leur faculté d'accès aux marchés financiers. De ce fait, la reprise sera peut-être plus vive, ce que semblent confirmer les données récentes.

Le coût du crédit commercial s'est également accru pendant la crise. L'augmentation des coûts de financement et l'aggravation des risques ont exercé une pression à la hausse sur les prix des crédits commerciaux, pour lesquels l'augmentation de la a été la plus forte. Cette pression semble toutefois se relâcher dans le cas de certains instruments car il paraît de plus en plus manifeste que les échanges ont atteint leur plus bas niveau, une reprise de la demande s'amorçant et les banques s'attendant à

Les auteurs de cet encadré sont Irena Asmundson, Armine Khachatryan et Mika Saito. Ils ont bénéficié du concours d'Ioana Niculcea.

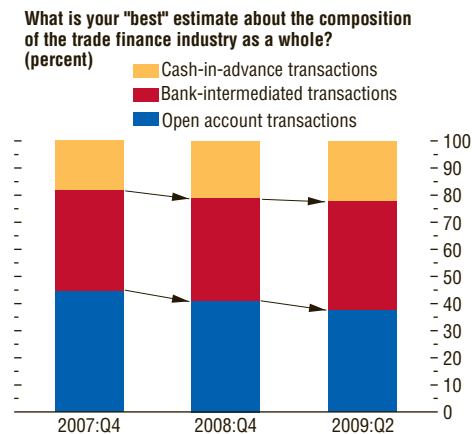
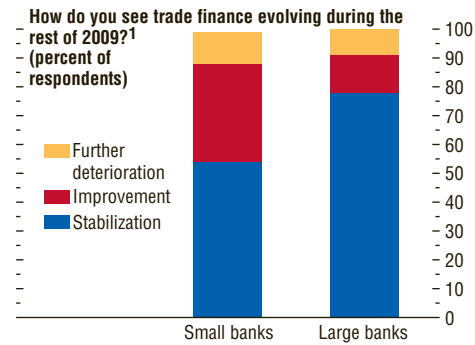
Elasticity of World Trade to World Income by Decade



des perspectives économiques plus favorables. Par exemple, le coût des assurances-crédit à l'exportation et des lettres de crédit a commencé à diminuer (peut-être du fait de la concurrence qui s'exerce entre les établissements de crédit officiels qui ont bénéficié d'une injection de ressources).

La tendance à une plus grande intermédiation des banques dans le financement des échanges semble se confirmer. Selon les banques étudiées, la part relative des crédits renouvelables que les exportateurs consentent directement aux importateurs n'a cessé de diminuer, tombant de 45 % du total fin 2007 à moins de 40 % au deuxième trimestre de l'année 2009. Cette diminution a été largement compensée par la progression des financements bancaires — principalement les lettres de crédit — et, dans une moindre mesure, celle des dépôts préalables à l'importation (effectués par les importateurs en règlement des marchandises avant l'expédition). Ces tendances semblent témoigner d'une plus forte aversion au risque tant de la part des établissements non-financiers (baisse de la part des crédits renouvelables) que des banques (augmentation de la marge sur des dépôts de garantie exigés avant l'expédition des marchandises), reflétant ainsi un infléchissement plus durable (de la nature) du financement des échanges (deuxième graphique).

Bank Expectations about Trade Finance



Source: IMF Bankers' Association for Finance and Trade July 2009 survey.

¹Small banks have worldwide assets less than \$5 billion, and large banks have worldwide assets more than \$100 billion.

Encadré 1.2. Les marchés financiers des pays émergents ont-ils mieux résisté à la crise actuelle qu'à celles qui ont précédé?

Face à la gravité de la crise mondiale, les marchés financiers des pays émergents ont fait preuve d'une résilience remarquable. Bien que de nombreux établissements financiers des pays avancés aient considérablement réduit leur niveau de levier, les chocs subis par les marchés financiers n'ont pas entraîné d'interruptions brutales et généralisées des flux de capitaux et les pays émergents confrontés à court terme au renouvellement d'échéances de d'emprunts importants, telle la Turquie, ont pu sans trop de mal trouver des sources de financement.

Toutefois les perturbations économiques d'ordre plus général observées dans les pays émergents sont loin d'être négligeables. À la suite de la faillite de Lehman Brothers, les bourses ont fortement chuté, les émissions de titres ont cessé pendant plusieurs mois, les marchés des changes ont subi de fortes tensions dans certaines régions tandis que les marges des emprunts souverains ont augmenté. Le présent encadré examine les répercussions de la crise actuelle sur les marchés financiers des pays émergents en les comparant à celles des crises qui ont précédé et analyse en quoi cette crise se distingue des crises antérieures (l'analyse fait suite à celle du chapitre 4 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2009).

Pour évaluer la résilience des marchés financiers des pays émergents, nous comparons l'évolution de l'indice de tension financière des pays émergents (ITF-PE) pendant la crise actuelle et pendant les crises qui ont précédé. L'indice de tension mesure les perturbations des activités d'intermédiation financière à partir des signaux émis par les divers segments du système financier d'un pays, y compris les marchés de titres et les marchés des changes et le système bancaire¹. En comparant

l'évolution de l'indice autour du pic de la crise actuelle à son évolution pendant les crises précédentes, il est possible d'appréhender les réactions des marchés financiers dans l'ensemble des pays émergents, dans une région donnée, ou encore pour les différents segments des marchés financiers d'un pays ou d'une région.

Les données tirées de l'indice ITF-PE figurant dans les plages supérieures du premier graphique montrent que les tensions financières se sont fortement accentuées, atteignant un pic historique au cours du quatrième trimestre de l'année 2008, tant dans les pays avancés que dans les pays émergents pour retomber ensuite, au cours des premiers mois de l'année 2009. Il est intéressant de noter que l'indice de tension financière fait apparaître, pour toutes les régions, une plus grande résilience des pays émergents au cours de la crise actuelle. Les plages inférieures comparent l'évolution de l'indice pendant la crise actuelle à son évolution pendant les précédentes crises dans les pays avancés - effondrement de Long-Term Capital Management (LTCM) de 1998, krach des valeurs technologiques de 2000, faillites de Worldcom, d'Enron et d'Arthur Andersen aux États-Unis en 2002 - après ajustement pour tenir compte du degré de tension accru observé dans les pays avancés au cours de la crise actuelle². Deux conclusions s'imposent : 1) les tensions financières ne se sont pas aggravées autant que pendant les précédents épisodes de crise mondiale, et 2) on observe une résilience accrue des marchés financiers des pays émergents dans toutes les régions (plage inférieure gauche). Une analyse économétrique plus rigoureuse confirme ces conclusions (Balakrishnan and others, 2009).

de prix, de rendement ou de volatilité. L'indice ne prend pas en compte l'écart de rendement observé sur les obligations des sociétés car on ne dispose pas de données comparables sur une période suffisamment longue et pour un nombre suffisant de ces pays.

²Les indices ITF-PE régionaux établis pour la crise actuelle ont été ajustés pour prendre en compte l'intensité des tensions financières dans les pays avancés de façon à obtenir des mesures comparables pour la crise actuelle et les crises précédentes.

Le principal auteur de cet encadré est Stephan Danninger.

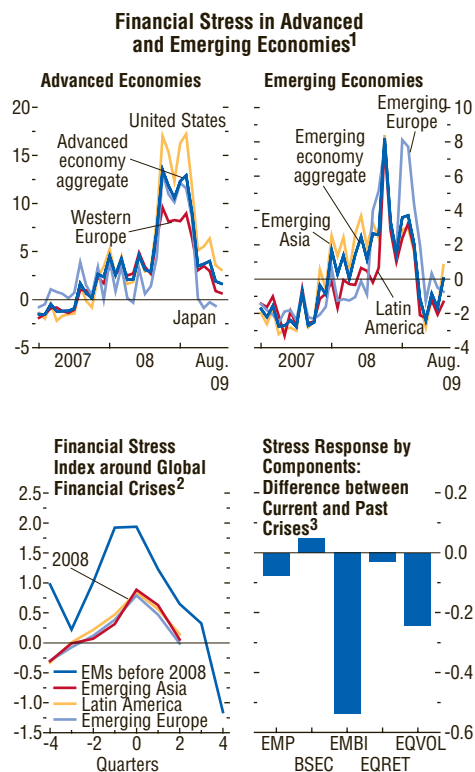
¹On trouvera une description de la construction de cet indice et de l'indice applicable aux pays avancés (ITF-PA) dans Balakrishnan and others (2009). L'indice ITF-PE mesure l'intensité des tensions dans les divers segments du système financier en calculant l'écart par rapport à la valeur moyenne des indices antérieurs

Pour mieux comprendre les facteurs qui expliquent cette résilience accrue, on a étudié les réactions observées dans les différents segments du secteur financier : marché des changes, marché des emprunts souverains, secteur bancaire et marché des titres (page inférieure droite). On observe dans la crise actuelle une sensibilité plus faible pour quatre des cinq composantes. Seul le secteur bancaire montre une sensibilité légèrement plus forte. Cette faible augmentation est surprenante si l'on considère que la crise concerne avant tout ce secteur. Sur les marchés de changes, la sensibilité a été moindre, mais dans l'ensemble proche du niveau observé dans le passé. Les principaux facteurs qui ont contribué à la résilience accrue des pays émergents au cours de la crise actuelle sont une nette modération de l'élargissement de la marge des emprunts souverains et une accentuation moins vive de la volatilité sur le marchés des titres. Ce dernier facteur tient sans doute à ce que les précédentes crises avaient affecté au premier chef les marchés de titres. Cependant la bonne résistance des marchés des emprunts souverains au cours de la crise actuelle apparaît comme un nouvel élément d'importance.

Comment expliquer cette atténuation généralisée de la réaction des marchés financiers des pays émergents aux tensions ? Comme elle concerne toutes les régions émergentes, on pourrait conclure que des facteurs d'ordre mondial ont pu jouer un rôle. Néanmoins, pour certaines régions, l'échantillon ne porte que sur un faible nombre de pays, ce qui masque des variations importantes (par exemple, les pays de la Baltique qui ont connu de fortes turbulences financières ne font pas partie de l'échantillon). Sur la base de l'échantillon disponible, deux facteurs peuvent expliquer la modération de la réaction sur les marchés des emprunts souverains, sur les marchés de changes, et dans le secteur bancaire : 1) l'amélioration des conditions macroéconomiques dans les pays émergents, par exemple l'existence de réserves ou de soldes budgétaires plus importants; et 2) la diminution du risque de change supporté par les emprunteurs des pays émergents, qui avait été une source de tension au

cours des crises précédentes. Dans l'analyse qui suit, nous cherchons d'abord à déceler une tendance commune de l'évolution des variables dans les différentes régions et ensuite à déterminer dans quelle mesure ces variables peuvent expliquer les différents degrés de résilience des pays.

Emerging Economies: Resilient Financial Markets



Source: IMF staff calculations.

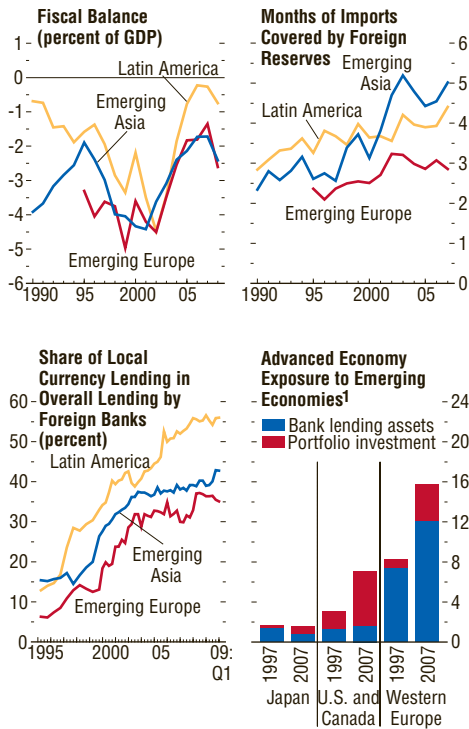
¹Purchasing-power-parity-weighted average; the financial stress indices are expressed as a deviation from average since the mid-1990s. See Chapter 4 of the April 2009 *World Economic Outlook*.

²Before 2008: 1998 Long-Term Capital Management collapse, 2000 dot-com crash, 2002 default of Enron and WorldCom. Stress response of emerging markets scaled for different size of financial stress in advanced economies in 2008 relative to pre-2008 crises. EMs: emerging markets; Emerging Asia: China, Korea, Malaysia, Philippines, Thailand; Emerging Europe: Hungary, Poland; Latin America: Argentina, Brazil, Colombia, Mexico, Peru.

³EMP: exchange market pressure; BSEC: banking sector; EMBI: Emerging Market Bond Index spreads; EQRET: equity market return; EQVOL: equity market volatility.

Encadré 1.2 (fin)

Emerging Economies: Factors Affecting Resilience



Sources: Bank for International Settlements; IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey; and IMF staff calculations.
¹Assets in percent of advanced economies' GDP.

Les deux plages supérieures du deuxième graphique retracent les tendances de l'évolution des soldes budgétaires et des taux de couverture assurés par les réserves de change dans les pays émergents des différentes régions. Au cours de la dernière décennie, les indicateurs de vulnérabilité relatifs au solde budgétaire sont à la baisse dans la plupart des régions, ce qui peut expliquer que la sensibilité des marges des emprunts souverains ait été plus faible. De la même façon, l'existence de réserves d'équilibre plus importantes a pu contribuer à limiter les tensions sur les marchés des changes. Des travaux empiriques complémentaires, menés à partir de données sur chaque pays, indiquent qu'il existe une relation entre l'augmentation des soldes budgétaires et la diminution des tensions financières,

mais pas de relation forte entre ces soldes et les variations des réserves de change.

La plage inférieure gauche indique les tendances de l'évolution des prêts en monnaie nationale consentis par les banques étrangères et leurs filiales locales dans les différentes régions émergentes (part des prêts en monnaie locale dans l'ensemble des prêts d'origine étrangère), qui reflète la propension des investisseurs étrangers à assumer le risque de change sur une monnaie donnée. La part des prêts en monnaie nationale s'est accrue dans toutes les régions, témoignant peut-être de la mise en place de systèmes financiers plus stables et de cadres de politique macroéconomique plus solides, de nature à inciter les investisseurs à considérer que le risque lié aux fluctuations de change est plus faible. Il y a pour chaque pays une relation négative entre cette variable et les données relatives aux réactions aux tensions financières, indiquant une résilience plus forte des pays où la part des prêts en monnaie nationale est la plus élevée (moindre réaction pendant la crise actuelle). Dans une analyse de régression simple, cette variable est complémentaire de la relation observée entre la résilience et l'augmentation des soldes budgétaires³.

Enfin, il peut paraître surprenant que les secteurs financiers des pays émergents d'Europe aient été aussi résilients que ceux d'Asie ou d'Amérique latine alors qu'au moment du déclenchement de la crise, bien des pays d'Europe avaient des fondamentaux macroéconomiques plus fragiles. Une première raison à cela est que l'échantillon ne couvre pas nombre des pays les plus vulnérables. Une deuxième raison tient à ce que le degré d'exposition des investisseurs dans les pays émergents d'Europe était très élevée dans certains pays (Autriche, Belgique) et concentrée dans le secteur bancaire (plage inférieure droite). De ce fait, les actions menées pour coordonner les politiques de riposte à la crise, par exemple dans le cadre d'un appui multilatéral de l'Union européenne et des institutions financières internationales (Banque cen-

³Compte tenu du petit nombre d'observations (16), ces résultats n'ont qu'un caractère indicatif.

trale européenne, Fonds monétaire international et autres), ont pu avoir pour effet d'inciter les prêteurs à se retirer graduellement des marchés financiers de la région afin d'éviter les inconvénients d'une contraction brutale.

En résumé, la crise mondiale a mis les systèmes financiers des pays émergents à rude épreuve, mais les perturbations sont restées plus modérées que ce à quoi on pouvait s'attendre sur la base

des modèles antérieurs de transmission des tensions financières. La robustesse des soldes budgétaires et le moindre degré d'exposition des emprunteurs au risque de change ont pu affermir la résilience de ces pays tandis que les actions menées pour coordonner la réponse des investisseurs ont peut-être aussi contribué à limiter l'incidence de la crise actuelle, notamment dans les pays émergents d'Europe.

ront très graduellement leur consommation de biens durables et immobiliers. Par ailleurs, bon nombre d'entreprises et de ménages continueront d'avoir du mal à rembourser leurs dettes, ce qui ralentira la reprise sur les marchés immobiliers et financiers. L'atonie de la demande dans les pays avancés freinera le redressement de l'activité dans les pays émergents.

Confrontées à une demande atone, à des revenus faibles, à des capacités excédentaires considérables et à un marché du crédit tendu, les sociétés non financières dans les pays avancés continueront probablement à licencier. Aux États-Unis, le taux de chômage a augmenté de plus de 4 points au cours de l'année écoulée pour atteindre 9,7 % en août (son plus haut depuis 26 ans) et devrait dépasser 10 % d'ici le début de 2010. Plus élevé au départ, le taux de chômage dans la zone euro a progressé de 2 points pour s'établir à 9 ½ %. Les pays qui ont subi des chocs immobiliers particulièrement graves, par exemple l'Espagne et l'Irlande, ont enregistré une hausse du chômage bien plus marquée en raison de la forte contraction de l'emploi dans la construction. La hausse plus modérée du taux de chômage en Europe tient à ce que ces pays ont davantage tendance à ajuster la masse salariale sous l'effet des variations de la demande en réduisant le nombre d'heures travaillées plutôt que le nombre de travailleurs, une pratique encouragée en partie par les politiques et les institutions du marché du travail (encadré 1.3). Cependant, comme la reprise devrait être peu soutenue dans la zone euro, des

suppressions d'emplois supplémentaires sont probables.

Il est probable que les taux d'épargne resteront élevés, les taux d'investissement bas et les marchés du travail en mauvais état. Une hausse substantielle de l'utilisation des capacités de production et de l'investissement qui pourrait conduire à une augmentation soutenue de l'emploi semble une perspective lointaine. Les ménages confrontés à une baisse de leur revenu, aux pertes d'emplois et à la mauvaise santé du marché du travail vont réduire leur consommation de biens durables et leur demande de logement. En outre, ils accroîtront leur épargne pour reconstituer leur patrimoine net. C'est particulièrement vrai aux États-Unis et au Royaume-Uni, où l'endettement des ménages est relativement élevé, les prix des logements ont diminué considérablement et les variations des prix des actifs influent généralement plus sur la consommation parce que les prestations de retraite sont liées plus étroitement à l'évolution des marchés financiers (par le biais de plans à cotisations définies) et que l'emprunt dépend davantage des garanties immobilières. Par ailleurs, les consommateurs seront probablement plus prudents dans beaucoup de pays qui ont touchés durement par les chocs financiers et immobiliers, comme les États-Unis : ils seront davantage enclins à épargner et seront moins attirés par les actifs à risque.

Dans ces conditions, le secteur immobilier, qui, avec les pressions connexes sur les bilans des banques, est à l'origine du ralentissement

Encadré 1.3. Une reprise sans emplois?

L'effet de la récession mondiale actuelle sur le chômage varie sensiblement selon les pays et les régions. Aux États-Unis, le taux de chômage a augmenté de près de 5 points de pourcentage, atteignant des niveaux qui n'avaient pas été enregistrés depuis le début des années 80. En Allemagne en revanche, le taux de chômage n'a progressé que de $\frac{3}{4}$ de point de pourcentage et reste bien inférieur aux niveaux observés des premières années de la décennie. Le présent encadré tente d'expliquer ces différences tant dans les pays avancés que dans les pays émergents en comparant les dynamiques actuelles du marché du travail à celles des cycles précédents.

Nous reprenons la démarche du chapitre 3 des Perspectives de l'économie mondiale - octobre 2009 en comparant les dynamiques actuelles du marché du travail à celles des cycles précédents¹. Nous ne considérons pas seulement la dynamique de l'emploi mais aussi celles de la productivité du travail et du taux de participation². Nous obtenons ainsi une image plus complète des déterminants de la production par habitant. Plus spécifiquement, nous nous fondons sur le fait que le logarithme de la production par habitant est égal à la somme des logarithmes du taux de participation de la population active, du taux d'emploi et de la production par travailleur :

$$\Delta \log \left(\frac{Y}{P} \right) = \Delta \log \left(\frac{Y}{E} \right) + \Delta \log \left(\frac{E}{LF} \right) + \Delta \log \left(\frac{LF}{P} \right),$$

Y étant le PIB réel, P la population, E l'emploi, et LF la population active³.

Le principal auteur de cet encadré est Ravi Balakrishnan, assisté par Murad Omoev.

¹Nous remontons jusqu'aux récessions des années 70 et $t = 0$ marque le pic du PIB réel.

²Du fait de l'absence de données comparables sur le nombre d'heures ouvrées dans de nombreux pays avancés et émergents, on mesure habituellement la productivité du travail par la production par travailleur. Toutefois, pour comparer la dynamique du marché du travail aux États-Unis et en Allemagne, on a retenu la production horaire.

³Lorsque nous disposons de données sur les heures ouvrées, nous pouvons décomposer la production par travailleur :

Nous pouvons ainsi analyser la façon dont les économies se sont ajustées aux récents chocs. L'emploi s'est-il ajusté plus rapidement au cours de la présente récession, ou bien y-a-t-il eu rétention des effectifs, accompagnée d'une forte chute de la productivité, l'emploi ne diminuant que marginalement ou lentement? Dans quelle mesure ces effets sont-ils les mêmes dans les différents pays? Nous procédons à cette décomposition tant pour les pays avancés que pour les pays émergents et utilisons les données plus abondantes qui sont disponibles sur les institutions du marché du travail et sur les différents secteurs pour étudier de façon plus approfondie les dynamiques de l'emploi dans les pays avancés.

Rétention des effectifs ou suppression d'emplois : quel est l'effet prédominant après une récession?

Le premier graphique montre qu'au cours des récessions antérieures, le taux d'emploi diminue et la croissance de la productivité du travail (mesurée par la productivité par travailleur) ralentit et devient même négative dans le pays émergent moyen, ce qui étaye la thèse de la rétention d'effectifs⁴. Pendant la crise actuelle l'impact a été beaucoup plus fort sur la production par habitant dans les pays avancés que dans les pays émergents. Cette baisse est tirée par une chute significativement plus marquée de la production par travailleur, ce qui donne à penser que la rétention des effectifs a été, en moyenne, beaucoup plus importante au cours de la présente récession.

On constate toutefois une hétérogénéité considérable selon les pays (deuxième graphique). Parmi les pays avancés par exemple, on observe pour les États-Unis des résultats inverses de ceux du pays médian : l'emploi a fortement diminué, ce qui a contribué à maintenir la productivité (la

$$\log \left(\frac{Y}{E} \right) = \log \left(\frac{Y}{H} \right) + \log \left(\frac{H}{E} \right), H \text{ étant le}$$

nombre total d'heures ouvrées. Cela nous permet de déterminer la variable d'ajustement : soit le nombre d'heures ouvrées par travailleur, soit le niveau de l'emploi.

⁴Les tendances de l'évolution du taux de participation n'ajoutent guère à l'analyse et ne sont pas examinées ici en détail.

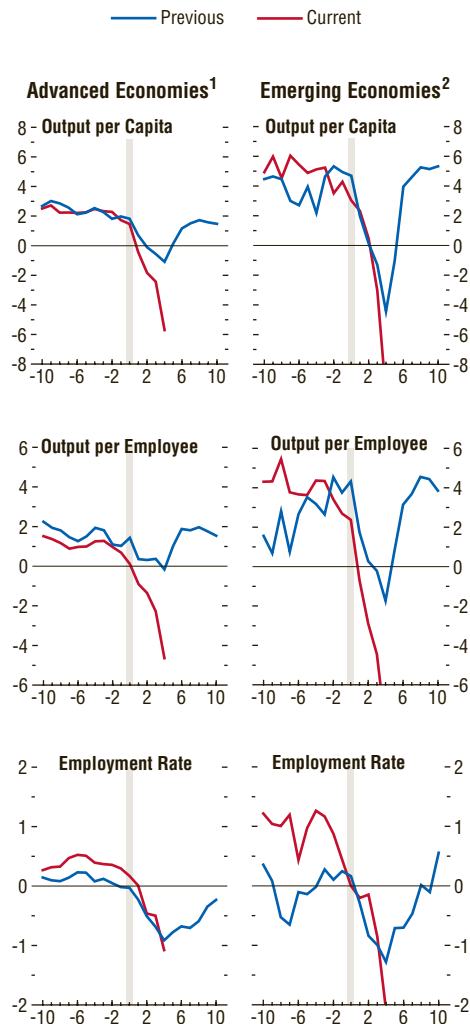
productivité par travailleur comme la productivité horaire) et il y a peu de différence dans la dynamique de participation de la population active. Effectivement, au cours du deuxième trimestre de 2009, la progression de la production horaire non agricole a été la plus forte enregistrée depuis six ans (taux annuel corrigé des variations saisonnières). Cette progression est identique à celle de la production horaire après la dernière récession de 2001, récession qui, contrairement aux récessions antérieures pendant lesquelles la productivité horaire avait considérablement chuté, a été suivie d'une reprise dite sans emplois. Au cours de la présente récession, les pertes d'emploi ont été significativement plus importantes qu'au cours de la récession de 2001 et de toutes les récessions qui ont précédé. Le nombre d'heures ouvrées par travailleur a également diminué significativement, mais de façon comparable à ce qui s'est produit dans les cycles précédents.

À l'autre extrême, l'Allemagne, qui a aussi connu une baisse de production beaucoup plus marquée que lors des récessions antérieures, a perdu jusqu'à présent beaucoup moins d'emplois qu'au cours des récessions précédente et beaucoup moins que les États-Unis. Bien que le nombre d'heures ouvrées par travailleur ait chuté, la production horaire est en forte baisse. Cela tient peut-être aux subventionnement du travail à temps partiel (*Kurzarbeitergeld*) - dont la durée a été portée de six à 24 mois - ainsi qu'aux dispositions spéciales des accords collectifs de salaires.

Au cours des cycles précédents, les pays émergents d'Asie de l'Est avaient opéré des ajustements de l'emploi moins marqués que les autres pays émergents et la production par travailleur y avait donc été plus instable. Dans les pays émergents d'Europe, on avait observé le phénomène inverse. Cette fois-ci, on observe dans les pays émergents d'Europe un ajustement massive de la production, impliquant une baisse de la production par travailleur et des pertes d'emploi considérables. En Asie du Sud-est, les pertes d'emploi sont restées faibles jusqu'à présent, même comparées à celles des cycles précédents tandis, qu'en Amérique latine on observe déjà un ajuste-

Labor Market Dynamics around Recessions

(Median annual percent change unless otherwise noted; quarters on x-axis; peak in output at t = 0)



Sources: Haver Analytics; IMF staff calculations; and Organization for Economic Cooperation and Development.

¹Advanced Economies comprise Australia, Austria, Belgium, Canada, Czech Rep., Denmark, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Japan, Korea, Netherlands, New Zealand, Norway, Portugal, Spain, Sweden, United Kingdom, and United States.

²Emerging Economies comprise Argentina, Brazil, Bulgaria, Chile, Colombia, Estonia, Hungary, Latvia, Lithuania, Malaysia, Peru, Philippines, Poland, Russia, South Africa, Thailand, and Turkey.

Encadré 1.3 (suite)

ment significatif de la variable de l'emploi (troisième graphique).

Les différences entre pays avancés sont-elles imputables aux institutions et réglementations du marché du travail?

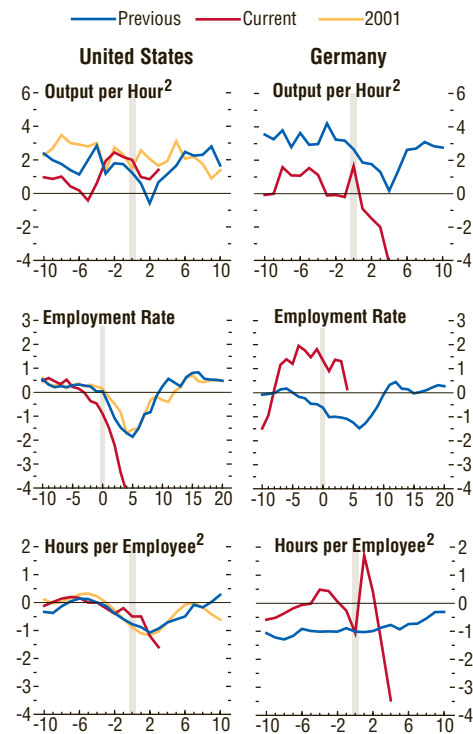
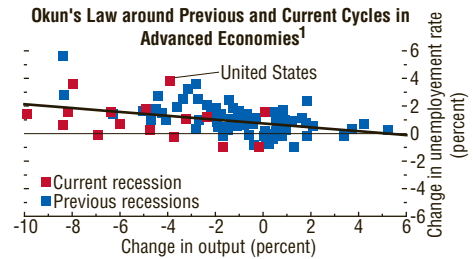
Pour expliquer l'hétérogénéité, nous examinons l'incidence de la flexibilité du marché du travail, qui a de nombreuses dimensions, notamment le type de dispositifs de négociation salariale et le niveau et la durée des indemnités de chômage. Une analyse approfondie de tous les aspects de la flexibilité du travail dépasserait le cadre de la présente étude, aussi nous nous contentons ici d'étudier la législation sur la protection de l'emploi (LPE), qui devrait prendre une place particulièrement importante au cours de la crise actuelle. Les recherches effectuées dans ce domaine montrent que bien que son effet sur le taux d'équilibre de l'emploi ne soit pas clair, une LPE plus contraignante pourrait ralentir la réallocation des emplois après un choc majeur. La LPE peut bien sûr être corrélée à d'autres paramètres du marché du travail ayant une incidence sur l'emploi, tels que le taux de syndicalisation, les négociations d'accords collectifs de salaires et divers programmes de soutien aux chômeurs (y compris le subventionnement de l'emploi à temps partiel) et donc servir de variable de substitution pour ces autres caractéristiques.

Ne disposant pas de données suffisantes sur la mesure de la législation sur la protection de l'emploi pour les pays émergents, nous nous concentrons sur les pays avancés. Nous classons ces pays en fonction de leur degré de protection, mesuré par l'indice de la rigueur de la législation sur la protection de l'emploi (indice LPE) de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE)⁵. Nous retenons pour chaque pays l'indice LPE moyen de la période 1985-2007. Le Canada, le Royaume-Uni et les États-Unis figu-

⁵L'indice LPE, calculé chaque année, remonte en général jusqu'au milieu des années 80. Il s'agit d'un indice synthétique qui pondère 14 sous-composantes de la législation sur la protection de l'emploi (règles applicables aux licenciements individuels des titulaires de contrats réguliers et de contrats temporaires)

Okun's Law and U.S. and German Dynamics

(Median annual percent change unless otherwise noted; quarters on x-axis; peak in output at t = 0)



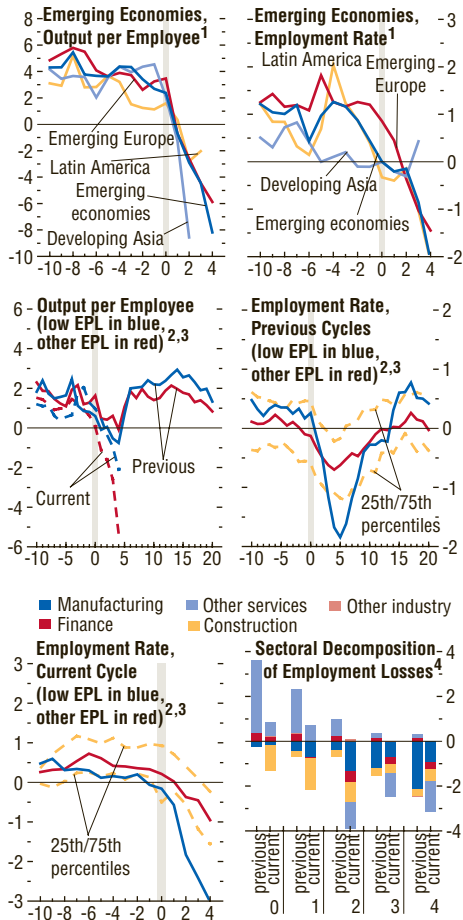
Sources: Haver Analytics; IMF staff calculations; Institute for Employment Research; and Organization for Economic Cooperation and Development (OECD).

¹Changes in output and the employment rate are defined as year-over-year growth rates at time = 4.

²The OECD hours per employee series is used apart from the current period, for which we use Haver Analytics total economy average weekly hours for the United States and Institute for Employment Research total economy quarterly hours per employee for Germany. The series are spliced using year-over-year growth rates of the data used for the current period.

Other Decompositions around Recessions

(Median annual percent change unless otherwise noted; quarters on x-axis; peak in output at $t = 0$)



Sources: Haver Analytics; IMF staff calculations; and Organization for Economic Cooperation and Development.

¹Emerging economies: all countries in regional groups plus Russia and South Africa; Emerging Europe: Bulgaria, Czech Rep., Estonia, Hungary, Latvia, Lithuania, Poland, Romania, Turkey; Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Peru; Developing Asia: Malaysia, Philippines, Thailand.

²Low employment protection legislation (EPL) countries comprise Canada, United Kingdom, and United States.

³Other EPL (medium/high) countries comprise Australia, Austria, Belgium, Czech Rep., Denmark, France, Greece, Ireland, Italy, Japan, Korea, Luxembourg, Netherlands, New Zealand, Norway, Portugal, Spain, and Sweden.

⁴Countries comprise Spain, United Kingdom, and United States. Employment losses are defined as the year-over-year change in employment scaled by the labor force.

rent parmi les pays ayant un indice « bas », tous les autres pays ayant un indice «moyen/élevé»⁶.

Le troisième graphique compare les dynamiques de la productivité du travail (mesurée par la production par travailleur) et le taux d'emploi de deux groupes de pays avancés, observés au cours des précédentes récessions et au cours de la crise actuelle. La diminution de la production par travailleur est sensible dans les deux groupes au cours de la contraction actuelle mais plus accentuée dans les pays ayant un LPE moyen/élevé, ce qui suggère un plus fort degré de rétention des effectifs compte tenu de l'importance de la baisse de production. La principale différence entre les deux groupes tient à l'évolution du taux d'emploi. Au cours des cycles précédents, comme au cours de la présente récession, les pertes d'emploi initiales sont beaucoup plus fortes dans les pays ayant un indice LPE bas et se situent même à l'extérieur de l'intervalle de quartile pour les pays ayant un indice LPE moyen/élevé. Pour ce qui est de la création d'emplois après l'amorce de la reprise, les pays ayant un indice LPE bas ont généralement enregistré des gains plus importants au cours des cycles précédents.

Comment expliquer ces résultats? Il est clair que l'ampleur du choc a été beaucoup plus considérable dans la crise actuelle (qui est à la fois la plus forte crise financière depuis la Grande Dépression et la plus grave récession intervenue depuis la deuxième guerre mondiale). Cela explique que l'on observe en moyenne une contraction plus importante de la production par habitant et de la production par travailleur. L'effet plus important observé sur l'emploi dans les pays ayant un indice LPE bas par rapport aux pays ayant un indice LPE moyen/élevé est conforme aux résultats de la littérature universitaire sur ce sujet, qui suggè-

⁶Il est vrai que de nombreux pays ont abaissé leur indice LPE de façon significative depuis le milieu des années 80 et généralement assoupli considérablement leur marché du travail. Cela n'a toutefois pas d'incidence sur le classement. En outre, pour tester la robustesse des résultats, nous vérifions si les effets observés au cours des précédentes récessions diffèrent pour la période précédant la fin des années 80 et la période ultérieure et concluons qu'ils sont à peu près identiques.

Encadré 1.3 (fin)

rent que la protection de l'emploi a pour effet de réduire à la fois les flux d'entrée et les flux de sortie du marché du travail. Dans les pays ayant un indice LPE moyen/élevé, on constate que la diminution du nombre d'emplois enregistrée au cours de la présente crise est comparable à celle des crises précédentes bien que la baisse de la production ait été sensiblement plus prononcée, ce qui implique un degré de rétention des effectifs plus élevés. L'Espagne, pays ayant un indice LPE moyen/élevé, constitue une exception importante qui tient probablement à la dualité de son marché du travail. Au cours de la présente contraction, environ la moitié de la baisse totale de l'emploi résulte de pertes d'emploi à durée déterminée dans le secteur de la construction⁷.

Réactions des différents secteurs dans les pays avancés

Comme la présente récession est marquée par l'éclatement de la bulle immobilière et des crises bancaires systémiques dans certains des grands pays avancés, nous étudions la décomposition de l'évolution des pertes d'emploi pour voir si elle diffère de façon significative de celles de récessions précédentes. Nous analysons des données sectorielles sur l'emploi concernant l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis, pays qui ont tous subi une crise immobilière en nous attachant à cinq secteurs : le secteur manufacturier, la construction, les autres secteurs industriels, les ser-

vices financiers et immobiliers et les autres services (voir le troisième graphique).

Au cours des cycles précédents, le secteur des services a fourni en moyenne la majorité des emplois créés pendant la phase d'expansion alors que la plupart des emplois perdus pendant la phase de récession se trouvaient dans le secteur manufacturier. En moyenne, le nombre d'emplois du secteur des services (financiers et autres) a augmenté pendant la phase de récession. Au cours de la présente crise, le secteur manufacturier a perdu des emplois, comme prévu, mais il y a également eu de nombreuses pertes d'emploi dans le secteur de la construction et dans celui des services financiers et des autres services, ce qui s'explique par l'effet plus important qu'ont eu crises financières sur les services dans le secteur financier et par l'effet de l'éclatement de la bulle immobilière sur la construction. La forte chute de l'emploi observée dans les autres services tient sans doute à l'ampleur de la contraction de la production et aux effets secondaires provenant des autres secteurs.

Une reprise sans emplois?

Les signaux actuels indiquent que, pour une large part, les entreprises des pays avancés et des pays émergents retiennent leurs effectifs, l'ajustement s'opérant plus souvent par la baisse de la productivité plutôt que par la suppression d'emplois. Il peut s'agir là d'une réaction rationnelle des entreprises qui, compte tenu des coûts de recrutement et de licenciement, peuvent souhaiter retenir leurs effectifs si le choc semble transitoire. Toutefois, lorsque la récession se prolonge, les entreprises peuvent considérer que le choc va persister et commencer à supprimer des emplois à un rythme plus rapide. Étant donné l'ampleur et la persistance des derniers chocs qu'a subis l'économie mondiale, ce comportement des entreprises peut présager une reprise sans emplois dans la mesure où l'excédent des effectifs sera peu à peu résorbé. Il est toutefois indispensable, selon notre analyse, d'opérer des distinctions entre les différents pays.

Les pays avancés ayant un indice LPE bas (Canada, Royaume-Uni, États-Unis) ont déjà enregistré des pertes d'emplois substantielles. Si l'histoire se répète, l'emploi rebondira fortement dans ces

⁷Dans le passé comme au cours de la présente récession, l'Espagne a enregistré des pertes d'emploi plus importantes dans les phases de contraction que les autres pays ayant un indice LPE bas. Bien que des mesures aient récemment été prises pour diminuer fortement la protection de l'emploi conférée par les contrats réguliers, cette protection était très forte au moment de l'introduction, en 1984, des contrats à durée déterminée. De ce fait, de nombreux emplois ont été créés sur la base de contrats à durée déterminée. Le stock relativement important de contrats à durée déterminée permet aux entreprises d'ajuster plus facilement le niveau d'emploi et explique également pourquoi la productivité du travail (mesurée par la productivité horaire ou la productivité par travailleur) ne diminue généralement pas en Espagne pendant les récessions.

pays qui pourraient assez rapidement créer des emplois (bien que la reprise de la création d'emplois ait pris longtemps aux États-Unis après la récession de 2001). Cependant, les suppressions d'emploi observées au Royaume-Uni et aux États-Unis s'expliquent non seulement par la récession, mais aussi par l'effondrement du secteur immobilier et par les crises financières systémiques. Comment on l'a démontré dans l'étude FMI (2009a), la conjonction de ces facteurs entraîne généralement une baisse prononcée de la production et retarde considérablement la reprise, ce qui laisse présager une remontée lente et timide de la création d'emplois dans ces deux pays.

Nombre des pays avancés ayant un indice LPE moyen/élevé ont aussi connu de graves récessions mais n'ont pas jusqu'à présent connu d'envolée du chômage. Une partie de l'ajustement s'est opéré par la réduction du nombre d'heures travaillées, mais cela ne fera que retarder les pertes d'emplois inévitables, sauf au cas où la reprise serait plus forte que prévu. En Allemagne, le subventionnement du

travail à temps partiel a permis aux entreprises de retenir plus facilement les travailleurs en réduisant le nombre d'heures ouvrées par employé. Ces subventions peuvent être versées pendant deux ans et pourraient avoir pour effet de réduire considérablement les destructions d'emplois pendant la période de contraction mais aussi les créations d'emplois pendant la période de reprise car, on augmentera alors simplement le nombre d'heures ouvrées par travailleur. Près de 1,2 millions de travailleurs, soit 3 % de la population active, reçoivent une aide dans le cadre de ce programme.

On s'attend à ce que les pays émergents connaissent une reprise plus vigoureuse que les pays avancés, à l'exception notable des pays émergents d'Europe et de la Communauté des états indépendants, ce qui devrait contribuer à la création d'emplois. Dans les pays émergents d'Europe, l'ajustement par l'emploi a été rude et la flexibilité du marché du travail sera un élément essentiel de la nécessaire réallocation des emplois et de leur création ultérieure.

de l'économie mondiale, risque de ne pas rebondir vigoureusement pendant quelque temps. Les prix immobiliers reculent plus lentement ou commencent à se stabiliser dans quelques pays avancés, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, mais les prix risquent encore de baisser sur de nombreux marchés (encadré 1.4). Même si le recul de l'investissement résidentiel pèse moins lourdement sur la croissance, un retour à un marché immobilier plus dynamique est peu probable aussi longtemps que les ménages font face à des perspectives difficiles sur le marché de l'emploi et que les saisies immobilières continuent d'augmenter. Par ailleurs, l'immobilier commercial n'a pas encore dépassé son creux : il suit avec retard le secteur résidentiel, mais enregistre aussi maintenant un sérieux ralentissement. L'activité dans la construction restera donc probablement faible pour autant qu'on puisse le prévoir, avec des implications négatives pour le secteur financier.

La dynamique de croissance est un peu plus positive dans les pays émergents. La demande intérieure semble relativement vigoureuse, surtout en Chine et en Inde, sous l'effet d'une solide politique macroéconomique. En outre, de nombreux pays profitent maintenant du rebond des cours des produits de base. Il ressort de données limitées sur le chômage dans les pays émergents que la situation s'est améliorée, mais qu'elle reste difficile, les pays émergents d'Europe et la CEI enregistrant de lourdes pertes d'emplois. Cependant, la consommation modérée dans les pays avancés pèsera sur les exportations de nombreux pays émergents, surtout lorsque la reconstitution des stocks prendra fin.

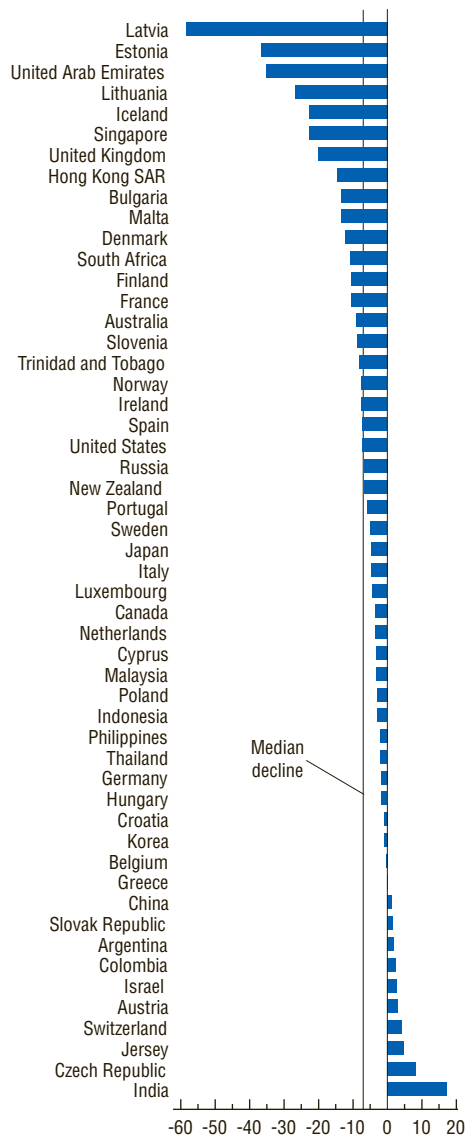
Le soutien des pouvoirs publics persiste, mais s'affaiblit

Les politiques monétaires, budgétaires et financières ont joué un rôle essentiel dans l'atté-

Encadré 1.4. Risques liés aux marchés immobiliers

Change in House Prices, 2009:Q1¹

(Percent, year-over-year, inflation-adjusted)



Sources: Global Property Guide; national sources; Organization for Economic Cooperation and Development; and IMF staff calculations.

¹Data for Argentina, Belgium, Colombia, Croatia, Czech Republic, Greece, Hungary, India, Korea, Lithuania, Luxembourg, Malaysia, and Slovak Republic are as of 2008:Q4.

La correction généralisée enregistrée sur les marchés de l'immobilier résidentiel a entraîné de fortes chutes des prix des logements et une décélération de l'activité du secteur de la construction dans de nombreux pays bien que l'on puisse déceler depuis quelque temps des signes de stabilisation dans certains d'entre eux. Pour l'année s'achevant à la fin du premier trimestre de 2009, la diminution annuelle médiane du prix réel des logements dans l'ensemble des pays a été de 7 %, mais elle est nettement plus prononcée dans les pays de la Baltique, en Islande, à Singapour, dans les Émirats arabes unis et au Royaume-Uni (premier graphique). L'activité dans le secteur du logement — mesurée par le nombre de transactions ou par l'investissement résidentiel — s'est également ralentie. Pour ce qui est par exemple du nombre de permis de construction délivrés, la diminution médiane annuelle a été d'environ 35 % au cours du premier trimestre de 2009.

Parallèlement à l'éclatement de la bulle immobilière résidentielle et à la forte contraction de l'économie mondiale, la demande d'immobilier de bureau et d'immobilier industriel et commercial a plongé, entraînant un marasme sur le marché de l'immobilier commercial. En 2008, le taux d'occupation des bureaux a sensiblement progressé dans de nombreuses villes, partout dans le monde. Les grandes villes de certains pays émergents, telles Moscou et Shanghai, et les centres financiers internationaux tels que Dublin, New York, Londres et Tokyo (deuxième graphique)¹ ont été parmi les plus affectés. L'investissement dans la construction non résidentielle a considérablement diminué, reculant parfois même plus que l'investissement dans la construction résidentielle (troisième graphique)².

Les principaux auteurs de cet encadré sont Deniz Igan et Prakash Loungani qui ont bénéficié du concours de Heejin Kim et de Jair Rodriguez.

¹Dublin est, avec le Luxembourg, un des principaux centres financiers offshore européens.

²La formation brute de capital fixe dans le secteur de la construction non résidentielle inclut aussi les dépenses de travaux publics, mais concerne principalement l'immobilier commercial. En moyenne, la formation brute de capital fixe dans la construction non résidentielle représente une part du PIB (7,4 %) légèrement plus élevée que celle de la construction ré-

Dans le secteur de l'immobilier commercial, les ventes se sont quasiment arrêtées (quatrième graphique) tandis que les prix sont en chute libre.

Jusqu'où les prix vont-ils chuter? Et, sur le plan macroéconomique, quels sont les risques que posent les corrections des marchés immobiliers résidentiels et commerciaux? Le présent encadré met à jour l'analyse du secteur du logement présentée dans de précédentes éditions des Perspectives de l'économie mondiale et l'étend au secteur de l'immobilier commercial³.

Corrections du prix des logements

En moyenne, la période de hausse des prix des logements dans les pays avancés a duré environ six ans et les prix réels ont augmenté d'environ 50 % au cours de cette période. Les phases de contraction ont été de cinq ans et les prix ont baissé de 24 % (voir tableau). La dernière phase ascendante a duré deux fois plus longtemps que la moyenne et a été d'une ampleur deux fois supérieure (en termes de prix). Par conséquent, bien que le prix des logements ait déjà diminué de 20 % au cours de la présente contraction - soit un niveau proche de la moyenne historique - on peut encore s'attendre à une nouvelle correction significative.

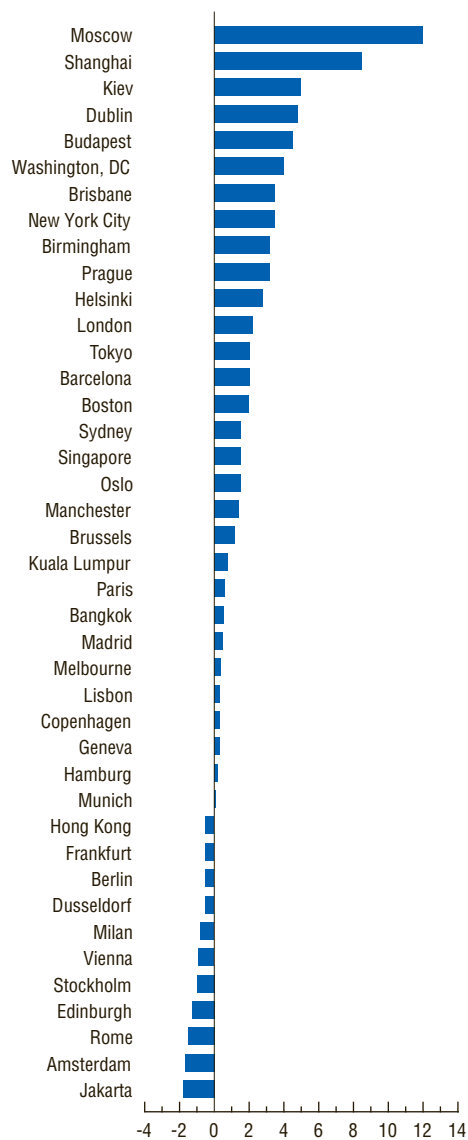
À l'évidence, l'ampleur totale de la correction variera selon les pays et la baisse des prix est déjà plus prononcée dans certains pays que dans d'autres. Compte tenu de la difficulté à mesurer la surévaluation du prix des logements, le cinquième graphique présente quatre méthodes d'estimation de la correction probable encore à venir. La plage supérieure du graphique montre l'écart entre la baisse du prix des logements d'un pays au cours de la contraction actuelle et la baisse moyenne enregistrée dans ce pays au cours des crises précédentes. Si l'histoire se répète, ces estimations suggèrent que le recul du

sidentielle (4,9 %). Toutefois, la part du secteur non résidentiel est considérablement plus forte dans la République tchèque, en Corée, au Luxembourg, en République slovaque et au Royaume-Uni.

³ Voir l'encadré 3.1 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2008, l'encadré 1.2 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2008, et le chapitre 1 (pages 19 et 20) des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2009.

Office Vacancy Rates

(Percent, change from end-2007 to end-2008)



Sources: Knight Frank, LLC; and IMF staff calculations.

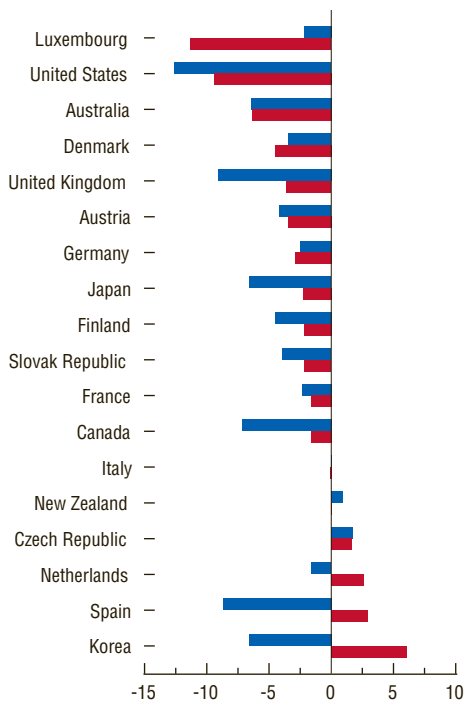
prix des logements va se poursuivre au Pays bas et en Finlande alors qu'en Australie et aux États-Unis, la correction est sur le point de s'achever.

Toutefois, cette méthode ne tient pas compte des différences qui pourraient être observées d'un cycle

Encadré 1.4 (suite)

Investment in Residential and Nonresidential Construction
(Percent, quarter-over-quarter growth rate as of 2009:Q1)

■ Gross fixed capital formation in residential construction
■ Gross fixed capital formation in nonresidential construction



Sources: Organization for Economic Cooperation and Development; and IMF staff calculations.

à l'autre dans les déterminants des mouvements des prix des logements. Les estimations présentées dans la deuxième plage du graphique se fondent sur un modèle économétrique qui tente d'expliquer l'augmentation du prix des logements au cours de la dernière décennie sur la base des variables explicatives pertinentes. À cette fin, le modèle estime la croissance du prix réel des logements en fonction des variables ci-après : augmentation du revenu disponible par habitant, population en âge de travailler, prix du crédit et des actifs, taux d'intérêt à

Comparison of Current Housing Cycle to Past Cycles

	Upturn		Downturn	
	Duration	Amplitude	Duration	Amplitude
Past cycles	23	48	19	-24
Current cycle	46	124	8	-20

Source: Collyns, Igan, and Loungani (2009).

Note: Average values across 18 advanced economies. Duration is in quarters; amplitude is in percent.

court terme et à long terme et coût de la construction⁴. Pour capter les effets dynamiques de ces variables, on introduit un ratio décalé rapportant la croissance du prix réel des logements à l'accessibilité (ratio décalé prix du logement/revenu disponible). Les estimations sont faites pour chaque pays sur la base de données trimestrielles pour les années 1970 à 2008. L'augmentation des prix du logement intervenue entre la fin de l'année 2008 ou le premier trimestre de l'année 2009 et la période 1997 – 2001 que l'on ne peut expliquer par ces facteurs fondamentaux (« écart de prix ») permet d'estimer la correction des prix des logements que l'on peut encore attendre. Selon cette analyse, il est probable que l'Irlande, l'Italie et le Royaume-Uni connaîtront de nouveaux ajustements des prix. Comparé aux estimations présentées dans les précédentes éditions des Perspectives de l'économie mondiale, le désalignement moyen estimé tombe d'une surévaluation

⁴Par rapport au modèle utilisé dans l'encadré 3.1. des Perspectives de l'économie mondiale - avril 2008 et dans l'encadré 1.1 des Perspectives de l'économie mondiale - octobre 2008, ce modèle offre deux améliorations. Premièrement, pour éviter que les résultats soient sensibles aux hypothèses de l'année de base, on a utilisé les prix des logements observés pendant le premier trimestre de chaque année, de 1997 à 2001, comme variante du niveau de base pour obtenir la valeur ajustée des augmentations de prix des logements. L'écart cumulé est alors donné par l'écart moyen par rapport à ces années de base. Deuxièmement, le modèle inclut désormais la variable « coûts de construction » comme variable de substitution reflétant les conditions de l'offre. Bien qu'il soit possible que les estimations des écarts reflètent pour partie certains facteurs fondamentaux omis, elles fournissent cependant une indication de l'importance que devraient avoir ces facteurs omis pour que la hausse des prix des logements au cours des dernières années puisse être considérée comme un résultat d'équilibre.

de 10 % à une surévaluation de 6 %. Le classement des pays reste virtuellement inchangé⁵.

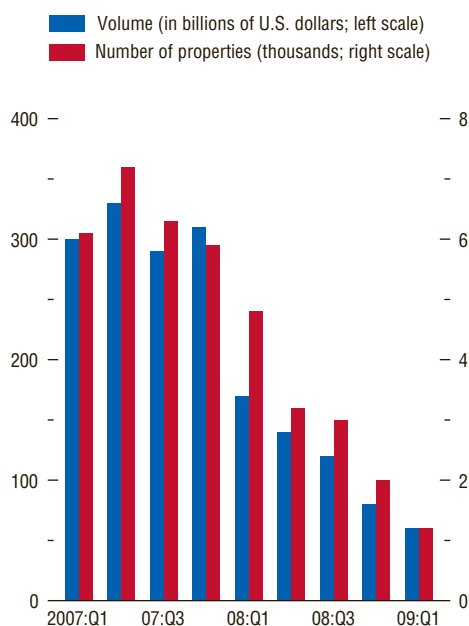
Pour estimer la baisse probable des prix, on peut également étudier les relations à long terme entre le prix des logements, les loyers et les revenus. Les plages inférieures montrent l'écart entre les ratios actuels prix des logements/revenu et leurs moyennes historiques respectives (troisième plage) pour les différents pays et l'écart entre les ratios prix des logements/loyer et leurs moyennes historiques respectives (plage inférieure). Pour la plupart des pays, les ratios actuels restent bien supérieurs aux moyennes historiques. Cela est particulièrement vrai pour l'Australie et l'Espagne.

En résumé, que l'on applique l'une ou l'autre des quatre méthodes, les résultats laissent penser que la correction des prix des logements n'est pas terminée dans la plupart des pays. Notre analyse conclut plus systématiquement à la poursuite de corrections importantes au Danemark, en Espagne et au Royaume-Uni et à des corrections sans doute modestes en Allemagne, en Corée et aux États-Unis.

On pourrait bien sûr observer des corrections plus prononcées au niveau infranational que cel-

⁵Pour établir les estimations, on a utilisé les mêmes séries de données, allant de 1970 à 2008, dans le modèle amélioré que dans les modèles des rapports précédents. Ainsi, les différences observées dans les estimations de désalignement sont imputables au perfectionnement du modèle et non aux baisses des prix enregistrées depuis la date de publication du dernier rapport. Dans le cas de plusieurs pays, les estimations sont sensibles à des facteurs spécifiques. Pour l'Australie, par exemple, si l'on tient compte de l'impact des migrations à long terme sur la demande de logement, on ne trouve pas de surévaluation des prix des logements significative. En ce qui concerne les Pays-Bas, la surévaluation serait plus faible si l'on prenait en compte l'augmentation du nombre de logements habités par une seule personne ainsi que les facteurs institutionnels (par exemple les strictes réglementations de zonage et les déductions généreuses accordées sur les intérêts des emprunts hypothécaires). En Italie, le faible ratio prêt/valeur du logement, l'endettement peu élevé des ménages et la vigueur de la demande des étrangers limitent considérablement le risque de baisse des prix de l'immobilier. Au Japon, compte tenu de la persistance du recul des prix des logements au cours des dernières décennies, les estimations des écarts pourraient être sensibles à la spécification des tendances.

Global Commercial Property Sales



Sources: Real Capital Analytics; and IMF staff calculations.

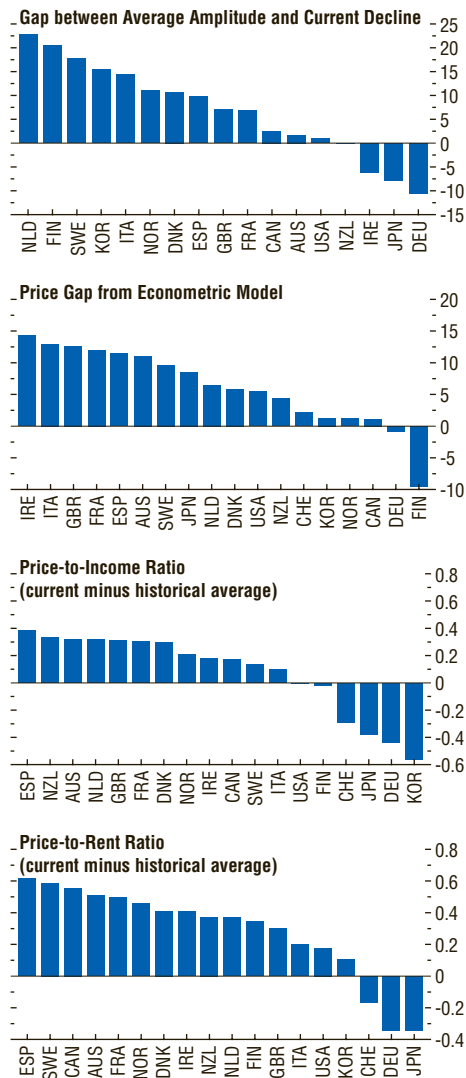
les que l'on attend au niveau national sur la base des données agrégées. On estime qu'au Canada, par exemple, la baisse des prix pourrait être beaucoup plus forte dans les provinces de l'Ouest (Alberta, Colombie Britannique, Saskatchewan) que dans les provinces de l'Est (Ontario, Québec)⁶. Aux États-Unis, l'analyse des ratios prix/revenu donne à penser que la correction devrait se poursuivre dans le couloir nord-est, sur la côte ouest et dans la plupart des États de la « ceinture de sable » (tels l'Arizona, la Floride, et le Nevada)⁷.

⁶FMI (2009b).

⁷Le ratio prix des logements/revenu (« ratio d'accessibilité ») permet de comparer, dans un État donné, le revenu médian des ménages au revenu qui est nécessaire pour obtenir un prêt hypothécaire standard en vue de l'achat d'un logement de prix médian. Trouvera une description plus détaillée dans Collins, Igan, et Loungani (2009). Les disparités entre régions se reflètent également dans les taux d'impayés et de saisie, là encore plus élevés dans les États de la « ceinture de sable » (Arizona, Californie, Floride, et Nevada)

Recuadro 1.4 (continuación)

Estimates of House Price Corrections 1.2



Sources: Organization for Economic Cooperation and Development; and IMF staff calculations.

¹In all panels, a positive value corresponds to overvaluation or potential price drop based on analysis of or comparison with past price movements.

²AUS: Australia; CAN: Canada; CHE: Switzerland; DEU: Germany; DNK: Denmark; ESP: Spain; FIN: Finland; FRA: France; GBR: United Kingdom; IRE: Ireland; ITA: Italy; JPN: Japan; KOR: Korea; NLD: Netherlands; NOR: Norway; NZL: New Zealand; SWE: Sweden; USA: United States.

Corrections des prix de l'immobilier commercial

On s'attend à des corrections prononcées sur le marché de l'immobilier commercial. Les niveaux actuels des loyers des bureaux, des locaux commerciaux et des bâtiments industriels sont supérieurs de 15 % en moyenne à la norme historique (sixième graphique). Partout dans le monde, les loyers ont déjà commencé à diminuer, tendance qui devrait se maintenir compte tenu des perspectives économiques et entraîner une baisse des prix de vente de l'immobilier commercial. On ne dispose pas de données mondiales systématiques dans ce domaine, mais on peut prendre le marché des États-Unis pour illustrer l'ampleur du problème. Dans ce pays, les prix de l'immobilier commercial ont connu une forte expansion entre 2005 et 2007, suivie d'un effondrement (septième graphique). Au deuxième trimestre de 2009, l'immobilier commercial avait déjà chuté de près de 40 % par rapport au pic atteint au cours du deuxième trimestre 2007. Ce pourcentage est à comparer à la baisse pic-croix de 27 % intervenue lors de la période de contraction 1987–92. Les conséquences de cette correction prononcée seront probablement considérables : le taux d'impayés sur les prêts consentis pour l'achat de biens immobiliers commerciaux est actuellement de 7,9 %. Sachant que ce taux avait atteint un pic de 12 % au début des années 90, on estime, compte tenu de l'ampleur de la contraction, qu'il pourrait doubler et plus⁸.

Incidence sur l'économie réelle

Sur le plan théorique, l'incidence des corrections du secteur de l'immobilier résidentiel sur l'économie réelle dépend de l'ampleur du désalignement du prix des logements, estimée ci-dessus, de l'im-

⁸Le taux d'impayés utilisé ici englobe les prêts de toutes les banques commerciales. Il est en général décalé par rapport au cycle des prix. Les impayés ont atteint un maximum au cours du premier trimestre de 1991, ce maximum étant décalé de plus trois ans par rapport à celui des prix. Une analyse approfondie des déterminants du taux d'impayés dépasse le cadre de la présente analyse, mais ces estimations sont conformes aux prévisions précédentes (FMI (2009a)). Pour plus d'informations sur la modélisation des défauts de paiement, voir Igan and Pinheiro (2009) et l'encadré 1.6 (FMI (2008)).

pect d'une correction donnée du prix des logements sur les variables macroéconomiques — qui peut varier d'un pays à l'autre selon les différentes caractéristiques des marchés hypothécaires ou les différentes politiques appliquées en réponse aux chocs dans le secteur de l'immobilier résidentiel —, et des mécanismes de transmission et d'amplification, comme par exemple l'impact des impayés sur les bilans des banques ou leurs effets indirects sur l'immobilier commercial, mécanismes qui ne sont pas toujours pleinement pris en compte dans les modèles macro-économiques standard sur l'impact des chocs des prix des logements.

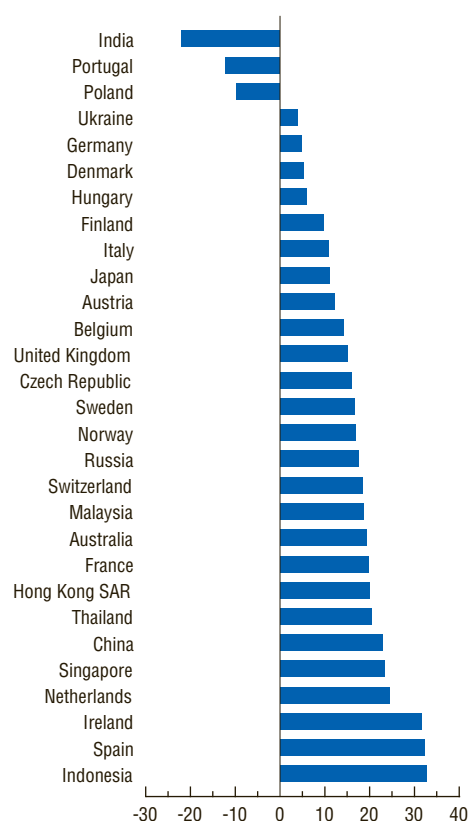
Pour procéder à une analyse de référence sur l'impact de la baisse du prix des logements sur l'économie, nous utilisons un modèle d'autorégression vectorielle (modèle VAR) pour chacun des 20 pays avancés pour lesquels nous disposons de séries longues de données trimestrielles⁹. Chaque modèle inclut les variables ci-après : PIB réel, consommation réelle des particuliers, investissement réel dans l'immobilier résidentiel, inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation), taux d'intérêt à court terme et prix réel des logements¹⁰. La période d'observation court du premier trimestre de 1986 au quatrième trimestre de 2008. À l'aide de ce modèle, nous étudions la réaction du PIB, de l'investissement dans l'immobilier résidentiel et de la consommation à un choc sur le prix des logements. Selon nos résultats, une baisse de 10 % du prix des logements entraîne, après un délai d'un an, un recul d'environ 2 % du PIB réel, de 2,5 % de la consommation et de 15 % de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Dans de nombreux pays, on observe au cours de la dernière décennie une relation de plus en plus étroite entre la croissance de la consommation des particuliers et la hausse des prix des logements. La baisse des prix entraîne maintenant une décélération de cette croissance. Dans certains pays, dont

⁹Allemagne, Australie, Autriche, Canada, Corée, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Suède, Suisse, Royaume-Uni, États-Unis.

¹⁰On trouvera des applications récentes de cette méthodologie dans Jarocinski and Smets (2007) et dans Cardarelli and others (2009).

Rents for Commercial Space¹

(Current minus historical average, expressed in percent of current level)

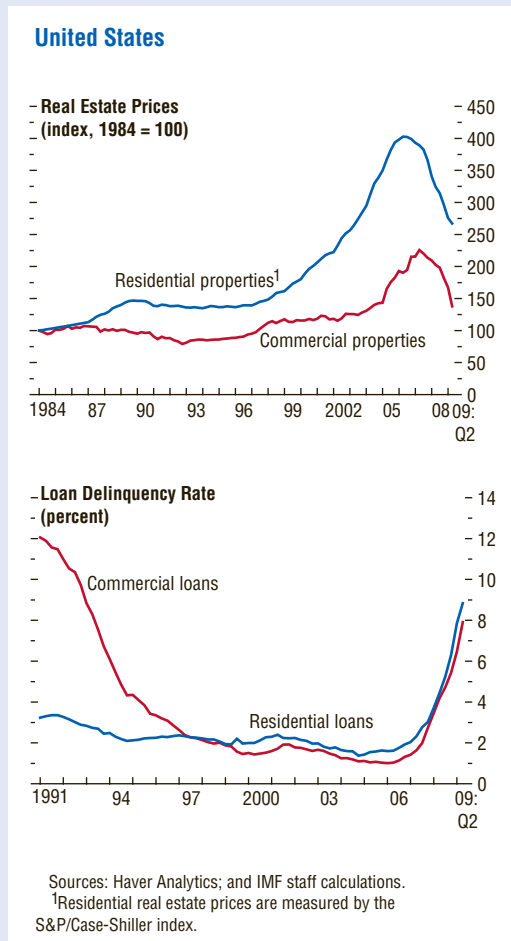


Sources: Knight Frank, LLC; and IMF staff calculations.

¹Rents in domestic currency. Average for office, retail, and industrial space for each country. Data for different countries start on the following: Australia 2000, Austria 2001, Belgium 1990, China 1991, Czech Republic 2002, Denmark 1996, Finland 2005, France 1990, Germany 1990, Hong Kong SAR 1992, Hungary 2002, India 1999, Indonesia 1997, Ireland 1992, Italy 1990, Japan 1998, Malaysia 1991, Netherlands 1990, Norway 2005, Poland 1993, Portugal 1991, Russia 2003, Singapore 1982, Spain 1990, Sweden 1992, Switzerland 2001, Thailand 1997, Ukraine 2006, United Kingdom 1980. Data are in nominal terms.

la Finlande, la Grèce et la Nouvelle-Zélande, la situation macro-économique est très sensible à l'évolution du prix des logements. L'hétérogénéité de la réponse selon les pays peut s'expliquer par de nombreux facteurs, mais selon les travaux précédents dont il a déjà été fait état dans les Perspectives économiques mondiales, l'un des facteurs cri-

Recuadro 1.4 (conclusión)



tiques est sans doute la facilité avec laquelle les ménages peuvent accéder au crédit hypothécaire.

Le modèle VAR fournit des estimations de base sur l'impact macro-économique de la baisse du prix des logements mais ne prend peut-être pas pleinement en compte l'effet des mécanismes de transmission et d'amplification. Ces mécanismes peuvent jouer un rôle particulièrement important dans les pays où la construction résidentielle a sensiblement contribué à la croissance du PIB au cours des dernières années ou bien où le bilan des ménages était devenu fortement dépendant des actifs liés à l'immobilier résidentiel. En Espagne, par exemple, le secteur de la construction s'est développé au point de représenter plus de 10 % de la valeur ajoutée en 2007, contre 6 % en 1997. Selon les dernières données dis-

ponibles pour 2009, cette part a commencé à diminuer, avec des effets importants sur la croissance du revenu et sur l'emploi. On observe un phénomène similaire en Estonie et en Irlande et dans une moindre mesure en Norvège et au Royaume-Uni.

Les effets indirects de la fragilisation du secteur de l'immobilier commercial sont également d'importants. D'une façon générale, les investisseurs de ce secteur sont plus endettés que les propriétaires de logements individuels et par conséquent l'impact de la baisse des prix sur les impayés et donc sur les bilans des institutions financières sera probablement plus important que l'impact de la chute des prix des logements. Aux États-Unis, l'augmentation du taux des impayés relatifs aux prêts à la construction et aux titres commerciaux adossés à des créances hypothécaires commerciales est préoccupant¹¹. Selon les prévisions, les besoins de refinancement des investisseurs du secteur de l'immobilier commercial devraient atteindre leur maximum pendant la période 2011–13, aussi les cessations de paiement avant l'échéance des prêts et les saisies pourraient entraîner une nouvelle vague de difficultés financières¹². D'autres pays

¹¹Aux États-Unis, l'écart des rendements des titres adossés à des créances immobilières commerciales (commercial-mortgage-backed-facilities (CMBS), comme celui des autres titres adossés à des actifs, s'est fortement amplifié au cours de l'été 2008 et est demeuré important. En août 2009, la Banque fédérale de réserve et le Département du trésor ont annoncé qu'ils prolongeaient jusqu'au milieu de l'année 2010 l'accès au mécanisme de crédit à long terme (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) mis en place pour soutenir le marché de l'immobilier commercial en difficulté. Dans la situation actuelle du marché, l'exposition des établissements financiers non bancaires qui détiennent des CMBS est préoccupante.

¹²Aux États-Unis, Wells Fargo, Bank of America, et JPMorgan Chase sont parmi les principaux prêteurs au secteur immobilier commercial. Les établissements plus petits, ayant un champ d'action géographique plus restreint, ont déjà fait état de pertes associées à ces prêts. Globalement, les banques commerciales détiennent des prêts hypothécaires commerciaux se montant à 1,600 milliards de dollars, soit 45 % des encours totaux. Les émetteurs de CMBS (26 %), les sociétés d'assurance-vie (9 %) et les caisses d'épargne (6 %) étant les autres principaux détenteurs de créances immobilières commerciales.

sont également exposés à des risques de correction importants dans ce secteur, parmi lesquels les Émirats arabes unis. En effet, dans ce pays, la part du secteur de la construction dans le PIB non pétrolier est élevée, les banques sont, directement et indirectement, fortement exposées dans ce secteur et le recours à l'emprunt extérieur est important.

Conclusions

Les prix des logements ont continué de reculer dans de nombreux pays, bien que certains signes de stabilisation soient maintenant perceptibles dans des pays comme les États-Unis où la correction dure depuis plusieurs années. Cependant, l'analyse des précédents cycles du prix des logements indique que l'on peut s'attendre dans la plupart des pays à des corrections importantes car la bulle des prix qui a précédé la phase de contraction a été d'une ampleur sans précédent. En outre, la récession mondiale a entraîné des tensions sur

les marchés de l'immobilier commercial, une augmentation des taux d'inoccupation et une baisse des loyers entraînant une diminution de l'investissement dans la construction non résidentielle. Les investisseurs du secteur de l'immobilier commercial fortement endettés se heurteront probablement à des difficultés pour refinancer les prêts qui arrivent à échéance et la multiplication des impayés risque d'entraîner une seconde vague de difficultés financières pour les établissements financiers exposés. Les effets des corrections des prix des logements sur l'économie réelle et les tensions qui s'exercent dans le secteur de l'immobilier commercial sont amplifiés dans les pays où le secteur de la construction a fortement contribué à la croissance au cours des dernières années, où la consommation était tirée par la hausse du prix des logements tandis que la fragilisation de l'économie réelle a mis le marché de l'immobilier commercial en difficulté.

novation des interactions négatives entre les secteurs financier et réel. Cependant, l'impulsion des pouvoirs publics va diminuer progressivement, car la marge de relance supplémentaire est limitée. Par ailleurs, le rétablissement fondamental du secteur financier avance lentement.

Des politiques monétaires expansionnistes

La forte baisse de l'activité et la hausse des écarts de production ont réduit les tensions inflationnistes. Au niveau mondial, l'inflation en glissement annuel est tombée à 1,0 % en juillet, contre plus de 6 % un an plus tôt. Dans les pays avancés, l'inflation non corrigée est inférieure à zéro depuis mai, les cours du pétrole étant restés bien en deçà de leurs niveaux d'il y a un an en dépit de leur remontée récente. L'inflation hors alimentation et énergie est passée d'un peu plus de 2 % il y a un an à 1,2 %. De même, dans les pays émergents, l'inflation non corrigée et l'inflation hors alimentation et énergie ont reculé, pour s'établir, respectivement, à 4,2 % en juillet et à 0,4 % en juin. Cependant, l'évolution est inégale : l'infla-

tion se replie principalement dans les pays émergents d'Asie, mais moins dans ceux d'Europe.

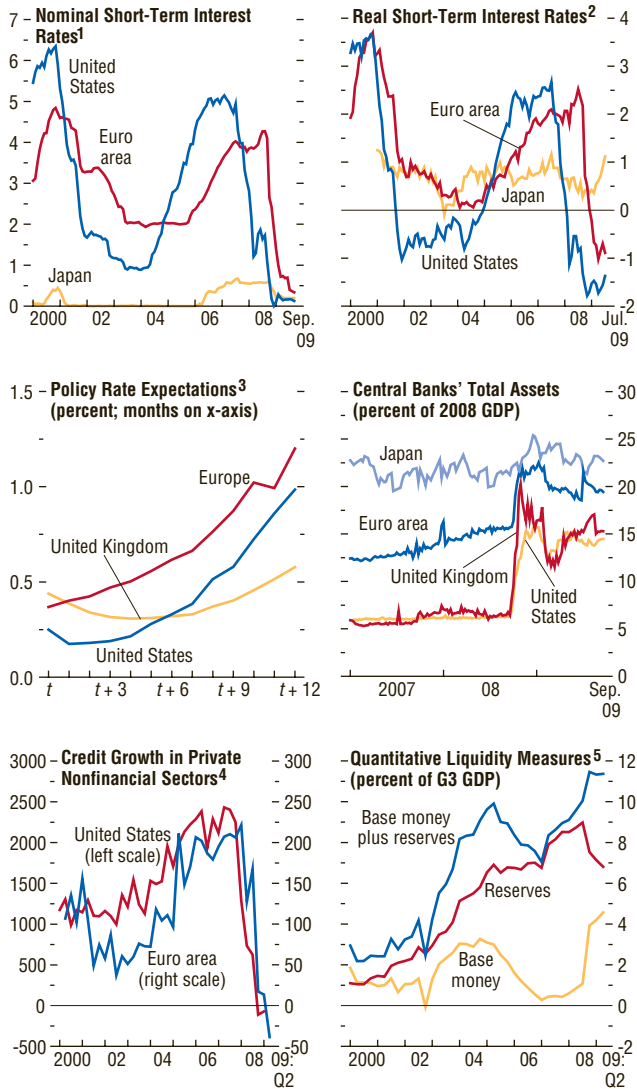
Les taux d'intérêt directeurs ont été réduits considérablement, pour s'approcher de la borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux dans bon nombre de pays avancés (graphique 1.6). Face à l'aggravation de la crise, les banques centrales ont abaissé sensiblement leurs taux directeurs, en moyenne de plus de 300 points de base depuis août 2007 à l'échelle mondiale. Dans la plupart des pays avancés, les taux directeurs ont été ramenés dans une fourchette allant de 0,25 % (Canada, États-Unis, Suède) à 1 % (zone euro). À de rares exceptions près, la marge de baisse supplémentaire a donc été épuisée dans les pays avancés et les marchés ne prévoient pas de relèvements significatifs des taux dans l'année qui vient¹. Afin de répercuter les baisses des taux

¹Bien que le taux directeur de la Banque centrale européenne (BCE) reste à 1 %, après une grosse opération de rachat à 1 an, le taux du marché au jour le jour dans la zone euro est tombé aux environs de 0,5 % et le taux des dépôts à la BCE n'est que de 0,25 %.

Figure 1.6. Measures of Monetary Policy and Liquidity in Selected Advanced Economies

(Interest rates in percent unless otherwise noted)

Central banks have implemented unusually large interest rate cuts to combat the recession. In addition, they have intervened in credit and asset markets to ease financial conditions. With inflation expected to remain constrained, very limited policy tightening is expected over the coming year.



Sources: Bloomberg Financial Markets; Eurostat; Haver Analytics; Merrill Lynch; Organization for Economic Cooperation and Development *Economic Outlook*; and IMF staff calculations.

¹ Three-month treasury bills.

² Relative to core inflation.

³ Expectations are based on the federal funds rate for the United States, the sterling overnight interbank average rate for the United Kingdom, and the euro interbank offered forward rates for Europe; updated September 16, 2009.

⁴ Quarter-over-quarter changes; in billions of local currency.

⁵ Change over three years for euro area, Japan, and United States (G3); denominated in U.S. dollars.

à court terme sur les échéances plus lointaines, la Réserve fédérale américaine, la Banque du Canada et la Riksbank suédoise se sont engagées explicitement à maintenir des taux directeurs bas jusqu'à ce qu'il y ait des signes manifestes de reprise. Les baisses des taux ont été plus faibles généralement dans les pays émergents, car l'inflation y était plus élevée au début de la crise et les monnaies sont poussées à la dépréciation en réaction aux sorties de capitaux. Les banques centrales de certains pays d'Asie et d'Amérique latine pourraient durcir leur politique de nouveau si les rebonds vigoureux que ces pays enregistrent se poursuivent, alors que celles de quelques pays émergents d'Europe exploitent encore leur marge de manoeuvre pour abaisser leurs taux face à des conditions de financement extérieur plus stables.

Les banques centrales de la plupart des pays avancés et de certains pays émergents ont eu recours à une série de mesures non conventionnelles pour détendre davantage les conditions de financement au cours de l'année écoulée. Différentes méthodes ont été utilisées, en fonction principalement de la structure du système financier². Toutes les banques centrales ont injecté des liquidités considérables dans les banques, étant donné l'importance de ces dernières dans chaque système financier. Par exemple, la BCE a fortement assoupli ses mécanismes de rachat, en élargissant sa gamme déjà large de garanties admissibles et en introduisant des échéances à 6 mois et à 1 an. De nombreuses banques centrales ont fourni des liquidités en dollars américains, par le biais de swaps avec la Réserve fédérale. Cette dernière et la Banque d'Angleterre, entre autres, ont procédé à des achats fermes d'obligations d'État en vue de faire baisser les rendements à long terme. Étant donné la bien plus grande importance des marchés de valeurs mo-

² Par exemple, dans la zone euro, le financement bancaire représentait environ 70 % du financement extérieur des entreprises entre 2004 et 2008. Aux États-Unis, elles obtenaient 80 % de leur financement extérieur sur le marché (Trichet, 2009). Les marchés des titres garantis par des créances hypothécaires sont aussi beaucoup plus importants aux États-Unis.

bilères pour l'économie américaine, la Réserve fédérale est aussi intervenue dans une large mesure sur les marchés de la dette des institutions financières spécialisées d'intérêt public³, des titres adossés à des créances hypothécaires et des billets de trésorerie, et ont fourni des concours financiers et une certaine protection aux investisseurs dans des titres adossés à des actifs⁴.

Conjuguées aux réductions des taux directeurs et à la relance budgétaire, ces opérations ont contribué à réduire les risques extrêmes liés à la baisse rapide de la confiance et à l'insuffisance des liquidités. En fait, certaines interventions prennent fin naturellement à la suite de l'amélioration de la situation financière. De manière générale, les opérations sur des marchés spécifiques semblent avoir été plus efficaces que les achats d'obligations d'État, bien qu'il soit peut-être difficile de dénouer ces opérations aussi longtemps que les marchés restent illiquides et que les défaillances fondamentales des marchés ne sont pas corrigées⁵.

Des politiques budgétaires de soutien

Tant les pays avancés que les pays émergents ont engagé une relance budgétaire d'envergure face au ralentissement sensible de l'activité : c'était d'autant plus important que la transmission de la politique monétaire a été perturbée dans nombre de pays (graphique 1.7). Pondérés par les parités de pouvoir d'achat, les déficits budgétaires totaux devraient augmenter de 6 points du PIB en 2009-10 par rapport à leur niveau d'avant la crise en 2007. L'expansion budgétaire est plus marquée dans les pays avancés, car l'État y occupe une place plus importante et les stabilisateurs automatiques tels que les impôts sur le revenu et les transferts (prestations sociales, allocations de chômage) y jouent un plus grand rôle. Pour les

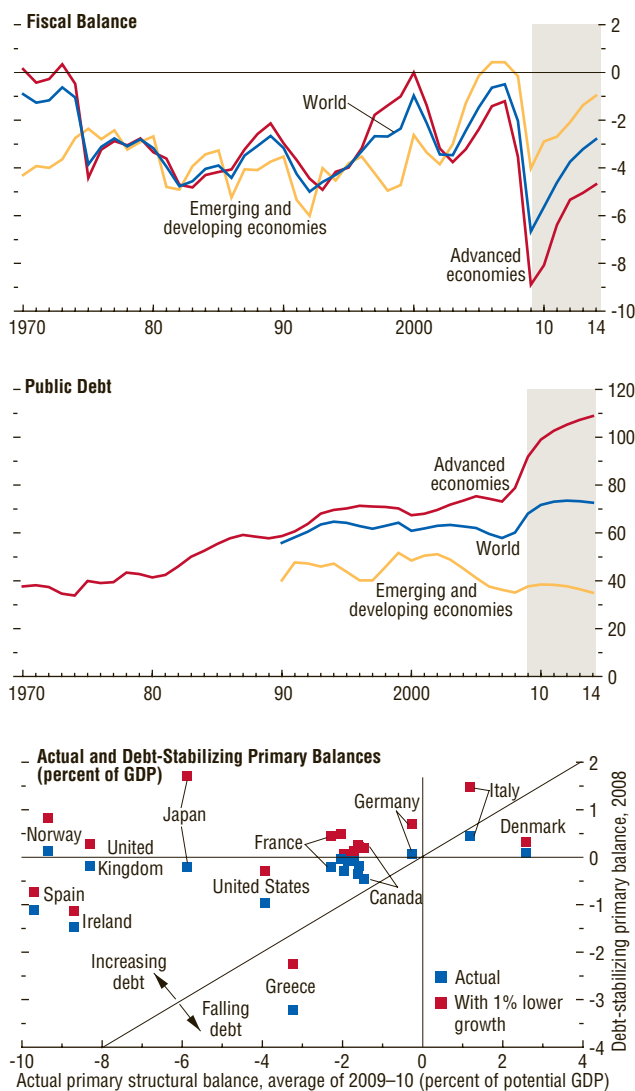
³Notamment Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) et Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).

⁴Pour plus de détails, voir Klyuev, Imus, and Srinivasan (à paraître).

⁵Pour une analyse des premières données, voir McAndrews, Sarkar, and Wang (2008), Iñák and others (2009), Meier (2009) et Taylor and Williams (2009).

Figure 1.7. General Government Fiscal Balances and Public Debt
(Percent of GDP)

Fiscal policy is providing significant stimulus to the global economy. Public debt, however, is rising fast, particularly in advanced economies. Large corrections in fiscal balances will be necessary to reverse this trend once the recovery is on a firm footing.



Sources: World Economic Outlook database; and IMF staff estimates.

pays du Groupe des Vingt (G-20), les mesures discrétionnaires prises face à la crise sont estimées à environ 2 % du PIB pour 2009 et à 1,5 % du PIB pour 2010, par rapport au niveau de base de 2007, les trains de mesures les plus importants étant en Asie, au Moyen-Orient et aux États-Unis. Les catégories de mesures de relance qui ont été appliquées le plus rapidement (allègements fiscaux, paiements de transferts) sont celles qui ont généralement moins d'effet sur l'activité. Celles qui ont un effet multiplicateur plus élevé seront probablement appliquées à un rythme accéléré pendant le deuxième semestre de 2009, du fait des retards inhérents aux programmes de dépenses publiques nouveaux et élargis, en particulier dans les infrastructures.

Alors que certains indices font état d'une stabilisation, la plupart des pays adoptent une position d'attente : ils mettent l'accent sur l'application des mesures annoncées précédemment et sur l'évaluation de leurs effets avant d'engager une relance supplémentaire. Les estimations pour 2010 intègrent l'exécution échelonnée des dépenses de relance engagées en 2009 et une reconduction des dispositions fiscales, ainsi que le fonctionnement persistant des stabilisateurs automatiques. Les déficits budgétaires devraient donc être plus ou moins les mêmes en 2010 qu'en 2009, l'activité étant encore soutenue. Pour les pays du G-20, il est estimé que les politiques budgétaires donnera au PIB une impulsion de 1 point au moins en 2009 et de moins d'1 point en 2010⁶. La persistance de l'impulsion en 2010 tient aux retards d'exécution et à la part croissante des dépenses d'équipement (infrastructures), dont l'effet multiplicateur est plus élevé que celui des allègements fiscaux ou des transferts. Dans les années suivantes, les déficits budgétaires commenceront à se contracter, si des mesures supplémentaires ne sont pas prises : les

⁶ La taille des multiplicateurs budgétaires est incertaine. Sur la base de fourchettes plausibles, les trains de mesures de relance pourraient donner au PIB une impulsion de 1 à 5 points en 2009 et de 0 à 1 point en 2010, par rapport à l'année précédente. Ces estimations tiennent compte des effets d'entraînement internationaux. Pour des détails, voir Horton, Kumar, and Mauro (2009).

mesures de relance prendront fin progressivement et la reprise améliorera les composantes cycliques du budget.

Aide au secteur financier

Outre les efforts déployés par les banques centrales, les pouvoirs publics sont intervenus largement aussi sur les marchés financiers pour atténuer les craintes d'un effondrement du système et rétablir la confiance. Ils ont fourni des garanties de dépôt et de créances, recapitalisé des institutions financières et mis en place des mécanismes permettant de cantonner les actifs compromis ou de les éliminer des bilans de ces entités (graphique 1.8). Étant donné la variété des situations nationales, des méthodes très différentes ont été utilisées. La plupart des autorités nationales ont fourni des garanties parce que leur coût budgétaire immédiat est faible et qu'il est relativement facile de les appliquer. Les programmes de recapitalisation des institutions financières et d'élimination de leurs actifs toxiques ont été confrontés rapidement à de gros obstacles politiques : sceptique, la population s'est opposée à ce qu'elle considérait comme des opérations de sauvetage trop généreuses en faveur des entreprises mêmes qui étaient apparemment responsables de la crise, ou a mis en doute le rôle croissant de l'État dans l'intermédiation du crédit. La recapitalisation a soulevé aussi plusieurs problèmes spécifiques, notamment la question de savoir comment évaluer l'insuffisance des capitaux étant donné l'incertitude entourant l'évaluation des actifs compromis et la résistance des actionnaires existants, qui ne voulaient pas d'une dilution de leur participation ni de leur influence.

En conséquence, seule une part limitée du financement public a été affectée initialement au soutien du secteur financier. Les pays avancés du G-20 y ont consacré un peu moins de 6 % de leur PIB, selon les estimations, et les pays émergents du G-20, dont le système financier est touché bien moins directement par la crise, moins de 1 % du leur⁷. Le montant de l'aide au sec-

⁷Voir Horton, Kumar, and Mauro (2009).

teur financier qui a été effectivement décaissé a généralement été encore inférieur, en raison de plusieurs facteurs. Certains sont inoffensifs, par exemple le caractère conservatoire des annonces initiales et des indications d'une stabilité croissante et d'une meilleure liquidité bancaire. D'autres sont plus préoccupants, tels que les retards dans l'exécution des programmes de recapitalisation et d'achat d'actifs dus au fait que les institutions financières préfèrent attendre la fin de la crise et se désendetter plutôt que d'enregistrer des dépréciations d'actifs et d'accepter l'aide publique pour accroître leurs prêts.

Plusieurs gouvernements se sont employés à évaluer leur système bancaire en procédant à des tests de résistance, qui, accompagnés de mesures crédibles visant à s'attaquer à l'insuffisance des capitaux, ont été utiles pour accélérer l'assainissement des bilans et le rétablissement de la confiance dans les banques. Toutefois, il reste beaucoup à faire sur ce plan dans bon nombre de pays. En conséquence, les fonds propres demeurent largement en deçà des niveaux nécessaires pour empêcher une nouvelle réduction du levier d'endettement des banques, ce qui freine considérablement la reprise.

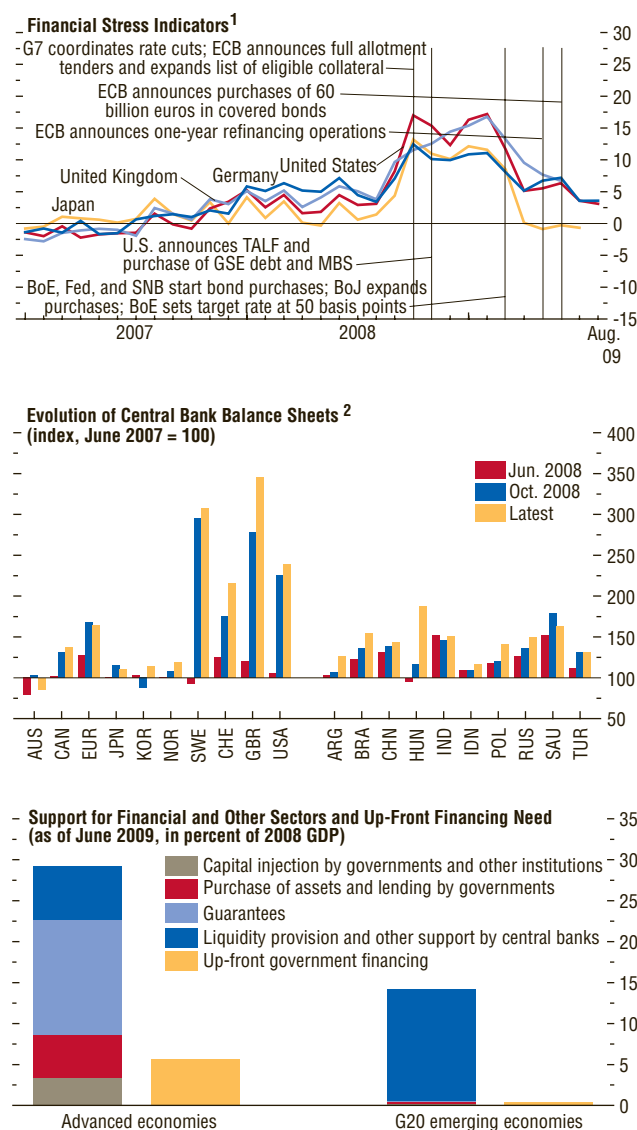
Reprise en demi-teinte et vulnérabilité à une déflation modérée

À court terme, l'action des pouvoirs publics à l'origine du rebond actuel perdra progressivement de sa vigueur, et les forces réelles et financières demeurent faibles, mais prennent progressivement de l'ampleur. En particulier, l'impulsion budgétaire s'atténuera et la reconstitution des stocks perdra progressivement de son influence, alors que la consommation et l'investissement augmenteront lentement. Donc, après s'être contractée d'environ 1 % en 2009, l'activité mondiale devrait progresser d'environ 3 % en 2010. Ces projections constituent une légère révision à la hausse de celles figurant dans la mise à jour de juillet 2009 des *Perspectives de l'économie mondiale* (tableau 1.1; graphique 1.9).

Une expansion languissante est prévue dans les pays avancés pendant une bonne partie de

Figure 1.8. Public Support to Ease Financial Stress

Extraordinary public intervention has helped reduce financial market turmoil. As a result, balance sheets of central banks have expanded considerably, and governments have incurred significant actual and contingent expenditures.



Sources: Horton, Kumar, and Mauro (2009), Table 4; and IMF staff calculations.

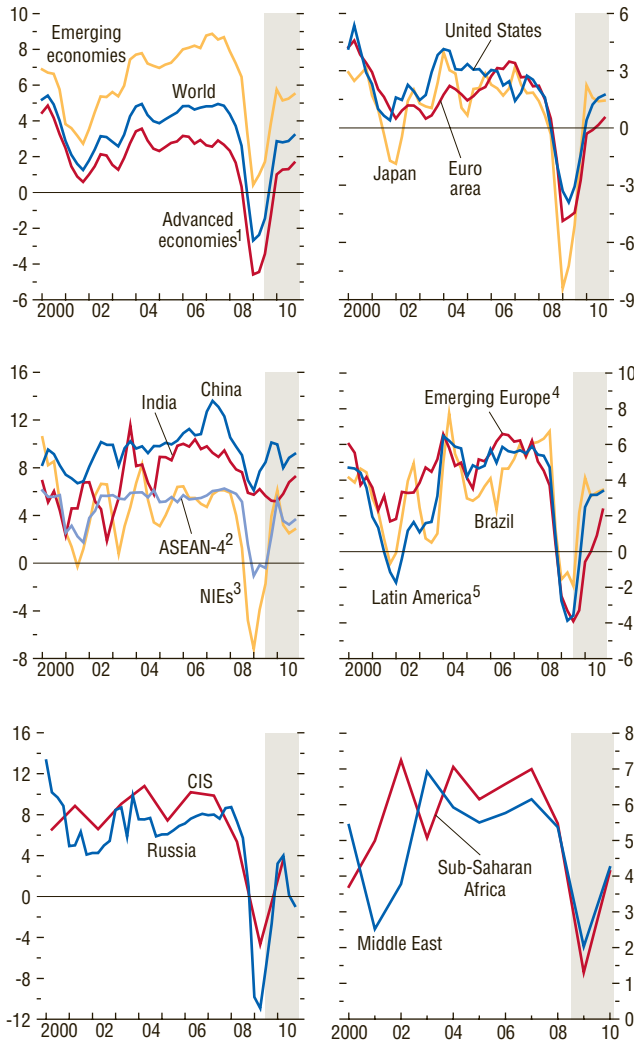
¹Financial stress indicators consist of seven financial market variables, including the beta of banking stocks, the TED spread, the slope of the yield curve, corporate bond spreads, stock market returns, stock market volatility, and exchange rate volatility. BoE: Bank of England; BoJ: Bank of Japan; ECB: European Central Bank; Fed: Federal Reserve; GSE: government-sponsored enterprises; MBS: mortgage-backed securities; SNB: Swiss National Bank; TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility.

²AUS: Australia; CAN: Canada; EUR: Euro area; JPN: Japan; KOR: Korea; NOR: Norway; SWE: Sweden; CHE: Switzerland; GBR: United Kingdom; USA: United States; ARG: Argentina; BRA: Brazil; CHN: China; HUN: Hungary; IND: India; IDN: Indonesia; POL: Poland; RUS: Russia; SAU: Saudi Arabia; TUR: Turkey.

Figure 1.9. Global Outlook

(Real GDP; percent change from a year earlier)

A recovery is expected to take hold in 2009–10. However, economic growth will be uneven: modest in advanced economies, emerging Europe, the Commonwealth of Independent States (CIS), and Latin America; strong in China and India.



Sources: Haver Analytics; and World Economic Outlook database.
¹Australia, Canada, Czech Republic, Denmark, euro area, Hong Kong SAR, Israel, Japan, Korea, New Zealand, Norway, Singapore, Sweden, Switzerland, Taiwan Province of China, United Kingdom, and United States.
²Indonesia, Malaysia, Philippines, and Thailand.
³Newly industrialized Asian economies (NIEs) comprise Hong Kong SAR, Korea, Singapore, and Taiwan Province of China.
⁴Estonia, Hungary, Latvia, Lithuania, and Poland.
⁵Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, and Venezuela.

2010, la croissance de la production ne tendant vers son potentiel à moyen terme que plus tard dans l'année. Donc, la croissance annuelle moyenne en 2010 ne sera que légèrement positive, aux environs de 1¼ %, après une contraction de 3½ % en 2009. Le rebond de l'activité est plus manifeste du quatrième trimestre de 2009 au quatrième trimestre de 2010, où la croissance devrait être voisine de 1¾ %, contre une expansion d'environ ½ % (taux annualisé) au deuxième semestre de 2009 et une contraction de 2 % au premier semestre. La reprise est ressentie tout d'abord dans les pays avancés d'Asie. Aux États-Unis, la consommation devrait profiter d'une diminution graduelle des pertes d'emplois, ainsi que d'un affermissement des prix des actifs. En Europe, l'amélioration tient au soutien des pouvoirs publics et au rétablissement de la confiance et des échanges commerciaux; en France et en Allemagne, la production a déjà augmenté modérément au deuxième trimestre de 2009. Cependant, une période prolongée de pertes d'emplois substantielles devrait peser sur l'activité en Europe pendant une bonne partie de l'année 2010.

Dans les pays émergents, la croissance du PIB réel devrait atteindre 5 % en 2010, contre 1¾ % en 2009. Le rebond est porté par la Chine, l'Inde et plusieurs autres pays émergents en d'Asie. L'Afrique et le Moyen-Orient devraient aussi enregistrer une croissance vigoureuse de près de 4 %, grâce au redressement des cours des produits de base, alors que l'Amérique latine profitera de la hausse des cours des produits de base et du commerce mondial. Dans les pays émergents d'Europe et la CEI, la reprise pourrait être retardée en raison de contraintes de financement extérieur plus rigoureuses qui réduisent des déficits courants très élevés (voir chapitre 2).

Le redressement graduel laisse entrevoir une période prolongée d'inflation modérée et de vulnérabilité à une légère déflation (voir graphique 1.10). Bien que les risques d'une déflation soutenue aient diminué au cours du dernier trimestre, les tensions déflationnistes, mesurées par un indicateur global qui comprend divers indicateurs de prix, des estima-

tions de l'utilisation des capacités de production et des prix des actifs pour la plupart des pays du G-20, devraient rester relativement élevées au cours de l'année qui vient⁸. Pour les États-Unis et la zone euro, par exemple, les estimations des services du FMI indiquent que la croissance de la production potentielle a diminué, est aujourd'hui proche de zéro et ne se redressera que lentement pour avoisiner 2 % et 1 ¼ %, respectivement, à moyen terme (graphique 1.11)⁹. Néanmoins, des écarts de production considérables se creusent, entre 3 et 5 % du PIB potentiel. En conséquence, l'inflation dans les pays avancés devrait être proche de zéro en 2009 et s'accélérer très modérément pour avoisiner 1 % en 2010, principalement du fait de la hausse des cours des produits de base. Les prix de nombreux biens manufacturés continueront probablement de reculer pendant un certain temps. Heureusement, les anticipations inflationnistes sont généralement restées bien ancrées, offrant ainsi une certaine protection contre des hausses des prix fortes et soutenues. Dans les pays émergents, l'inflation devrait avoisiner 5 % en 2009–10, contre plus de 9 % en 2008. Seuls la Chine, quelques pays de l'ASEAN-5¹⁰ et la plupart des pays émergents d'Europe devraient enregistrer une baisse de l'inflation bien au-dessous de 5 %. La fai-

⁸Pour des détails sur l'établissement de cet indicateur, voir Decressin and Laxton (2009). Veuillez noter que le graphique 1.11 donne aussi un indicateur de déflation élargi, qui inclut les prix immobiliers.

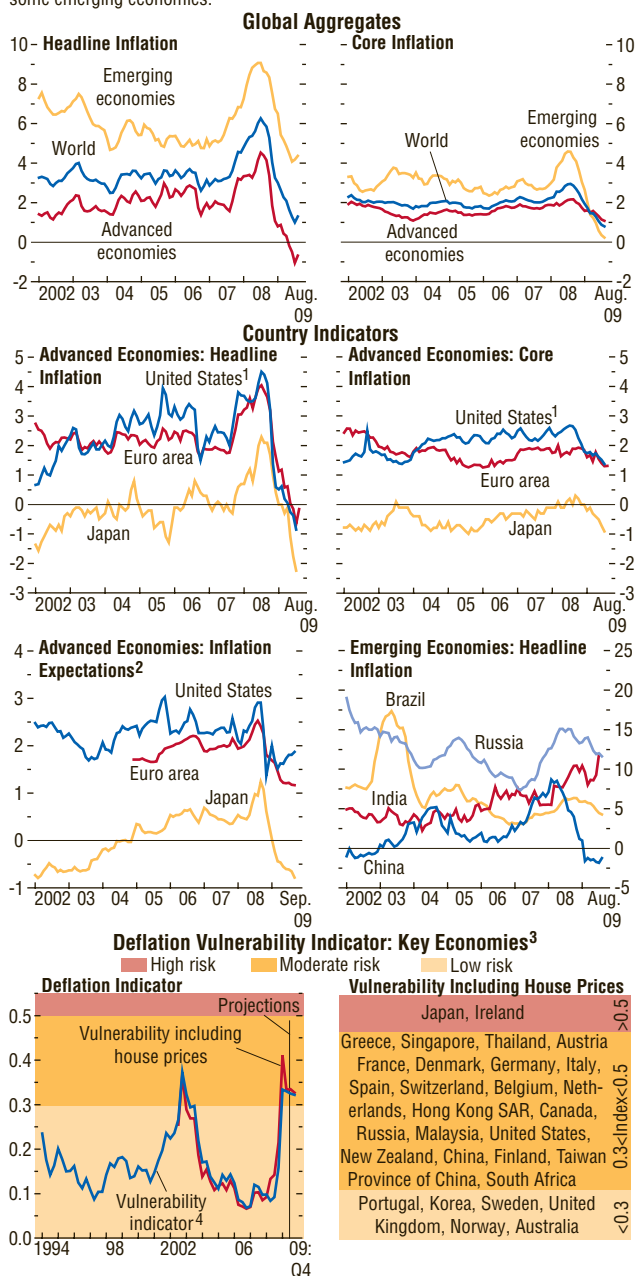
⁹Les estimations (filtre à plusieurs variables) sont obtenues à partir de l'examen de diverses variables macroéconomiques et des relations entre ces dernières. Si une baisse de la production se traduit par une baisse de l'inflation hors alimentation et énergie, le ralentissement est cyclique; sinon, il est structurel, et tient à une baisse de la croissance potentielle. Cependant, les données sur la production ne sont disponibles que chaque trimestre. On peut obtenir plus d'informations sur le court terme en examinant l'utilisation des capacités de production et le chômage, et leurs rapports antérieurs à la production. En général, toutefois, les estimations de la production potentielle en temps réel sont assorties de marges d'erreur importantes, en particulier pendant les expansions et les récessions. Voir Bernes and others (2009).

¹⁰Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande.

Figure 1.10. Global Inflation

(Twelve-month change in the consumer price index unless otherwise noted)

The global recession has caused a large drop in inflation and rising concern about mild deflation. However, the decline in inflation pressures has been limited among some emerging economies.



Sources: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

¹Personal consumption expenditure deflator.

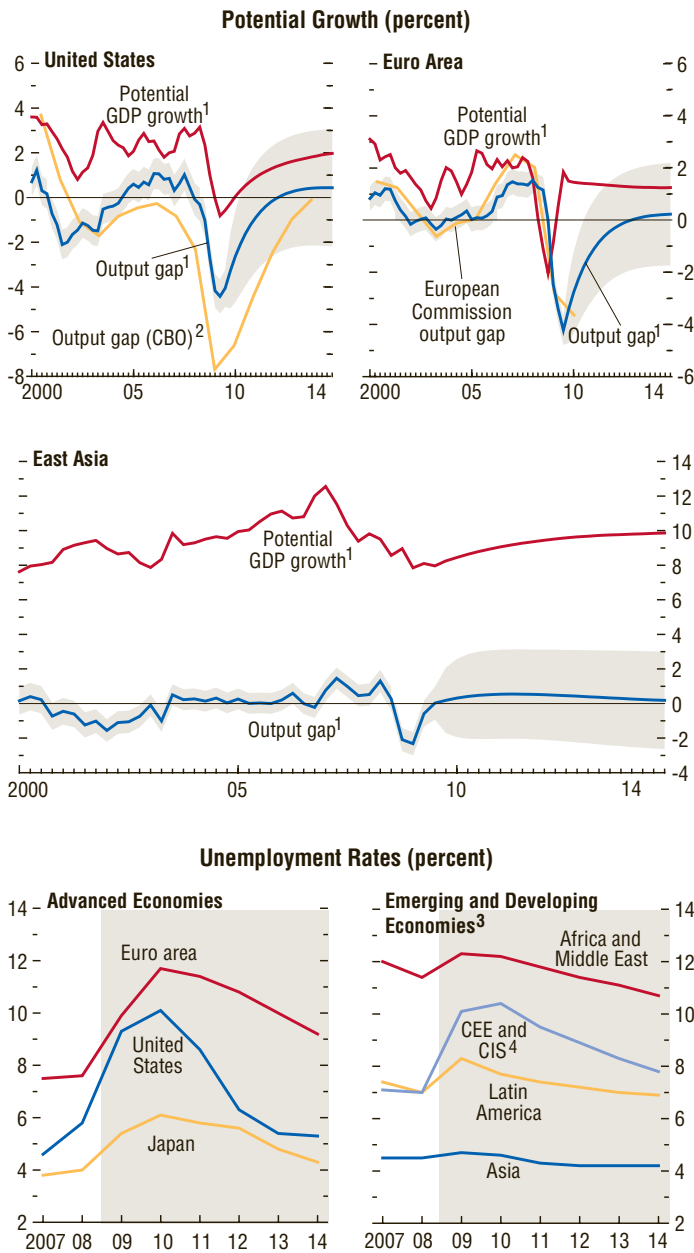
²One-year-ahead consensus forecasts. The December values are the average of the surrounding November and January values.

³For details on the construction of this indicator, see Decressin and Laxton (2009). The figure also features an expanded indicator, which includes house prices. Vulnerability as of 2009:Q3. For the equity, real exchange rate, and nominal house price components, values for August 2009 were used.

⁴Major advanced and emerging economies.

Figure 1.11. Potential Growth and Unemployment Rates

Potential growth is taking a hit from the crisis, particularly in advanced economies and emerging economies suffering balance of payments crises. Unemployment will be above precrisis levels for some time in advanced economies but not in most emerging and developing economies.



Sources: U.S. Congressional Budget Office; and IMF staff calculations.

blesse de la croissance potentielle et de l'inflation ralentira le processus de désendettement, ce qui accentuera les forces de contraction.

Au-delà de 2010 : comment l'économie mondiale va-t-elle se rééquilibrer?

Pour réaliser une croissance saine et soutenue à moyen terme, il sera crucial de s'attaquer aux perturbations de l'offre causées par la crise et de rééquilibrer la demande mondiale. En ce qui concerne l'offre, les entreprises financières devront être restructurées et les marchés remis en état de fonctionner afin de fournir le crédit nécessaire pour accroître de manière soutenue l'investissement et la productivité, et l'emploi devra être redéployé entre les secteurs. Pour ce qui est du rééquilibrage de la demande, il faudra passer d'une demande publique à une demande privée et d'une croissance tirée par l'intérieur à une croissance tirée par l'extérieur dans les nombreux pays où les prix des actifs se sont effondrés. Par conséquent, les pays où la croissance était précédemment portée par les exportations devront passer d'une croissance tirée par l'extérieur à une croissance tirée par l'intérieur.

Baisse de la croissance potentielle

Selon les données historiques présentées au chapitre 4, on observe des pertes de production généralement importantes et permanentes après des crises financières, même si leur ampleur varie largement et que des pertes majeures ont été évitées dans certains cas. Dans le passé, les pertes de production qui ont suivi les crises se sont manifestées par une baisse du capital, une hausse du chômage et une diminution de la productivité totale des facteurs. L'accumulation du capital a généralement chuté en raison des interactions entre la hausse du coût de financement, l'effondrement de la demande, la dépréciation des garanties et l'excédent croissant des capacités de production. La dynamique de ces interactions a généralement été de longue durée, et a fait monter le chômage à un niveau élevé. Au fil du temps, le chômage est devenu structurel plutôt

que cyclique, les demandeurs d'emploi n'ayant plus les qualifications nécessaires ou étant encouragés à quitter la population active par des mécanismes généreux de retraite anticipée ou autre prestations à long terme. Ces dernières ont joué un rôle important dans la montée du chômage structurel en Europe après les grandes récessions des années 70 et 80¹¹. La productivité totale des facteurs a souffert pour plusieurs raisons, parmi lesquelles la rétention de main-d'œuvre à court terme, l'obsolescence du capital physique et humain, et la baisse des dépenses de recherche et développement.

Les projections actuelles de la production à moyen terme sont effectivement largement inférieures à celles d'avant la crise (graphique 1.12), ce qui s'inscrit dans la suite logique d'une perte permanente de production potentielle. L'investissement a déjà reculé nettement, surtout dans les pays touchés par les crises financières et immobilières. Avec la hausse des taux de rebut, alors que les entreprises font faillite ou se restructurent, cela réduit les stocks de capitaux effectifs. En outre, le chômage devrait rester élevé à moyen terme dans plusieurs pays avancés. Dans la zone euro, par exemple, le taux de chômage devrait s'approcher de 12 % en 2010 et ne reculer que progressivement à 9 1/2 % en 2014. Par contre, aux États-Unis, où le marché du travail est plus souple, le chômage devrait tomber d'un sommet d'environ 10 % en 2010 à 5 % en 2014.

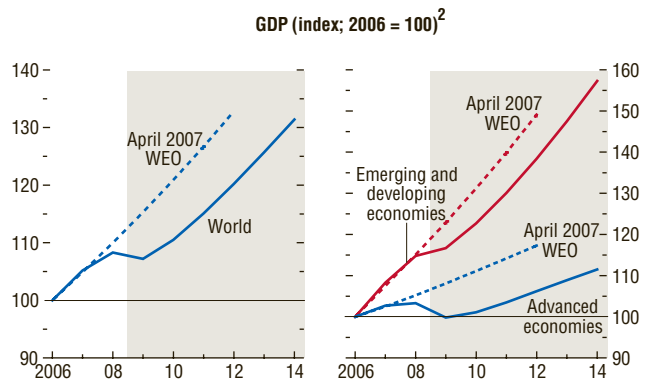
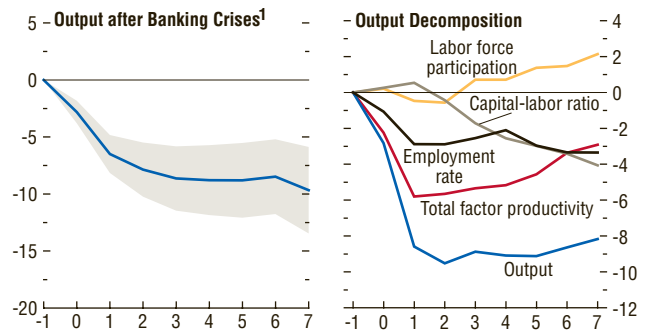
Rééquilibrage de la demande

En plus d'agir sur l'offre, il convient aussi d'ajuster la demande mondiale afin d'entretenir une reprise vigoureuse. En particulier, de nombreux pays qui ont adopté des stratégies de croissance tirée par les exportations et ont dégagé des excédents courants devront compter davantage sur la demande intérieure, notamment des pays émergents d'Asie et d'ailleurs, ainsi que l'Allemagne et le Japon. Cela aidera à compenser une demande intérieure languissante dans les pays qui ont généralement dégagé des déficits courants et enregistré un effondrement des prix des ac-

¹¹Voir, par exemple, Bruno and Sachs (1985).

Figure 1.12. GDP Growth

Historical evidence suggests that declining output after crises is driven to a roughly equal extent by lower employment, lower effective capital stocks, and lower productivity. *World Economic Outlook* (WEO) forecasts for output have been marked down appreciably relative to precrisis levels, in line with historical evidence. With lower investment and consumption, current accounts of advanced economies are expected to improve.



Source: World Economic Outlook database projections.

¹In percent of precrisis trend; mean difference from year $t-1$; first year of crisis at $t=0$. The figure reports the estimated mean path (line) and the 90 percent confidence interval for the estimated mean (shaded area).

²GDP path predicted in the April 2007 WEO (dashed line) versus current GDP path (solid line).

tifs (boursiers ou immobiliers), parmi lesquels les États-Unis, le Royaume-Uni, certains pays de la zone euro et de nombreux pays émergents d'Europe. Dans ces pays, il est peu probable que la consommation et l'investissement privés compensent le retrait progressif de l'impulsion budgétaire, étant donné que les revenus des ménages et les bénéfices des sociétés seront modérés et que l'assainissement des bilans se poursuivra pendant un certain temps, d'où une hausse des taux d'épargne. En conséquence, les importations de ces pays seront peu soutenues et leurs déficits courants fléchiront. En outre, il conviendra de réaffecter les ressources entre les secteurs du côté de l'offre pour tenir compte de l'évolution de la demande.

Ce rééquilibrage de la demande mondiale prendra du temps. Pour illustrer le défi à relever, il est à noter que la consommation de la Chine, principale économie dégagant un excédent courant, représente seulement environ un quart de la consommation totale aux États-Unis et dans les pays européens affichant des déficits courants élevés. Par ailleurs, la possibilité pour des pays avancés tels que l'Allemagne et le Japon de contribuer à ce rééquilibrage est limitée, car ils doivent épargner pour se préparer au vieillissement de leur population. Le rééquilibrage doit donc impliquer un large éventail de pays émergents pour soutenir une croissance mondiale vigoureuse à moyen terme. Il faudra aussi modifier sensiblement la structure de consommation, en s'appuyant sur un environnement économique qui encourage une baisse de l'épargne de précaution et une hausse de l'investissement, notamment dans les pays émergents qui exportent traditionnellement beaucoup de capitaux. Il s'agit d'une tâche à long terme pour les pouvoirs publics, qui implique des questions complexes liées à la baisse de l'épargne des entreprises, à l'expansion et à l'amélioration de l'intermédiation financière, à l'élimination des distorsions qui favorisent la production de biens négociables et au renforcement des dispositifs de protection sociale. On ne peut s'attendre à des progrès rapides à court terme.

Ces projections donnent donc une image peu encourageante de la trajectoire du rééquilibrage de la demande¹². En 2009, les déséquilibres mondiaux des opérations courantes diminuent nettement (graphique 1.13). Les déficits courants baissent aux États-Unis et dans divers pays avancés (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne, Royaume-Uni) et dans les pays émergents d'Europe : ensemble, ces pays représentaient la majeure partie des déficits courants mondiaux avant la crise. Pendant ce temps, les excédents diminuent dans les pays exportateurs de pétrole, car la valeur des recettes pétrolières diminue fortement, ainsi qu'en Allemagne et au Japon. Cependant, les déséquilibres vont de nouveau se creuser à terme. Le redressement des cours du pétrole devrait accroître l'épargne et les excédents courants des pays exportateurs de pétrole, tout en réduisant les excédents des pays importateurs. Le retournement du cycle manufacturier mondial devrait conduire à une hausse de l'excédent de l'Allemagne et dans une moindre mesure de celui du Japon (en raison de l'appréciation récente du yen). Néanmoins, ces deux pays et les pays exportateurs de pétrole devraient moins contribuer aux déséquilibres mondiaux à moyen terme qu'ils ne l'ont fait récemment. Par ailleurs, on prévoit un faible ajustement du solde courant des pays émergents d'Asie, notamment de la Chine, à moyen terme. En conséquence, les déséquilibres mondiaux se creusent à nouveau à moyen terme; en outre, l'écart statistique de la balance mondiale des opérations courantes — la somme des soldes courants de tous les pays — devrait augmenter quelque peu par rapport au passé récent (encadré 1.5). Cependant, cette hausse est limitée et, par conséquent, ainsi que pour d'autres raisons, ses implications pour les prévisions de croissance sont probablement limitées aussi.

¹² Comme la plupart des prévisions qui utilisent des sources de données privées et officielles, les projections des *Perspectives de l'économie mondiale* reposent sur des taux de change effectifs réels inchangés. Il n'est pas surprenant que ces projections sous-estiment généralement le montant du rééquilibrage effectif entre les pays en excédent et en déficit.

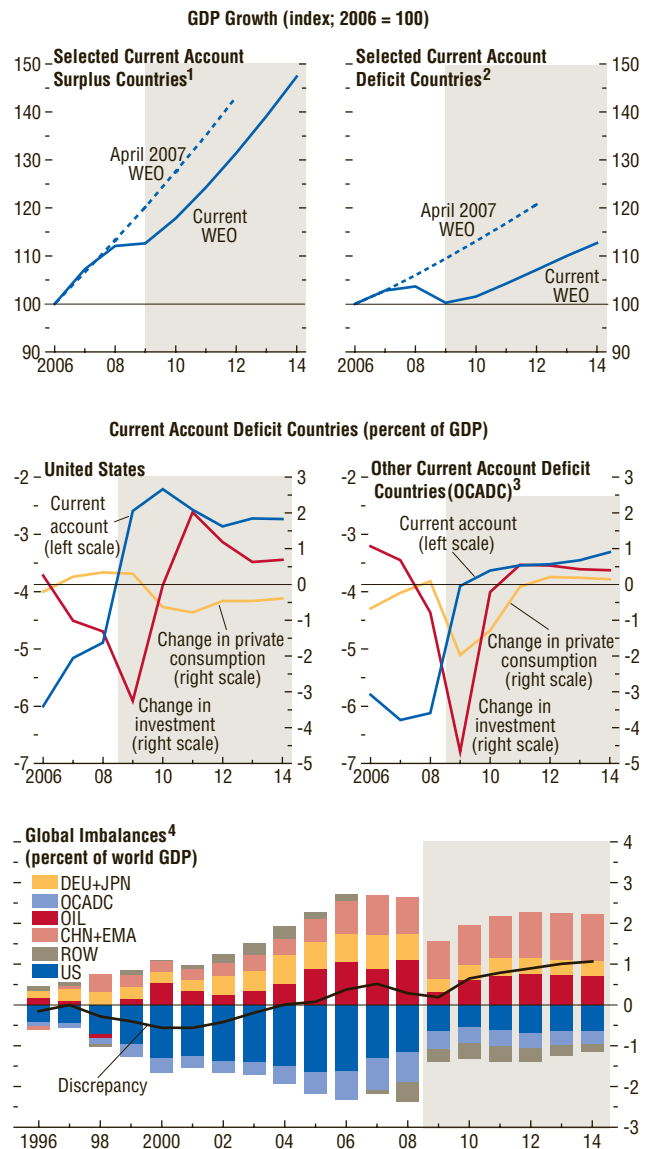
Risques pesant sur la reprise

Les risques pesant sur la croissance diminuent progressivement, mais restent préoccupants. À court terme, le risque principal est que la reprise s'enlise et que les forces déflationnistes s'installent. Cela pourrait résulter de plusieurs facteurs défavorables. Un abandon prématuré des politiques monétaires et budgétaires de soutien, peut-être à cause des craintes croissantes concernant l'intervention des pouvoirs publics et l'action non conventionnelle des banques centrales, semble être un risque important, parce que le rebond résultant de l'action des pouvoirs publics pourrait être considéré à tort comme le début d'une reprise vigoureuse. En outre, il pourrait y avoir une résistance à la prolongation de l'aide des pouvoirs publics pendant un temps suffisant pour permettre à la demande privée de se redresser durablement. L'assainissement des bilans dans le secteur financier pourrait être mis à mal par la montée du chômage, une hausse plus forte que prévu des impayés sur les hypothèques résidentielles et l'immobilier commercial, et de nouvelles faillites d'entreprises. Les banques n'étant que faiblement capitalisées, cela pourrait conduire à une situation financière encore plus tendue. (Ces risques et d'autres risques liés au secteur financier sont examinés dans l'édition d'octobre 2009 du *GFSR*.) De manière plus générale, de nombreux chocs qui pourraient être absorbés dans d'autres circonstances, par exemple un retour virulent de la grippe H1N1 ou des tensions géopolitiques qui éliminent l'excédent des capacités dans le secteur pétrolier, pourraient avoir des effets déstabilisateurs importants, étant donné la vulnérabilité de l'économie mondiale et du système financier.

Cependant, il existe des raisons d'être optimiste, comme en témoigne l'amélioration récente et plus rapide que prévu de la situation financière. En particulier, le fait que diverses mesures prises par les pouvoirs publics aient dissipé les craintes d'un effondrement de l'activité pareil à celui des années 30 et conduit à une nette amélioration de l'état d'esprit des opérateurs des marchés financiers pourrait entraîner

Figure 1.13. Global Imbalances

Output of countries with current account deficits is projected to drop appreciably relative to precrisis trends, driven mainly by lower investment. Consumption is expected to fall as well, however, leading to improvements in their current accounts.



Source: IMF staff estimates.

¹China, Germany, Hong Kong SAR, Indonesia, Japan, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan Province of China, Thailand, and oil exporters (including Islamic Republic of Iran, Nigeria, Norway, Russia, Saudi Arabia, and Venezuela).

²Bulgaria, Croatia, Czech Republic, Estonia, Greece, Hungary, Ireland, Latvia, Lithuania, Poland, Portugal, Romania, Slovak Republic, Slovenia, Spain, Turkey, United Kingdom, and United States.

³Countries listed in Note 2, excluding United States.

⁴US: United States; DEU+JPN: Germany and Japan; CHN+EMA: China, Hong Kong SAR, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan Province of China, and Thailand; OIL: Oil exporters; ROW: Rest of the world.

Encadré 1.5. De déficit en excédent : récente inflexion des soldes des comptes des transactions courantes de la balance mondiale des paiements

La question de l'écart statistique dans les comptes des transactions courantes de la balance mondiale des paiements est une anomalie des statistiques économiques bien connue (FMI, 1987; annexe 3 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 1996; et Encadré 2.1 des *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2002). En théorie, les exportations mondiales, c'est-à-dire la somme des exportations de tous les pays devrait être égale à la somme des importations de ces pays, mais cette égalité n'est pas vérifiée en pratique¹. De fait, l'écart statistique est parfois important et peut atteindre ½ % du PIB mondial en valeur absolue (graphique, page supérieure). Les responsables des politiques publiques et les universitaires qui analysent la situation du compte courant s'interrogent depuis longtemps sur les origines et sur l'évolution de cet écart statistique. Cette question prend une nouvelle importance au vu du rééquilibrage nécessaire de la demande mondiale à la suite de la crise actuelle. Plus spécifiquement, deux séries de questions interdépendantes se posent.

Quels sont les facteurs qui expliquent cette inflexion de l'écart statistique au cours des dernières années, reflétant un « excédent » du compte des transactions courantes de la balance mondiale des paiements après des décennies de « déficit »?

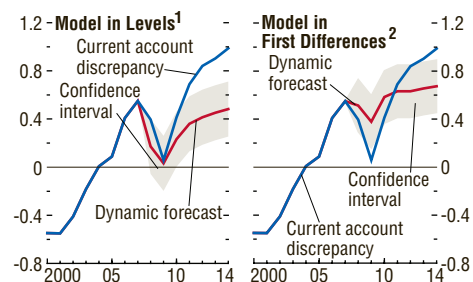
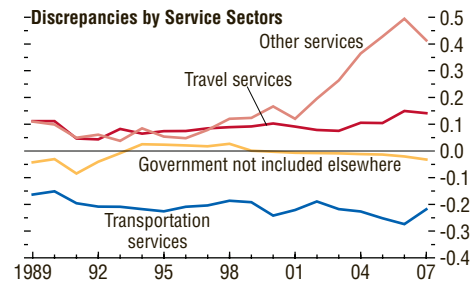
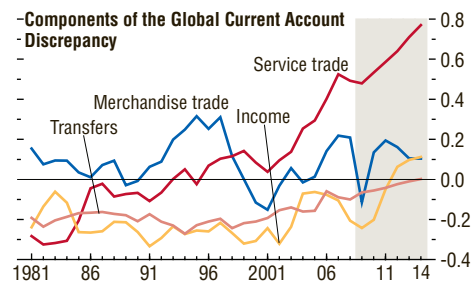
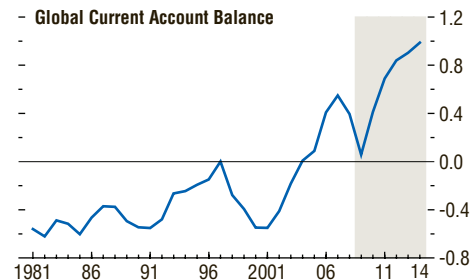
Quelles sont les perspectives d'évolution de l'écart statistique ? L'amplification continue de l'écart qui est implicite dans les projections des

Thomas Helbling et Marco E. Terrones sont les principaux auteurs de cet encadré.

¹D'une façon générale, les transactions commerciales internationales désignent les transactions inscrites dans le compte des transactions courantes d'un pays avec l'extérieur. Dans les statistiques de la balance des paiements, on les appelle « transactions courantes » pour les distinguer des transactions du compte de capital et des comptes financiers. Les transactions courantes comprennent les grandes catégories ci-après : exportations et importations de biens et de services, revenus se rapportant à l'achat d'avoires par des non-résidents, paiements au titre d'engagements envers des non-résidents (y compris pour le capital humain) et recettes et paiements au titre des transferts courants.

Global Current Account Discrepancies

(Percent of world GDP)



Sources: WEO database projections; and IMF staff calculations.

¹The model includes a first-order autoregressive term and a trend.

²The model includes a first-order autoregressive term.

Perspectives de l'économie mondiale est-elle compatible avec les tendances passées?²

L'analyse ci-après laisse penser que l'évolution de l'écart statistique, et notamment son récent passage du signe négatif au signe positif, reflète un changement des conditions économiques mondiales et une augmentation tendancielle des biais de mesure en faveur des exportations, qui concerne surtout les services. La décélération de la croissance mondiale en 2008 et 2009 a déjà entraîné un resserrement de l'écart en 2008, qui se poursuivra probablement en 2009. Cette diminution cyclique est contrecarrée par la tendance qui s'accroît à l'excédent de la balance du compte des services. Toutefois, les résultats de modèles économétriques simples d'estimation de l'écart statistique laissent penser que la forte amplification de l'écart pour 2013–14 qui est implicite dans les prévisions des Perspectives économiques mondiales pourrait être plus forte que celle que l'on peut attendre du prolongement des tendances historiques.

Quels sont les facteurs qui expliquent la récente inflexion de l'écart statistique des comptes de transactions courantes de la balance mondiale des paiements?

Le graphique montre que l'écart s'est généralement amplifié depuis 2001, est devenu positif en 2005 et a atteint un pic en 2007. Selon des données préliminaires, il se serait ensuite resserré, tombant de ½ pourcent du PIB mondial en 2007 à environ à ⅓ pourcent du PIB mondial en 2008. Selon les données trimestrielles disponibles pour un sous-ensemble de pays, l'écart s'est nettement resserré au cours du deuxième semestre de 2008 alors que le commerce mondial s'effondrait, mais ce recul a été annulé en grande partie au premier semestre de 2009³.

²Les prévisions des Perspectives de l'économie mondiale pour chaque pays se fondent sur les hypothèses habituelles mais n'intègrent pas explicitement de contraintes « d'addition » dans l'estimation du solde global des transactions internationales. On utilise donc depuis longtemps l'écart statistique de la balance mondiale « agrégée » des transactions courantes comme mesure de la cohérence des prévisions.

³Les pays de ce sous-ensemble représentent environ 93 % du PIB mondial.

La ventilation du commerce mondial selon ses grandes composantes que présentent les deuxièmes et troisièmes plages du graphique montre que le passage d'un déficit du compte des transactions courantes de la balance mondiale à un excédent tient principalement aux écarts positifs (« excédents») du commerce des biens et des « autres services »⁴.

La progression de l'excédent du commerce mondial des biens au cours de la période 2001 - 07 reflète probablement des décalages liés au transport entre la date d'enregistrement des données relatives aux importations et celle de l'enregistrement des données sur les exportations, pendant une période de rapide expansion des échanges mondiaux⁵. Si certaines des exportations sont enregistrées dans les pays de départ pendant la période précédant celle de l'enregistrement des importations correspondantes dans le pays de destination, une reprise de la croissance du commerce mondial peut se traduire dans les comptes par une augmentation de l'excédent mondial. Avec la fragmentation des processus de production, les échanges se sont développés beaucoup plus rapidement que la valeur ajoutée (ou le PIB) au cours des dernières années. On peut alors expliquer le resserrement de l'écart statistique observé en 2008 par la chute brutale des échanges, amplifiée par le fait que les exportations sont enregistrées avant les importations.

⁴Comment on l'a vu dans FMI (1987) et dans l'annexe 3 des Perspectives de l'économie mondiale – octobre 1996, l'écart statistique négatif (« déficit ») observé dans les années 80 et 90 était principalement imputable aux déficits des comptes des services de transport et des revenus des investissements. Ces déficits étaient attribués à l'insuffisance ou à l'absence de l'enregistrement des données dans les pays expéditeurs (services de transport) et à la sous-déclaration des revenus des investissements par les bénéficiaires (fraude fiscale, etc.).

⁵D'autres facteurs pourraient également avoir joué un rôle. Par exemple, on avance souvent que l'incitation à sous-déclarer est plus forte pour les importations que pour les exportations car les premières sont plus lourdement imposées. Par conséquent, lors d'une reprise du commerce mondial, les données relatives aux importations pourraient être systématiquement biaisées à la baisse. Toutefois, les composantes des produits manufacturés étant de plus en plus souvent exemptées de droits de douane, il est possible que ce facteur ait joué un rôle moins important au cours des dernières années qu'il a 20 ans.

Encadré 1.5 (suite)

Au cours des dernières années, la contribution des composantes du commerce des services à l'écart statistique s'est modifiée⁶. Dans les années 80 et 90, l'écart négatif dans ce secteur tenait principalement au déficit global des services de transport. Toutefois, depuis 2001, l'excédent croissant du commerce des autres services a plus que compensé cet écart, qui reste négatif, et l'écart statistique est devenu positif pour l'ensemble du commerce des services.

Le creusement de l'écart statistique pour la composante « autres services » reflète probablement des problèmes de mesures liés à l'augmentation rapide du commerce international de services non traditionnels notamment par la délocalisation des services commerciaux, financiers ou de communication. En effet, il est plus facile de recenser les exportateurs que les importateurs car les premiers se spécialisent dans la fourniture de services (alors que les besoins des importateurs sont souvent plus sporadiques) et ont généralement un volume de transactions plus important que les importateurs. Par exemple, les cabinets juridiques spécialisés dans les affaires de conflit transfrontalières ont généralement pignon sur rue alors que la plupart de leurs clients ne sollicitent pas régulièrement de services juridiques pour de telles affaires. Il y a donc plus de chances de repérer les exportateurs, qui seront en nombre suffisant pour dépasser le seuil fixé pour la participation aux enquêtes qui servent à mesurer une part importante du commerce international de services⁷. Par consé-

quent, les exportations seront plus souvent enregistrées que les importations, ce qui peut introduire un biais en faveur d'un écart statistique positif pour cette composante. En effet, ce type de services ayant pris une place beaucoup plus importante, l'écart statistique a augmenté relativement au PIB mondial.

Parmi les autres raisons qui expliquent les écarts positifs du commerce des « autres services » on peut citer les biais liés aux incitations. Souvent, les dirigeants s'intéressent avant tout aux exportations de services (comme moyen de stimuler la croissance), et les services statistiques cherchent donc davantage à mesurer les exportations que les importations. En outre, les pays émergents et en développement, habituellement importateurs nets de services, ne disposent généralement pas de systèmes de collecte de données adéquats dans ce domaine.

Il reste difficile de prévoir l'évolution probable de l'écart statistique du commerce mondial des autres services. On s'attend à ce que la tendance à une croissance rapide de ces services se poursuive, mais les instituts statistiques perfectionnant actuellement leurs instruments de mesure, il est difficile de savoir dans quelle mesure ces améliorations affecteront l'ampleur et le sens de l'évolution de cet écart.

Perspectives de l'évolution de l'écart statistique

Selon les prévisions de la présente édition des Perspectives de l'économie mondiale, l'écart statistique, après avoir continué à se resserrer en 2009, devrait s'amplifier à nouveau relativement au PIB mondial pendant la période 2010 – 14 et dépasser largement le pic atteint en 2007. Cette évolution paraît plausible sur le plan qualitatif, compte tenu des tendances récentes qui ont été examinées ci-dessus, mais il serait également souhaitable d'évaluer la cohérence quantitative de ces prévisions et des tendances antérieures. En d'autres termes, il s'agit de savoir si les fluctuations de l'écart statistique qui ressortent des prévisions restent dans la marge d'erreur historique.

Marquez et Workman (2001) étudient ces questions à l'aide d'un modèle économétrique de l'écart statistique. Ils vérifient si l'écart prévu se trouve bien

⁶Le commerce international des services mesuré a rapidement progressé au cours des dernières années. Si cette progression reflète indubitablement la rapide progression des transactions, compte tenu de la grande facilité qu'il y a à échanger des services, elle reflète aussi les grands progrès réalisés dans la mesure de ce type d'échanges. Des pays de plus en plus nombreux ont commencé à enregistrer et à déclarer les transactions relatives au commerce de services au cours des 50 dernières années (Lipsey 2009). En outre, le nombre de pays déclarant des types de services différents s'est accru de façon significative au cours des 30 dernières années. Par exemple, le nombre de pays faisant état d'exportations et d'importations de services financiers est passé de 10 à plus de 100 entre 1985 et 2005.

⁷À la différence du commerce des marchandises, le commerce international de nombreux services n'est pas enregistré dans les registres de douanes. Toutefois, dans le domaine des services qui font depuis long-

temps l'objet d'un commerce - les transports et les voyages - il existe au moins des registres de douane.

Statistical Properties of the Global Current Account Balance

(1981–2007; in percent of global GDP)

	Levels			First Differences		
	Mean	Standard deviation	Persistence	Mean	Standard deviation	Persistence
Merchandise trade	0.085** [0.036]	0.118	0.764*** [0.099]	0.003 [0.018]	0.083	0.236* [0.134]
Services trade	0.014 [0.069]	0.208	1.057*** [0.085]	0.029** [0.013]	0.062	0.289* [0.167]
Income	-0.219*** [0.024]	0.085	0.641*** [0.113]	-0.001 [0.010]	0.071	-0.038 [0.168]
Transfers	-0.186*** [0.013]	0.045	0.786*** [0.084]	0.003 [0.005]	0.033	-0.103 [0.130]
Current Account	-0.305*** [0.093]	0.300	1.080*** [0.124]	0.035 [0.034]	0.139	0.375*** [0.114]

Sources: IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.

Note: Robust standard errors are reported in brackets; *, **, and *** denote significance at the 10 percent, 5 percent, and 1 percent levels, respectively.

dans l'intervalle de confiance à 95 % des prévisions du modèle. Ils partent de la constatation qu'au cours de la période 1972 - 98, il y a eu une relation systématique entre les fluctuations de l'écart, l'évolution des conditions économiques mondiale et les valeurs antérieures de l'écart. Sur la base de ces travaux, les services du FMI ont réexaminé ces caractéristiques de l'écart, en prenant en compte des données plus récentes et sur cette base, ont estimé un modèle économétrique légèrement modifié.

Sur la base d'une analyse statistique simple de l'écart statistique et de ses principales composantes, ils obtiennent les conclusions suivantes (premier tableau)⁸.

Les valeurs moyennes de l'écart statistique et de ses principales composantes sont significativement différentes de zéro. Cela signifie qu'en dépit du récent passage d'un déficit à un excédent, l'écart n'a pas été en moyenne égal à zéro.

L'écart statistique et ses principales composantes ont également pour autre propriété essentielle d'être des processus de série chronologique hautement persistants. En d'autres termes le niveau an-

térieur des écarts affecte leur niveau actuel car les coefficients d'autorégression de premier ordre sont généralement significativement différents de zéro. Ces coefficients d'autorégression ont une valeur positive relativement élevée ce qui signifie qu'à tout moment le niveau des écarts est généralement très proche du niveau de la période précédente.

Pour ce qui est du commerce des services et du compte de transactions courantes, les coefficients d'autorégression sont légèrement supérieurs à 1, ce qui indique que les écarts ont augmenté dans le temps.

Une analyse économétrique simple confirme également les principales conclusions de Marquez and Workman (2001) indiquant que les fluctuations des écarts statistiques globaux suivent celles de la situation économique mondiale, mais montre aussi que ces écarts peuvent s'amplifier avec le temps (deuxième tableau). Les deux modèles sont ajustés en fonction des données relatives à l'écart statistique pour le compte des transactions courantes et pour ses composantes. Le premier modèle comprend une tendance temporelle et des variables telles que la croissance de la production mondiale, le prix du pétrole et le taux LIBOR du dollar à six mois. L'autre modèle n'utilise pas de tendance temporelle, et utilise les différences premières des variables plutôt que leur niveaux. Les résultats indiquent tout d'abord que les écarts ont tendance à être pro-

⁸L'analyse porte sur la période 1981 - 2007. On dispose de données fiables à partir du début des années 80 et 2007 est la dernière année pour laquelle on dispose des données de l'Annuaire des statistiques de balance des paiements du FMI.

Encadré 1.5 (fin)

Global Current Account Balance and Key Macro Variables¹

(1981–2007; in percent of global GDP)

	Levels ²			First Differences		
	Output growth	Oil prices	Interest rate	Output growth	Oil prices	Interest rate
Merchandise trade	0.023*** [0.006]	0.000 [0.000]	0.003 [0.008]	0.020 [0.015]	0.000 [0.000]	0.000 [0.007]
Services trade	0.022* [0.012]	0.000 [0.000]	-0.009 [0.011]	0.016* [0.010]	0.000 [0.000]	-0.009 [0.006]
Income	0.030** [0.015]	0.000 [0.001]	0.012* [0.007]	0.016 [0.013]	0.000 [0.000]	-0.010 [0.009]
Transfers	0.008 [0.007]	0.000 [0.000]	0.002 [0.004]	0.013*** [0.005]	0.000 [0.000]	-0.001 [0.004]
Current account	0.057** [0.024]	-0.001 [0.001]	0.000 [0.014]	0.052*** [0.019]	0.000 [0.000]	-0.027*** [0.009]

²Sources: IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.

¹These are ARMAX models. The lags for the autoregressive and moving average components have been selected using Akaike and Bayesian criteria, taking into account the usual parsimony considerations.

²Regressions include a trend.

cycliques. En d'autres termes, il s'amplifient lorsque la croissance mondiale reprend et se resserrent lorsque la croissance mondiale ralentit, ensuite que les écarts ont tendance à se s'accroître avec le temps.

Dans l'évaluation des prévisions relatives à l'écart statistique, il convient par conséquent de tenir pleinement compte de l'évolution prévue de la situation économique mondiale. À l'aide des deux modèles, on peut ainsi estimer les niveaux d'écart statistique pendant la période 2008–14⁹. Si l'on compare les prévisions des modèles pour la période 2008–14 aux prévisions modifiées implicites dans

⁹Les comparaisons relatives aux critères de qualité de l'information et à l'erreur de prévision intra échantillon laissent penser qu'une spécification des différences premières est préférable à une spécification des niveaux. Les problèmes d'estimation associés aux processus de séries chronologiques hautement persistants militent également en faveur de cette spécification. Cela étant, sur le plan théorique, l'écart statistique de la balance des comptes des transactions courantes mondial devrait être un processus stationnaire lorsqu'il est rapporté au PIB mondial, comme dans la présente analyse. Si l'on compare les prévisions du modèle et les prévisions implicites qui ont été exposées ci-dessus, on voit que les deux spécifications ont les mêmes implications. Les prévisions (fondées sur) les différences premières ont été ultérieurement transformées en prévisions de niveau afin de permettre la comparaison.

les projections de la présente édition des Perspectives de l'économie mondiale, on voit que l'écart statistique se trouve généralement dans l'intervalle de confiance à 95 % des prévisions des modèles jusqu'aux années 2010 et 2012, respectivement (plages inférieures du graphique). Toutefois les augmentations implicites de l'écart statistique pour les périodes 2011–14 et 2013–14 le font sortir l'intervalle de confiance à 95 %. La déviation moyenne de l'écart est alors de 0,1 à 0,2 % du PIB mondial par rapport à la limite supérieure de l'intervalle de confiance. Cette conclusion laisse penser que les projections relatives à la croissance du commerce de chaque pays ne cadrent pas pleinement avec l'équilibre des échanges mondiaux et pourraient refléter un optimisme collectif excessif quant à la croissance des parts d'exportation. Dans un contexte où il est nécessaire de rééquilibrer la demande mondiale, cette conclusion pourrait indiquer que l'augmentation prévue de l'épargne nationale par rapport à l'investissement dans les pays qui ont enregistré des déficits de la balance des paiements courants pendant les dernières années n'est pas compensée, à taux de change réels constants, par un recul correspondant de l'épargne nationale dans les pays excédentaires. Toutefois, ces incohérences et leurs implications potentielles pour les prévisions relatives à la croissance ne seront probablement pas importantes.

ner une hausse de la consommation et de l'investissement dans plusieurs pays avancés et pays émergents, tout comme la montée de l'incertitude a provoqué leur effondrement à la fin de 2008 et au début de 2009. En d'autres termes, de la même manière que la crise de confiance a été sous-estimée pendant la spirale à la baisse, le rétablissement de la confiance pourrait aussi être sous-estimé pendant le redressement.

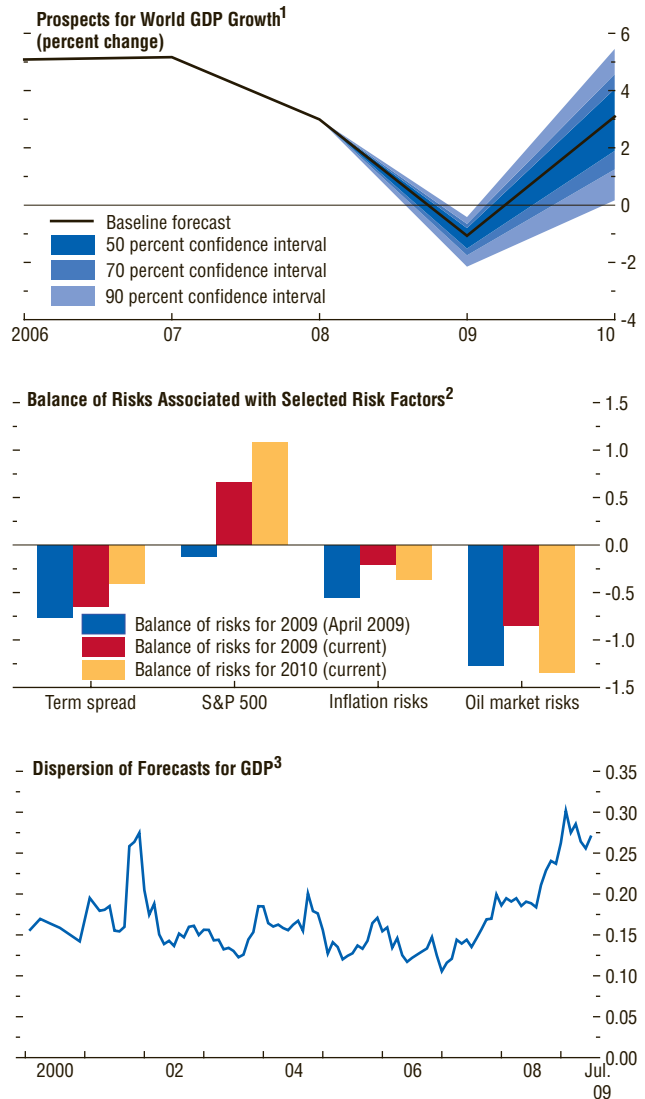
Cette évaluation des déterminants de l'activité à court terme correspond plus ou moins à celle des marchés, comme on peut le voir par exemple dans les données sur les prix des options et les prévisions de Consensus Economics (graphique 1.14). Un graphique en éventail peut être établi à partir de ces données : il confirme que les risques ont diminué depuis l'édition d'avril 2009 des *Perspectives de l'économie mondiale*, mais indique que les perspectives continuent d'avoir plus de chances d'être révisées à la baisse qu'à la hausse¹³. Selon la distribution des prévisions de l'évolution des écarts à terme — en général, un écart élevé annonce un redressement —, la croissance risque d'être révisée à la baisse, quoique dans une moindre mesure que dans un passé récent. Par contre, les données sur les options du Standard & Poor's 500 indiquent que les cours boursiers ont davantage de chances d'être plus élevés que prévu que l'inverse, et donc que la croissance a des chances d'être révisée à la hausse.

Les données du marché donnent aussi des indications sur d'autres risques à court terme pesant sur la reprise. Le rebond récent des cours du pétrole était lié en grande partie à des baisses de la production des pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), dont l'objectif était de stabiliser les cours face à la chute de la demande (appendice 1.1). Les marchés craignaient que la hausse des cours du pétrole freine le redressement économique. En fait, les cours du pétrole ont presque doublé par rapport à leur creux plus tôt dans l'année, et

¹³Pour une description détaillée de la méthode d'établissement de ce graphique en éventail, voir Elekdag and Kannan (2009).

Figure 1.14. Risks to the Global Outlook

Risks to economic growth have diminished somewhat but remain to the downside. Consensus Economics survey information on term spreads and inflation rates and options market information on stock and oil prices suggest that the main downside risk relates to high oil prices.



Sources: Bloomberg Financial Markets; Chicago Board Options Exchange; Consensus Economics; and IMF staff estimates.

¹The fan chart shows the uncertainty around the *World Economic Outlook* (WEO) central forecast with 50, 70, and 90 percent probability intervals. As shown, the 70 percent confidence interval includes the 50 percent interval, and the 90 percent confidence interval includes the 50 and 70 percent intervals. See Appendix 1.2 in the April 2009 WEO for details.

²Bars depict the coefficient of skewness expressed in units of the underlying variables. The values for inflation risks and oil market risks are entered with the opposite sign since they represent downside risks to growth.

³The series measures the dispersion of GDP forecasts for the G7 economies, Brazil, China, India, and Mexico.

les prix des options indiquent qu'ils pourraient continuer de monter. Le niveau élevé des capacités disponibles et des stocks devraient réduire le risque d'une hausse soutenue des cours, sauf en cas d'événement géopolitique majeur. Les projections supposent donc que les cours n'augmentent plus beaucoup, conformément aux prix du marché à terme. Des hausses temporaires ne sont pas exclues, peut-être sous l'effet de pressions spéculatives, bien que les facteurs financiers ne puissent entraîner des variations permanentes des cours réels.

Les marchés s'inquiètent aussi du risque d'inflation : les banques centrales devront peut-être durcir leur politique monétaire plus que prévu pour atténuer les tensions inflationnistes. Le risque d'inflation a deux sources. Premièrement, la production potentielle a peut-être ralenti plus qu'on ne l'a estimé, comme à la fin des années 70, après un ralentissement prolongé de l'activité que les pouvoirs publics ont considéré à tort comme étant cyclique plutôt que structurel. Les tensions inflationnistes sous-jacentes seraient alors plus fortes qu'elles n'apparaissent dans les données actuelles sur l'inflation et pourraient s'accroître si la reprise est plus forte que prévu. Deuxièmement, la forte accumulation de réserves excédentaires dans les banques centrales qui a résulté des mesures de politique monétaire non conventionnelles pourrait alimenter une accélération de la croissance du crédit lorsque la reprise prendra de l'ampleur. Comme noté plus bas, les banques centrales doivent donc suivre de près l'évolution du marché et utiliser un large éventail d'instruments pour durcir les conditions monétaires face à l'accumulation des tensions, même si une telle situation ne semble pas imminente.

Par contre, pour plusieurs pays émergents, les risques d'inflation semblent plus préoccupants. Les tensions inflationnistes ne se sont pas atténuées autant que dans les pays avancés, sauf dans quelques pays émergents d'Asie et d'Europe. Par ailleurs, les écarts de production sont plus petits et le rebond est plus vigoureux dans plusieurs de ces pays. En outre, la hausse des cours des produits de base tend à se traduire plus vite par des

pressions salariales généralisées. Enfin, certains pays enregistrent déjà de fortes hausses des prix des actifs en réaction à la faiblesse des taux d'intérêt et au crédit facile, et ces tensions pourraient être aggravées par les entrées massives de capitaux, qui sont attirés par le dynamisme économique de ces pays.

À moyen terme, deux risques importants pèsent sur la reprise, principalement dans les pays avancés. Sur le front financier, le scepticisme persistant du grand public envers ce qui est considéré comme un sauvetage des responsables de la crise pourrait mettre à mal le soutien du public à la restructuration du secteur financier, ce qui prolongerait la crise. Il en résulterait une reprise encore plus lente ou peut-être un resserrement du crédit de longue durée et l'équivalent d'une «décennie perdue» pour la croissance.

Sur le plan macroéconomique, le risque le plus important a trait à la détérioration des positions budgétaires, notamment à la suite des mesures prises pour soutenir le secteur financier. La forte hausse de la dette publique et les engagements conditionnels résultant de la relance de l'économie et de la stabilisation du système financier ont déjà inquiété les marchés financiers, comme en témoigne la hausse des marges des contrats d'échange sur le risque de défaillance pour la dette souveraine et des marges souveraines pour certains pays avancés¹⁴. Si la reprise s'enlisait et était suivie d'une période prolongée de stagnation ou de croissance très faible, les déficits et les dettes pourraient atteindre des niveaux difficiles à tenir. Il est peu probable que cela perturbe sérieusement les marchés obligataires mondiaux. On est en droit de supposer que les problèmes apparaîtraient tout d'abord dans les pays avancés et émergents qui sont vulnérables, notamment ceux dont le secteur financier est important par rapport à la taille de leur économie ou dont l'assiette de recettes est faible et la dette publique (principalement à court

¹⁴Pour diverses raisons, y compris le faible volume des transactions, les marges des contrats d'échange sur le risque de défaillance sont des indicateurs de tension imparfaits pour les finances publiques.

terme) élevée. Cela pourrait provoquer un autre recul des flux de capitaux, qui mettrait à mal plusieurs autres pays avancés et émergents. Il pourrait s'ensuivre une autre crise de confiance, les monnaies pourraient s'ajuster brutalement et la demande pourrait chuter, ce qui pourrait susciter des craintes quant à la viabilité budgétaire des plus grands pays avancés eux-mêmes. Les investisseurs pourraient réagir en se tournant vers des obligations publiques ou d'entreprises émises dans des pays dont la dette publique est faible, y compris peut-être certains pays émergents, ou vers les métaux précieux. Dans un cas comme dans l'autre, l'économie mondiale serait en proie à de sérieux remous et passerait par une longue période de faible activité.

Deux autres risques doivent être surveillés. Premièrement, si les cours du pétrole constituent un risque à court terme pour la croissance mondiale, ils en présentent un plus grand à moyen et à long terme. En particulier, alors que l'excédent actuel des capacités de production est absorbé, les cours pourraient monter brutalement et atteindre un très haut niveau, comme lors de leur envolée précédente. Ce risque est amplifié par la réduction de l'investissement dans les nouvelles capacités de production pendant le ralentissement actuel et par l'incertitude qui continue d'entourer le régime des investissements pétroliers dans quelques pays qui ont retardé leur investissement dans de nouveaux champs. Deuxièmement, bien qu'une collaboration internationale généralement solide ait permis de contenir dans une large mesure jusqu'à présent les pressions en faveur d'un protectionnisme commercial et financier, ces pressions pourraient s'accroître à mesure que le chômage monte et que les problèmes sociaux s'accumulent. Des obstacles aux flux commerciaux et financiers pourraient alors être érigés dans certains pays, provoquant des mesures de rétorsion d'autres pays. Les marchés financiers pourraient réagir rapidement et vigoureusement, anticipant des pertes futures de bénéfices et de productivité, ce qui entraînerait une autre chute de l'activité. Cependant, à l'heure actuelle, une montée du protectionnisme semble peu probable.

D'un point de vue stratégique, les principales questions sont de savoir comment certains des risques examinés ici pourraient influencer sur les problèmes posés par le rééquilibrage et vice versa, et ce que les pouvoirs publics peuvent faire pour éviter des effets néfastes prononcés sur la croissance mondiale. Ces questions sont illustrées à l'aide de deux scénarios (graphique 1.15)¹⁵.

Dans le scénario optimiste, les grands pays rétablissent rapidement leur système financier, et il en résulte une augmentation de la productivité. Les pays émergents d'Asie prennent des mesures énergiques pour accroître la consommation (renforcement des dispositifs de protection sociale et exécution de réformes financières), tout en menant une politique de change flexible grâce à laquelle les taux de change réel et nominal s'apprécient de manière soutenue. Les gouvernements contribuent aussi à la demande par des investissements concentrés sur les initiatives «vertes» et les infrastructures, surtout, dans ce dernier cas, dans les pays émergents d'Asie et d'autres pays où le besoin d'infrastructures supplémentaires est le plus élevé¹⁶. Toutes ces mesures encouragent une baisse de l'épargne de précaution, en particulier dans les pays émergents d'Asie, au Japon et dans les autres grands pays, et dans une moindre mesure dans la zone euro. Les États-Unis constituent une exception : l'épargne privée continue d'y augmenter, parce que les consommateurs doivent se désendetter. Selon ce scénario, la croissance du PIB mondial est rehaussée d'environ 1,3 point à partir de 2010, avec pour conséquence une amélioration des positions budgétaires dans le monde entier. Les soldes courants se rééquilibrent dans une certaine mesure à l'échelle mondiale : les déficits courants des débiteurs nets diminuent et les excédents des créditeurs nets diminuent, à hauteur d'environ 0,7 % du PIB aux États-Unis et dans les pays émergents d'Asie, et d'un peu moins ailleurs.

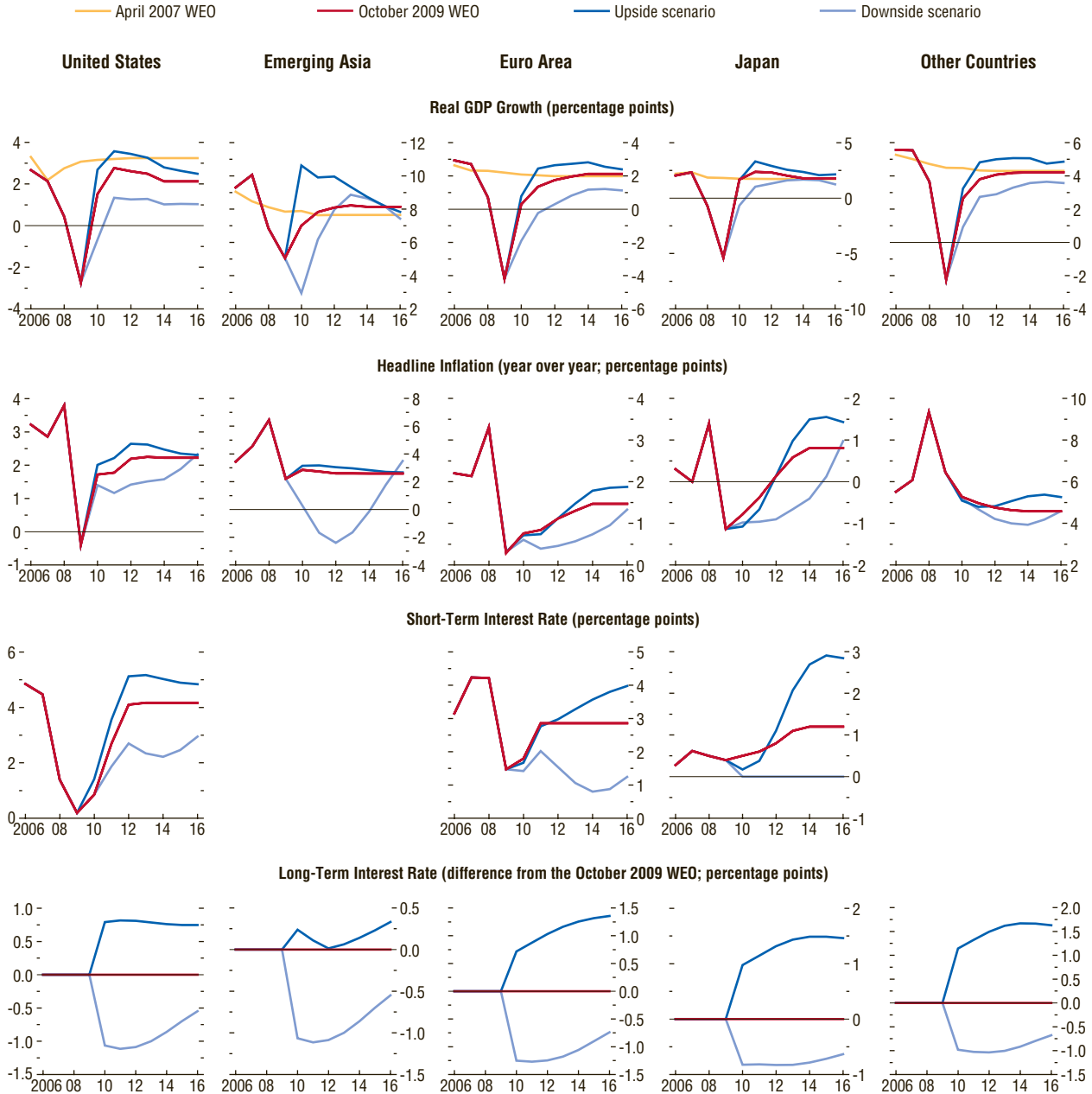
¹⁵Pour de plus amples détails, voir Alichy and others (2009).

¹⁶Les dépenses consacrées aux initiatives «vertes» pourraient être encouragées par un vaste accord multilatéral sur un nouveau mécanisme relatif au changement climatique.

Figure 1.15. Global Scenarios

(All variables in levels, unless otherwise stated; years on x-axis)

From a policy perspective, key questions are: How might various risks interact with the challenges posed by rebalancing? And what can policymakers do to prevent significant damage to global growth? In the *upside scenario*, the major economies make rapid progress in fixing their financial systems, and emerging Asia is assumed to forcefully pursue policies to raise consumption, while following flexible exchange rate policies that provide room for sustained appreciation of both real and nominal exchange rates. Under this scenario, world GDP growth is about 1.3 percentage points higher starting in 2010. The *downside scenario* assumes that the process of restoring financial system health in the major advanced economies will be even slower than in the *World Economic Outlook (WEO)* baseline and various economic policy missteps exacerbate output losses. Under this scenario, world GDP growth is about 2.2 percentage points lower starting in 2010. The goal of global current account rebalancing is even farther from resolution, as emerging Asia's current account moves into larger surplus and the United States and the euro area experience current account deterioration.



Source: Global Integrated Monetary and Fiscal Model simulations.

Dans le scénario pessimiste, le rétablissement du système financier dans les grands pays avancés est encore plus lent que dans le scénario de référence des *Perspectives de l'économie mondiale*, d'où une perte de productivité. Les faux pas de la politique macroéconomique pourraient accentuer cette détérioration, notamment sous la forme de mesures protectionnistes qui faussent les incitations et réduisent la production. Dans ce scénario, les pays émergents d'Asie accomplissent des progrès très limités dans le rééquilibrage de la demande au profit de la demande intérieure : l'épargne privée ne diminue pas autant que prévu dans le scénario de référence des *Perspectives de l'économie mondiale*. Dans certaines régions, en particulier au Japon mais aussi aux États-Unis, la croissance est d'autant plus languissante que la politique monétaire reste limitée par la borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux, ce qui implique une pression croissante sur les taux d'intérêt réels en raison de la désinflation. Dans ce scénario, la croissance du PIB mondial est inférieure d'environ 2,2 points à compter de 2010. L'objectif du rééquilibrage des soldes courants à l'échelle mondiale est plus difficile à atteindre : les excédents augmentent dans les pays émergents d'Asie et les soldes se détériorent aux États-Unis et dans la zone euro.

Concilier les objectifs à court et à moyen terme

Il reste prioritaire pour les pouvoirs publics de rétablir le secteur financier et de poursuivre une politique macroéconomique de soutien jusqu'à ce que la reprise soit solidement installée, même s'ils doivent aussi commencer à se préparer à abandonner leurs interventions extraordinaires. Le retrait prématuré de leur impulsion semble être le risque le plus important à court terme, mais il est essentiel d'établir une stratégie macroéconomique à moyen terme au-delà de la crise pour maintenir la confiance dans la solvabilité des finances publiques et assurer la stabilité des prix et du système financier. Il s'agit d'établir un juste milieu entre le retrait préma-

turé des interventions publiques, qui compromettrait les progrès accomplis dans la stabilisation financière et le redressement économique, et la persistance de ces mesures pendant une période trop longue, qui risque de fausser les incitations et de mettre à mal les bilans publics. Le calendrier et l'échelonnement de l'action varieront d'un pays à l'autre, en fonction de l'élan de leur reprise, de leur marge de manoeuvre et de leurs progrès dans le rétablissement du secteur financier, mais la coordination sera nécessaire pour éviter des répercussions internationales néfastes.

L'histoire montre que tant des sorties prématurées que des sorties retardées peuvent coûter cher. Par exemple, l'austérité budgétaire et le doublement des réserves obligatoires par la Réserve fédérale américaine en 1936–37 sont accusés d'avoir contribué à saper une reprise naissante¹⁷. De la même manière, les relèvements d'impôts prématurés de 1997 sont l'un des facteurs, conjugué à une conjoncture extérieure défavorable, ayant peut-être contribué à plonger le Japon dans une récession. Par contre, certains estiment que le retrait de la politique monétaire accommodante après l'éclatement de la bulle technologique a été trop lent, si bien que le crédit facile a favorisé une prise de risque excessive et l'envolée ultérieure des prix immobiliers (voir Taylor, 2008).

Il est important de coordonner l'action au niveau national et international, car les répercussions d'un retrait de certaines mesures pourraient compromettre le succès d'autres retraits. Par exemple, l'arrêt prématuré des injections de liquidités ou des garanties de dépôts pourrait retarder le retrait des garanties publiques pour les émissions obligataires bancaires, qui font partie des interventions publiques créant le plus de distorsions.

Quand durcir les conditions monétaires

Pour les autorités monétaires, les questions principales sont de savoir quand durcir leur po-

¹⁷L'ampleur de cette contribution reste sujette à discussion. Voir Romer and Romer (1989) et Feinman (1993).

litique et comment alléger les bilans. Ces deux objectifs ne sont pas nécessairement incompatibles, car il existe des instruments qui permettent de commencer à durcir la politique monétaire même quand les bilans gardent des proportions inhabituelles.

Le rythme de l'allègement des bilans des banques centrales dépend des progrès réalisés dans la normalisation des marchés et des types d'intervention en place. Comme noté dans l'édition d'octobre 2009 du *GFSR*, un soutien continu des banques centrales sera probablement nécessaire au moins jusqu'à la fin de l'année prochaine dans de nombreux pays, et il faudra peut-être bien plus longtemps pour inverser l'accumulation d'actifs illiquides au bilan de certaines banques centrales. Conjuguées à une politique de prix appropriée, les injections de liquidités à court terme prendront fin naturellement à mesure que s'améliore la situation du marché, et cela se produit déjà. Les actifs achetés sans condition peuvent être revendus sur le marché, tout d'abord les effets publics, puis d'autres titres au fil de la normalisation de leur marché. Cependant, il est important d'agir au bon moment, car une revente trop rapide des titres non publics pourrait compromettre la stabilisation progressive des marchés qui ont été déstabilisés. En particulier, les titres adossés à des créances hypothécaires doivent probablement être conservés pendant un certain temps, peut-être jusqu'à leur échéance si leur vente est compliquée par la nécessité de continuer de soutenir des marchés immobiliers vulnérables. Par ailleurs, les banques centrales peuvent absorber des réserves si besoin est pour durcir les conditions monétaires en effectuant des mises en pension, en offrant des dépôts à terme rémunérés aux banques ou en émettant leurs propres effets. Parmi les possibilités d'action moins attrayantes figurent le relèvement des réserves obligatoires et la vente par le Trésor de titres publics, le produit étant déposé dans les banques centrales. De toute manière, il serait utile pour les Trésors et les banques centrales de mettre en place des accords qui protègent les bilans des banques centrales des risques liés

à la détention de titres pendant des périodes prolongées, comme certains pays l'ont fait, par exemple le Royaume-Uni. Des mécanismes de ce type atténuent les craintes que les banques centrales retardent le durcissement de leur politique parce qu'elles s'inquiètent de l'effet d'une hausse des taux d'intérêt sur la valeur des actifs figurant à leur bilan.

Pour ce qui est de savoir quand durcir la politique monétaire, les pays avancés et les pays émergents sont confrontés à des problèmes différents. Dans les pays avancés, les banques centrales peuvent, à quelques exceptions près, se permettre de poursuivre une politique de soutien pendant une période prolongée. Comme noté plus haut, l'inflation sous-jacente reste très faible : les capacités disponibles sont élevées, et les restructurations et la montée du chômage font baisser les coûts de main-d'œuvre. L'impulsion budgétaire diminue et un durcissement prématuré des politiques monétaires pourrait donc saper la reprise. Bien qu'une période prolongée de taux d'intérêt très faibles puisse alimenter une prise de risque excessive, la probabilité est limitée à court terme, parce qu'il faudra beaucoup de temps aux marchés financiers pour accorder du crédit et aux ménages pour assainir leurs bilans. Néanmoins, une fois que la reprise sera installée au point que les écarts de production se rétrécissent et que l'inflation devient plus préoccupante, il faudra durcir les conditions monétaires. En fait, alors que le crédit commence à augmenter, il faudra peut-être abandonner les politiques monétaires de soutien plus rapidement qu'après l'éclatement de la bulle technologique afin de limiter les risques de nouveaux excès (ce qui cadre avec les observations du chapitre 3), surtout faute de progrès importants dans le renforcement des cadres prudentiels.

La situation est plus diverse parmi les pays émergents, mais pour certains, il sera probablement opportun de mettre fin à l'accompagnement monétaire plus rapidement que dans les pays avancés. Les tensions inflationnistes se sont atténuées dans une bonne partie de l'Asie et dans quelques pays émergents d'Europe, et un

certain nombre de pays émergents, notamment en Asie, enregistrent déjà un rebond relativement vigoureux de l'activité. En conséquence, le chômage ne devrait pas être beaucoup plus élevé en 2010 qu'avant la crise, et les pressions à la baisse sur les prix devraient donc être limitées à l'avenir. Par ailleurs, dans quelques-uns de ces pays, les prix des actifs augmentent de nouveau fortement en réaction aux faibles taux d'intérêt, et de nouvelles bulles risquent donc d'apparaître. Dans ces conditions, comme noté au chapitre 3, les autorités monétaires jugeront peut-être bon de durcir leur politique plus que ne le préconise l'évolution de la production et de l'inflation. Dans certains pays, il faudra peut-être assouplir les taux de change pour éviter d'importer des pays avancés une politique d'aisance monétaire excessive.

Au delà du court terme, quels sont les enseignements à tirer de la crise pour la conduite de la politique monétaire? Selon le chapitre 3, les autorités monétaires devraient mettre davantage l'accent sur la gestion des risques macro-financiers, à l'aide d'outils macroprudentiels. Les données historiques indiquent qu'une stabilité relative de l'inflation et de la croissance de la production n'offre guère de protection contre des chocs économiques majeurs résultant de l'effondrement des prix des actifs : la production et l'inflation ne sont pas de bonnes variables explicatives des effondrements des prix des actifs. Selon le chapitre 3, d'autres variables, telles que la croissance du crédit et le solde des transactions courantes, constituent de meilleurs déterminants et méritent peut-être plus d'attention de la part des autorités monétaires. Donc, si la demande intérieure et les prix des actifs deviennent plus préoccupants, les autorités monétaires devraient envisager de durcir leur politique plus que ne l'exige la seule maîtrise de l'inflation pendant une année ou deux. Les outils macroprudentiels présentent pour avantage d'influer directement sur le cycle du crédit et peuvent donc compléter utilement l'action des taux d'intérêt dans la stabilisation économique. Cependant, les attentes doivent être réalistes.

Les banques centrales doivent aussi se demander s'il faut maintenir les divers changements qu'elles ont apportés à leurs opérations en réaction à la crise, notamment en ce qui concerne leur rôle de prêteur en dernier ressort. La crise a fait apparaître clairement les avantages d'un grand nombre de contreparties à la banque centrale et d'une large gamme de garanties admissibles. Cependant, l'accès à des prêts d'urgence doit aller de pair avec un contrôle et une réglementation plus stricts, et dans certains cas il faut, à cet effet, que les autorités de contrôle partagent plus d'informations avec les banques centrales. De la même manière, les banques centrales peuvent continuer d'accepter des garanties de nature plus diverse, mais devraient ajuster les prix et les conditions d'accès pour veiller à ce que ces opérations soient utilisées uniquement pour faire face à des besoins de liquidités temporaires et ne deviennent pas une composante normale de l'intermédiation financière.

Poursuivre la relance budgétaire sans compromettre la viabilité des budgets

Quelle que soit déjà l'ampleur des déficits et de la dette dans de nombreux pays, il faut persister sur la voie de la relance budgétaire jusqu'à ce que la reprise soit bien réelle, quitte à intensifier ou prolonger les mesures de relance plus que prévu si les risques de révision à la baisse de la croissance devaient se concrétiser. Si besoin était, les gouvernements devraient donc être prêts à lancer de nouvelles initiatives. Mais ils doivent aussi s'engager à réduire de manière substantielle les déficits à moyen terme et commencer à s'attaquer aux problèmes budgétaires à plus long terme, en faisant avancer des réformes qui remettront leurs finances publiques sur une trajectoire plus tenable.

L'une des principales inquiétudes réside dans le fait que la dette publique des pays avancés s'est alourdie à la suite du choc financier, alors même que les tensions budgétaires liées au vieillissement de la population s'accroissent. Dans ces pays, la dette publique devrait dépasser 110 % du PIB d'ici 2014, contre 80 % avant

la crise, même après des ajustements budgétaires significatifs (dont une minorité seulement s'est déjà traduite par des mesures spécifiques). Cette situation tient à la persistance des déficits primaires, à l'augmentation du service de la dette et à l'atonie de la croissance économique. Le vieillissement de la population va accroître la pression sur les budgets et accentuer la courbe de l'endettement, surtout après 2015. À l'horizon 2060, la hausse des dépenses liées au vieillissement pourrait être d'environ 5 % du PIB dans l'Union européenne et d'environ 4-6 % du PIB aux États-Unis¹⁸. De fortes hausses sont également attendues au Japon. Les pays émergents, en revanche, devraient voir le niveau de leur dette rediminuer après le pic initial de l'après-crise; en outre, très peu d'entre eux enregistreront un essor comparable de leurs dépenses liées au vieillissement.

La forte progression des dettes publiques pourrait faire augmenter les taux d'intérêt à long terme si la reprise est durable, avec un effet d'éviction sur l'investissement privé et certaines émissions souveraines dans les pays émergents¹⁹. En plus d'atténuer la croissance, cela pourrait avoir d'autres effets potentiellement négatifs. Y a-t-il des niveaux de dette tout simplement trop élevés, qui vont avoir un effet dissuasif sur les investisseurs même pour des actifs traditionnellement sûrs comme les obligations américaines? Pour les niveaux de dette

demeurant dans une fourchette raisonnable, il n'existe pas de réponse simple à cette question. Tout dépend des perspectives de croissance de l'économie concernée, des préférences des investisseurs et des taux d'intérêt, ainsi que de la marge de réduction des dépenses publiques et d'augmentation des impôts dont dispose le gouvernement pour rembourser la dette, ce qui débouche aussi sur des considérations d'ordre politique. Certains pays comme l'Italie et le Japon conservent des niveaux d'endettement très élevés depuis déjà longtemps. Heureusement pour eux, ils ne figurent ni l'un ni l'autre sur la liste des pays avancés dont le système financier a été durement éprouvé par la crise, ce qui leur a évité de contracter des engagements conditionnels élevés. Néanmoins, les primes de risque sur les titres de dette italiens ayant connu une forte hausse ponctuelle pendant la crise, l'Italie a dû renoncer à une relance budgétaire de grande ampleur. De son côté, le Japon a été protégé par ses spécificités²⁰. À terme, les tensions engendrées par le niveau des dépenses publiques et de la dette vont s'accroître dans les pays avancés et les marchés ont tendance à effectuer des rattrapages brutaux pour réagir à une lente aggravation des facteurs de vulnérabilité. En attendant, dans les pays avancés, le prix de l'alourdissement de la dette est une réduction de la marge de manœuvre disponible pour prendre des mesures contracycliques et prévoir des aides financières en cas de nouvelles crises.

Quoi qu'il en soit, la poursuite des efforts de relance budgétaire à court terme ne doit pas compromettre les progrès à réaliser en matière de viabilité budgétaire à long terme. Les réformes visant les programmes de dépenses sociales, surtout si leur objectif premier est d'améliorer les taux d'activité (par exemple en liant l'âge de la retraite à l'espérance de vie) ou d'accroître l'efficacité des programmes de protec-

¹⁸Voir Commission européenne (2009a, 2009b), FMI (2006) et US Congressional Budget Office, CBO (2005).

¹⁹L'édition d'octobre 2009 du *GFSR* montre, pour un échantillon de 31 pays avancés et émergents étudiés sur la période 1980-2007, que chaque augmentation du déficit budgétaire d'un point de pourcentage du PIB fait monter les taux longs de la dette publique de 10 à 60 points de base (au maximum). L'effet du gonflement de la dette publique sur les rendements obligataires est plus modeste mais demeure significatif. Une hausse de la dette équivalant à 1 % du PIB dope le rendement des obligations d'État de 5 à 10 points de base selon les caractéristiques du pays. Néanmoins, les projections du *GFSR* jusqu'à fin 2010 laissent entendre que les émissions nettes totales (émetteurs souverains et privés) aux États-Unis et dans la zone euro seront bien inférieures à celles enregistrées entre 2002 et 2007, période de forte conjoncture.

²⁰Les épargnants japonais montrent une très nette préférence pour les titres de dette émis par l'État nippon. En outre, une fraction significative de la dette souveraine est détenue par des institutions publiques.

tion sociale, pourraient beaucoup contribuer à une baisse des dépenses à long terme, ce qui permettrait d'engager une relance budgétaire plus vigoureuse pour amorcer la reprise. Ainsi, réduire le taux de croissance des dépenses de santé de 1 % par an pourrait faire baisser les dépenses publiques d'approximativement 1½ % du PIB en 15 ans dans les pays du Groupe des Sept (G-7). Retarder d'une année l'âge du départ en retraite pourrait générer des économies budgétaires pouvant aller jusqu'à environ ½ % du PIB au bout de 15 ans. Par conséquent, en progressant sur les deux fronts, les pouvoirs publics pourraient amortir assez vite la facture du soutien au secteur financier.

Dans la pratique, ces réformes se heurteront sans doute à des obstacles politiques considérables, et la marge de manœuvre pour stimuler l'économie est limitée. En conséquence, il faudra impérativement veiller à répartir les dépenses de relance de manière à favoriser au maximum le redémarrage et à accélérer le retour d'une croissance solide à moyen terme. Toute nouvelle initiative devra donc répondre aux priorités suivantes : financer la remise en état du secteur financier, maîtriser les coûts sociaux très élevés entraînés par les dysfonctionnements du marché de l'emploi et contribuer à éviter de fortes augmentations du chômage structurel.

De plus, en raison des craintes grandissantes quant à la viabilité des budgets, les pays qui ont accumulé une dette importante pendant la crise devront adopter des objectifs d'ajustement à moyen terme ambitieux et les poursuivre en mettant en place des cadres budgétaires *ad hoc*, reposant notamment sur des règles budgétaires adaptées et des mécanismes d'application stricts. De tels cadres et de telles règles peuvent utilement contribuer à freiner la poussée des dépenses quand la conjoncture redeviendra plus favorable, ce qui rassurera quelque peu les investisseurs sur la réduction ultérieure des déficits et de la dette. De nombreux pays se sont déjà engagés sur cette voie²¹. On peut d'ores et déjà se féliciter de ce qu'un nombre

croissant de mesures allant en ce sens ont été prises ou sont à l'étude (en Allemagne et aux États-Unis, par exemple), mais il ne sera pas facile de trouver le bon compromis entre souplesse et rigueur.

Redresser les secteurs financiers tout en réformant les cadres prudentiels

Il est indispensable d'achever la remise sur pied des secteurs financiers et de réformer les cadres prudentiels pour assurer le retour à une croissance soutenue à moyen terme. Dans de nombreux pays, les mesures décidées n'ont pas été assez drastiques pour que le rétablissement du système bancaire soit suffisant et permette de soutenir la reprise par une croissance vigoureuse du crédit. Remédier à ce problème doit être une priorité. En outre, il faut veiller à bien gérer la fin des aides publiques versées aux institutions financières et à réformer les cadres prudentiels pour améliorer la gestion des risques.

La restructuration des activités des établissements financiers est un préalable essentiel à tout retour à la normale de l'activité de prêt. Il faudra passer par un assainissement des bilans, des recapitalisations et de nouveaux plans stratégiques compatibles avec les nouveaux modèles de financement et cadres prudentiels. Jusqu'à présent, les efforts d'élimination des actifs compromis ont été très limités²². Pour l'heure, le principal problème réside dans la détérioration des actifs et il faut donc que les politiques publiques et les institutions financières anticipent davantage et se concentrent plus sur la prévention. Les tests de résistance officiels sont des instruments capitaux, permettant d'évaluer l'état de santé des banques et de mettre en œuvre des programmes complets de recapitalisation. Sur

²²Des dispositions institutionnelles relatives au traitement des actifs compromis existent déjà aux États-Unis, notamment, mais elles n'ont guère servi jusqu'à présent. L'Union européenne a adopté des lignes directrices harmonisées en la matière, qui laissent à chaque pays la possibilité d'opter pour le transfert des actifs compromis à une « mauvaise banque », pour une garantie ou pour une formule hybride.

²¹Voir Ter-Minassian and Kumar (2008).

ce plan, les progrès ont été inégaux d'un pays à l'autre et l'on peut craindre que le financement des recapitalisations ne suscite une opposition politique considérable.

Les stratégies de sortie doivent être clairement formulées pour pouvoir guider les restructurations bancaires. Au cours des deux prochaines années, les banques feront face à un «mur d'échéances», ce qui augmentera les risques de refinancement. Dans ce contexte, de brusques variations du niveau d'aide fourni aux institutions seraient risquées et il ne faut donc pas fixer des délais de sortie trop stricts. Certains pays avaient annoncé des dates butoirs pour la levée des garanties apportées aux financements interbancaires; ils ont dû les repousser. Mieux vaut diminuer progressivement les subventions et durcir les conditions d'accès aux facilités qu'il serait nécessaire de prolonger. Les institutions saines devraient être encouragées à rembourser les injections de capitaux dont elles bénéficient et émettre des titres non garantis pour témoigner de leur viabilité, tandis que les établissements souffrant de sous-capitalisation chronique devraient être assainis plutôt que maintenus en vie artificiellement. La reprivatisation peut attendre jusqu'à ce que la réforme soit suffisamment avancée, mais les institutions financières contrôlées par l'État devraient être gérées avec le souci de préserver la stabilité ou de limiter les effets de distorsion de la concurrence.

En ce qui concerne la réforme de fond, l'édition d'octobre 2009 du *GFSR* décrit la tâche considérable qui attend les pouvoirs publics. Malgré les initiatives déjà lancées, le projet d'ensemble ne doit pas être mis en péril par le sentiment croissant que le pire de la crise est derrière nous ou par la peur d'avoir perdu les avantages concurrentiels nationaux ou encore par la crainte que les meilleures solutions soient techniquement irréalisables.

- Le périmètre de réglementation doit être élargi et assoupli afin d'englober toutes les institutions d'importance systémique. Il faudra d'ailleurs s'attaquer au problème posé par les institutions trop grosses ou trop

connectées aux autres pour qu'on les laisse faire faillite. Des propositions ont été émises pour renforcer les cadres d'intervention, y compris en obligeant ces institutions à mettre sur pied des plans d'assainissement et à augmenter leurs fonds propres pour compenser leur contribution plus importante au risque systémique et en donnant aux autorités le pouvoir d'imposer des pertes aux créanciers de premier rang. D'autres propositions visent à cloisonner les activités de banque commerciale et de banque d'affaires et de mettre fin à l'activité de négociation pour compte des banquiers commerciaux et des banquiers d'affaires. Les coûts et avantages de ces propositions méritent d'être étudiés plus en détail et il faut arbitrer entre les pertes potentielles liées à la diminution des rendements d'échelle et de gamme et les avantages qui pourraient découler d'une moindre exposition aux risques systémiques.

- Les cadres prudentiels doivent jouer un rôle stabilisateur accru sur l'ensemble du cycle économique. Dès que la crise a démarré, les règles d'évaluation aux cours du marché et les ratios de fonds propres constants ont contraint les institutions financières à prendre des mesures draconiennes pour réduire leurs bilans, précipitant le bradage des actifs et le désendettement. Les forces opposées appuyaient sur l'accélérateur du crédit pendant les phases de haute conjoncture. Il est difficile d'évaluer dans quelle mesure ces forces sont inscrites dans les cadres prudentiels ou imposées par les marchés. Le problème de la procyclicité pourrait en partie être traité en fixant un ratio d'endettement global et des ratios de fonds propres minimaux en fonction de différents scénarios de résistance. Cela pourrait être complété par une pondération supérieure du risque prudentiel pour les catégories de prêts ou d'actifs connaissant une croissance rapide. Il est également proposé d'imposer des «matelas» contracycliques ou de permettre aux autorités de réglementation de modifier les ratios de fonds propres (ou autres règles) en milieu de cycle, à l'ins-

tar des banques centrales qui modifient leurs taux d'intérêt²³.

- Enfin, il s'agira d'améliorer la coordination internationale et d'éviter le protectionnisme financier, en faisant converger les cadres pruden- tiels et réglementaires — afin de limi- ter les incitations à des arbitrages internatio- naux — et en mettant en place des dispositifs performants (y compris des règles nationales de traitement de l'insolvabilité bancaire) des- tinés à restructurer les institutions transnatio- nales et à dissuader tout recours à la méthode du chacun pour soi en temps de crise. La convergence progresse sous les auspices du Conseil de stabilité financière; le dossier du traitement des banques en détresse se heurte à des obstacles politiques majeurs, même au sein de l'Union européenne, qui en débat de- puis un certain temps.

Problèmes structurels et sociaux

La montée du chômage représentera un pro- blème de taille pour nombre de pays avancés. Le chapitre 4 suggère que les taux de chômage aug- mentent en général fortement après un choc fi- nancier, et pour longtemps; l'épisode actuel ne fera pas exception. Pour limiter l'ampleur des destructions d'emplois, un ralentissement de la progression salariale, voire une baisse de salaire, s'imposera à de nombreux travailleurs. L'effet des ajustements nécessaires sur les travailleurs les plus pauvres devrait être amorti par des cré- dits d'impôt ou des dispositifs comparables qui atténueront les répercussions sociales de la mo- dération salariale. Il pourrait aussi être souhai- table de subventionner l'emploi à temps partiel pour mieux répartir la diminution de l'apport de main-d'œuvre, sous réserve que ces programmes soient automatiquement retirés dès que la re- prise sera là. Les travailleurs qui perdront malgré tout leur emploi devront bénéficier de program- mes d'indemnisation généreux (suffisamment

pour soutenir la demande et éviter la pauvreté), mais d'une durée raisonnable, d'aides sociales accordées sous conditions de ressources et de moyens plus importants pour trouver des em- plois correspondant à leurs qualifications et amé- liorer leur formation de base et professionnelle. En outre, la grande majorité des réformes struc- turelles que les éditions précédentes des *Perspecti- ves de l'économie mondiale* avaient préconisées pour assouplir les marchés du travail restent d'actua- lité, peut-être d'autant plus qu'elles pourraient améliorer les perspectives à moyen terme, après les effets dévastateurs de la crise²⁴.

Dans certains pays, la réforme des marchés de produits et de services pourrait contribuer à améliorer les perspectives du marché de l'em- ploi et les gains de productivité²⁵. Dans les pays émergents affichant un solide excédent exté- rieur et ayant un secteur exportateur important, il y aurait intérêt à concentrer les réformes sur les secteurs des services, qui tendent à être moins concurrentiels et plus protégés et dont la pro- ductivité tend à augmenter moins vite²⁶. L'achè- vement du cycle de négociations commerciales internationales de Doha pourrait intervenir à point nommé pour doper la confiance et le com- merce au niveau mondial, même s'il est capital d'éviter tout recul en matière de libéralisation des échanges et de politiques de la concurrence.

Des réformes structurelles, accompagnées d'un assouplissement des taux de change, pour-

²⁴Après les chocs majeurs des années 70 et du début des années 80, la reprise a été freinée par des initiatives parfois bien intentionnées mais souvent malavisées qui ont empêché l'ajustement des marchés de l'emploi, par exemple, l'introduction de programmes de retraite anti- cipée ou le mauvais usage des aides destinées aux person- nes handicapés ou à revenu très modestes, avec la possi- bilité offerte aux travailleurs valides mais sans emploi de bénéficier d'aides à durée quasiment illimitée. Voir, par exemple, Layard, Nickell et Jackman (1991) et Blanchard et Wolfers (2000).

²⁵Les données concernant les réformes des marchés de l'emploi engagées en Europe pour faire face aux cri- ses montrent que celles qui ont réussi s'étaient souvent accompagnées d'une réforme des marchés de produits ayant stimulé la création d'emplois et les salaires. Voir, par exemple, Estevão (2005) et Annett (2006).

²⁶Voir *Perspectives économiques mondiales*, septembre 2006, chapitre 3.

²³La mise en œuvre de ces propositions par les pouvoirs publics se heurte à certaines difficultés majeures, ne serait- ce que la faculté de déterminer à quel moment constituer les volants de capitaux et à quel moment les supprimer.

raient aussi largement contribuer à faciliter le rééquilibrage de la demande mondiale. À cet égard, le scénario optimiste souligne l'importance de mesures destinées à remettre en état les systèmes financiers, à améliorer le gouvernement d'entreprise et l'intermédiation financière, à soutenir l'investissement public (notamment en faveur des technologies vertes) et à réformer les dispositifs de protection sociale (y compris les systèmes de santé et de retraite), en vue de favoriser une baisse de l'épargne de précaution dans certains pays enregistrant d'importants excédents courants. Même si tous les pays s'engagent résolument à opérer des réformes dans ce sens, entre autres, le processus de rééquilibrage risque d'être long. En attendant, les réformes contribueraient à accroître la résistance de l'économie mondiale, qui reste anormalement vulnérable face à des chocs répétés.

Enfin, la pauvreté risque de progresser de manière significative dans un certain nombre de pays en développement, notamment d'Afrique subsaharienne, où le PIB réel par habitant va baisser en 2009, pour la première fois depuis 10 ans. Les réformes et les modifications déjà opérées dans le commerce et la finance devraient atténuer les répercussions du ralentissement de la croissance dans les pays avancés par rapport aux crises précédentes. Néanmoins, il est crucial que les pays avancés continuent d'apporter leur aide afin que ces pays en développement conservent le bénéfice des progrès accomplis, au prix de durs efforts, sur le plan de la stabilité macroéconomique. En outre, il faut continuer de chercher à atténuer les effets de la récession mondiale sur l'activité économique et la pauvreté, tout en renforçant les piliers d'une croissance durable.

Appendice 1.1. Marchés des produits de base : évolution et perspectives

Les auteurs du présent appendice sont : Kevin Cheng, Nese Erbil, Thomas Helbling, Shaun Roache et Marina Rousset.

Après s'être effondrés au second semestre de 2008, les cours des produits de base se sont dans l'ensemble stabilisés au début de 2009, avant de

se redresser fortement au deuxième trimestre, bien que les stocks aient été en général élevés à cause de la faiblesse de la demande durant la récession (graphique 1.16 ; tableau 1.2). Un tel rebond si tôt dans la reprise de la production industrielle mondiale contraste avec ce que l'on a pu constater par le passé²⁷. Lors des précédentes récessions mondiales, ces cours ont le plus souvent continué de baisser au début de la phase de redressement (graphique 1.17) ou ont augmenté nettement moins que pendant ces derniers mois, exception faite des cours du pétrole qui avaient également beaucoup progressé au début des précédentes reprises. Cependant, les cours des produits de base avaient aussi baissé plus vite et plus fortement au second semestre de 2008 que lors des précédentes contractions de l'activité.

Cette remontée rapide des cours des produits de base a eu pour effet de relancer le débat sur la question de savoir si ces cours sont de plus en plus tirés par les placements financiers. Les placements en actifs liés à des produits de base ont augmenté, car les investisseurs retrouvent le goût du risque, le sentiment des opérateurs s'améliore depuis mars 2009 et le dollar suit de nouveau une tendance orientée à la dépréciation. Cependant, comme cela a déjà été noté dans de précédentes éditions des *Perspectives*, les apports de cette nature suivent en général des changements dans les fondamentaux. Dans le cas présent, ils tiennent à deux facteurs connexes. Premièrement, on s'accordait de plus en plus à reconnaître que le pire de la récession mondiale était passé, que l'effondrement de la demande des produits de base avait pris fin et qu'une reprise allait s'amorcer en 2009. En second lieu, on était de plus en plus convaincu que, grâce à l'appui sans précédent donné au secteur financier et aux politiques de relance macroéconomique, un autre choc systémique sur le secteur financier était moins probable.

L'impression que les perspectives à court terme s'amélioreraient a eu un impact sur les mar-

²⁷Sur la base de données allant jusqu'en juin 2009, on estime maintenant que l'activité industrielle mondiale a atteint son point le plus bas en février 2009.

chés des produits physiques, principalement en incitant davantage à détenir des stocks. En même temps, de meilleures conditions financières permettaient d'offrir plus de crédits pour financer les stocks à des coûts plus normaux. L'augmentation des apports de capitaux dans les fonds de contrats de marchandises, qui a contribué à normaliser les conditions de liquidité sur les marchés à terme de marchandises, a probablement facilité la couverture des positions de stocks. Dans ce contexte, une hausse de la demande de stocks tirée par les anticipations et une certaine stabilisation de leur constitution à mesure que la demande finale redémarrait, permettaient d'absorber plus facilement une offre chroniquement excédentaire (différence entre l'offre courante et la consommation finale courante). Les pressions à la baisse sur les cours au comptant ont à leur tour diminué. Les cours à plus long terme ont été moins touchés par l'évolution des anticipations concernant les conditions du marché à court terme et la courbe ascendante des contrats à terme sur marchandises s'est aplanie à mesure que les cours au comptant se redressaient.

L'ampleur des récentes hausses des cours a considérablement varié selon les produits, indépendamment du dynamisme relatif des apports financiers. En faisant ressortir l'influence des fondamentaux, les divergences dans les variations des cours traduisent à la fois des différences dans la sensibilité des produits de base à la

Figure 1.16. Commodity and Petroleum Prices

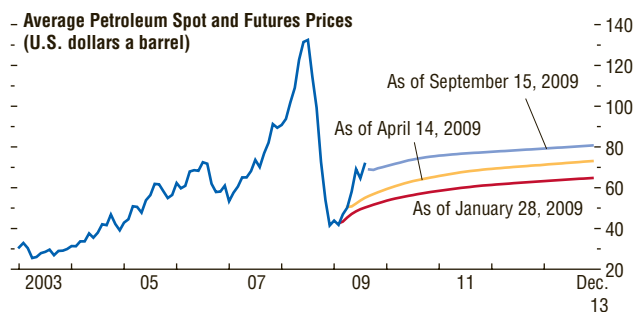
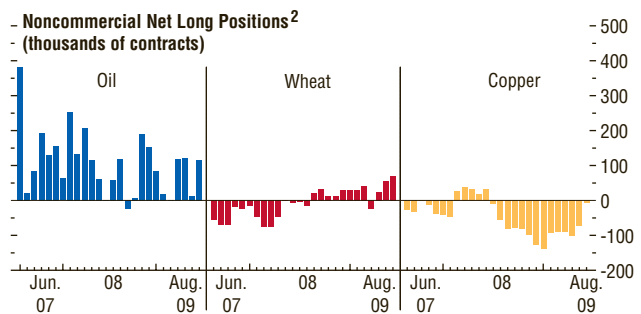
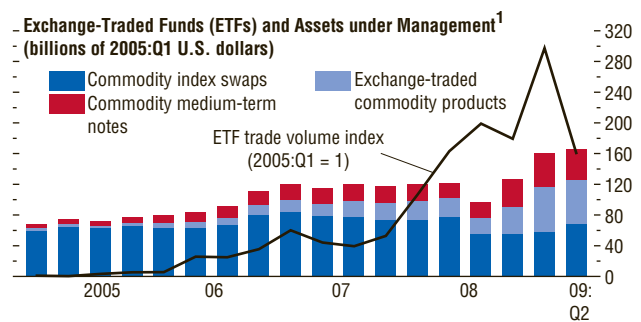
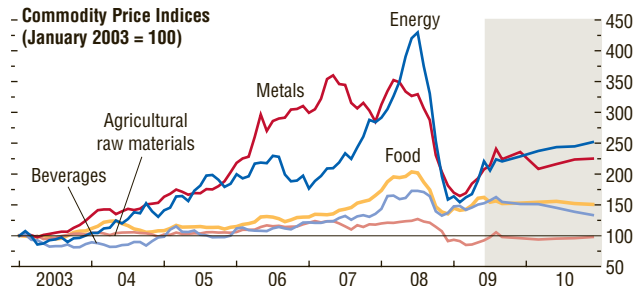


Table 1.2. Commodity Price Developments, 2008–09

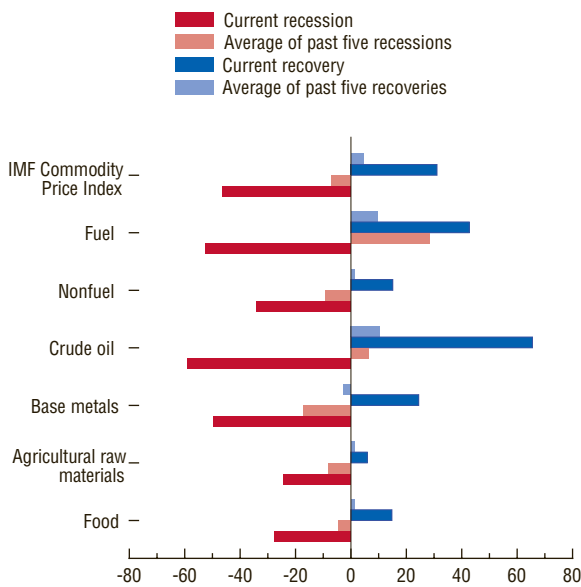
	Percent Change		
	Peak to trough	Trough to June	2009:Q2/2009:Q1
IMF Commodity Price Index	-55.6	31.1	15.7
Fuel	-64.1	42.7	20.1
Petroleum	-68.7	66.4	33.8
Nonfuel	-35.5	17.5	9.5
Base metals	-49.6	24.5	15.1
Agricultural raw materials	-33.0	13.6	0.7
Food	-33.4	19.6	10.2

Source: IMF, Primary Commodity Price database.

Sources: Barclays Capital; Bloomberg Financial Markets; and IMF staff estimates.
¹Deflated by IMF Commodity Index.
²At the Chicago Board of Trade, New York Mercantile Exchange, and New York Commodity Exchange, respectively.

Figure 1.17. Commodity Prices in Global Recessions and Recoveries¹

(Percent change; indices, 2005 = 100)



Sources: IMF Primary Commodity Price System; and IMF staff calculations.
¹Global recessions and recoveries are identified on the basis of monthly peaks and troughs in the log level of a monthly index of global industrial production.

conjoncture et des facteurs propres aux produits (voir *infra*). En particulier, les cours du pétrole ont non seulement été soutenus par les anticipations de reprise économique, mais aussi par la compression de l'offre décidée par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), alors que les cours des métaux étaient dopés par la reconstitution des stocks en Chine.

Les perspectives concernant la demande de produits de base dépendent de plus en plus maintenant de la croissance dans les pays émergents ou en développement, étant donné l'augmentation régulière de leurs parts de marché (tableau 1.3). En outre, l'élasticité-revenu de cette demande est plus forte dans ces pays que dans les économies avancées. Une reprise soutenue étant déjà en cours dans les pays émergents d'Asie et l'activité se redressant en général plus rapidement dans les économies émergentes ou en développement que dans les pays avancés, la demande de produits de base se renforce en prévision du retour de l'activité dans ces derniers. Les cours des produits de base, surtout dans les secteurs sensibles à la conjoncture, ont ainsi fortement réagi aux informations selon lesquelles la reprise était plus rapide que prévu dans les pays émergents d'Asie au deuxième trimestre de 2009.

L'ampleur de toute nouvelle pression à la hausse sur les cours dépendra du profil temporel et de la vigueur de la reprise mondiale. Les stocks demeurant supérieurs à la moyenne, sauf dans le cas des produits alimentaires, et les capacités disponibles étant élevées pour nombre de produits de base, cette pression restera sans doute modérée pendant un certain temps, sauf si une croissance mondiale plus forte que prévu amène à utiliser rapidement ces stocks tampons. Il y a aussi à court terme le risque que la remontée des cours tirée par les anticipations s'inverse partiellement si la reprise mondiale est plus faible que les marchés de produits ne l'envisagent pour l'instant. D'après les distributions de probabilités calculées à partir des prix des options sur les principaux produits de base, le marché a davantage la conviction que le récent rebond des cours des produits de base au deuxième tri-

mestre de 2009 sera soutenu et que de nouvelles hausses sont vraisemblables (voir encadré 1.6 pour davantage de précisions). En particulier, les prix fixés pour les options sur un vaste indice de produits de base, le pétrole brut et le cuivre donnent à penser que les investisseurs anticipent une augmentation des cours au second semestre de 2009. Cela dit, on considère qu'à court terme, la probabilité d'un nouveau pic est éloignée pour les cours des produits de base, qui ne retrouveront sans doute pas cette année leurs niveaux moyens de 2008.

Enfin, les cours des produits de base dépendront aussi en partie de l'évolution du dollar. D'un point de vue empirique, il existe une association négative généralement robuste entre les cours des produits de base et les fluctuations du taux de change effectif du dollar, en termes tant nominaux que réels²⁸. Bien que la causalité puisse aller dans les deux sens et varier dans le temps en fonction des perturbations sous-jacentes, la corrélation négative concorde avec les incitations à maintenir des stocks de produits de base pour se couvrir contre les fluctuations du dollar à court terme, l'impact de cette monnaie sur le pouvoir d'achat relatif devenant plus important à long terme.

D'après les projections, les cours à moyen terme des produits de base resteront plus élevés que le passé. La crise les a ramenés légèrement en deçà de leurs pics de 2008, mais la demande devrait normalement continuer de progresser à un rythme soutenu, à mesure que l'industrialisation se poursuivra dans les pays émergents ou en développement. Pour répondre à cette demande, il faudra éventuellement accroître fortement les capacités pour nombre de produits de base, des financements plus coûteux devant parfois être trouvés. L'ampleur des pressions sur les cours à moyen terme variera selon les produits, en fonction du rythme du renforcement des capacités et des obstacles auxquels il pourrait se heurter (voir *infra*).

²⁸Voir l'encadré 1.5, et ses références, de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Table 1.3. Commodity Consumption and Market Share

(Percent)

	Global	Emerging Markets
Crude oil		
Cumulative consumption growth		
1985–2008	36.6	58.5
2002–08	10.8	24.8
Market share		
1993	...	43.1
2002	...	45.8
2008	...	51.8
Aluminum		
Cumulative consumption growth		
1985–2008	92.5	140.6
2002–08	48.4	88.8
Market share		
1993	...	32.4
2002	...	42.8
2008	...	59.2
Copper		
Cumulative consumption growth		
1985–2008	61.9	127.0
2002–08	21.4	53.0
Market share		
1993	...	35.2
2002	...	49.3
2008	...	61.7
Wheat		
Cumulative consumption growth		
1985–2008	27.6	20.3
2002–08	7.8	7.7
Market share		
1993	...	76.9
2002	...	70.5
2008	...	70.7
Memorandum		
Real GDP		
Cumulative growth		
1985–2008	84.1	110.6
2002–08	29.2	46.3

Sources: International Energy Agency; U.S. Department of Agriculture; and World Bureau of Metal Statistics.

Marchés pétroliers

Les cours du pétrole ont réagi fortement à la prise de conscience que le pire de la récession mondiale était passé et aux signes d'un rebond de la demande en Chine. Après avoir atteint le

Encadré 1.6. Que nous disent les marchés des options sur les perspectives des cours des matières premières?

Durant la décennie écoulée les marchés de dérivés sur matières premières, tant organisés que de gré à gré, ont enregistré une croissance rapide. Le profil de cette croissance semble varier considérablement selon le produit ou le type de dérivé considéré. Par exemple, les contrats de dérivés (options et contrats à terme confondus) sur pétrole négociés sur la New York Mercantile Exchange ont été multipliés par cinq sur la période 1998–2008, les options ayant elles-mêmes connu une croissance cinq fois plus importante que les contrats à terme. Pour les autres principales matières premières l'ordre de grandeur est plus modeste et l'écart entre la croissance des options et celle du marché à terme moins prononcé (premier graphique). L'encours des contrats de dérivés sur matières premières a cependant chuté au second semestre 2008 — notamment dans le cas du brut — mais on observe depuis peu des signes de reprises pour certaines matières premières.

Comment expliquer l'utilisation des prix des options dans l'analyse économique?

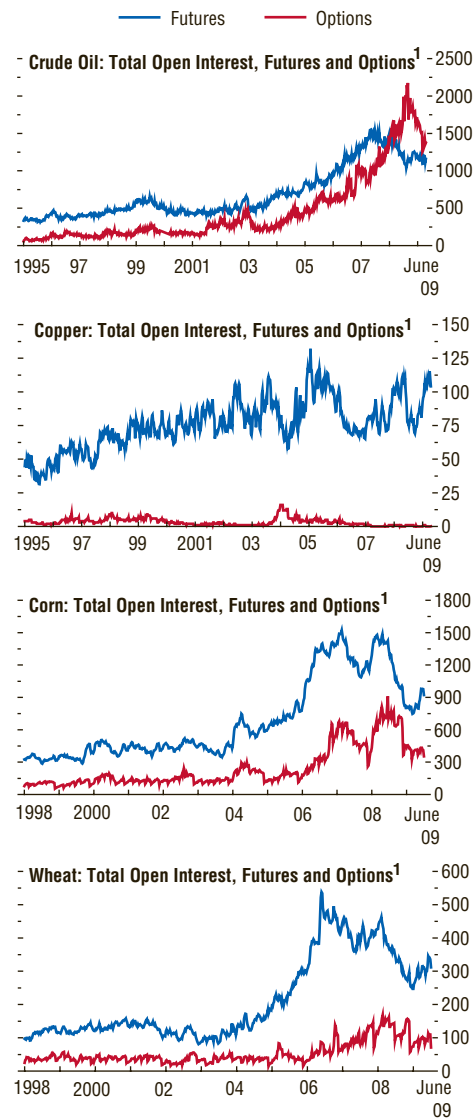
La croissance rapide des transactions liées aux contrats à terme et options sur matières premières a donné plus de profondeur, de liquidité et d'efficacité à ces marchés de dérivés et, partant, amélioré les informations y afférentes. En effet, il est bien établi que les dérivés — notamment les options — renferment des informations utiles sur les anticipations du marché, lesquelles peuvent affiner l'analyse des perspectives économiques et financières¹. Le raisonnement étant que les primes des options donnant le droit d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent à un prix d'exercice donné traduisent les vues du marché sur la distribution de probabilités des prix futurs, laquelle détermine le rendement escompté des options. Par exemple, un investisseur qui mise sur une montée des cours sera disposé à verser une prime plus élevée pour exercer une option d'achat à

Le principal auteur du présent encadré est Kevin C. Cheng, qui a reçu le concours de Marina Rousset, comme assistante de recherche.

¹Voir, par exemple, BRI (1999).

Évolution récente des marchés des dérivés sur matières premières

(milliers de contrats)



Sources: U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC); and IMF staff calculations.

¹These are reported weekly by the CFTC. Crude oil and copper are traded on the New York Mercantile Exchange, while corn and wheat are traded on the Chicago Board of Trade.

un prix supérieur au prix comptant en vigueur. Dans le même ordre d'idées, un investisseur qui mise sur un repli du marché sera disposé à payer une prime plus élevée pour exercer une option de vente à un prix inférieur au prix comptant en vigueur.

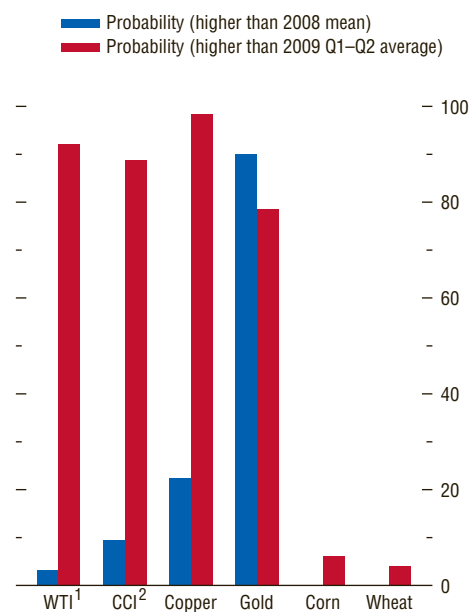
Ce type de lecture des marchés des options peut contribuer à évaluer les risques à d'avenir et, partant, à concevoir des scénarios de rechange ou des tests de résistance. Qui plus est, à la différence des mesures d'incertitude de la plupart des modèles économétriques dont la démarche est rétrospective, les mesures liées à cette approche sont prospectives et donc englobent implicitement tous les facteurs de risque actuellement considérés sur le marché.

C'est ainsi que les *Perspectives de l'économie mondiale* ont présenté une distribution de probabilités dite neutre au plan des risques pour le Brent sur ces dernières années. Les services du FMI ont récemment mis au point un nouveau dispositif qui produit des résultats plus stables et peut aussi s'appliquer à d'autres options à terme². À la différence de l'ancien cadre qui exigeait la prise en considération d'un ensemble de prix artificiels estimés par l'Intercontinental Exchange, le nouveau s'appuie exclusivement sur des données de marché réelles. Qui plus est, le nouveau modèle accorde une grande souplesse dans la prise en considération d'un large éventail de propriétés statistiques.

Ce cadre a servi à produire des distributions de probabilités pour le Continuous Commodity Index — un vaste indice de matières premières englobant 17 produits — et pour un certain nombre de produits de base essentiels dont le pétrole, l'or, le cuivre et le maïs (deuxième graphique). Il ressort des résultats que par rapport aux distributions estimées au début avril, les distributions de probabilités (début août et mi-septembre) des contrats à huit mois de brut et de cuivre se sont

²Cette méthode — qui s'appuie sur l'approche lognormale double de Bahra (1997) — combine plusieurs distributions lognormales. Cheng (à paraître) offre une analyse détaillée sur les fondements techniques de la méthode et ses avantages par rapport aux méthodes existantes.

Perspectives de prix des principales matières premières pour la fin 2009 au 15 septembre 2009 (pourcentage)



Source: IMF staff estimates.

¹West Texas Intermediate crude oil.

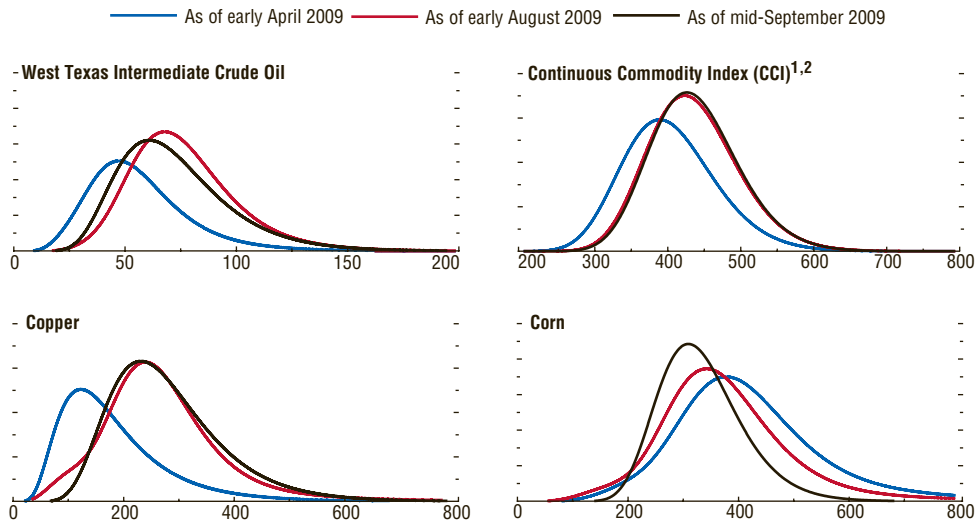
²CCI = Continuous Commodity Index: 1995 Revision of the Commodity Research Bureau Index; average of 17 commodity futures prices.

déplacées vers la droite — signe d'une augmentation des prix escomptés — et que la dispersion de ces distributions a diminué, ce qui traduit la perception d'une moindre volatilité (troisième graphique). Cette diminution de la dispersion a également eu pour corolaire une baisse de l'indice de volatilité du pétrole de la Chicago Board Options Exchange au deuxième trimestre 2009³. Dans le cas du maïs, la distribution s'est légèrement déplacée vers la gauche, mais aussi avec une dispersion légèrement plus faible, signe sans doute de l'amélioration des conditions climatiques dans les régions productrices.

³En outre, les distributions deviennent moins biaisées avec une extrémité moins épaisse, encore que les différences soient marginales.

Encadre 1.6 (fin)

Fonctions de densité de probabilité pour des contrats à terme à huit mois au début avril 2009, début août 2009 et mi-septembre 2009



Sources: Bloomberg Financial Markets; and IMF staff calculations.
¹1995 Revision of the Commodity Research Bureau Index; average of 17 commodity futures prices trading on the New York Board of Trade.
²For the CCI, the March 2010 (eight-month-forward) contract was not available, and so the February 2010 (seven-month-forward) contract was used in August. In mid-September, the May 2010 (eight-month-forward) contract was not available, and so the April 2010 (seven-month-forward) contract was used.

Mise en garde

L'information tirée des prix des options doit être interprétée avec soin. De manière plus précise, les probabilités estimées, comme dans toute autre méthode, supposent que les marchés sont neutres au plan des risques. Cette méthode tend à exagérer la probabilité d'une issue non désirable si les investisseurs ont une aversion pour le risque. Intuitivement, ce type d'investisseur est dis-

posé à payer, plus qu'un investisseur neutre au plan du risque, une prime plus élevée pour s'assurer contre une issue, certes peu probable, mais désastreuse. Si la probabilité d'une issue désastreuse est estimée en posant l'hypothèse que l'investisseur a une position neutre tout en utilisant les primes *effectivement observées* versées par l'investisseur peu enclin au risque, la probabilité estimée serait supérieure à la probabilité objective.

faible niveau de 36 dollars le baril le 27 février 2009, ils ont commencé à se redresser en mars, passant à 70 dollars au milieu de l'année²⁹. En même temps, leur instabilité est revenue à des ni-

veaux qui, tout en étant quelque peu élevés par rapport aux cours antérieurs à 2008, sont nettement en deçà de ceux constatés après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

Les cours ont fortement réagi aux signes d'un redressement anticipé de l'activité, de la même façon que lors de certaines phases de ralentissement mondial antérieures, notamment en 2000-01. Cette fois-ci cependant, la consomma-

²⁹Sauf indication contraire, les cours du pétrole se réfèrent à l'indice des prix pétroliers APSP du FMI (moyenne arithmétique des cours des West Texas Intermediate, Dated Brent et Dubai Fateh).

tion mondiale de pétrole s'est contractée beaucoup plus (bien au-delà de 2 millions de barils par jour entre le quatrième trimestre de 2008 et le deuxième trimestre de 2009) que pendant les récessions observées depuis le début des années 80 (tableau 1.4). La demande a sensiblement reculé surtout dans les économies avancées, États-Unis et Japon entre autres, encore que la croissance de la consommation de pétrole dans les pays émergents ou en développement ait également ralenti et soit parfois devenue négative au premier trimestre de 2009.

Face à cette faiblesse de la demande, l'OPEP a décidé de soutenir les prix en limitant la production. Entre septembre 2008 et août 2009, la réduction a été, selon les estimations, de 2,8 millions de barils par jour, soit quelque 70 % de l'objectif fixé. Ce résultat est dans l'ensemble conforme aux expériences antérieures, encore que l'ajustement tant à la baisse des quotas de production que de la production effective de l'OPEP ait été plus rapide. La production hors OPEP a pour ainsi dire stagné tout au long de cette phase de contraction. Bien que les mesures de réduction aient permis de la contenir ces derniers mois, l'offre est demeurée excédentaire tout au long du premier semestre de 2009 et les stocks des pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) ont continué de s'accroître, principalement aux États-Unis.

L'évolution des cours dépendra en partie de la vigueur avec laquelle l'offre réagira à la reprise de la demande. L'offre des pays non membres de l'OPEP ayant peu de chances de se redresser vigoureusement, étant donné le taux élevé d'épuisement de certains grands gisements arrivés à maturité, notamment en mer du Nord et au Mexique, et la lenteur du renforcement des capacités à causes des obstacles rencontrés par l'investissement dans de nombreux pays, cette réaction dépendra essentiellement de la production de l'OPEP. À en juger par l'expérience des récentes périodes de contraction délibérée de la production, les pays membres de l'OPEP réagiront progressivement et avec un certain décalage aux pressions exercées

par l'augmentation de la demande et la hausse des cours. D'ailleurs, il ressort de récentes déclarations de hauts responsables de cette organisation que la production ne sera augmentée que si d'importants prélèvements sur les stocks des pays de l'OCDE ramènent le ratio stocks/demande à des niveaux plus normaux et si les cours se situent dans la fourchette objectif de 70 à 80 dollars le baril.

À moins d'un profond changement dans les perspectives à moyen terme du marché pétrolier, le risque d'une flambée des cours devrait être contenu en raison du niveau élevé des capacités excédentaires et des stocks. Un certain rééquilibrage de l'offre et de la demande au second semestre de 2009 et en 2010 a déjà été intégrée dans les cours. Les capacités disponibles ne sont pas nécessairement un bon indicateur de l'étroitesse du marché pétrolier à un moment où la politique de production est alignée sur les prix. Néanmoins, ces capacités qui, en août 2009, étaient estimées à quelque six milliards et demi de barils par jour, dont trois milliards et demi pour l'Arabie Saoudite, sont deux fois plus élevées qu'au cours de la dernière décennie et augmenteront encore lorsque, comme elle l'a annoncé, l'Arabie Saoudite aura accru ses propres capacités de quelque un à un million et demi de barils par jour d'ici à la fin de 2009 (graphique 1.18). Les pays membres qui ont récemment renforcé leurs capacités à un coût élevé seront de plus en plus incités à intensifier leur production quand les cours progresseront, car une fraction importante de ces capacités est inutilisée.

À moyen terme, les perspectives concernant les cours du pétrole et le risque d'un nouveau pic dépendront de la possibilité de maintenir un équilibre durable entre l'offre et la demande. La demande de pétrole devrait retrouver une trajectoire de croissance robuste dans les pays émergents, mais rester médiocre dans les économies avancées. Du côté de l'offre, on craint, comme en 2005-2008, une stagnation du renforcement des capacités. La crise financière et le recul des cours du pétrole l'an dernier ont déjà retardé certains projets et amené à en sus-

Table 1.4. Global Oil Demand and Production by Region¹

(Millions of barrels a day)

	2008	2009 Proj.	2010 Proj.	2008 H2	2009 H1	Year-over-Year Percent Change							
						2003–05 Avg.	2006	2007	2008	2009 Proj.	2010 Proj.	2008 H2	2009 H1
Demand													
OECD ²	47.6	45.4	45.4	47.0	45.5	1.3	-0.6	-0.7	-3.2	-4.7	0.1	-4.8	-5.5
North America	24.2	23.1	23.3	23.8	23.2	2.0	-0.8	0.4	-5.1	-4.4	0.8	-6.7	-5.5
<i>of which:</i>													
United States	19.8	18.9	19.1	19.4	19.0	1.7	-0.5	-0.1	-5.9	-4.5	0.9	-3.9	-1.8
Europe	15.3	14.7	14.7	15.5	14.6	0.7	0.1	-2.1	0.0	-4.1	-0.2	-0.6	-4.2
Pacific	8.1	7.5	7.4	7.8	7.7	0.4	-1.6	-1.0	-3.6	-6.8	-1.7	-7.0	-7.9
Non-OECD	38.7	39.1	40.3	38.7	38.8	4.4	4.0	4.4	3.7	0.9	3.2	2.7	0.2
<i>of which:</i>													
China	7.9	8.3	8.6	7.9	8.1	10.1	8.3	4.4	4.3	4.6	4.0	3.6	2.5
Other Asia	9.7	9.7	10.0	9.4	9.9	3.2	2.7	5.7	1.3	0.6	2.2	-1.0	0.2
Former Soviet Union	4.2	4.0	4.1	4.2	3.9	1.2	2.9	2.7	1.5	-4.8	3.0	-0.5	-6.6
Middle East	7.1	7.2	7.5	7.3	7.0	4.8	4.4	3.2	8.5	1.5	3.8	10.0	1.2
Africa	3.2	3.2	3.3	3.2	3.2	4.0	0.5	4.0	3.8	0.5	3.5	3.3	0.9
Latin America	5.9	6.0	6.1	6.0	5.9	2.4	3.4	5.5	3.9	0.7	2.9	2.8	0.6
World	86.3	84.4	85.7	85.7	84.3	2.5	1.2	1.5	-0.2	-2.2	1.5	-1.5	-3.0
Production													
OPEC (current composition) ³	35.9	...	...	35.8	33.5	6.6	0.8	-0.9	3.0	...	...	1.4	-7.1
<i>of which:</i>													
Saudi Arabia	10.4	...	...	10.4	9.4	7.5	-1.5	-4.4	4.2	...	...	3.0	-9.7
Nigeria	2.2	...	...	2.2	2.1	7.1	-5.2	-4.8	-7.9	...	...	-7.9	-2.3
Venezuela	2.6	...	...	2.6	2.3	1.6	-5.8	-7.8	-1.2	...	...	-2.0	-10.5
Iraq	2.4	...	...	2.4	2.4	2.5	4.9	9.9	14.0	...	...	5.5	-0.8
Non-OPEC	50.6	51.0	51.5	50.4	51.0	1.0	1.2	0.8	-0.4	0.7	0.9	-0.5	0.3
<i>of which:</i>													
North America	13.9	14.0	14.0	13.7	14.0	-0.8	0.8	0.1	-2.5	0.6	0.4	-3.2	-0.5
North Sea	4.3	4.1	3.7	4.3	4.3	-5.7	-7.6	-5.0	-5.1	-6.6	-9.5	-4.5	-2.6
Russia	10.0	10.1	10.2	10.0	10.0	7.7	2.2	2.4	-0.8	1.3	0.4	-0.7	0.7
Other Former Soviet Union ⁴	2.8	3.0	3.3	2.7	2.9	7.7	3.9	12.1	2.6	9.5	8.3	-1.4	2.3
Other Non-OPEC	19.6	19.8	20.3	19.7	19.7	1.0	18.6	0.6	2.1	1.0	2.5	2.7	1.0
World	86.5	...	...	86.1	84.5	3.2	1.0	0.1	1.0	...	...	0.3	-2.8
Net demand⁵	-0.2	...	...	-0.5	-0.2	-0.6	-0.4	1.0	-0.3	...	...	-0.5	-0.2

 Sources: IMF staff calculations; International Energy Agency; and *Oil Market Report*, August 2009.

¹Totals refer to a total of crude oil, condensates, natural gas liquids, and oil from nonconventional sources.

²OECD = Organization for Economic Cooperation and Development.

³OPEC = Organization of Petroleum Exporting Countries. Includes Angola (which joined OPEC in January 2007) and Ecuador (which rejoined in November 2007, after suspending its membership from December 1992 to October 2007).

⁴Other Former Soviet Union includes Azerbaijan, Belarus, Georgia, Kazakhstan, Kyrgyz Republic, Tajikistan, Turkmenistan, Ukraine, and Uzbekistan.

⁵Difference between demand and production.

pendre d'autres. Néanmoins, ces difficultés seront vraisemblablement temporaires. Les cours du pétrole ont déjà comblé certaines des pertes de 2008 et dépassent nettement à l'heure actuelle le niveau moyen de la dernière décennie. Les coûts des investissements pétroliers

ont eux aussi diminué ces derniers trimestres, ce qui favorise les opérations d'exploration et d'exploitation.

En ce qui concerne l'offre, les principaux sujets de préoccupation sont toujours les régimes d'investissement pétrolier et les contrain-

tes géologiques et techniques. Premièrement, il convient de citer la dégradation des incitations prévues dans les régimes d'investissement de certains pays producteurs³⁰. En second lieu, les nouveaux gisements pétroliers sont plus petits et présentent davantage de problèmes technologiques et géologiques, aussi le taux d'épuisement de nombreux gisements a-t-il augmenté plus que prévu. En conséquence, davantage d'investissements sont nécessaires uniquement pour maintenir les capacités à leur niveau actuel.

Métaux

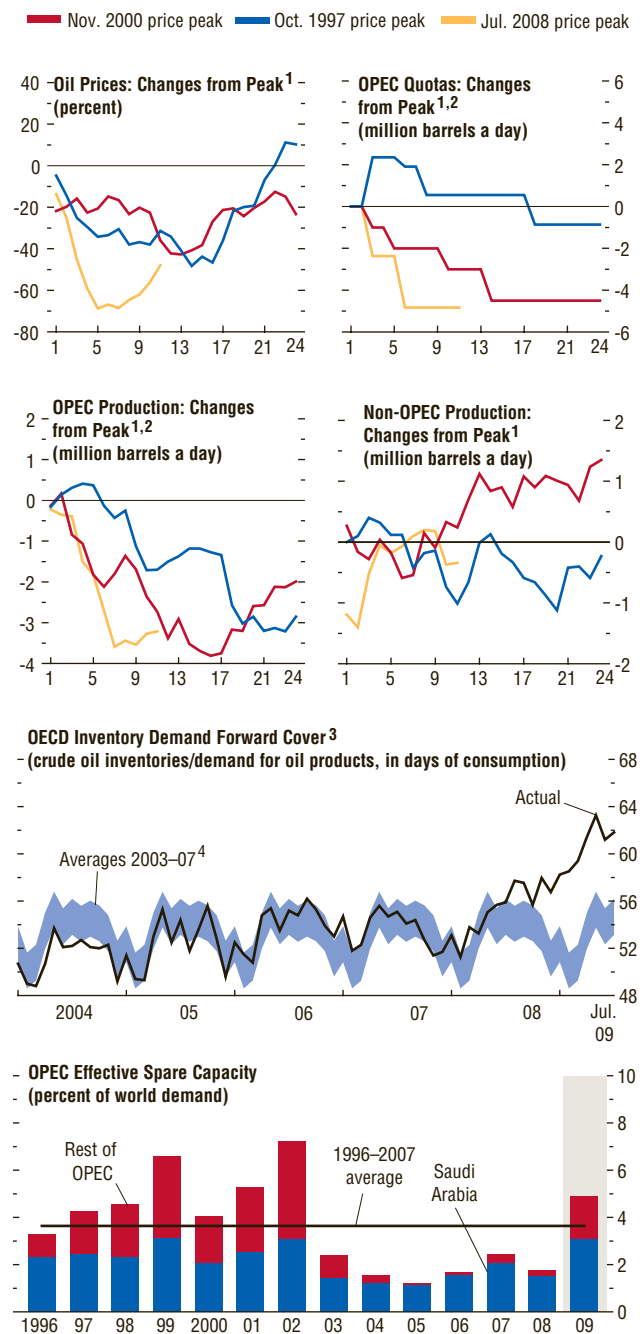
Suivant dans l'ensemble l'évolution des marchés des autres produits de base, la plupart des cours des métaux ont rebondi au deuxième trimestre de 2009. À la fin de juillet, l'indice quotidien des métaux du FMI, tiré par le cuivre, le plomb et le nickel, avait augmenté de près de 60 % par rapport au creux qu'il avait atteint précédemment dans l'année (graphique 1.19, partie supérieure droite). Le rebond s'explique non seulement par l'amélioration des perspectives économiques et financières mondiales à court terme, qui a suscité une vive réaction des cours des métaux de base sensibles à la conjoncture, mais aussi par certains facteurs propres aux métaux.

Compression de l'offre

À mesure que les cours des métaux se rapprochaient ou tombaient en deçà de leur coût marginal, les principaux producteurs ont commencé à réduire leurs activités à des fins d'économies. En fait, à la différence de la récession mondiale de 2001 (la production de métaux stagnait alors que la demande reculait sensiblement), les compressions ont été rapides et beaucoup plus fortes (graphique 1.19). La production mondiale de quelques métaux de premier plan, comme l'aluminium, l'étain et le zinc, a diminué de plus de 10 % environ (taux annuel corrigé des variations saisonnières) entre avril 2008 et février 2009, période de contraction de la production industrielle mondiale.

³⁰Voir l'encadré 1.5 de l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Figure 1.18. World Energy Market Developments



Sources: IMF Primary Commodity Price System; International Energy Agency; U.S. Energy Information Administration; and IMF staff calculations.

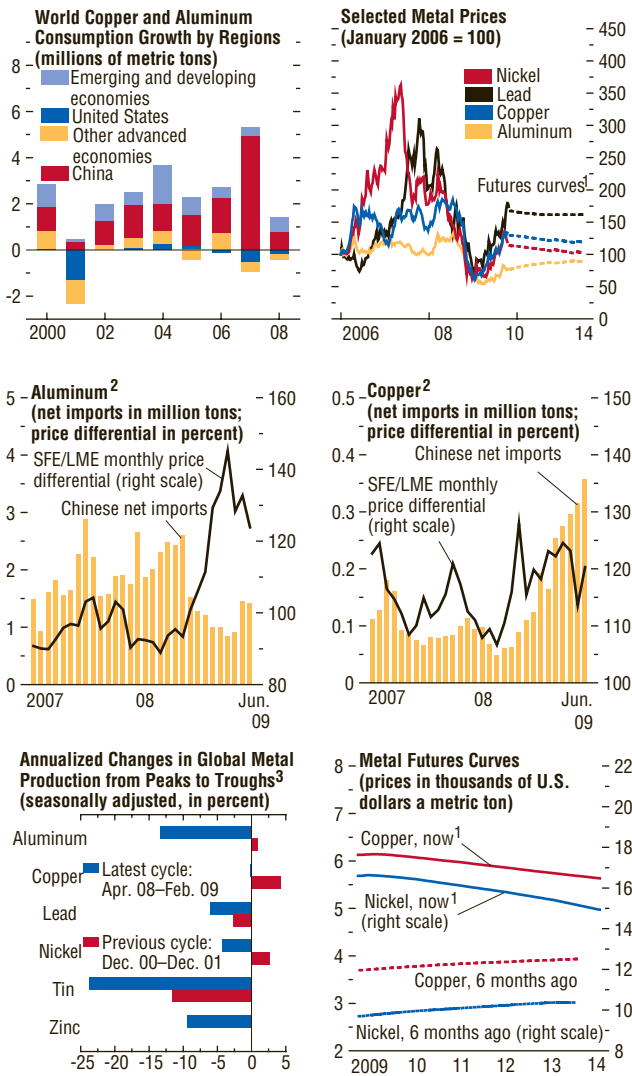
¹ Months from the price peak on the x-axis.

² Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC) composition as of the month of the price peak.

³ OECD = Organization for Economic Cooperation and Development.

⁴ Band is based on averages for each calendar month during 2003–07 and a 40 percent confidence interval based on deviations during this period.

Figure 1.19. Developments in Metal Markets



Sources: Bloomberg Financial Markets; World Bureau of Metal Statistics; and IMF staff calculations.
¹Prices as of September 15, 2009.
²LME: London Metal Exchange; SFE: Shanghai Futures Exchange.
³The troughs and peaks are based on purchasing-power-parity-weighted global industrial production.

Reconstitution des stocks en Chine

Dans le cadre du programme de relance budgétaire de la Chine, le bureau des réserves stratégiques de ce pays a commencé à gonfler ses stocks pour soutenir les fonderies et les raffineries nationales. La demande privée de métaux a en outre commencé à s'accroître grâce à un rebond de la production industrielle. Les importations nettes de la Chine ont été stimulées sous l'effet conjugué de ce facteur et de l'accroissement du différentiel de cours entre le marché à terme de Shanghai et la bourse des métaux de Londres (graphique 1.19, parties inférieure et du milieu).

La reconstitution des stocks en Chine n'aura qu'un effet temporaire et les perspectives concernant les cours des métaux dépendent du rythme à la fois du renforcement de l'activité dans ce pays et de la reprise dans le reste du monde. Comme dans le cas du pétrole, une bonne partie du redressement de la demande de métaux a déjà été intégrée dans les cours, dont une nouvelle hausse vigoureuse semble peu probable à court terme à cause des capacités excédentaires considérables.

Denrées alimentaires

Grâce aux signes d'une amélioration de la situation économique et financière mondiale en mars, les cours des denrées alimentaires ont bénéficié d'une reprise généralisée, quoique modeste. Plus récemment toutefois, des facteurs propres aux produits de base, y compris une stabilisation des conditions atmosphériques et une augmentation des surfaces cultivées par certains producteurs de première importance ont été à l'origine d'écarts considérables dans les variations des cours des grandes productions mondiales. L'indice global des cours des denrées alimentaires a progressé de 15 % pendant les sept premiers mois de 2009, mais les cours du maïs ont reculé de 15 % et ceux du soja augmenté de 20 %. Le maïs a été touché par la baisse de la demande industrielle, dont celle d'éthanol, mais les projections pour les campagnes 2009-2010 sont meilleures.

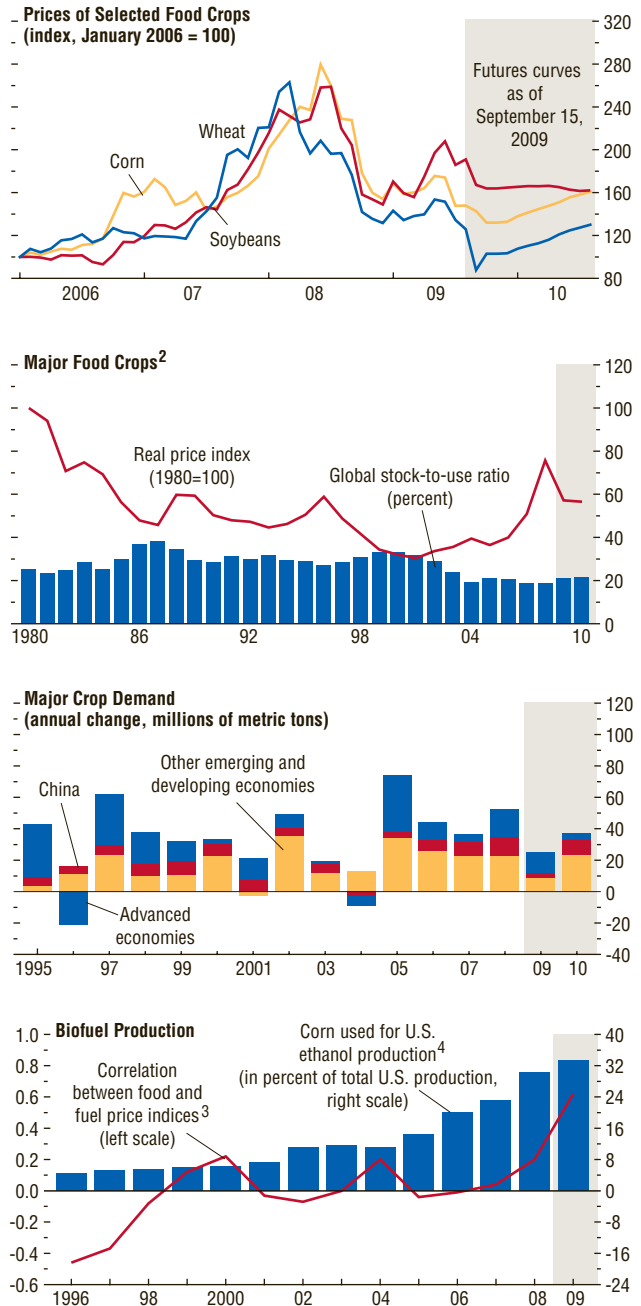
Comme l'indiquent les cours à terme, les cours des denrées alimentaires ne devraient aug-

menter que progressivement pendant toute la période couverte par la reprise mondiale. À la différence d'autres produits de base, la demande est relativement peu sensible à la conjoncture et les futures récoltes devrait être assez abondantes, encore que le phénomène atmosphérique El Niño risque d'avoir des répercussions sur certaines productions, en particulier le soja, jusqu'à la fin de 2010 (graphique 1.20, première partie).

Toutefois, des risques de hausse pèsent sur les cours. L'équilibre entre l'offre et la demande de produits agricoles demeure relativement tendu, le ratio stocks/demande des principales récoltes de maïs, riz, soja et blé devant normalement rester en deçà des niveaux moyens de ces dernières décennies (graphique 1.20, deuxième partie). Les taux de stockage faibles s'expliquent en partie par la demande de denrées alimentaires des pays émergents, qui a augmenté rapidement au cours de la période 2001-07 (graphique 1.20, troisième partie). En raison du redressement continu de la croissance dans ces pays pendant les prochaines années, l'équilibre du marché restera tendu et l'instabilité des cours des denrées alimentaires observée durant plus ou moins la dernière décennie risque de continuer de s'amplifier (voir encadré 1.7).

Le renchérissement de l'énergie est un autre risque, surtout si les cours du pétrole restent bien au-delà des moyennes de la décennie. Son impact sur les prix des intrants et des engrais se traduit par une majoration des coûts de l'agriculture. Indirectement, la hausse des cours du pétrole accroît les incitations à réorienter les productions vivrières vers le biocarburant. Les superficies consacrées à la production de biocarburants ont sensiblement augmenté ces dernières années, du fait en partie des cours élevés du pétrole et des mesures d'incitation prises notamment par les pays avancés. Aux États-Unis, la chute des cours du pétrole a réduit considérablement les marges du raffinage de l'éthanol et conduit à des regroupements au sein de cette branche d'activité. Selon le ministère de l'agriculture toutefois, la part de maïs américain affectée à l'éthanol progressera encore en

Figure 1.20. Recent Developments in Markets for Major Food Crops¹



Sources: Bloomberg Financial Markets; U.S. Department of Agriculture; and IMF staff estimates.

¹ Major food crops are wheat, corn, rice, and soybeans.

² Projections for 2009 and 2010 are from the U.S. Department of Agriculture.

³ Rolling window of 36 months of monthly price changes.

⁴ Refers to marketing years (e.g., 2009 refers to September 2009 through August 2010).

Encadré 1.7. Comment expliquer la volatilité croissante des prix alimentaires?

La montée en flèche puis la chute des prix des produits alimentaires sur la période 2005–08 est allée de pair avec un net accroissement de la volatilité des prix. Selon l'indice des prix alimentaires du FMI, la volatilité effective — mesurée à partir de l'écart type annualisé des variations mensuelles de prix — est passée d'environ 8 % sur les dix ans jusqu'à la fin 2007 à plus de 22 % depuis 2008 (premier graphique, première plage). Bien qu'elle soit inférieure à celle des prix des autres matières premières, la volatilité des prix des principales cultures a atteint durant la période la plus récente des niveaux sans précédent, tout au moins durant ces dernières décennies.

Le présent encadré montre que la volatilité réelle des prix à long terme — c'est-à-dire la variabilité prévisible en moyenne sur une période très longue — s'est accrue pour la plupart des principales cultures durant ces dernières années¹. Les prix alimentaires déterminés par le marché subissent toujours des variations à court terme car des facteurs tels que les conditions climatiques ou les attaques parasitaires ont une incidence sur les récoltes et les politiques ne peuvent pas faire grand-chose pour atténuer ces effets. À un horizon plus éloigné, au-delà de la prochaine récolte, d'autres facteurs peuvent avoir des effets durables sur la volatilité à plus long terme. Le présent encadré définit quatre de ces facteurs : la volatilité de l'inflation américaine, la volatilité du taux de change du dollar, la volatilité de l'activité économique mondiale et les variations des volumes négociés sur les marchés à terme. La volatilité des prix des produits énergétiques a peut-être commencé à exercer une influence notable.

Les effets macroéconomiques d'une intensification de la volatilité des prix des produits alimentaires peuvent être vastes et profonds, notamment lorsque les augmentations persistent sur de longues périodes. Les effets directs se manifestent par la balance des paiements des im-

portateurs et des exportateurs, l'inflation et les niveaux de pauvreté (les aliments peuvent représenter une grosse part des dépenses de consommation dans les pays à faible revenu). La volatilité peut aussi nuire à l'action des pouvoirs publics, notamment par ses effets sur le budget et sur les décisions de planification des producteurs, transformateurs et consommateurs.

Estimation de la volatilité à long terme des prix alimentaires

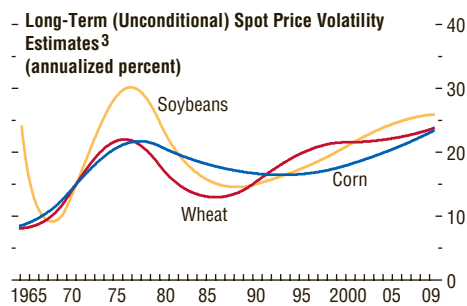
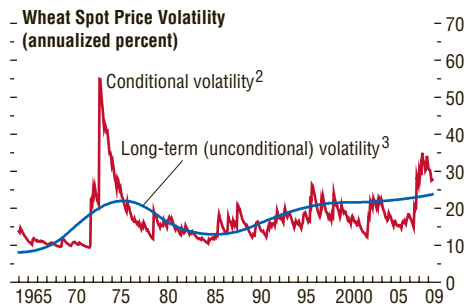
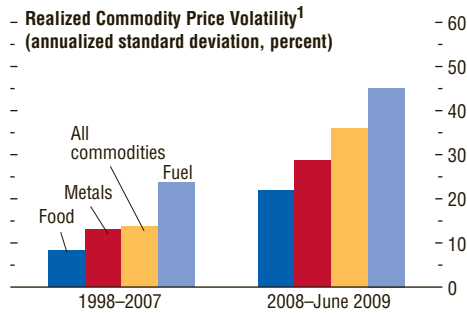
Presque toutes les méthodes d'estimation de la volatilité des prix posent l'hypothèse que le niveau de variation à long terme (également désigné volatilité inconditionnelle) est constant, hypothèse contraignante vu l'évolution de la volatilité des cours des matières premières dans la durée. Il en est une autre, énoncée par Engel et Rangel (2008), qui consiste à tolérer, dans le temps, des variations graduelles de la volatilité à long terme². L'application de cette méthode à six principaux produits — maïs, huile de palme, riz, soja, sucre et blé — fait apparaître que la volatilité réelle des prix à long terme évolue de façon beaucoup plus graduelle que la volatilité totale (laquelle comprend les facteurs saisonniers), mais qu'elle s'est intensifiée durant ces dernières années (deuxième plage, avec le blé comme exemple). L'augmentation pour le riz est modeste, mais pour les autres cinq produits la volatilité estimée à long terme en rythme annualisé avait augmenté dans une proportion de 7 à 13 points de pourcentage en juin 2009 par rapport aux niveaux du milieu des années 1990 et elle se situe maintenant dans une fourchette de 23 à 26 % pour le maïs, le soja et le blé, les produits les plus négociés (troisième plage). Pour la plupart des produits, ces augmentations traduisent un accroissement soutenu de la variabilité réelle des prix antérieure à la succession la plus récente d'expansions et de récessions.

L'auteur de cet encadré est Shaun Roache.

¹Les prix des matières premières alimentaires sont libellés en dollars EU et sont déflatés à partir de l'indice des prix à la consommation des États-Unis aux fins de la présente analyse.

²Ce modèle s'appuie sur une démarche non-paramétrique — une approximation quadratique exponentielle — pour produire une courbe lisse décrivant la volatilité à long terme exclusivement à partir de données observées.

An Overview of Food Price Volatility



Source: IMF staff estimates.

¹Annualized standard deviation of monthly percent changes in the spot price included in the IMF Commodity Index.

²Conditional volatility estimated from a GARCH(1,1) model.

³Long-term volatility estimated from a spline-GARCH model.

Facteurs qui agissent sur la volatilité inconditionnelle

Diverses études ont mis en évidence un large éventail de facteurs pouvant avoir une influence sur la volatilité réelle des prix alimentaires à long terme. Plusieurs modèles reconnaissent un

rôle important au niveau des stocks, la volatilité étant supérieure en période de déstockage car les opérateurs réagissent rapidement aux perspectives de pénuries physiques. Les facteurs macroéconomiques tels que le niveau et la volatilité de l'inflation et des taux d'intérêt réels aux États-Unis et du taux de change du dollar peuvent également avoir une influence. Les matières premières sont souvent considérées comme des réserves de richesses, et les incitations à en détenir — comme actifs financiers ou comme stocks — augmentent avec l'inflation et la diminution des coûts de financement des stocks (taux d'intérêt)³. Le taux de change peut agir sur les prix par divers truchements, dont le pouvoir d'achat international et l'effet sur les marges pour les producteurs dont les coûts ne sont pas libellés en dollars EU. L'évolution de l'activité économique mondiale influe sur la demande de matières premières, et la volatilité de la demande risque de se répercuter sur la volatilité des prix alimentaires. La volatilité des cours du brut joue sans doute un rôle compte tenu de son incidence sur les coûts des facteurs de production et, plus récemment, de la demande de matières premières alimentaires pour la production de biocarburants. La volatilité des places boursières mondiales pourrait influencer du fait de son rôle comme baromètre de l'aversion des investisseurs au risque et de l'incertitude y afférente. L'activité des marchés à terme, comme par exemple les volumes des positions de place et les volumes négociés (mesurés en pourcentage pour faire la part des tendances), peut aussi influencer sur la variabilité, surtout si les nouveaux participants au marché suivent des stratégies d'inertie des prix et amplifient les mouvements de prix⁴. L'étude comprend également

³L'inflation aux États-Unis joue un rôle prépondérant car les cours de la plupart des matières premières sont libellés en dollars.

⁴L'endogénéité a été testée pour toutes les variables. Seules les positions de place se sont montrées endogènes pour la plupart des produits. Toutes les régressions ont été reproduites en utilisant les variables retardées comme instruments des positions de place et les résultats n'étaient pas qualitativement différents.

Encadre 1.7 (fin)

une évaluation des effets du phénomène climatique El Niño, car certaines études ont montré qu'ils exercent une profonde influence sur les prix des matières premières (Brunner, 2002)⁵. Un important facteur manque à cette analyse : l'impact de la politique agricole, dont on a montré l'importance pour certaines cultures durant certaines périodes, mais qui est difficile à mesurer.

Pour évaluer l'importance de ces facteurs, la volatilité réelle des prix alimentaires à long terme a été estimée comme une fonction de ces facteurs à partir des données sur les récoltes de 1968 à 2008. Il ressort des résultats que quatre d'entre eux influent sensiblement sur la volatilité à long terme⁶. L'inflation aux États-Unis a un effet notable, ce qui peut s'expliquer par le rôle des matières premières comme réserve de valeur. Par exemple, une augmentation d'un écart type de la volatilité de l'inflation annualisée (environ 70 points de base) aurait pour effet d'accroître la volatilité réelle des prix alimentaires à long terme dans une proportion de 3 à 7 points de pourcentage, selon le produit. La variabilité accrue de l'activité économique mondiale, mesurée par un indice des coûts réels de trans-

⁵Pour tenir compte de l'impact des variations périodiques des profils climatiques mondiaux provoquées par les variations des pressions atmosphériques de l'océan Pacifique et de l'effet El Niño qui en résulte, l'indice d'oscillation australe et les anomalies de températures à la surface des océans de la région El Niño 3.4 mesurées par la U.S. National Oceanic and Atmospheric Administration sont inclus comme variables explicatives.

⁶Deux jeux de régression ont été estimés : pour tous les produits à partir d'un seul facteur et pour tous les produits à partir de tous les facteurs. Cette seconde régression imposait des contraintes voulant que les coefficients de tous les facteurs soient les mêmes pour tous les produits, à l'exception des mesures d'inflation, tandis que les coefficients sur la volatilité des cours du brut, les cours boursiers et les positions de place étaient nuls, ce qui a été accepté par des tests de ratio de log-vraisemblance. Le riz a été exclu de l'analyse car il affiche un comportement sensiblement différent de celui des autres matières premières. Le niveau de l'inflation aux États-Unis était fortement significatif pour le sucre uniquement.

port construit par Kilian (2009) entraîne une plus grande volatilité des prix alimentaires, ce qui met en évidence l'impact durable de l'évolution de la demande⁷. La volatilité du dollar EU était significative, mais seulement après avoir fait la part de l'influence du taux d'intérêt réel car les deux variables étaient fortement colinéaires⁸. Parmi les mesures de marché financier, seule la variation des volumes négociés était significative, l'activité croissante sur le marché à terme ayant pour effet d'augmenter la volatilité réelle des prix. Cependant l'effet est modeste. Par exemple l'augmentation moyenne de 68 % du volume en 2008 entraînerait un accroissement de la volatilité à long terme de moins de 1½ point de pourcentage.

En résumé, il ressort des données obtenues que les variations de certaines variables macroéconomiques et financières peuvent avoir un effet durable sur la volatilité des prix alimentaires. D'autres facteurs couverts par l'étude, dont le phénomène climatique El Niño et les niveaux des stocks semblent n'avoir que des effets à court terme. S'agissant des deux sources potentielles de volatilité qui ont dernièrement reçu une grande attention — la spéculation financière et les cours du brut — il existe moins de données mettant en évidence un effet notable. Cependant, dans le cas des produits énergétiques, les liens en sont peut-être à leur début et le rôle des biocarburants pourrait éventuellement renforcer ce mécanisme de transmission de la volatilité à l'avenir.

⁷Comme le note Kilian (2009), cela donne une mesure directe de l'activité économique mondiale qui n'exige pas de pondération des taux de change et agrège l'activité de tous les pays, en tenant compte des variations dans la composition de la production réelle, et des variations de la propension à importer des matières premières industrielles pour une unité donnée de production réelle. Les niveaux d'activité ont également influé mais le signe a changé selon l'estimation, ce qui rend ces résultats moins robustes.

⁸La variable de taux de change était obtenue par voie résiduelle à partir d'une régression ordinaire des moindres carrés des log-variations mensuelles sur les taux d'intérêt réels.

2009–10, mais à un rythme plus lent que celui prévu en 2008 (graphique 1.20, quatrième partie). Ces liens naissants entre l'agriculture et la production de biocarburants a renforcé la corrélation entre les cours des denrées alimentaires et ceux de l'énergie qui, bien que probablement gonflés par les effets de l'extrême instabilité de 2008, continueront probablement d'être plus élevés que par le passé.

Bibliographie

- Alichi, Ali, Charles Freedman, M. Johnson, Ondra Kamenik, Turgut Kisinbay, Douglas Laxton, Kevin Clinton, and Huigang Chen, 2009, "Inflation Targeting under Imperfect Policy Credibility," IMF Working Paper 09/94 (Washington: International Monetary Fund).
- Annett, Anthony, 2006, "Enforcement and the Stability and Growth Pact: How Fiscal Policy Did and Did Not Change under Europe's Fiscal Framework," IMF Working Paper 06/116 (Washington: International Monetary Fund).
- Bahra, Bhupinder, 1997, "Implied Risk-Neutral Probability Density Functions from Option Prices: Theory and Application," Bank of England Working Paper No. 66 (London).
- Balakrishnan, Ravi, Stephan Danninger, Selim Elekdag, and Irina Tytell, 2009, "The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies," IMF Working Paper 09/133 (Washington: International Monetary Fund).
- Bank for International Settlements (BIS), 1999, "Estimating and Interpreting Probability Density Functions," Proceedings of a Workshop held on June, 14, 1999 (Basel, Switzerland). <http://www.bis.org/publ/bisp06.htm>.
- Benes, J., K. Clinton, R. Garcia-Saltos, M. Johnson, D. Laxton, and T. Matheson, forthcoming, "The Global Financial Crisis and Its Implications for Potential Output," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Blanchard, Olivier, and Justin Wolfers, 2000, "The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence," *Economic Journal*, Vol. 110, pp. 1–33.
- Brunner, Allan D., 2002, "El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?" *Review of Economics and Statistics*, Vol. 84, No. 1, pp. 176–83.
- Bruno, Michael, and Jeffrey D. Sachs, 1985, *Economics of Worldwide Stagflation* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).
- Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag, and Subir Lall, 2009, "Financial Stress, Downturns, and Recoveries," IMF Working Paper 09/100 (Washington: International Monetary Fund).
- Cheng, Kevin, forthcoming, "The Information Content Embedded in Future Options of Commodities and Other Assets—A New Framework to Estimate the Probability Density Functions," IMF Working Paper (Washington, International Monetary Fund).
- Čihák, Martin, Wim Fonteyne, Thomas Harjes, Emil Stavrev, and Erlend Nier, 2009, *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report No. 09/224 (Washington: International Monetary Fund).
- Collins, Charles, Deniz Igan, and Prakash Loungani, 2009, "House Prices: Global Correction, Local Consequences" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Decressin, Jörg, and Douglas Laxton, 2009, "Gauging Risks for Deflation," IMF Staff Position Note 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Elekdag, Selim, and Prakash Kannan, 2009, "Incorporating Market Information into the Construction of the Fan Chart," IMF Working Paper 09/178 (Washington: International Monetary Fund).
- Engle, Robert F., and Jose Gonzalo Rangel, 2008, "The Spline-GARCH Model for Low-Frequency Volatility and Its Global Macroeconomic Causes," *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 3, pp. 1187–22.
- Estevão, Marcello M., 2005, "Product Market Regulation and the Benefits of Wage Moderation," IMF Working Paper 05/191 (Washington: International Monetary Fund).
- European Commission, 2009, "Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2008–2060)," *European Economy*, Vol. 2.
- Feinman, Joshua N., 1993, "Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform," *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 79, pp. 569–89.
- Freund, Caroline, 2009, "The Trade Response to Global Downturns: Historical Evidence," World Bank Policy Research Working Paper No. 5015 (Washington: World Bank).
- Horton, Mark, Manmohan Kumar, and Paolo Mauro, 2009, "The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor," IMF Staff Position Note 09/21 (Washington: International Monetary Fund).

- Igan, Deniz, and Marcelo Pinheiro, 2009, "Exposure to Real Estate Losses: Evidence from the U.S. Banks," IMF Working Paper 09/79 (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 1987, *Report on the World Current Account Discrepancy* (Washington).
- , 2006, "Euro Area Policies," IMF Country Report No. 06/287 (Washington).
- , 2008, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, October).
- , 2009a, *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks* (Washington, April).
- , 2009b, "Is the Canadian Housing Market Overvalued? A Tale of Two Regions," in *Canada: Selected Issues*, IMF Country Report No. 09/163 (Washington).
- Jarocinski, Marek, and Frank R. Smets, 2008, "House Prices and the Stance of Monetary Policy," Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, Vol. 90, No. 4, pp. 339–66.
- Kilian, Lutz, 2009, "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market," *American Economic Review*, Vol. 99, No. 3, pp. 1053–69.
- Klyuev, Vladimir, Phil de Imus, and Krishna Srinivasan, forthcoming, "Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Layard, Richard, Stephen Nickell, and Richard Jackman, 1991, *Unemployment* (Oxford: Oxford University Press).
- Lipsey, Robert, 2009, "Measuring International Trade in Services," in *International Trade in Services and Intangibles in the Era of Globalization*, ed. by Marshall Reinsdorf and Matthew Slaughter (Chicago: University of Chicago Press).
- Marquez, Jaime, and Lisa Workman, 2001, "Modeling the IMF's Statistical Discrepancy in the Global Current Account," *IMF Staff Papers*, Vol. 48, No. 43 (Washington: International Monetary Fund).
- McAndrews, James, Asani Sarkar, and Zhenyu Wang, 2008, "The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate," Staff Reports No. 335 (New York: Federal Reserve Bank).
- Meier, André, 2009, "Panacea, Curse, or Nonevent: Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom," IMF Working Paper 09/163 (Washington: International Monetary Fund).
- Oksanen, Heikki, 2009, "Setting Targets for Government Budgets in the Pursuit of Intergenerational Equity," *Economic Papers 2009*, No. 358 (Brussels: European Commission).
- Romer, Christina, and David Romer, 1989, "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz," in *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 4, ed. by Olivier Jean Blanchard and Stanley Fischer (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Taylor, John, 2009, "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong," NBER Working Paper No. 14631 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Taylor, John B., and John C. Williams, 2009, "A Black Swan in the Money Market," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 1, No. 1, pp. 58–83.
- Ter-Minassian, Teresa, and Manmohan Kumar, 2008, "Promoting Fiscal Discipline" (Washington: International Monetary Fund).
- Trichet, Jean-Claude, 2009, "The ECB's Enhanced Credit Support," speech at the University of Munich, July 13 (Frankfurt: European Central Bank). www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html.
- U.S. Congressional Budget Office, 2005, "Menu of Social Security Options" (Washington). www.cbo.gov/doc.cfm?index=6377.

L'économie mondiale semble être sur le point d'amorcer une reprise. Après avoir été frappés de plein fouet par les crises financières et l'effondrement du commerce mondial, les pays avancés donnent des signes de stabilisation, grâce notamment à une riposte sans précédent des pouvoirs publics. Cela dit, le profil de la reprise ne sera pas le même partout. Dans les pays qui ont subi une crise financière, la reprise sera vraisemblablement plus timide que dans ceux qui ont surtout souffert du repli de la demande mondiale. Le rebond des pays émergents et en développement est impulsé par l'Asie, et en particulier par la Chine et l'Inde, sous l'effet des politiques de relance et d'une inflexion du cycle de l'industrie manufacturière mondiale. D'autres pays émergents profitent de la montée des cours des matières premières et d'un dispositif de politique économique plus solide que durant les crises précédentes. Cela dit, la reprise dans la Communauté des États indépendants (CEI) et dans les pays émergents d'Europe risque d'être difficile, surtout dans les pays les plus touchés par le tarissement des flux de capitaux et les turbulences du système financier intérieur.

L'économie des États-Unis se stabilise avec l'accalmie de la crise

L'économie américaine donne des signes de plus en plus manifestes de stabilisation. La production a accusé un net recul au premier semestre 2009 et le taux de chômage est remonté au niveau du début des années 80. Cependant, des interventions sans précédent sur le front de la politique monétaire, financière et budgétaire contribuent à stabiliser la consommation et les marchés financiers et immobiliers, autant de facteurs qui laissent présager un regain modéré de croissance au second semestre de 2009 (graphique 2.1).

Les conditions financières se sont améliorées beaucoup plus que ne le laissaient entrevoir les prévisions d'avril 2009 des Perspectives de l'économie mondiale. Les écarts de taux interbancaires sont revenus à des niveaux proches de

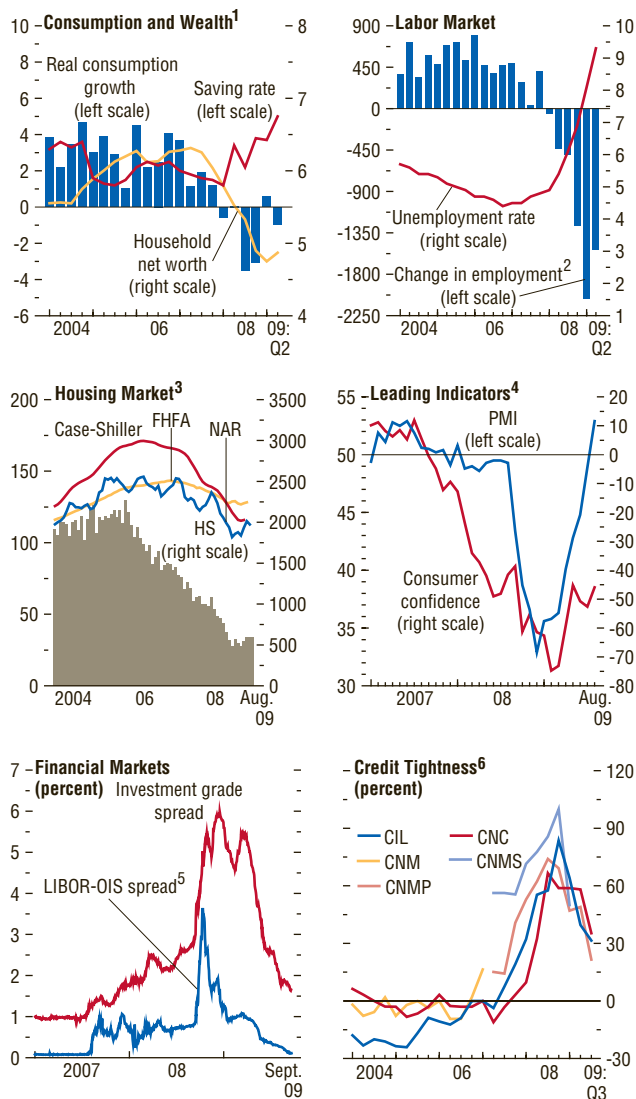
ceux d'avant la crise et les marchés boursiers se sont redressés, encore qu'ils restent nettement en dessous des maxima atteints par le passé. L'émission d'obligations d'entreprise de qualité a repris et les écarts de taux sur les valeurs d'entreprise et les titres hypothécaires se sont fortement réduits, dans le cas de ces derniers en partie grâce aux achats massifs par la Réserve fédérale de valeurs adossées à des crédits hypothécaires. En revanche, si le dispositif de rachat d'actifs (Term Asset Loan Facility ou TALF) a contribué à une amorce de titrisation sur les marchés du crédit à la consommation et aux petites entreprises, globalement l'activité de titrisation reste faible. Beaucoup de ménages et d'entreprises peinent toujours à obtenir des crédits et les banques continuent de durcir leurs normes de prêt, certes avec moins de rigueur qu'avant.

S'agissant des banques, les résultats du programme d'évaluation des niveaux de capitalisation (Supervisory Capital Assessment Program ou SCAP) rendus publics en mai ont renforcé la confiance des investisseurs, beaucoup d'entre elles ayant depuis fait appel public à l'épargne en plaçant des actions ordinaires ou des titres de créance non garantis. Les résultats du deuxième trimestre de 2009 ont dépassé les prévisions, certes en partie du fait d'une poussée temporaire du produit des souscriptions, même si les provisions pour pertes sur la plupart des catégories d'actifs continuent de s'accroître car la performance des prêts risque de continuer de se dégrader.

Les données sur la production confirment que l'économie se stabilise. Les estimations préliminaires du PIB réel pour le deuxième trimestre 2009 font état d'un recul de 1 % seulement (au taux annuel cvs), ce qui représente une nette amélioration par rapport à la chute de 6,4 % du premier trimestre. Cependant, le taux d'épargne continue de grimper et l'investissement des entreprises de chuter. Compte tenu de l'effondrement de la demande dans le reste du monde, les

Graphique 2.1. États-Unis : signes de stabilisation

En dépit d'une importante destruction de richesse et d'une poussée du chômage, le marché immobilier semble se stabiliser et les conditions de crédit se normaliser.



Sources: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; and IMF staff calculations.
¹ Real consumption annualized quarterly growth and saving rate are in percent; household net worth is ratio to disposable income.
² Quarterly change in total nonfarm payrolls, thousands.
³ Index: January 2002 = 100; Case-Shiller Composite 20; FHFA: Federal Housing Finance Agency; HS: housing starts in thousands; NAR: National Association of Realtors.
⁴ PMI: manufacturing purchasing managers composite index. Positive values represent consumer confidence index optimism.
⁵ LIBOR-OIS spread is the difference between the three-month London interbank offered rate (LIBOR) and the three-month overnight index swap (OIS) rate.
⁶ All series come from the Senior Loan Officer Survey. CIL: banks tightening commercial and industrial loans to large firms; CNC: banks tightening standards for consumer credit cards; CNM: banks tightening standards for mortgages to individuals; CNMS: banks tightening standards for subprime mortgages to individuals; CNMP: banks tightening standards for prime mortgages to individuals.

exportations ont eu une contribution négative durant ces derniers trimestres, plus que compensée par la compression des importations. Les dépenses des autorités fédérales et locales ont eu un impact positif au deuxième trimestre, sous l'effet du plan de relance budgétaire.

L'économie américaine devrait enregistrer une contraction de l'ordre de 2¾ % en 2009, principalement à cause du repli du premier semestre (tableau 2.1). La croissance devrait devenir positive au second semestre 2009 grâce au maintien de la politique de relance budgétaire et à une inflexion des cycles des stocks et du logement. Cependant, même si les conditions financières se sont sensiblement améliorées durant ces derniers mois, les marchés restent tendus, au détriment de l'investissement et de la consommation. Si l'on ajoute à cela l'impact de la montée du chômage, la nature temporaire de la relance budgétaire et la faiblesse de la croissance chez les partenaires commerciaux, la croissance américaine devrait rester timide et se situer à environ 1½ % pour l'ensemble de 2010. Le chômage devrait dépasser 10 % au second semestre de 2010 et l'augmentation de l'écart de production devrait maintenir l'inflation sous-jacente en dessous de 1 % pendant le gros de l'année prochaine.

Vu l'ampleur des chocs et les perspectives assombries pour le reste du monde, des incertitudes considérables continuent de peser sur les perspectives à moyen terme. Côté positif, la vigueur de la riposte des pouvoirs publics et le redressement rapide des pays émergents pourraient enclencher un cercle vertueux de confiance accrue, d'amélioration de la conjoncture financière et de forte croissance de la demande globale. Mais la persistance des risques baissiers continue de préoccuper. De manière plus précise, la poursuite du désendettement des ménages et la montée du chômage risquent de peser sur la consommation plus que prévu, tandis que l'accélération des défaillances dans le secteur des entreprises et l'immobilier commercial pourrait freiner l'embellie de la conjoncture financière.

S'agissant des perspectives à moyen terme, la croissance potentielle risque de se situer en des-

Table 2.1. Advanced Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Unemployment*(Annual percent change and percent of labor force)*

	Real GDP				Consumer Prices				Unemployment			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Advanced economies	2.7	0.6	-3.4	1.3	2.2	3.4	0.1	1.1	5.4	5.8	8.2	9.3
United States	2.1	0.4	-2.7	1.5	2.9	3.8	-0.4	1.7	4.6	5.8	9.3	10.1
Euro area ¹	2.7	0.7	-4.2	0.3	2.1	3.3	0.3	0.8	7.5	7.6	9.9	11.7
Germany	2.5	1.2	-5.3	0.3	2.3	2.8	0.1	0.2	8.4	7.4	8.0	10.7
France	2.3	0.3	-2.4	0.9	1.6	3.2	0.3	1.1	8.3	7.9	9.5	10.3
Italy	1.6	-1.0	-5.1	0.2	2.0	3.5	0.7	0.9	6.1	6.8	9.1	10.5
Spain	3.6	0.9	-3.8	-0.7	2.8	4.1	-0.3	0.9	8.3	11.3	18.2	20.2
Netherlands	3.6	2.0	-4.2	0.7	1.6	2.2	0.9	1.0	3.2	2.8	3.8	6.6
Belgium	2.6	1.0	-3.2	0.0	1.8	4.5	0.2	1.0	7.5	7.0	8.7	9.9
Greece	4.0	2.9	-0.8	-0.1	3.0	4.2	1.1	1.7	8.3	7.6	9.5	10.5
Austria	3.5	2.0	-3.8	0.3	2.2	3.2	0.5	1.0	4.4	3.9	5.3	6.4
Portugal	1.9	0.0	-3.0	0.4	2.4	2.7	-0.6	1.0	8.0	7.6	9.5	11.0
Finland	4.2	1.0	-6.4	0.9	1.6	3.9	1.0	1.1	6.8	6.4	8.7	9.8
Ireland	6.0	-3.0	-7.5	-2.5	2.9	3.1	-1.6	-0.3	4.5	6.1	12.0	15.5
Slovak Republic	10.4	6.4	-4.7	3.7	2.7	4.6	1.5	2.3	11.0	9.6	10.8	10.3
Slovenia	6.8	3.5	-4.7	0.6	3.6	5.7	0.5	1.5	4.9	4.4	6.2	6.1
Luxembourg	5.2	0.7	-4.8	-0.2	2.3	3.4	0.2	1.8	4.4	4.4	6.8	6.0
Cyprus	4.4	3.6	-0.5	0.8	2.2	4.4	0.4	1.2	3.9	3.7	5.6	5.9
Malta	3.7	2.1	-2.1	0.5	0.7	4.7	2.1	1.9	6.4	5.8	7.3	7.6
Japan	2.3	-0.7	-5.4	1.7	0.0	1.4	-1.1	-0.8	3.8	4.0	5.4	6.1
United Kingdom ¹	2.6	0.7	-4.4	0.9	2.3	3.6	1.9	1.5	5.4	5.5	7.6	9.3
Canada	2.5	0.4	-2.5	2.1	2.1	2.4	0.1	1.3	6.0	6.2	8.3	8.6
Korea	5.1	2.2	-1.0	3.6	2.5	4.7	2.6	2.5	3.3	3.2	3.8	3.6
Australia	4.0	2.4	0.7	2.0	2.3	4.4	1.6	1.5	4.4	4.2	6.0	7.0
Taiwan Province of China	5.7	0.1	-4.1	3.7	1.8	3.5	-0.5	1.5	3.9	4.1	6.1	5.9
Sweden	2.6	-0.2	-4.8	1.2	1.7	3.3	2.2	2.4	6.1	6.2	8.5	8.2
Switzerland	3.6	1.8	-2.0	0.5	0.7	2.4	-0.4	0.5	2.5	2.7	3.5	4.5
Hong Kong SAR	6.4	2.4	-3.6	3.5	2.0	4.3	-1.0	0.5	4.0	3.5	6.0	6.5
Czech Republic	6.1	2.7	-4.3	1.3	2.9	6.3	1.0	1.1	5.3	4.4	7.9	9.8
Norway	3.1	2.1	-1.9	1.3	0.7	3.8	2.3	1.8	2.5	2.6	3.3	3.8
Singapore	7.8	1.1	-3.3	4.1	2.1	6.5	-0.2	1.6	2.1	2.2	3.6	3.7
Denmark	1.6	-1.2	-2.4	0.9	1.7	3.4	1.7	2.0	2.7	1.7	3.5	4.2
Israel	5.2	4.0	-0.1	2.4	0.5	4.6	3.6	2.0	7.3	6.2	8.2	8.6
New Zealand	3.2	0.2	-2.2	2.2	2.4	4.0	1.5	1.0	3.7	4.2	5.9	7.9
Iceland	5.6	1.3	-8.5	-2.0	5.0	12.4	11.7	4.4	1.0	1.6	8.6	10.5
<i>Memorandum</i>												
Major advanced economies	2.2	0.3	-3.6	1.3	2.1	3.2	-0.1	1.1	5.5	5.9	8.2	9.4
Newly industrialized Asian economies	5.7	1.5	-2.4	3.6	2.2	4.5	1.0	1.9	3.4	3.4	4.5	4.4

¹Based on Eurostat's harmonized index of consumer prices.

sous de 2 % pendant un certain temps. Il ressort de l'analyse des crises financières précédentes (voir chapitre 4) que beaucoup d'entre elles ont été suivies d'importantes pertes de production permanentes par rapport aux tendances d'avant-crise, car le système financier met un certain temps à se redresser et à rejouer de façon effective son rôle d'intermédiation, d'où un ralentissement de l'investissement et de l'innovation. Un chômage conjoncturel élevé pourrait aggraver

le chômage structurel, encore que la flexibilité du marché américain du travail et des produits pourrait contribuer à accélérer et rendre moins douloureux le redéploiement nécessaire de l'emploi et du capital entre secteurs, par rapport aux autres régions où les marchés sont plus rigides. Sur le plan de la demande, même si le taux d'épargne des ménages a déjà grimpé aux alentours de 5 %, il faudra qu'il augmente davantage pour permettre de reconstituer leurs bilans.

La vigueur et la viabilité de la reprise seront tributaires de trois types d'action :

- la poursuite de la stabilisation de l'économie et du système financier;
- un dénouement ordonné et au moment opportun du soutien des pouvoirs publics au système financier et l'élaboration d'une stratégie pour alléger le bilan de la Réserve fédérale;
- la prise en charge du dossier des déséquilibres à long terme des bilans dans les secteurs public et financier et dans celui des ménages.

La relance monétaire et budgétaire doit continuer jusqu'à ce que la reprise soit bien établie. Si des risques baissiers extrêmes venaient à se matérialiser et que la reprise marquait le pas, il faudrait alors vraisemblablement adopter d'autres mesures budgétaires pour étayer la demande puisque le taux des fonds fédéraux est proche de zéro, encore que la Réserve fédérale pourrait mettre en place d'autres facilités de crédit bien ciblées et acquérir d'autres actifs. Les travaux doivent se poursuivre pour remettre les institutions financières d'aplomb en les recapitalisant et en purgeant leurs bilans; c'est là une condition indispensable pour une croissance soutenue. Les résultats du SCAP ont, à n'en pas douter, dopé la confiance des investisseurs dans les grandes institutions financières. Cependant cela pourrait changer si la reprise venait à caler, entraînant une diminution des bénéfices, un gonflement des avoirs improductifs et d'autres pertes de fonds propres.

Tout soutien apporté aux institutions financières pour les aider à délester les actifs compromis de leur bilan contribuera également à la reprise du crédit. Telle est la vocation du programme d'investissement public-privé (PPIP) mis en place pour acheter ce type d'actifs en mettant en valeur les capitaux publics et privés dans le cadre partenariats, permettant aux banques et aux autres institutions financières de libérer des fonds propres et de stimuler l'octroi de nouveaux crédits. Le PPIP comprend deux volets. Le programme relatif aux créances dites «héritées» (Legacy Loan Program) vise à drainer des capi-

taux privés sur les marchés du crédit en fournissant des garanties de la FDIC (l'agence fédérale de garantie des dépôts) et des prises de participation conjointes du Trésor; la FDIC a engagé une opération pilote. Le programme relatif aux titres dits «hérités» (Legacy Securities Program) vise les valeurs héritées en offrant un financement sous forme de créances de la Réserve fédérale en y associant des capitaux privés mobilisés pour racheter les titres en questions. Des gestionnaires de fonds ont été désignés mais aucun actif n'a été acheté pour le moment. Il reste à voir dans quelle mesure ces programmes vont être utilisés car certaines banques pourraient préférer garder leurs actifs jusqu'à échéance plutôt que d'avoir à les céder et à comptabiliser d'emblée une perte.

Une fois que la reprise sera bien enclenchée et que les larges écarts de production auront commencé à se rétrécir, il faudra commencer à dénouer la relance monétaire. Cette échéance reste assez éloignée, mais il est essentiel de communiquer le plus rapidement possible une stratégie de sortie explicite afin d'entretenir la confiance des marchés. Un retrait prématuré avant que le système financier ne soit assaini bloquerait la reprise. Il sera d'autant plus difficile de choisir correctement l'échéance qu'il existe des incertitudes sur la réduction du potentiel de production provoquée par la crise financière. Qui plus est, il faudra éviter que l'augmentation massive des réserves bancaires (l'une des conséquences du gonflement du bilan de la Réserve fédérale) ne se traduise par une croissance excessive du crédit génératrice d'inflation.

Si, avec l'amélioration de la conjoncture du marché, plusieurs des mécanismes de liquidités à court terme ont entamé leur retrait, le gros volume d'avoirs à plus long terme au bilan de la Réserve fédérale sera plus difficile à réduire, ce qui expose cette dernière à un risque considérable de taux d'intérêt. Cela vaut notamment pour les avoirs qui n'ont pas de marché liquide, à la différence des titres publics et des valeurs adossées à des créances hypothécaires émises par des organismes publics. Le calendrier de cession de ces avoirs à plus long terme devra être défini avec soin compte tenu de l'impact que les ventes

pourraient avoir sur le marché, mais la Réserve fédérale peut commencer à utiliser d'autres instruments — pensions livrées et intérêts sur les dépôts — pour commencer à durcir les conditions si les circonstances l'exigent, même si son bilan reste gonflé.

S'agissant de la réglementation du secteur financier, la crise a mis en évidence de graves faiblesses, et notamment une incapacité à détecter les signes d'accumulation de risque systémique. Les propositions du gouvernement de M. Obama en matière de réforme réglementaire sont judicieuses et prévoient notamment un meilleur suivi du risque systémique avec la création du Conseil de surveillance des services financiers (Financial Services Oversight Council) et de nouveaux mécanismes capables d'engager promptement des mesures correctives pour tous les grands établissements interconnectés (et notamment dotés de facultés d'administration et de liquidation). Il sera essentiel d'engager les mesures de façon globale, par opposition à une démarche ponctuelle, et de faire face aux problèmes des entités dont la défaillance, vu leur taille et leurs interconnexions, aurait des conséquences redoutables. Face à ce dernier aspect, il est une solution qui consisterait à pénaliser la taille et la complexité en imposant un niveau plus élevé de fonds propres obligatoires. Cela contribuerait par ailleurs à régler en partie la concentration croissante du système financier américain qui, si elle n'était pas résolue, risquerait d'amoindrir fortement la concurrence et l'innovation.

Sur le plan des finances publiques, la crise laisse comme séquelle un endettement élevé et grandissant qui, sans mesure énergiques à moyen terme, risque de devenir insoutenable. Selon les prévisions les déficits devraient se situer à 10 % du PIB en 2009/10 et 2010/11. Bien qu'ils descendent en dessous de 10 % par la suite, l'endettement brut des administrations publiques devrait continuer de s'alourdir rapidement, jusqu'à atteindre près de 110 % du PIB en 2014, détérioration qui a lieu d'inquiéter compte tenu des pressions croissantes en matière de dépenses de santé et de pensions issues d'une population vieillissante. L'actuelle proposition de budget

présente avec plus de transparence ces pressions en incluant des prévisions à moyen terme, mais celles-ci s'appuient sur des hypothèses de croissance qui paraissent optimistes. D'autres ajustements seront vraisemblablement nécessaires pour assurer la viabilité des finances publiques à long terme, notamment au plan des recettes, car les dépenses discrétionnaires hors défense se trouvent proches de leurs plus bas historiques. Les modalités de la réforme de la santé publique seront également capitales. Si l'on peut s'attendre à ce que les pays plus riches, dont les États-Unis, dépensent relativement plus en soins de santé, le système de soins de santé américain accuse des inefficiences notables; en effet, pour des niveaux de prestations comparables, les différents états ne présentent pas les mêmes coûts. Au vu de cela, la couverture médicale ne devrait être étendue que si son effet était neutre sur le plan budgétaire, et des mesures s'imposent pour réduire le taux de croissance des coûts afin de contribuer à préserver la viabilité de la dette.

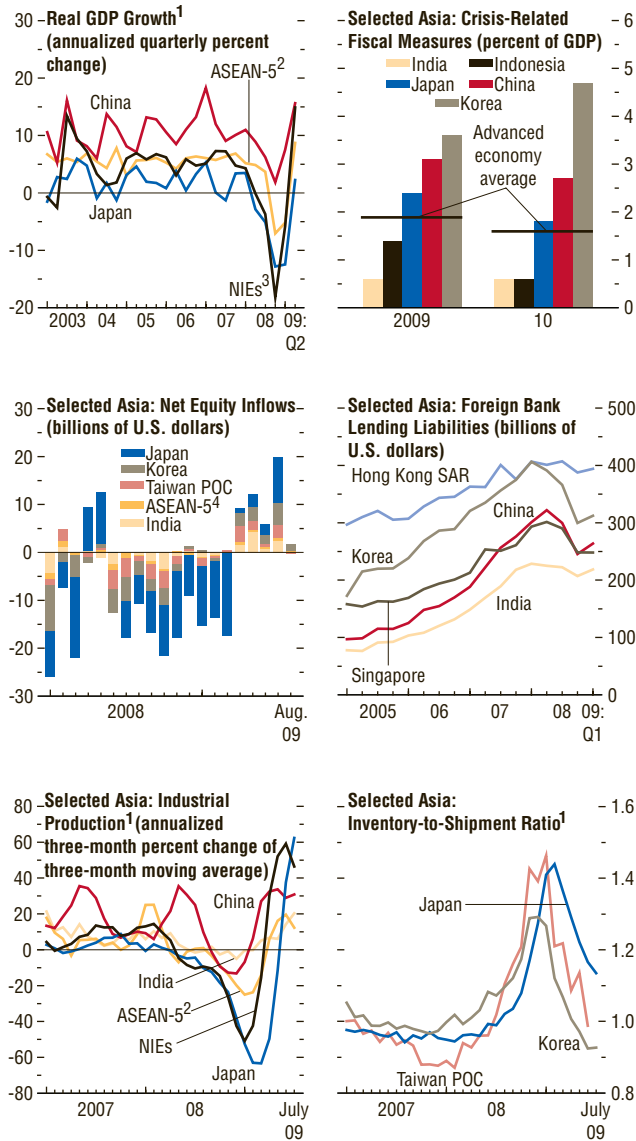
Asie : du rebond à la reprise?

Bien que les pays d'Asie à vocation exportatrice aient été frappés de plein fouet par le coup de frein brutal de la conjoncture mondiale, les perspectives économiques pour la région se sont sensiblement améliorées au cours du premier semestre de 2009. L'évolution récente met en évidence un renforcement de la demande intérieure et des exportations, mais il reste à savoir si ce rebond pourra se transformer en reprise durable, annonciatrice d'un redressement plus énergique dans le reste du monde.

Le rapide retournement de conjoncture observé depuis peu est remarquable. Au début de la crise les exportateurs d'Asie avaient été durement touchés par l'effondrement de la demande extérieure. La détérioration de l'activité a été particulièrement marquée pour les pays à vocation exportatrice (graphique 2.2). Au Japon, le PIB s'est contracté de bien plus de 10 % en rythme annualisé durant les deux trimestres qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers, en septembre 2008. L'effondrement de la demande de

Graphique 2.2. Pays avancés et émergents d'Asie : la reprise peut-elle être soutenue?

Les vastes plans de relance ont contribué à multiplier les signes d'un renforcement de la reprise. Les marchés financiers connaissent un rebond, et les capitaux reviennent sur les marchés boursiers, tandis que le retrait des banques étrangères a pris fin. Par ailleurs la production industrielle a renoué avec la croissance au premier semestre grâce à un dénouement des ajustements aux stocks.



Sources: Bank for International Settlements; Horton and others (2009); and IMF staff calculations.
 1 Seasonally adjusted.
 2 Excluding Vietnam.
 3 Newly industrialized Asian economies (NIEs) comprise Hong Kong SAR, Korea, Singapore, and Taiwan Province of China.
 4 Excluding Malaysia.

biens durables, notamment d'automobiles, et le repli des investissements dans les pays émergents de la région ont porté atteinte aux exportations de biens manufacturés. La demande intérieure a fait les frais d'une crise de confiance, de l'aggravation des incertitudes, de l'affaiblissement des marchés du travail, du durcissement des conditions financières et de l'augmentation des capacités inutilisées. Ailleurs en Asie, les économies à vocation industrielle (Corée, Singapour, Province chinoise de Taiwan) ont également connu le même sort et à la fin 2008 leur production industrielle accusait une contraction record d'environ 25 % par rapport à l'année précédente. Seules la Chine, l'Indonésie et l'Inde ont échappé à une grave récession, grâce à une vaste politique de relance et, dans le cas de l'Inde, à une moindre dépendance à l'égard des exportations.

La tendance baissière s'est modérée au premier semestre de 2009. De récents indicateurs mettent en évidence une reprise tirée par un rapide rebond de la Chine, où la croissance s'est accélérée pour se situer à un taux annuel de 7,1 % au premier semestre, impulsée entièrement par la demande intérieure. Au Japon, le retournement a été plus graduel. La production industrielle a renoué avec la croissance en mars, et la distribution lui a emboîté le pas en avril, d'où un retour à la croissance au deuxième trimestre (3,7 %). Les autres pays émergents et en développement d'Asie ont donné des signes comparables de stabilisation. La production industrielle s'inscrivait en augmentation dans la RAS de Hong Kong, en Inde, en Corée, aux Philippines, dans la province chinoise de Taiwan et en Thaïlande, ce qui a permis à la croissance de redevenir positive au deuxième trimestre dans plusieurs de ces économies. Le rebond a été principalement alimenté par le secteur électronique, lequel avait accusé un repli brutal dès le début de la crise. La santé globale des secteurs bancaires de la région a également limité l'impact de la crise financière.

L'intensification du rebond en Asie peut s'expliquer par trois facteurs : 1) une politique budgétaire et monétaire de relance, particulièrement intense dans certains pays; 2) une embellie des marchés financiers et des entrées de capi-

taux, qui a relâché les contraintes de financement pour les petites entreprises et redonné confiance aux consommateurs et aux entreprises; et 3) l'impulsion de croissance industrielle induite par les importants ajustements des stocks.

Les vastes plans de relance budgétaire et monétaire ont contribué à apaiser les tensions sur les marchés financiers et à modérer le repli de la demande intérieure, voire à l'impulser en Chine et en Inde. Les banques centrales ont injecté d'abondantes liquidités (Japon) et abaissé les taux directeurs (Corée, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Province chinoise de Taiwan, Thaïlande). En Chine, l'assouplissement des plafonds de crédit et le faible niveau des taux d'intérêt ont nourri la croissance du crédit (le crédit privé a progressé de 24 % au premier semestre 2009). Étant donné qu'au début de la crise les situations budgétaires étaient comparativement robustes, le soutien discrétionnaire des pouvoirs publics dans les pays asiatiques a été plus solide que dans d'autres régions. Les plans de relance budgétaire en Chine et au Japon devraient atteindre près de 5 % du PIB en 2009-10. La plupart des plans visent à doper la consommation, notamment de produits durables (Corée, Japon), à améliorer les infrastructures et à rénover l'équipement industriel (Chine).

Le rebond enregistré par les marchés boursiers et la reprise des entrées de capitaux sur fond de déclin généralisé de l'aversion au risque alimentent davantage la vigueur des économies asiatiques. Durant les 8 premiers mois les indices boursiers sont repartis en hausse, gagnant 28 % au Japon, 65 % dans les pays de l'ASEAN-4¹ et 52 % dans les économies nouvellement industrialisées². Ce redressement est allé de pair avec une reprise des entrées de capitaux. Les États ont fait appel aux marchés de capitaux et les entrées nettes de capitaux sous forme de prises de participation sont redevenues positives au deuxième tri-

mestre. En outre, les banques créancières des pays avancés ont cessé de réduire leurs engagements dans les pays émergents d'Asie. Parallèlement à cela, la plupart des monnaies se sont renforcées, même si elles se maintiennent en-deçà de leur niveau d'avant-crise. Cette évolution est allée de pair avec un rétrécissement de plus de 250 points de base des écarts sur les obligations d'entreprise depuis janvier 2009, ce qui a contribué à relâcher les contraintes de financement des entreprises et des ménages. La croissance du crédit s'est stabilisée dans plusieurs pays, notamment en Inde et dans les pays nouvellement industrialisés, où la demande intérieure privée est repartie en hausse et les banques bénéficient d'amples liquidités et de solides positions de fonds propres.

La reconstitution des stocks est un troisième facteur qui a contribué au rebond d'activité. La plupart des pays d'Asie ont réagi à l'effondrement de la demande du dernier trimestre de 2008 en réduisant la production et les stocks. Vers le milieu de 2009, le processus de déstockage était bien avancé en Corée, au Japon et dans la Province chinoise de Taïwan, ce qui porte à croire que l'actuel rebond de la demande extérieure, conjugué aux progrès constatés dans l'ajustement des stocks, aura un effet d'entraînement sur la production dans le secteur des exportations.

Malgré ces indices positifs, on ne saurait miser avec certitude sur un retournement soutenu. L'affaiblissement des marchés du travail pèsera vraisemblablement sur la consommation et les considérables excédents de capacité industrielle limiteront la demande d'investissements. Qui plus est, le principal moteur des précédentes reprises — un rebond durable de la demande extérieure à la région — ne sera peut-être pas au rendez-vous cette fois-ci. Globalement, les exportations en provenance d'Asie demeurent inférieures aux sommets atteints en 2008 (de 30 % environ), y compris dans des secteurs porteurs comme celui de l'électronique. Cela dit, la nette augmentation de la demande intérieure en Chine a donné un coup de fouet aux importations en provenance de la région, notamment de Corée et d'Indonésie, ce qui a contribué à maîtriser la forte contraction du secteur des exportations régional.

¹Les quatre économies les plus importantes de l'Association des nations de l'Asie du Sud-est : Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

²Corée, RAS de Hong Kong, Singapour, province chinoise de Taiwan. À partir des indices correspondants de Morgan Stanley Capital International.

Table 2.2. Selected Asian Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Current Account Balance
(Annual percent change unless noted otherwise)

	Real GDP				Consumer Prices ¹				Current Account Balance ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Emerging Asia	9.8	6.7	5.0	6.8	4.9	7.0	2.7	3.2	6.7	5.6	5.2	5.3
Newly industrialized Asian economies	5.7	1.5	-2.4	3.6	2.2	4.5	1.0	1.9	5.7	4.4	6.4	5.9
Korea	5.1	2.2	-1.0	3.6	2.5	4.7	2.6	2.5	0.6	-0.7	3.4	2.2
Taiwan Province of China	5.7	0.1	-4.1	3.7	1.8	3.5	-0.5	1.5	8.6	6.4	7.9	8.0
Hong Kong SAR	6.4	2.4	-3.6	3.5	2.0	4.3	-1.0	0.5	12.3	14.2	10.7	10.8
Singapore	7.8	1.1	-3.3	4.1	2.1	6.5	-0.2	1.6	23.5	14.8	12.6	12.5
Developing Asia³	10.6	7.6	6.2	7.3	5.4	7.5	3.0	3.4	7.0	5.9	5.0	5.2
China	13.0	9.0	8.5	9.0	4.8	5.9	-0.1	0.6	11.0	9.8	7.8	8.6
India	9.4	7.3	5.4	6.4	6.4	8.3	8.7	8.4	-1.0	-2.2	-2.2	-2.5
ASEAN-5	6.3	4.8	0.7	4.0	4.3	9.2	2.6	4.6	4.9	2.6	3.3	2.0
Indonesia	6.3	6.1	4.0	4.8	6.0	9.8	5.0	6.2	2.4	0.1	0.9	0.5
Thailand	4.9	2.6	-3.5	3.7	2.2	5.5	-1.2	2.1	5.7	-0.1	4.9	2.7
Philippines	7.1	3.8	1.0	3.2	2.8	9.3	2.8	4.0	4.9	2.5	3.2	1.2
Malaysia	6.2	4.6	-3.6	2.5	2.0	5.4	-0.1	1.2	15.4	17.9	13.4	11.0
Vietnam	8.5	6.2	4.6	5.3	8.3	23.1	7.0	11.0	-9.8	-11.9	-9.7	-9.4
Other developing Asia⁴	6.5	3.9	3.3	4.1	10.1	12.8	11.6	8.3	0.0	-2.3	-1.0	-1.4
Pakistan	5.6	2.0	2.0	3.0	7.8	12.0	20.8	10.0	-4.8	-8.3	-5.1	-4.8
Bangladesh	6.3	6.0	5.4	5.4	9.1	7.7	5.3	5.6	1.1	1.9	2.1	1.0

¹Movements in consumer prices are shown as annual averages. December/December changes can be found in Table A7 in the Statistical Appendix.

²Percent of GDP.

³The country composition of this regional group can be found in Table F in the Statistical Appendix.

⁴Includes Islamic Rep. of Afghanistan, Bhutan, Brunei Darussalam, Cambodia, Fiji, Kiribati, Lao PDR, Maldives, Myanmar, Nepal, Papua New Guinea, Samoa, Solomon Islands, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, and Vanuatu.

Dans les projections de base, la dynamique de la croissance s'intensifiera au second semestre 2009, et contribuera ainsi à une reprise généralement modérée en 2010, à mesure que s'affermira la demande extérieure des pays avancés (tableau 2.2). La Chine et l'Inde seront à la tête de l'expansion cette année et afficheront des taux de croissance de 8,5 et 5,4 %, respectivement, principalement sous l'effet de vastes politiques de relance visant à doper la demande intérieure. Au Japon, après une forte contraction au premier trimestre, l'activité devrait accuser un repli de 5,4 % pour l'ensemble de 2009. Cela dit, une importante relance budgétaire et une modeste augmentation des exportations soutiendront la croissance au second semestre de 2009 et aboutiront à une reprise de 1,7 % en 2010. Compte tenu de l'ampleur des capacités inutilisées, l'inflation restera négative jusqu'en 2012. Les perspectives de croissance et d'inflation sont semblables dans les pays nouvellement industrialisés

à vocation exportatrice. En 2009, la production devrait connaître une contraction de 2,4 % mais s'accélérer au second semestre, et ouvrir la voie à une expansion modérée en 2010 (3,6 %). Pour les pays de l'ASEAN, les perspectives sont plus mitigées. Dans les pays qui dépendent davantage de leurs exportations (Malaisie, Thaïlande), l'activité devrait s'intensifier progressivement au second semestre 2009, et la croissance s'affermir en 2010.

Les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance tendent à s'équilibrer graduellement. Pour l'heure, la reprise est le produit de plusieurs facteurs qui pourraient fort bien être passagers : rebond des marchés de capitaux, ajustement des stocks et politiques budgétaires et monétaires de relance. Ces phénomènes pourraient ne pas suffire à donner un élan décisif à la reprise si l'activité ne s'intensifie pas dans les autres régions. Il est cependant un aspect positif en ce sens que la politique de relance chinoise pourrait contribuer à la reprise dans d'autres pays d'Asie.

**Table 2.3. Advanced Economies:
Current Account Positions***(Percent of GDP)*

	2007	2008	2009	2010
Advanced economies	-0.9	-1.3	-0.7	-0.4
United States	-5.2	-4.9	-2.6	-2.2
Euro area ¹	0.3	-0.7	-0.7	-0.3
Germany	7.5	6.4	2.9	3.6
France	-1.0	-2.3	-1.2	-1.4
Italy	-2.4	-3.4	-2.5	-2.3
Spain	-10.0	-9.6	-6.0	-4.7
Netherlands	7.6	7.5	7.0	6.8
Belgium	1.7	-2.5	-1.0	-0.9
Greece	-14.2	-14.4	-10.0	-9.0
Austria	3.1	3.5	2.1	2.0
Portugal	-9.4	-12.1	-9.9	-9.7
Finland	4.1	2.4	0.5	2.0
Ireland	-5.3	-5.2	-1.7	0.6
Slovak Republic	-5.3	-6.5	-8.0	-7.8
Slovenia	-4.2	-5.5	-3.0	-4.7
Luxembourg	9.8	9.1	7.6	7.0
Cyprus	-11.7	-18.3	-10.0	-9.8
Malta	-7.0	-5.6	-6.1	-6.1
Japan	4.8	3.2	1.9	2.0
United Kingdom	-2.7	-1.7	-2.0	-1.9
Canada	1.0	0.5	-2.6	-1.8
Korea	0.6	-0.7	3.4	2.2
Australia	-6.3	-4.6	-3.2	-5.6
Taiwan Province of China	8.6	6.4	7.9	8.0
Sweden	8.6	7.8	6.4	5.4
Switzerland	9.9	2.4	6.1	7.1
Hong Kong SAR	12.3	14.2	10.7	10.8
Czech Republic	-3.1	-3.1	-2.1	-2.2
Norway	15.9	19.5	13.9	15.6
Singapore	23.5	14.8	12.6	12.5
Denmark	0.7	1.0	1.1	1.5
Israel	2.8	1.0	3.2	2.4
New Zealand	-8.2	-8.9	-7.1	-6.7
Iceland	-19.9	-40.6	-5.3	0.7
<i>Memorandum</i>				
Major advanced economies	-1.3	-1.5	-1.1	-0.8
Euro area ²	0.1	-0.5	-1.0	-1.0
Newly industrialized Asian economies	5.7	4.4	6.4	5.9

¹Calculated as the sum of the balances of individual euro area countries.

²Corrected for reporting discrepancies in intra-area transactions.

À mesure que la reprise gagnera en vigueur, les gouvernements auront pour redoutable tâche de déterminer quand ils devront mettre fin à leur politique de soutien et selon quelles modalités, tout en assurant une bonne transition vers une

croissance à moyen terme plus équilibrée. La dépendance de l'Asie à l'égard de la demande extérieure a contribué à creuser les déséquilibres mondiaux et rendu la région vulnérable aux fluctuations de la demande mondiale (tableau 2.3).

Un retour aux profils de croissance et de demande du passé est peu probable — compte tenu des ajustements qui se poursuivront aux États-Unis et en Europe — aussi de nombreux pays asiatiques doivent-ils recentrer davantage leur modèle de croissance sur la demande intérieure.

Au vu de ce qui précède, la durabilité de la rapide croissance du crédit que connaissent certains pays, dont la Chine, doit être traitée avec prudence. Maintenir cette croissance à ce niveau entraîne un risque d'incitation au surinvestissement, d'inflation insoutenable du prix des actifs, et de détérioration de la qualité du crédit dans le système bancaire. Autrement dit, il conviendra donc de dénouer les récentes politiques d'expansion monétaire dès que la reprise donnera des signes clairs de permanence. Pour pouvoir promouvoir une croissance davantage axée sur le renforcement de la demande intérieure et moins dépendante des investissements et des exportations, le soutien budgétaire doit pouvoir encourager la consommation privée comme en Corée, au Japon et dans la Province chinoise de Taïwan, par exemple. Dans certains pays il faut répondre aux préoccupations que suscite la viabilité des finances publiques, notamment en adoptant des plans crédibles de rééquilibrage à moyen terme (Inde, Japon et Malaisie). Il faudra par ailleurs notamment veiller à concevoir des stratégies de sortie pour affranchir les entreprises des dispositifs de garantie de crédit adoptés dans de nombreux pays d'Asie durant la crise. L'expérience de la Corée et du Japon durant la dernière décennie montre que ces dispositifs peuvent inciter à une prise de risque excessive et qu'il ne sera pas nécessairement aisé de réduire leur ampleur.

Pour promouvoir un profil de croissance plus équilibré il faudra un ensemble de mesures agissant sur l'offre et sur la demande.

En mettant en place des dispositifs de protection sociale et de santé publique ou en améliorant ceux qui existent, beaucoup de pays

émergents ou en développement peuvent contribuer à réduire l'épargne de précaution des ménages. Cela libérerait des ressources pour la consommation et ouvrirait aux entreprises un marché intérieur plus vaste.

Le développement des secteurs financiers devrait aider à assurer une meilleure affectation du crédit. À mesure que les marchés financiers gagneront en profondeur et en solidité, ils pourront offrir des formules stables d'épargne et de placement qui elles-mêmes permettront de réduire la dépendance à l'égard des financements extérieurs et feront de l'épargne des ménages une base de financement plus importante pour le secteur financier. Un accès plus facile des petites entreprises au financement intérieur par la voie du marché contribuerait également à réduire les taux élevés d'épargne des entreprises, à développer les secteurs nationaux des services et à encourager la consommation. Bien entendu, le développement du secteur financier doit s'inscrire dans un cadre de supervision et de réglementation approprié.

L'assouplissement des régimes de change aiderait à rééquilibrer la croissance. L'appréciation des taux de change dans les pays où elle va de pair avec une croissance de la productivité signifierait une augmentation des revenus réels des ménages avec la diminution des prix à l'importation et, partant, un renforcement de la demande intérieure. En outre, cela indiquerait aux entreprises qu'elles doivent davantage orienter leur offre vers le secteur intérieur. L'assouplissement des taux de change permettrait aussi aux économies asiatiques de faire de la politique monétaire un outil indépendant de gestion macroéconomique, propre à amortir l'impact économique des chocs extérieurs ou intérieurs.

Europe : reprise timide en perspective

Les données récentes sur l'Europe font apparaître une modération du rythme de la contraction. Au deuxième trimestre 2009, la contraction du PIB de la zone euro a été inférieure aux prévisions, l'Allemagne et la France ayant affiché une croissance positive et le Royaume-Uni un repli plus modéré. La contraction se poursuit

dans la majeure partie des pays émergents d'Europe mais la Pologne a connu une croissance positive au premier et deuxième trimestres. Cela dit, le rebond européen sera vraisemblablement lent. Si la conjoncture sur les marchés financiers de la région s'est améliorée, il faudra un certain temps au système financier — dont la structure est principalement bancaire — pour jouer de nouveau pleinement son rôle d'intermédiation. Les contraintes de crédit continueront de limiter l'investissement privé et la montée du chômage pèsera sur la consommation, et les pouvoirs publics devront progressivement retirer leur soutien. Les pays émergents d'Europe devront s'adapter à des contraintes de financement extérieur beaucoup plus rigoureuses.

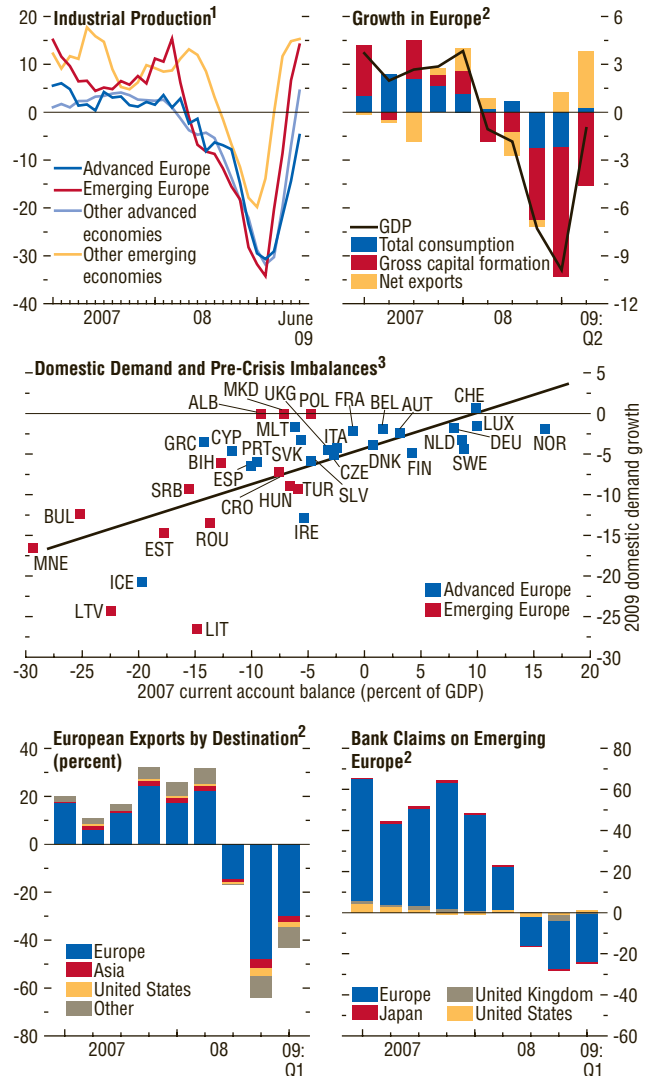
La baisse de la production dans l'ensemble de la région a été le résultat d'un effondrement de la demande intérieure — notamment en matière d'investissement — et d'une diminution des échanges dans une région fortement intégrée, chacun des pays ayant été touché à des degrés divers, surtout selon les déséquilibres qu'ils connaissaient avant la crise (graphique 2.3). Le retournement brutal de l'expansion des prix des actifs, notamment dans l'immobilier, a fortement freiné l'activité en Espagne, en Irlande et au Royaume-Uni et dans plusieurs autres pays, dont certaines économies émergentes. L'Islande a été frappée de plein fouet et depuis l'effondrement de son secteur financier elle reçoit l'appui du FMI. Les pays dont le déficit ou l'excédent courants étaient modérés ont généralement connu un ralentissement moins prononcé. Cependant, comme son économie est principalement axée sur les exportations, l'Allemagne a été durement touchée par la chute de la demande extérieure, mais plus qu'ailleurs dans la région son activité profite désormais de la reprise du commerce mondial. À titre de comparaison, le ralentissement a été un peu moins marqué en France, en partie du fait d'une moindre ouverture aux échanges et d'un secteur public plus vaste. Les pays émergents d'Europe ont fortement souffert de la diminution des entrées de capitaux. C'est ainsi que les pays baltes, la Bulgarie et la Roumanie ont accusé de fortes contractions, encore que les taux de change aient atté-

nué les chocs dans les pays dotés d'un régime de change souple. La Bosnie, la Hongrie, la Lettonie, la Roumanie et la Serbie reçoivent actuellement un soutien du FMI pour leur balance des paiements, tandis que la Pologne a conclu un accès à la ligne de crédit modulable du FMI afin de préserver la confiance des marchés. Durant ces derniers mois, le rythme de la contraction s'est considérablement modéré dans la plupart des pays de la région; on constate ainsi un regain d'appétit du risque, une accélération des exportations et une modération du déstockage. Le crédit privé continue cependant de marquer le pas et le chômage est en hausse (graphique 2.4).

L'intensité de la riposte macroéconomique initialement engagée par les pouvoirs publics a été en grande partie fonction de la marge de manœuvre existante, or celle-ci variait considérablement d'un pays à l'autre. Comme les taux d'inflation étaient faibles et que les marchés du crédit étaient fortement perturbés, les banques centrales des pays avancés ont résolument abaissé les taux d'intérêt et adopté des mesures atypiques, dont les acquisitions directes d'actifs par la Banque d'Angleterre et l'achat d'obligations couvertes par la Banque centrale européenne. Beaucoup de pays avancés ont engagé des ressources budgétaires considérables pour appuyer le secteur financier, principalement par le biais de garanties. Pour l'heure, les injections de capital et les achats d'actifs ont été généralement plutôt limités, sauf en Autriche, en Belgique, en Irlande, en Norvège et au Royaume-Uni. Plusieurs pays, dont l'Allemagne, l'Espagne et le Royaume-Uni, ont adopté de vastes plans de relance pour appuyer l'économie de manière plus globale, en sus du considérable soutien apporté par les stabilisateurs automatiques. Les pays, dont la marge de manœuvre était plus limitée au début de la récession, comme par exemple la Grèce, l'Italie, le Portugal et la plupart des pays émergents, n'ont pas été en mesure d'engager d'importantes mesures de relance. La plupart des pays émergents d'Europe se sont vus limités dans leur action par les sorties massives de capitaux étrangers (voire par le risque de sorties); certains ont même été contraints de durcir leur politique monétaire et

Graphique 2.3. Europe : un timide rebond

La récession cède le pas à la reprise. L'intensité du ralentissement était en partie liée à l'ampleur des déséquilibres intérieurs et extérieurs de chacun des pays. L'effondrement des échanges intrarégionaux et des financements transfrontaliers a lourdement pesé sur une économie régionale étroitement intégrée.



Sources: Bank for International Settlements; Haver Analytics; IMF, *Direction of Trade Statistics*; and IMF staff estimates.

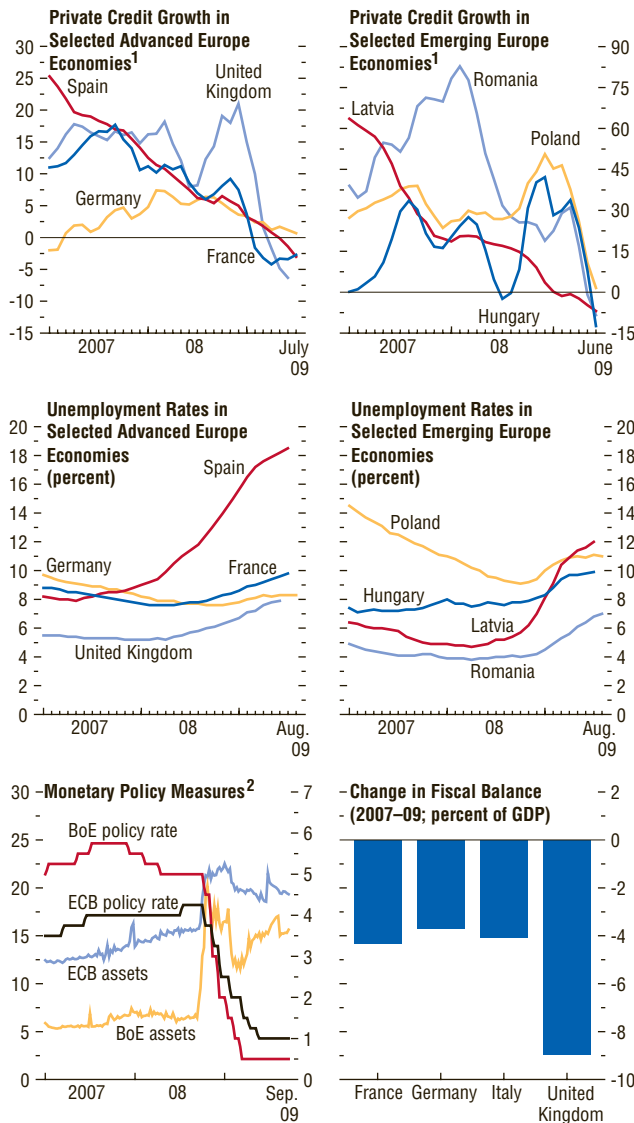
¹Annualized percent change of three-month moving average over previous three-month moving average. Advanced Europe: Austria (AUT), Czech Republic (CZE), Denmark (DNK), Finland (FIN), France (FRA), Germany (DEU), Greece (GRC), Ireland (IRE), Italy (ITA), Netherlands (NLD), Norway (NOR), Portugal (PRT), Slovak Republic (SVK), Slovenia (SLV), Spain (ESP), Sweden (SWE), and United Kingdom (UKG); Emerging Europe: Bulgaria (BUL), Estonia (EST), Hungary (HUN), Latvia (LTV), Lithuania (LIT), Poland (POL), Romania (ROU), and Turkey (TUR); Other advanced economies: Canada, Israel, Japan, Korea, Singapore, Taiwan Province of China, and the United States; Other emerging economies: Argentina, Brazil, Chile, China, Colombia, India, Indonesia, Malaysia, Mexico, Peru, Philippines, Russia, South Africa, Thailand, and Ukraine.

²Annualized quarterly contributions to growth. Croatia, Denmark, Ireland, Luxembourg and Turkey are not included in 2009:Q2.

³ALB: Albania; BEL: Belgium; BIH: Bosnia and Herzegovina; CHE: Switzerland; CRO: Croatia; CYP: Cyprus; ICE: Iceland; LUX: Luxembourg; MKD: Macedonia, FYR; MLT: Malta; MNE: Montenegro; SRB: Serbia.

Graphique 2.4. Des défis en perspective

La reprise sera vraisemblablement timide, car les contraintes de crédit limiteront l'investissement privé et la montée du chômage pèsera sur la consommation. Des politiques économiques concertées demeurent essentielles pour que la région renoue durablement avec la croissance, et les stratégies de sortie doivent être prudentes et bien programmées.



Sources: Haver Analytics; IMF, *International Financial Statistics*; and IMF staff estimates.
¹Annualized percent change of three-month moving average over previous three-month moving average.
²ECB: European Central Bank; BoE: Bank of England. Assets are in percent of 2008 GDP and are on the left scale. Policy rate is in percent and is on the right scale.

de rééquilibrer leurs comptes budgétaires, surtout les pays à taux de change fixe. Plus récemment, l'aversion au risque s'étant quelque peu estompée, certains pays émergents ont été en mesure d'abaisser leurs taux d'intérêt.

Le ralentissement de l'activité semble être moins marqué mais la reprise sera probablement modeste durant les trimestres à venir. Le retournement du second semestre de 2009 devrait résulter principalement d'une augmentation des exportations et de l'inflexion du cycle des stocks, avec l'appui des mesures de relance. La zone euro devrait sortir de la récession au second semestre 2009, et la reprise devrait gagner en vigueur durant 2010, tandis que l'inflation devrait rester faible (tableau 2.1). Le retournement est d'autant plus manifeste en glissement annuel au quatrième trimestre : la contraction de 2,5 % en 2009 cède le pas à une croissance de 0,9 % en 2010. Le rythme modeste de la reprise est conforme à la persistance des tensions sur le marché du logement de certains pays, aux contraintes que continue de subir un secteur financier principalement axé sur les banques, et à un ralentissement induit par les marchés du travail. Bien que dans un premier temps les licenciements aient été modérés, le chômage devrait se rapprocher des 10 % en 2009 et atteindre près de 12 % en 2011; la création d'emplois sera vraisemblablement modeste avec l'inversion des réductions généralisées des heures travaillées. Au Royaume-Uni, la croissance du PIB réel devrait devenir positive au second semestre 2009, à mesure que les marchés immobiliers et financiers se stabiliseront et que la dépréciation de la livre alimentera les exportations nettes. Dans les pays émergents d'Europe, après une contraction du PIB réel de près de 5¼ % en 2009, la croissance devrait redevenir positive en 2010 (tableau 2.4). La reprise devrait être plus lente que dans les autres régions émergentes car de nombreux pays resteront aux prises avec de graves problèmes d'ajustement, les flux de capitaux transfrontaliers devant rester vraisemblablement faibles pendant un certain temps. La reprise sera par ailleurs inégale : certains pays émergents d'Europe — en particulier les pays baltes — continueront de subir une

Table 2.4. Selected Emerging European Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Current Account Balance*(Annual percent change unless noted otherwise)*

	Real GDP				Consumer Prices ¹				Current Account Balance ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Emerging Europe	5.5	2.9	-5.2	1.8	6.2	8.0	4.7	4.2	-7.6	-7.6	-2.7	-3.6
Turkey	4.7	0.9	-6.5	3.7	8.8	10.4	6.2	6.8	-5.8	-5.7	-1.9	-3.7
Excluding Turkey	6.0	4.1	-4.3	0.5	4.5	6.5	3.8	2.5	-8.9	-8.9	-3.2	-3.5
Baltics	8.9	-0.7	-17.4	-3.7	7.3	12.2	2.6	-2.5	-17.7	-11.4	2.3	2.6
Estonia	7.2	-3.6	-14.0	-2.6	6.6	10.4	0.0	-0.2	-17.8	-9.3	1.9	2.0
Latvia	10.0	-4.6	-18.0	-4.0	10.1	15.3	3.1	-3.5	-21.6	-12.6	4.5	6.4
Lithuania	8.9	3.0	-18.5	-4.0	5.8	11.1	3.5	-2.9	-14.6	-11.6	1.0	0.5
Central Europe	5.5	3.9	-0.7	1.5	3.7	4.6	3.6	2.9	-5.2	-6.1	-2.4	-3.1
Hungary	1.2	0.6	-6.7	-0.9	7.9	6.1	4.5	4.1	-6.5	-8.4	-2.9	-3.3
Poland	6.8	4.9	1.0	2.2	2.5	4.2	3.4	2.6	-4.7	-5.5	-2.2	-3.1
Southern and southeastern Europe	6.1	6.1	-7.5	-0.1	5.1	8.4	4.5	3.0	-13.9	-13.8	-6.6	-6.0
Bulgaria	6.2	6.0	-6.5	-2.5	7.6	12.0	2.7	1.6	-25.2	-25.5	-11.4	-8.3
Croatia	5.5	2.4	-5.2	0.4	2.9	6.1	2.8	2.8	-7.6	-9.4	-6.1	-5.4
Romania	6.2	7.1	-8.5	0.5	4.8	7.8	5.5	3.6	-13.5	-12.4	-5.5	-5.6
<i>Memorandum</i>												
Slovak Republic	10.4	6.4	-4.7	3.7	2.7	4.6	1.5	2.3	-5.3	-6.5	-8.0	-7.8
Czech Republic	6.1	2.7	-4.3	1.3	2.9	6.3	1.0	1.1	-3.1	-3.1	-2.1	-2.2

¹Movements in consumer prices are shown as annual averages. December/December changes can be found in Table A7 in the Statistical Appendix.

²Percent of GDP.

contraction en 2010, mais des gains de production notables devraient être enregistrés ailleurs, notamment en Pologne et en Turquie.

Les risques baissiers qui pèsent sur les perspectives de l'Europe commencent à s'estomper et certains risques haussiers se sont par ailleurs manifestés dans plusieurs pays. La reprise pourrait s'essouffler si la situation du secteur financier et des entreprises se dégradait davantage et que le chômage progressait plus vite que prévu. Les institutions financières sont vulnérables à toute autre détérioration de la qualité des actifs, car les pertes du secteur des entreprises peuvent s'aggraver et les capitalisations restent relativement faibles. Les pays émergents d'Europe sont particulièrement vulnérables à d'autres contractions des financements transfrontaliers et les considérables engagements transfrontaliers de l'Autriche, de la Belgique et d'un certain nombre d'autres pays avancés continuent de représenter un risque pour les banques dans ces pays. Le recours généralisé à la réduction des horaires de travail afin de préserver l'emploi a sans

doute ralenti les licenciements jusqu'à présent, mais à mesure que les tensions subsisteront sur les marchés du travail durant les mois à venir et que les plans de promotion de l'emploi atteindront leurs limites, les suppressions d'emploi risquent de s'intensifier plus que prévu. Les risques baissiers pourraient être plus marqués si dans les pays avancés les pouvoirs publics retiraient leurs politiques de soutien trop tôt, que les pressions politiques retardaient les corrections au secteur financier, ou que la coordination des politiques échouait. Les risques haussiers seraient principalement ceux d'une reprise plus rapide que prévu du commerce mondial et de la confiance.

À moyen terme, la croissance du PIB ne devrait revenir aux niveaux d'avant la crise que progressivement car l'offre reste timide et les ajustements bilanciaux continuent de peser sur la demande. Les prévisions font état d'un chômage qui devrait rester élevé pendant un certain temps et il est probable que son augmentation devienne en partie structurelle, car les travailleurs licenciés auront du mal à trouver un

emploi, notamment dans la zone euro et dans certains pays émergents. Comme les conditions de crédit continueront d'être tendues et que les pouvoirs publics retireront progressivement leurs concours, l'investissement restera probablement faible, tandis qu'une partie du stock de capital existant devra être retirée au rythme des restructurations d'entreprises dans un certain nombre de pays. L'expérience montre en effet que l'emploi, l'accumulation de capital et la productivité restent longtemps atones au sortir d'une crise financière (voir chapitre 4). Par ailleurs, il est probable que la demande privée continue d'être particulièrement limitée dans les nombreux pays où les prix des actifs et l'expansion du crédit ont connu un renversement brutal par rapport à l'avant-crise. Au regard de cela, les déficits courants devraient diminuer dans plusieurs pays, notamment en Espagne, en Grèce et en Irlande et dans la plupart des pays émergents d'Europe. Il est prévu que les excédents de compte courant se rétrécissent en Allemagne et dans quelques autres pays en 2009, avant de s'accroître de nouveau par la suite.

Des politiques résolues et novatrices ont sensiblement réduit les risques négatifs dans les pays soumis à de fortes pressions, mais il convient de faire davantage pour assurer une reprise durable dans toute la région. Des politiques concertées continuent d'être nécessaires, notamment pour définir des stratégies face aux tensions que connaît le secteur financier et fournir une assistance aux économies durement touchées. Certaines mesures ont été adoptées qui vont dans la bonne direction, dont la refonte récemment annoncée de l'architecture de la stabilité financière de l'Union européenne, les tests de résistance coordonnés des principales banques de l'UE et les tests de résistance bancaires réalisés dans les régions centrale, orientale et méridionale d'Europe avec le concours du FMI. Cependant, ces initiatives doivent être suivies de recapitalisations bancaires afin de rétablir la confiance dans le système financier et de reconstituer les capacités de prêt. De plus il subsiste une très grande incertitude quant à la valeur des actifs compromis et à la qualité des actifs en général, et donc des ques-

tions continuent de se poser sur la structure des fonds propres bancaires et sur leur capacité à jouer leur rôle d'intermédiation financière. Il demeure par ailleurs prioritaire de définir un dispositif global et transparent de traitement des banques en difficultés, notamment celles qui ont une envergure internationale. Des mesures ont aussi été prises pour résoudre les problèmes rencontrés dans les pays émergents durement touchés, notamment au moyen de l'Initiative de coordination bancaire pour appuyer les flux bancaires transfrontaliers, mais il manque toujours une stratégie commune dotée d'un cadre approprié pour aider les pays durement touchés et pour faire face à l'accumulation de dettes.

S'agissant des politiques macroéconomiques, les pays avancés doivent continuer de soutenir la demande jusqu'à ce que la reprise s'affirme davantage. En raison du ralentissement brutal de l'activité et de l'effondrement des prix des matières premières par rapport aux sommets atteints avant la crise, l'inflation globale est faible dans l'ensemble de la région. Dans cette situation, il y a suffisamment de marge de manœuvre pour maintenir les taux d'intérêt à un très faible niveau et pour utiliser des instruments non conventionnels afin de contrer les interactions négatives entre le secteur réel et financier. Cependant, à mesure que la reprise s'intensifiera il faudra définir des stratégies de sortie prudentes, en prenant soin de maintenir les mesures d'accompagnement mais en prévenant toute poussée d'inflation dans un contexte de compression des écarts de production, d'autant que la production potentielle aura vraisemblablement chuté. Les mesures de relance discrétionnaires ne doivent pas être retirées prématurément, mais les coûts budgétaires de la crise sont lourds. Les finances publiques des pays avancés devraient se détériorer considérablement : le déficit moyen des administrations publiques dépassera 5 % du PIB en 2009 et 2010 et les niveaux d'endettement augmenteront rapidement. La viabilité de la dette préoccupe au plus haut point car l'endettement excessif risque de nuire à l'accumulation de capital privé et de brider davantage la croissance potentielle sur fond de pressions démographiques

croissantes. Autrement dit, il faudra permettre un dénouement des mesures de relance et mettre en œuvre des plans de rééquilibrage une fois la reprise bien engagée, en s'appuyant sur des dispositifs budgétaires nationaux efficaces et sur le Pacte de stabilité et de croissance de l'UE.

Compte tenu des perspectives de faible croissance à moyen terme, il faudra faire davantage pour veiller à ce que les chômeurs soient réintégrés dans la population active. Les politiques liées au marché du travail continuent de se concentrer sur la protection des participants en perdant de vue d'autres groupes (les travailleurs migrants, par exemple) qui risquent de souffrir le plus de l'état d'hystérésis. Par ailleurs, à mesure que les économies se remettent d'aplomb, les mesures visant à accroître le montant et la durée de l'assurance-chômage et d'autres prestations sociales et les subventions à la réduction du temps de travail devront être inversées pour ne pas porter atteinte de façon durable aux incitations à l'emploi. Les réformes des marchés des services et des produits sont nécessaires pour contribuer à la croissance de la productivité et faciliter le redéploiement des ressources entre les secteurs échangeables et non échangeables. À cet égard la crise pourrait offrir l'occasion de faire avancer des réformes ambitieuses pouvant concourir à doper la croissance en Europe durant les années à venir.

Communauté des États indépendants : reprise difficile pour certains pays, gestion de crise pour d'autres

La crise mondiale a frappé de plein fouet la CEI et elle pèse lourdement sur les perspectives économiques de la région. Venant s'ajouter aux conséquences de la récession mondiale et de la crise financière, la forte contraction accusée par la Russie a abouti à de douloureux ajustements dans les pays à revenu plus faible importateurs nets d'énergie de la région. Beaucoup de ces pays dépendent encore de la Russie sous la forme d'envois de fonds des travailleurs expatriés et de débouchés à l'exportation, et donc la crise a plombé la demande intérieure, coupé court à l'expansion

du crédit et, dans certains cas, bloqué l'accès aux marchés de capitaux internationaux. La plupart des pays exportateurs de produits énergétiques parviennent à surmonter relativement bien les turbulences financières et la chute des cours car ils ont pu se prévaloir des dispositifs mis en place pour amortir les chocs et sont moins tributaires de l'évolution de l'économie russe.

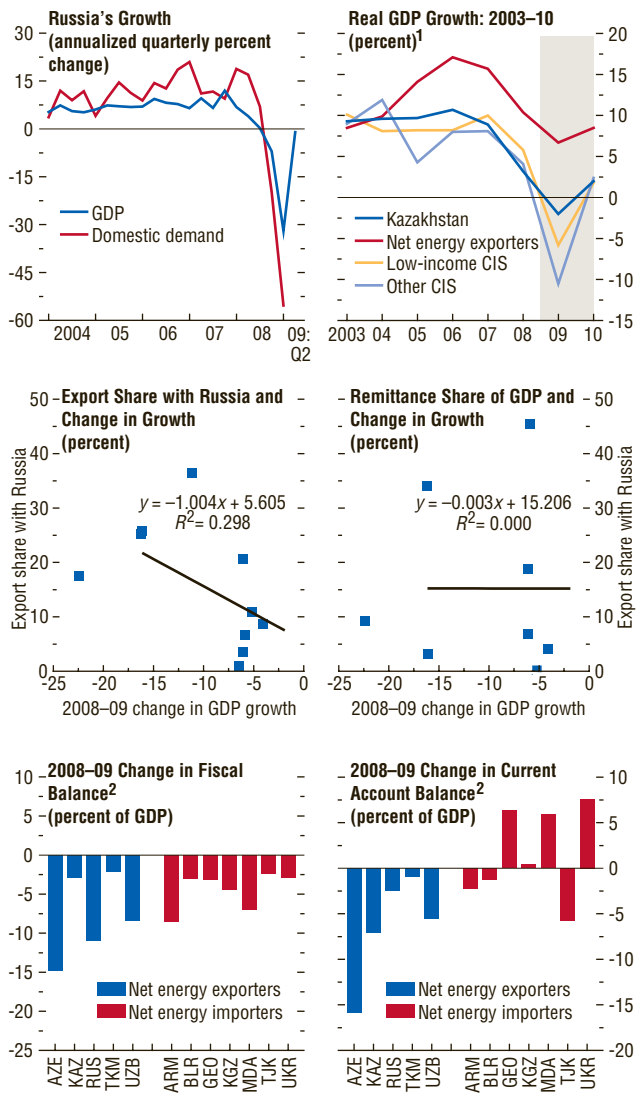
La Russie pâtit du retournement de la montée en puissance des flux de capitaux induite par l'expansion du secteur pétrolier, lequel a abouti à la dévaluation du rouble de janvier 2009 (graphique 2.5). L'importance initialement accordée à la stabilité du taux de change avait encouragé les entreprises et les ménages à s'endetter fortement en devises et contribué à pousser la croissance du crédit à des taux insoutenables. La chute des cours des matières premières et le renversement brutal des flux de capitaux ont provoqué un repli de l'investissement fixe et brisé le lien entre forte croissance des investissements, productivité et salaires réels. De ce fait le PIB a perdu près de 10 % au premier semestre 2009 par rapport à la même période un an plus tôt. Il ressort cependant des données récentes que la contraction a commencé à se modérer : le repli de la production industrielle n'était plus que de -1,0 % au deuxième trimestre 2009 après avoir atteint -40 % au début de l'année³, et les tensions sur le compte de capital et le taux de change se sont apaisées.

Les pays de la CEI à plus faible revenu ont accusé un net ralentissement d'activité doublé de dévaluations (Arménie, République kirghize, Tadjikistan). Plusieurs d'entre eux avaient précédemment enregistré une rapide croissance alimentée par une expansion des crédits extérieurs et par l'essor de la demande intérieure, elle-même dopée par les envois de fonds des travailleurs expatriés. Ces sources de financement s'étant évaporées, l'activité a marqué un coup d'arrêt, notamment dans le BTP. La crise est particulièrement redoutable en Ukraine, gros exportateur d'acier et emprunteur sur les marchés

³Variation annualisée de la moyenne trimestrielle mobile par rapport à la moyenne du trimestre précédent.

Graphique 2.5. Communauté des États indépendants (CEI) : le chemin de la reprise est semé d'embûches.

La profonde récession en Russie a eu des graves retombées dans la région, car les envois de fonds et les marchés à l'exportation se sont effondrés. Les exportateurs de produits énergétiques, à l'exception du Kazakhstan, ont connu un ralentissement modéré et le repli des cours des matières premières a entraîné une détérioration des soldes budgétaire et extérieur.



Sources: Haver Analytics; IMF, *International Financial Statistics*; and IMF staff estimates.
¹Net energy exporters include Azerbaijan, Turkmenistan, and Uzbekistan. Low-income CIS include Armenia, Georgia, Kyrgyz Republic, Moldova, and Tajikistan. Other CIS include Belarus and Ukraine.
²ARM: Armenia; AZE: Azerbaijan; BLR: Belarus; GEO: Georgia; KAZ: Kazakhstan; KGZ: Kyrgyz Republic; MDA: Moldova; RUS: Russia; TJK: Tajikistan; TKM: Turkmenistan; UKR: Ukraine; UZB: Uzbekistan.

internationaux, qui aujourd'hui reçoit le soutien du FMI. Les pays exportateurs de produits énergétiques s'en sont comparativement mieux sortis grâce à la remontée des cours et la croissance n'a connu qu'un repli modéré au premier semestre 2009. Le Kazakhstan fait figure d'exception, la crise mondiale ayant durement frappé un secteur financier déjà affaibli par une inversion soudaine des entrées de capitaux au début de 2008 puis par l'effondrement du marché immobilier.

Pour la plupart des pays de la CEI le chemin de la reprise sera semé d'embûches (tableau 2.5). La Russie devrait subir une profonde récession en 2009, avec une contraction de 7,5 % de son PIB qui pourrait être suivie d'une timide reprise en 2010 grâce à une politique de relance budgétaire, une remontée des cours des matières premières et la reprise en Europe et aux États-Unis. Sans l'effet d'entraînement de cette locomotive régionale, la croissance des pays de la CEI à plus faible revenu non exportateurs de pétrole (Arménie, République kirghize, Moldova, Tadjikistan) devrait fléchir considérablement en 2009 avant d'entamer une modeste reprise en 2010 (croissance de moins de 3 %). La récession devrait être particulièrement dure en Ukraine qui peine encore à mobiliser des financements extérieurs (les prévisions tablent sur une croissance du PIB de -14 % en 2009).

Pour les pays exportateurs de produits énergétiques les perspectives de croissance sont plus favorables. En Azerbaïdjan et en Ouzbékistan le ralentissement ne devrait être que modéré en 2009 et il sera suivi d'une croissance inchangée en 2010 grâce à la reprise des cours des produits énergétiques et à une relance budgétaire propice à la demande intérieure. Le Kazakhstan devrait connaître un sort différent puisque son économie devrait se contracter de 2 % cette année du fait des ajustements dans le secteur financier. L'année 2010 devrait être celle d'une reprise timide, principalement grâce aux 10 milliards de dollars du plan de lutte contre la crise qui vise à recapitaliser les banques et à accompagner la reprise économique.

Les risques qui pèsent sur les perspectives pointent au ralentissement pour l'ensemble de la région; y sont plus exposés les pays qui connaissent une récession plus profonde et des difficul-

Table 2.5. Commonwealth of Independent States: Real GDP, Consumer Prices, and Current Account Balance*(Annual percent change unless noted otherwise)*

	Real GDP				Consumer Prices ¹				Current Account Balance ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Commonwealth of Independent States³	8.6	5.5	-6.7	2.1	9.7	15.6	11.8	9.4	4.2	4.9	2.9	4.4
Russia	8.1	5.6	-7.5	1.5	9.0	14.1	12.3	9.9	5.9	6.1	3.6	4.5
Ukraine	7.9	2.1	-14.0	2.7	12.8	25.2	16.3	10.3	-3.7	-7.2	0.4	0.2
Kazakhstan	8.9	3.2	-2.0	2.0	10.8	17.2	7.5	6.6	-7.8	5.1	-2.0	3.9
Belarus	8.6	10.0	-1.2	1.8	8.4	14.8	13.0	8.3	-6.8	-8.4	-9.6	-7.1
Turkmenistan	11.6	10.5	4.0	15.3	6.3	14.5	0.4	3.5	15.5	18.7	17.8	29.1
Azerbaijan	23.4	11.6	7.5	7.4	16.6	20.8	2.2	5.3	28.8	35.5	19.6	23.1
Low-income CIS countries³	14.2	8.8	3.0	5.4	12.6	15.9	5.8	6.6	8.2	12.0	5.5	7.9
Armenia	13.7	6.8	-15.6	1.2	4.4	9.0	3.0	3.2	-6.4	-11.5	-13.7	-13.7
Georgia	12.3	2.1	-4.0	2.0	9.2	10.0	1.2	3.0	-19.7	-22.7	-16.3	-17.6
Kyrgyz Republic	8.5	7.6	1.5	3.0	10.2	24.5	8.0	6.7	-0.2	-8.2	-7.8	-12.4
Moldova	3.0	7.2	-9.0	0.0	12.4	12.7	1.4	7.7	-17.0	-17.7	-11.8	-11.9
Tajikistan	7.8	7.9	2.0	3.0	13.2	20.4	8.0	10.9	-8.6	-7.9	-13.7	-13.3
Uzbekistan	9.5	9.0	7.0	7.0	12.3	12.7	12.5	9.5	7.3	12.8	7.2	6.7
<i>Memorandum</i>												
Net energy exporters ⁴	8.6	5.8	-6.1	2.1	9.4	14.5	11.5	9.4	5.6	7.0	3.9	5.5
Net energy importers ⁵	8.4	4.4	-9.6	2.4	11.3	21.4	13.5	9.1	-5.2	-8.7	-4.5	-4.2

¹Movements in consumer prices are shown as annual averages. December/December changes can be found in Table A7 in the Statistical Appendix.

²Percent of GDP.

³Georgia and Mongolia, which are not members of the Commonwealth of Independent States, are included in this group for reasons of geography and similarities in economic structure.

⁴Includes Azerbaijan, Kazakhstan, Russia, Turkmenistan, and Uzbekistan.

⁵Includes Armenia, Belarus, Georgia, Kyrgyz Republic, Moldova, Mongolia, Tajikistan, and Ukraine.

tés de financement. Pour ces derniers, la marge de manœuvre propice à une relance budgétaire est limitée compte tenu des craintes de viabilité et les mesures de relâchement du crédit risquent de n'y avoir qu'un effet limité. Un ralentissement persistant de l'économie mondiale retarderait par ailleurs la reprise de l'économie russe, ce qui aurait des retombées néfastes pour les pays qui en sont tributaires. Pour les pays exportateurs de produits énergétiques, les risques qui pèsent sur les perspectives sont liés à l'évolution des cours, qui eux-mêmes sont tributaires de la reprise mondiale en 2010. Certaines retombées positives pourraient provenir de la Chine, dont les échanges avec la région s'intensifient, notamment avec les exportateurs de produits énergétiques tels que le Kazakhstan.

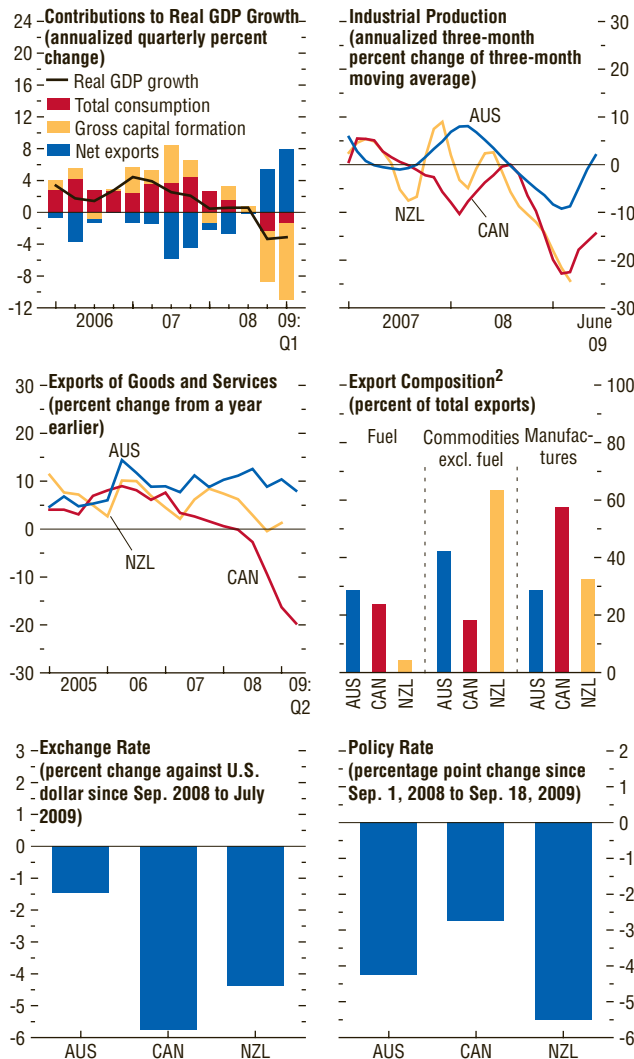
Vu l'ampleur du ralentissement, l'une des tâches les plus redoutables consistera à fournir un soutien budgétaire efficace. La Russie dispose d'une marge pour accentuer la relance, mais les

mesures budgétaires devraient être bien ciblées et de nature temporaire pour éviter que les déficits ne perdurent. Les pays importateurs d'énergie, qui ont été durement touchés, devraient s'efforcer de nourrir la demande intérieure en mobilisant des transferts vers les couches de population qui souffrent le plus (par exemple, celles qui ne peuvent plus compter sur les envois de fonds de l'étranger), mais ce soutien est limité par les fonds disponibles et par des considérations de viabilité des finances publiques. Certains de ces pays pourraient être amenés à faire appel à l'aide multilatérale ou à un concours plus généreux des bailleurs de fonds. Les pays exportateurs d'énergie, en revanche, devraient se prévaloir des ressources disponibles pour lisser la demande intérieure (par exemple en anticipant les investissements en infrastructure).

La principale difficulté sur le plan de la politique monétaire consistera à concilier correctement la stabilité intérieure et la stabilité extérieure.

Graphique 2.6. Australie, Canada et Nouvelle-Zélande : remise en route¹

L'activité économique de ces pays donne des signes de rebond. Les exportations australiennes affichent une remarquable tenue. La composition des exportations (diminution de la part de produits manufacturés) et des marchés (importation croissante de la Chine) semble jouer pour beaucoup dans ces résultats.



Sources: Haver Analytics; United Nations Comtrade database; and IMF staff calculations.
¹AUS: Australia; CAN: Canada; NZL: New Zealand.
²Average of 2005 and 2008.

Suite aux dévaluations du début de 2009, la politique monétaire a principalement misé sur la stabilité par le relèvement des taux d'intérêt. Dans les pays où cette politique a réussi et où les conditions extérieures sont devenues plus favorables, comme en Russie, la politique monétaire pourrait être plus accommodante pour réagir au creusement des écarts de production. Dans les pays à plus faible revenu de la région, il convient de préserver la flexibilité du régime de change pour faire en sorte que les dépréciations entretiennent la compétitivité des secteurs exportateurs en difficultés.

S'agissant des politiques de secteur financier, l'impératif primordial est de jeter les bases d'une reprise de la croissance du crédit, en lui donnant une assise beaucoup plus solide que dans un passé récent. Il faudra pour cela que de nombreux pays se dotent d'une stratégie globale axée sur une surveillance réglementaire plus rapprochée et sur des mesures capables d'éviter que la part croissante des prêts improductifs ne provoque de difficultés systémiques. Les décideurs doivent également être prêts à réagir rapidement à toute résurgence de tensions dans le secteur financier, en injectant des liquidités, en recapitalisant les institutions financières solides en difficultés et en facilitant la restructuration du secteur financier ou des autres secteurs de l'économie.

Autres pays avancés : sur la voie de la reprise

Après avoir traversé de graves récessions ou ralentissements, l'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande s'orientent vers la reprise. La croissance du PIB réel au premier trimestre 2009 a été négative pour le Canada et la Nouvelle-Zélande et légèrement positive pour l'Australie. Il ressort de l'évolution récente des indicateurs de production industrielle, de distribution et de confiance que l'économie australienne a mis le cap sur la reprise et que celle du Canada et de la Nouvelle-Zélande se stabilisent (graphique 2.6). L'activité devrait s'accroître au second semestre de 2009 dans les trois pays. Le récent rebond des cours des matières premières et la moindre dépendance à l'égard de l'exportation de produits manufacturés

ont eu un effet bénéfique sur les exportations, notamment dans le cas de l'Australie. Compte tenu de la faiblesse des résultats du premier semestre de 2009, les projections de base mettent en évidence une contraction du PIB réel en 2009, suivie d'une modeste croissance en 2010 (tableau 2.1). En glissement annuel (quatrième trimestre), la croissance du PIB réel dans ces pays devrait se situer à quelque 3 % en 2010. La Nouvelle-Zélande et dans une moindre mesure l'Australie, compte tenu de leur considérable endettement extérieur à court terme sont plus vulnérables que d'autres pays avancés à un repli de la confiance des investisseurs.

L'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande ont profité de la longue période de prospérité qui a précédé l'actuelle récession mondiale pour mettre en place de solides dispositifs macroéconomiques et réglementaires. Ils ont ainsi bénéficié d'une ample marge de manœuvre pour mener des politiques de relance, propres à atténuer les retombées de la récession mondiale et à offrir l'accompagnement nécessaire à la reprise. Depuis le 1er septembre 2008, les banques centrales de ces pays ont fortement réduit leurs taux d'intérêt (de quelque 275 à 550 points de base). Les régimes de change flottants ont joué un rôle d'amortisseur et contribué à limiter l'impact des chocs exogènes. De vastes plans de relance budgétaire pour 2009 et 2010 ont été engagés pour étayer la demande intérieure (ils représentent environ 2 % du PIB par an au Canada et en Australie). Si la reprise s'essouffait, ces pays disposeraient encore d'une marge de manœuvre pour poursuivre la relance, tant monétaire (Australie et Nouvelle-Zélande) que budgétaire (Canada), mais ils sont aux prises avec de redoutables défis. Ils doivent définir et exécuter des stratégies de retrait des politiques d'expansion et renforcer davantage la supervision et la réglementation financières. De manière plus précise, les directives de liquidité destinées à encourager les banques néo-zélandaises et australiennes à dépendre moins des financements de gros à court terme doivent être appliquées, tandis que le Canada doit mettre en œuvre la centralisation annoncée de la réglementation des valeurs mobilières.

Amérique latine et Caraïbes : politiques propices à la résilience

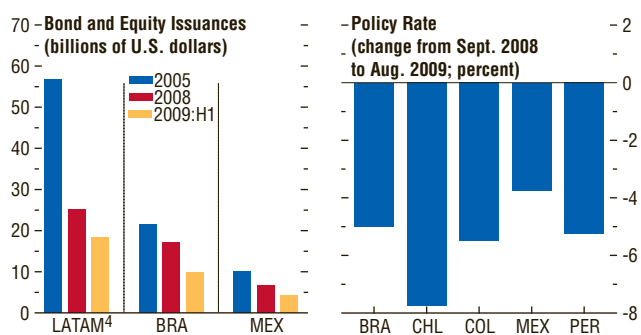
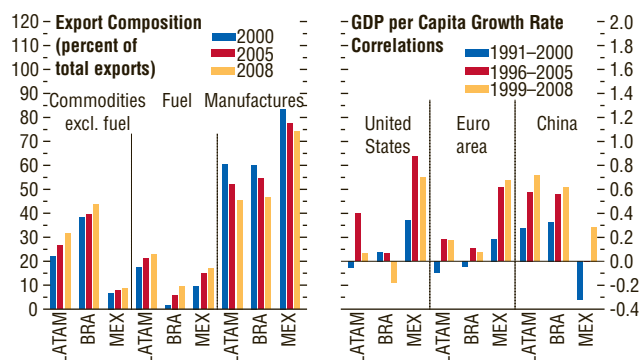
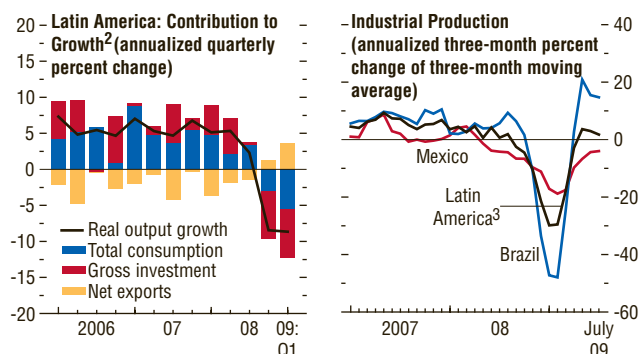
La région Amérique latine et Caraïbes donne des signes de stabilisation et de redressement. Elle bénéficie d'une embellie des marchés mondiaux de la finance et des matières premières et de la mise en place de dispositifs qui lui ont permis de renforcer sa capacité d'adaptation et d'engager des politiques de soutien à l'activité économique.

L'activité a accusé un repli au quatrième trimestre de 2008 et au premier trimestre de 2009, du fait de la forte chute de la consommation, de l'investissement et des exportations, elle-même imputable au durcissement des conditions de financement extérieur, à la détérioration de la demande extérieure et à la diminution des envois de fonds des travailleurs expatriés. L'activité ne s'est pas dégradée de la même manière dans toute la région, chaque pays ayant évolué selon la nature et l'intensité des chocs exogènes et ses caractéristiques propres. Par exemple, la diminution du tourisme et des envois de fonds des travailleurs expatriés a frappé de plein fouet plusieurs pays d'Amérique centrale et des Caraïbes. Les exportateurs nets de matières premières, dont les principales économies de la région (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela), ont vu leurs termes de l'échange se dégrader. Les pays où le secteur énergétique revêt une importance fondamentale, comme la Bolivie, l'Équateur et Trinité-et-Tobago, ont essuyé de considérables pertes de recettes d'exportation. Beaucoup de pays de la région ont pu atténuer l'intensité des chocs car ils étaient mieux à même de mener des politiques monétaires et budgétaires contracycliques, leurs secteurs financiers étaient plus résilients et ils étaient disposés à se servir du taux de change comme amortisseur.

Selon certains indices, la reprise aurait commencé à se manifester au deuxième trimestre de 2009 et elle devrait s'accélérer modérément au second semestre, avec le Brésil en tête (graphique 2.7). Les flux de capitaux vers la région ont repris et les écarts de taux des titres souverains se sont rétrécis. La production industrielle a commencé à se redresser dans beaucoup

Graphique 2.7. Amérique latine : la reprise est en vue¹

La reprise en Amérique latine ne se manifeste pas de la même manière dans tous les pays. Le Brésil figure en tête. Le Mexique, pays le plus touché de la région des Amériques, devrait commencer à amorcer une reprise cette année. Les variations s'expliquent par des différences dans la composition et la destination des exportations et par d'autres facteurs, tels que le degré d'intégration à l'économie mondiale et la riposte à la crise.



Sources: Dealogic; Haver Analytics; United Nations Comtrade database; and IMF staff calculations.

¹LATAM: Latin America; BRA: Brazil; CHL: Chile; COL: Colombia; MEX: Mexico; PER: Peru. Latin America consists of the countries above and Argentina, Ecuador, Uruguay, and Venezuela.

²LATAM excluding Uruguay.

³LATAM excluding Ecuador and Uruguay.

⁴LATAM excluding Ecuador, Uruguay, and Venezuela.

de pays, notamment au Brésil, et la contraction au Mexique est en train de se modérer. Le récent rebond des cours des matières premières contribue aussi à améliorer les perspectives globales de la région, compte tenu de l'importance que revêtent les exportations de produits de base. La confiance des ménages et des entreprises se redresse et la distribution se raffermi.

Malgré ces signes positifs, le PIB réel de la région devrait perdre 2,5 % en 2009 (tableau 2.6) en raison de la faiblesse de l'activité du premier semestre, pour ensuite afficher une croissance de 2,9 % en 2010. Cependant le rythme de la reprise n'est pas le même dans tous les pays. Le Brésil viendra en tête, en partie grâce à l'ampleur de son marché intérieur et au caractère diversifié de ses produits et marchés d'exportation, et notamment à l'intensification de ses liens avec l'Asie. L'économie péruvienne, après plusieurs années de croissance rapide a pratiquement stagné au premier semestre 2009, mais elle devrait enregistrer de nouveau une forte croissance au second semestre. En revanche, le Mexique — le pays le plus touché du continent américain⁴ — et le Chili mettront plus de temps à se redresser car leur économie dépend davantage d'un rebond des échanges mondiaux, compte tenu de leur intégration commerciale plus forte, de leur plus grande dépendance à l'égard des États-Unis et de l'importance plus marquée des exportations de produits manufacturés.

Les tensions inflationnistes se sont dissipées dans la région comme conséquence de la longueur persistante de l'activité économique et des importants écarts de production. Après s'être située aux alentours de 8 % en 2008, l'inflation devrait être ramenée à 6,1 % en 2009, puis à 5,2 % en 2010. Malgré le risque de répercussion des dépréciations, les régimes de ciblage d'inflation ont contribué à ancrer les anticipations de prix et dans les pays concernés l'inflation devrait se situer dans la fourchette de 2 à 5 %. Le Venezuela

⁴La grippe H1N1 a accentué les retombées négatives de la récession mondiale en Argentine et au Mexique. Au Mexique, les pertes de croissance de PIB qui lui sont imputables sont estimées entre ½ et 1 % en 2009.

Table 2.6. Selected Western Hemisphere Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Current Account Balance*(Annual percent change unless noted otherwise)*

	Real GDP				Consumer Prices ¹				Current Account Balance ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Western Hemisphere	5.7	4.2	-2.5	2.9	5.4	7.9	6.1	5.2	0.4	-0.7	-0.8	-0.9
South America and Mexico³	5.7	4.2	-2.7	3.0	5.3	7.7	6.3	5.3	0.7	-0.3	-0.6	-0.6
Argentina ⁴	8.7	6.8	-2.5	1.5	8.8	8.6	5.6	5.0	1.6	1.4	4.4	4.9
Brazil	5.7	5.1	-0.7	3.5	3.6	5.7	4.8	4.1	0.1	-1.8	-1.3	-1.9
Chile	4.7	3.2	-1.7	4.0	4.4	8.7	2.0	2.3	4.4	-2.0	0.7	-0.4
Colombia	7.5	2.5	-0.3	2.5	5.5	7.0	4.6	3.7	-2.8	-2.8	-2.9	-3.1
Ecuador	2.5	6.5	-1.0	1.5	2.3	8.4	5.0	3.0	3.5	2.3	-3.1	-3.0
Mexico	3.3	1.3	-7.3	3.3	4.0	5.1	5.4	3.5	-0.8	-1.4	-1.2	-1.3
Peru	8.9	9.8	1.5	5.8	1.8	5.8	3.2	2.0	1.1	-3.3	-2.1	-2.3
Uruguay	7.6	8.9	0.6	3.5	8.1	7.9	7.5	7.4	-0.3	-4.6	-1.6	-2.0
Venezuela	8.4	4.8	-2.0	-0.4	18.7	30.4	29.5	30.0	8.8	12.3	1.8	5.4
Central America⁵	6.9	4.2	-0.7	1.8	6.8	11.2	3.8	3.8	-7.0	-9.3	-5.0	-6.6
The Caribbean⁵	5.6	3.0	-0.5	1.6	6.7	11.9	3.5	5.2	-2.0	-3.7	-4.1	-2.3

¹Movements in consumer prices are shown as annual averages. December/December changes can be found in Table A7 in the Statistical Appendix.

²Percent of GDP.

³Includes Bolivia and Paraguay.

⁴Private analysts estimate that consumer price index (CPI) inflation has been considerably higher. The authorities have created a board of official reports since the last quarter of 2008.

continuera d'afficher le taux d'inflation le plus élevé des Amériques en raison de l'importance des dépenses publiques et d'une politique monétaire accommodante, et par ailleurs des problèmes de données subsistent en ce qui a trait aux taux d'inflation enregistrés en Argentine⁵. Le déficit courant de la région devrait se creuser légèrement tout en se maintenant à un niveau modeste en 2009, sous l'effet de l'effondrement des excédents du Venezuela et des autres pays exportateurs d'énergie. Cela dit, le déficit courant de plusieurs pays, dont la plupart des pays d'Amérique centrale, devrait se rétrécir en 2009, la contraction des importations y étant plus forte que celle des exportations.

Les risques de ralentissement s'estompent mais continuent de préoccuper. Une reprise mondiale plus faible que prévue pourrait entraîner un repli simultané des exportations et des

⁵Les autorités ont mis sur pied un groupe consultatif composé d'universitaires pour traiter de la question.

envois de fonds des travailleurs expatriés et partant menacer les perspectives de croissance dans certains pays. Un durcissement des conditions financières mondiales pourrait alourdir les coûts de financement extérieur et réduire les entrées de capitaux et ainsi porter atteinte aux entreprises et aux États les plus vulnérables de la région.

La riposte des pouvoirs publics aux chocs exogènes a été rapide et, dans certains cas, massive⁶. Les pays dotés d'un régime de ciblage de l'inflation (Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Uruguay) disposaient d'une marge de manœuvre plus ample que d'autres car ils avaient réussi à renforcer leur dispositif de politique économique et leurs fondamentaux macroéconomiques dès le début de la récession mondiale. Ces pays ont notamment abaissé leurs taux directeurs

⁶Certains pays de la région reçoivent actuellement l'appui du FMI. Le Costa Rica, El Salvador et le Guatemala reçoivent un soutien à leur balance des paiements, tandis que la Colombie et le Mexique ont accès à la nouvelle ligne de crédit modulable.

dans une proportion de 375 à 775 points de base depuis septembre 2008, tout en préservant le flottement de leur monnaie. D'autres banques centrales de la région (dont celles de la République dominicaine et du Venezuela) ont assoupli leurs conditions monétaires. Certaines ont par ailleurs pris des mesures pour injecter des liquidités, notamment en diminuant les niveaux de réserves obligatoires des banques (Argentine, Brésil, Colombie, Pérou) et en élargissant l'éventail d'instruments admissibles à l'escompte. Ces banques centrales devraient maintenir le faible niveau des taux d'intérêt jusqu'à ce qu'une reprise soit fermement engagée et que les tensions inflationnistes s'accroissent sensiblement. Si la croissance s'affaiblissait plus que prévu, certains pays pourraient avoir une marge de manœuvre suffisante pour réduire davantage les taux.

Pour la première fois depuis plusieurs décennies, la politique budgétaire de nombreux pays de la région est devenue contracyclique. Cela tient à l'amélioration des cadres macroéconomiques, au désendettement et à l'augmentation des réserves. Plusieurs pays ont annoncé de vastes plans de relance budgétaire, représentant de ½ % du PIB, dans le cas du Brésil, à 3 % du PIB, dans celui du Chili. La mise en œuvre de ces plans en temps opportun a contribué à accompagner la reprise et l'expansion des programmes de prestations sociales ont atténué les coûts sociaux du ralentissement de la conjoncture. La chute des recettes pétrolières et le repli de l'activité économique ont entraîné une nette détérioration des soldes budgétaires de certains pays (dont le Venezuela) et considérablement réduit la marge de manœuvre pour d'autres mesures de relance budgétaire. Enfin, les possibilités d'une politique budgétaire contracyclique sont limitées dans beaucoup de pays des Caraïbes, du fait du net repli des recettes budgétaires, des niveaux élevés d'endettement et de l'accès limité aux financements extérieurs.

Les systèmes financiers nationaux en Amérique latine ont plutôt bien résisté à la crise financière mondiale. Les systèmes bancaires en particulier ont généralement préservé leur solidité, grâce en partie aux importantes réformes de réglementation et de supervision adoptées avant la crise

mondiale. Dans un contexte de ralentissement de la croissance du crédit au secteur privé, les pouvoirs publics ont encouragé les banques à accroître leurs prêts aux entreprises privées (en particulier au Brésil), évolution qu'il importe de suivre de près pour éviter l'accumulation d'engagements conditionnels pour les budgets nationaux.

La région doit relever de considérables défis à moyen terme. Les progrès doivent se poursuivre dans le renforcement des dispositifs de gestion financière et budgétaire, notamment en donnant à la politique budgétaire une perspective à long terme. Dans certains pays, des réformes s'imposent dans le domaine fiscal et celui des retraites, notamment là où les recettes publiques dépendent fortement du secteur énergétique. Pour être en mesure de mieux s'adapter à tout autre choc exogène, les pays exportateurs de pétrole et de matières premières devraient envisager de concevoir, ou de renforcer, des structures de politiques contracycliques liées aux cours du brut et des autres matières premières, en s'inspirant de la réussite chilienne. Ces pays doivent aussi faire en sorte que les régimes d'investissement prévoient suffisamment d'incitations à investir dans de nouvelles installations afin de prévenir le repli de leur production.

Renforcement des perspectives de croissance au Moyen-Orient

Les perspectives du Moyen-Orient se sont récemment éclaircies sur fond de stabilisation de l'économie mondiale et de redressement des cours du pétrole. Les pays de la région ont été frappés de plein fouet par la récession mondiale, laquelle a donné un coup de frein à la croissance. L'effondrement des cours du pétrole et la forte contraction des envois de fonds des travailleurs expatriés et de l'investissement direct étranger ont lourdement pesé sur les économies de la région. Depuis peu, l'embellie des conditions financières mondiales et le rebond des cours des matières premières ont toutefois aidé à rétablir la cadence de l'activité économique. Cela étant, les séquelles de l'effondrement régional des prix des actifs continuent de peser sur les perspectives.

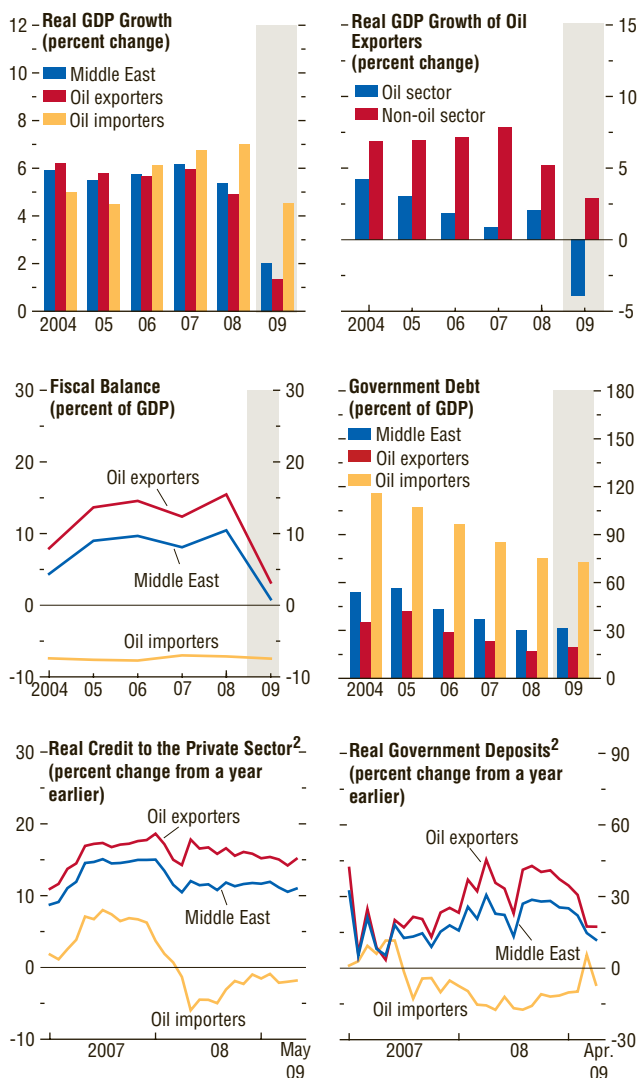
Les prévisions de croissance du PIB réel de la région s'établissent à 2 % en 2009 et à près de 4¼ % en 2010 (graphique 2.8; tableau 2.7). La croissance du PIB réel des importateurs de pétrole devrait être de quelque 4½ % en 2009, soit plus du triple du taux de croissance des pays exportateurs de brut. Le net ralentissement de l'activité chez ces derniers s'explique par une baisse de la production attribuable aux efforts déployés par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole pour stabiliser les cours, encore que la plupart des producteurs de brut aient maintenu un niveau élevé de dépenses publiques pour accompagner leur secteur non pétrolier. Ces dépenses se sont en partie répercutées sur les pays non producteurs de pétrole de la région leur fournissant ainsi un important soutien. Ces agrégats régionaux cachent d'importantes disparités entre pays. Par exemple, parmi les producteurs de brut, les Émirats arabes unis (EAU), de par leur intégration au commerce et aux marchés financiers mondiaux et des suites de l'effondrement des prix de l'immobilier, ont été les plus touchés dans le secteur non pétrolier. En revanche, le Liban continue d'afficher une solide capacité de résistance à la crise mondiale car l'amélioration des conditions sécuritaires a donné un coup de fouet à l'économie, notamment dans le tourisme et les services financiers.

L'inflation au Moyen-Orient est en repli du fait du ralentissement de l'économie. Pour l'ensemble de la région, après s'être située à 15 % en 2008, elle devrait être ramenée à 8,3 % en 2009. Au plan national, le repli de l'inflation sera le plus net en Jordanie et au Liban (taux à deux chiffres en 2008 pour descendre à un faible niveau à un seul chiffre en 2009), en raison de la diminution des prix des produits et des combustibles importés dans ces pays qui dépendent des importations. L'inflation en Égypte et en République islamique d'Iran devrait en revanche rester à deux chiffres. L'excédent des transactions courantes de la région devrait se rétrécir de 15¼ % du PIB en 2009, principalement en raison d'une forte chute des exportations de pétrole (Koweït, Qatar, Arabie saoudite).

Le principal risque pour les perspectives régionales est que la reprise mondiale ne soit pas sou-

Graphique 2.8. Moyen-Orient : la croissance en perspective¹

Les perspectives de croissance se sont renforcées au Moyen-Orient avec l'amélioration de la conjoncture financière mondiale et le rebond des cours du brut. Les pouvoirs publics doivent continuer d'accompagner la croissance suite à l'assèchement des crédits bancaires et l'effondrement des prix des actifs, lesquels pèsent sur la reprise.



Sources: Haver Analytics; IMF, *International Financial Statistics*; World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.

¹Oil exporters include Bahrain, Islamic Republic of Iran, Iraq, Kuwait, Libya, Oman, Qatar, Saudi Arabia, United Arab Emirates, and Republic of Yemen. Oil importers include Egypt, Jordan, Lebanon, and Syrian Arab Republic.

²Deflated by consumer price index.

Table 2.7. Selected Middle Eastern Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Current Account Balance*(Annual percent change unless noted otherwise)*

	Real GDP				Consumer Prices ¹				Current Account Balance ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Middle East	6.2	5.4	2.0	4.2	11.2	15.0	8.3	6.6	18.1	18.3	2.6	7.9
Oil exporters³	6.0	4.9	1.3	4.2	11.8	15.8	7.0	6.3	21.5	21.8	4.0	10.4
Iran, Islamic Rep. of	7.8	2.5	1.5	2.2	18.4	25.4	12.0	10.0	11.9	6.7	3.0	3.6
Saudi Arabia	3.3	4.4	-0.9	4.0	4.1	9.9	4.5	4.0	24.3	28.6	4.1	11.4
United Arab Emirates	6.3	7.4	-0.2	2.4	11.1	12.3	2.5	3.3	16.1	15.7	-1.6	5.2
Kuwait	2.5	6.3	-1.5	3.3	5.5	10.5	4.6	4.4	44.7	44.7	29.4	35.3
Mashreq	6.8	7.0	4.5	4.4	9.1	12.3	13.0	7.5	-1.6	-2.7	-4.1	-4.4
Egypt	7.1	7.2	4.7	4.5	11.0	11.7	16.2	8.5	1.9	0.5	-2.4	-2.8
Syrian Arab Republic	4.2	5.2	3.0	4.2	4.7	15.2	7.5	6.0	-3.3	-4.0	-3.2	-4.3
Jordan	8.9	7.9	3.0	4.0	5.4	14.9	0.2	4.0	-17.2	-11.3	-10.0	-8.8
Lebanon	7.5	8.5	7.0	4.0	4.1	10.8	2.5	3.5	-6.8	-11.6	-11.3	-10.5
<i>Memorandum</i>												
Israel	5.2	4.0	-0.1	2.4	0.5	4.6	3.6	2.0	2.8	1.0	3.2	2.4

¹Movements in consumer prices are shown as annual averages. December/December changes can be found in Table A7 in the Statistical Appendix.

²Percent of GDP.

³Includes Bahrain, Islamic Republic of Iran, Iraq, Kuwait, Libya, Oman, Qatar, Saudi Arabia, United Arab Emirates, and Republic of Yemen.

nue et que les cours du brut chutent, ce qui pourrait avoir de graves retombées sur les exportateurs de brut et sur leurs partenaires commerciaux de la région. Pour tenter de renforcer leur situation budgétaire, les pays exportateurs de pétrole pourraient être amenés à comprimer leurs dépenses publiques. Cette réduction pourrait avoir de fortes retombées régionales sur les pays importateurs de pétrole sous l'effet d'une réduction sensible des envois de fonds des travailleurs expatriés. Il est un autre risque : celui de voir les tensions se multiplier sur les systèmes bancaires de plusieurs pays exportateurs de pétrole si les conditions financières mondiales se durcissent de nouveau.

Les pouvoirs publics doivent centrer leur politique sur le soutien de la demande intérieure tant que la reprise demeure fragile et pour autant qu'ils disposent de la marge de manœuvre voulue. La politique monétaire doit concilier le besoin d'un accompagnement de la demande intérieure et la nécessité de prévenir les risques d'accumulation de tensions inflationnistes (Égypte). Certains pays ont abaissé les taux d'intérêt (Koweït, Arabie saoudite, EAU) dans un contexte de repli de l'inflation. La marge pour

procéder à d'autres réductions est désormais limitée, mais certaines banques centrales pourraient opérer une diminution modeste si l'économie locale ralentit.

Dans de nombreux pays du Moyen-Orient la politique budgétaire a soutenu la demande intérieure. Cela a été notamment le cas des exportateurs de pétrole qui ont maintenu un niveau élevé de dépenses publiques en dépit de la chute des recettes. Les pays qui disposent de la latitude budgétaire voulue devraient continuer à mettre en œuvre ce type de politique (dont la fonction est comparable à celles des stabilisateurs automatiques) pour imprimer un élan vigoureux à la reprise. L'Arabie saoudite, qui durant le boom pétrolier jouissait d'excédents publics considérables, a engagé le plan de relance le plus vaste (en pourcentage du PIB) des pays du G-20. Cependant les pays dont la position budgétaire est plus faible vont devoir réduire les dépenses improductives pour ne pas compromettre la viabilité de leur profil d'endettement. Dans cette perspective, une maîtrise des politiques de subventions s'impose.

Certains pays de la région auront pour tâche importante de rétablir la santé de leur secteur fi-

nancier et de jeter les bases d'une plus grande stabilité. Les instances de supervision bancaire doivent suivre de près la santé des établissements, notamment dans les pays du Conseil de coopération du Golfe, au moyen de tests de résistance classiques, et évaluer les éventuels besoins de recapitalisation. Il est par ailleurs nécessaire d'avancer dans la mise en place de mécanismes de supervision transfrontalière. Le crédit bancaire au secteur privé s'est asséché suite aux difficultés de secteur financier à Bahreïn et Dubaï, les principales places financières de la région, ce qui affaiblit l'élan de la reprise⁷. Pour aider leur système bancaire, certaines banques centrales ont injecté des liquidités, tandis que d'autres ont apporté des garanties pour les dépôts du secteur privé et augmenté leurs propres dépôts auprès des banques commerciales. Enfin, les fonds souverains doivent être gérés selon des cadres plus transparents, compte tenu notamment de leur participation croissante à l'économie nationale.

Un regain d'élan en Afrique

Suite à l'effondrement des échanges mondiaux et aux turbulences des marchés financiers de la planète, la croissance a accusé un net ralentissement en Afrique, mais elle devrait regagner de l'élan à mesure que la reprise mondiale se mettra en marche. L'effet de la récession mondiale s'est d'abord fait fortement sentir dans les pays les plus intégrés aux marchés financiers mondiaux, dont l'Afrique du Sud. Par la suite, l'impact de la diminution des flux financiers s'est propagé aux producteurs de pétrole (dont l'Algérie, l'Angola, la Libye et le Nigeria), de produits manufacturés (Maroc et Tunisie) et d'autres matières premières (Botswana) avec l'effondrement des échanges internationaux. La récente embellie des conditions financières et des cours des matières premières aidera cependant ces pays à se redresser.

⁷Dubaï a été particulièrement touché par la correction des prix des actifs qui a commencé au deuxième trimestre 2008 et s'est accentuée avec l'aggravation de la crise financière en septembre 2008.

La croissance du PIB réel de l'Afrique devrait reculer d'une moyenne de 6 % en 2004–08 à 1¾ % en 2009, avant d'accélérer pour remonter à 4 % en 2010 (tableau 2.8). Ces chiffres, quoique décevants par rapport aux résultats du milieu des années 2000, n'en sont pas moins encourageants au vu de la gravité des chocs exogènes. L'utilisation des soldes budgétaires par de nombreux gouvernements pour amortir les chocs, en soutenant la demande intérieure et en contribuant à contenir les pertes d'emploi, a joué un rôle important en ce sens. Le net repli des exportations de la région devrait entraîner une modération de la croissance (graphique 2.9). Par rapport à leur performance sur la période 2004–08, les exportateurs de pétrole (Angola, Guinée équatoriale et Nigeria) devraient accuser les ralentissements de croissance les plus prononcés en 2009 car les recettes pétrolières ont fortement chuté. La croissance du PIB des importateurs de pétrole devrait également subir une perte de régime, passant de 5 % en 2004–08 à 1½ % en 2009, conséquence de la contraction de leurs exportations. Le PIB réel de l'Afrique du Sud, la plus grande économie de la région et un importateur de pétrole, devrait connaître une contraction de 2,2 % en 2009. Il est prévu que la croissance reprenne au second semestre 2009, sous l'effet des politiques budgétaires et monétaires de relance et de la reprise projetée du commerce mondial. Le récent redressement des flux de capitaux vers l'Afrique du Sud devrait aussi contribuer à la reprise, compte tenu notamment du récent relèvement de la notation des obligations souveraines du pays. Le Botswana et les Seychelles sont deux des pays les plus touchés par la récession mondiale. Le premier a souffert de la chute de la demande mondiale de diamants et le second, qui a entrepris un vaste programme de réformes, de la forte compression des recettes du tourisme. Par ailleurs, beaucoup de pays à faible revenu dont les exportations de matières premières sont plus diversifiées semblent traverser la récession mondiale relativement bien et devraient être en mesure de renouer rapidement avec les profils de croissance plus élevés du milieu des années 2000.

Table 2.8. Selected African Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Current Account Balance
(Annual percent change unless noted otherwise)

	Real GDP				Consumer Prices ¹				Current Account Balance ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Africa	6.3	5.2	1.7	4.0	6.0	10.3	9.0	6.5	2.9	2.5	-3.1	-1.7
Maghreb	3.5	4.1	3.2	3.6	3.0	4.4	3.9	3.2	12.0	10.6	-1.1	1.8
Algeria	3.0	3.0	2.1	3.7	3.6	4.5	4.6	3.4	22.6	23.2	2.7	7.3
Morocco	2.7	5.6	5.0	3.2	2.0	3.9	2.8	2.8	-0.1	-5.4	-5.5	-4.7
Tunisia	6.3	4.6	3.0	4.0	3.1	5.0	3.5	3.4	-2.5	-4.2	-3.8	-2.9
Sub-Saharan	7.0	5.5	1.3	4.1	6.8	11.9	10.5	7.3	0.2	0.2	-3.7	-2.7
Horn of Africa³	10.4	8.7	5.4	6.0	11.2	18.7	21.0	7.4	-10.1	-8.1	-9.0	-9.2
Ethiopia	11.5	11.6	7.5	7.0	15.8	25.3	36.4	5.1	-4.5	-5.6	-5.6	-9.3
Sudan	10.2	6.8	4.0	5.5	8.0	14.3	11.0	9.0	-12.5	-9.0	-11.2	-9.1
Great Lakes³	7.3	5.8	4.3	5.1	9.1	11.9	14.9	8.2	-4.8	-8.1	-8.9	-9.4
Congo, Dem. Rep. of	6.3	6.2	2.7	5.4	16.7	18.0	39.2	14.6	-1.5	-15.3	-14.6	-23.7
Kenya	7.1	1.7	2.5	4.0	9.8	13.1	12.0	7.8	-4.1	-6.8	-8.1	-6.3
Tanzania	7.1	7.4	5.0	5.6	7.0	10.3	10.6	4.9	-9.0	-9.7	-9.9	-9.1
Uganda	8.4	9.0	7.0	6.0	6.8	7.3	14.2	10.8	-3.1	-3.2	-5.5	-5.7
Southern Africa³	11.6	8.5	0.0	6.1	7.6	12.6	11.0	10.8	6.3	0.2	-6.3	-3.8
Angola	20.3	13.2	0.2	9.3	12.2	12.5	14.0	15.4	15.9	7.5	-3.4	2.2
Zimbabwe ⁴	-6.9	-14.1	3.7	6.0	-72.7	156.2	9.0	12.0	-10.7	-29.5	-21.4	-19.9
West and Central Africa³	5.8	5.3	2.6	4.4	4.5	10.1	8.8	6.6	8.0	9.3	1.4	4.3
Ghana	5.7	7.3	4.5	5.0	10.7	16.5	18.5	10.2	-12.0	-18.7	-12.7	-15.4
Nigeria	7.0	6.0	2.9	5.0	5.4	11.6	12.0	8.8	18.8	20.4	6.9	13.8
CFA franc zone³	4.6	4.1	1.8	3.6	1.5	7.0	3.7	3.0	-2.6	-1.0	-2.9	-4.1
Cameroon	3.3	2.9	1.6	2.7	1.1	5.3	2.9	2.0	-0.8	-1.0	-7.2	-4.6
Côte d'Ivoire	1.6	2.3	3.7	4.0	1.9	6.3	5.9	3.2	-0.7	2.4	24.6	1.1
South Africa	5.1	3.1	-2.2	1.7	7.1	11.5	7.2	6.2	-7.3	-7.4	-5.0	-6.5
<i>Memorandum</i>												
Oil importers	5.3	4.7	1.4	3.3	6.3	10.8	8.9	5.7	-5.2	-7.1	-5.7	-7.3
Oil exporters ⁵	7.8	6.1	2.2	5.1	5.5	9.4	9.4	7.8	14.8	14.9	0.9	6.2

¹Movements in consumer prices are shown as annual averages. December/December changes can be found in Table A7 in the Statistical Appendix.

²Percent of GDP.

³The country composition of these regional groups is set out in Table F in the Statistical Appendix.

⁴The Zimbabwe dollar ceased circulating in early 2009. Data are based on IMF staff estimates of price and exchange rate developments in U.S. dollars.

⁵Includes Chad and Mauritania in this table.

L'inflation en Afrique devrait reculer d'environ 10¼ % en 2008 à 9 % en 2009, puis à 6½ % en 2010. À l'exclusion du Zimbabwe, dont les informations ne sont pas fiables, trois pays (République démocratique du Congo, Éthiopie et Seychelles) présentent des taux d'inflation projetés pour 2009 de plus de 20 %. En revanche, la majorité des pays de la zone franc et du Maghreb devraient afficher des taux d'inflation inférieurs à 5 %. À la différence du passé, plusieurs pays de la région ont eu une marge de manœuvre budgétaire qui leur a permis de faire jouer les stabilisateurs automatiques. C'est ainsi que le solde bud-

gétaire de la région devrait passer d'un excédent de plus de ½ % du PIB en 2008 à un déficit de 4½ % du PIB en 2009. Cette marge de manœuvre a été possible grâce à des politiques budgétaires relativement prudentes et à l'allègement de dette obtenu ces dernières années.

De considérables incertitudes pèsent sur les perspectives régionales. Une reprise mondiale plus faible que prévue pourrait ralentir le redressement des marchés des matières premières et assombrir les perspectives de flux financiers, y compris les envois de fonds des travailleurs expatriés et les investissements directs étrangers. Qui

plus est, un durcissement des conditions financières mondiales pourrait avoir des retombées sur les marchés émergents de la région, certes sans doute moins marquées qu'ailleurs compte tenu de l'importance relativement limitée des financements privés. Cependant, les pays donateurs, eux-mêmes aux prises avec de graves récessions, pourraient réduire les flux d'aide vers la région, ce qui porterait gravement atteinte aux pays où l'aide extérieure représente une grande partie des recettes totales. La pauvreté pourrait en outre s'aggraver considérablement dans la région subsaharienne à mesure que le PIB réel par habitant se contractera en 2009 — pour la première en 10 ans —, que le chômage augmentera et que le manque de vastes dispositifs de protection sociale se fera davantage sentir.

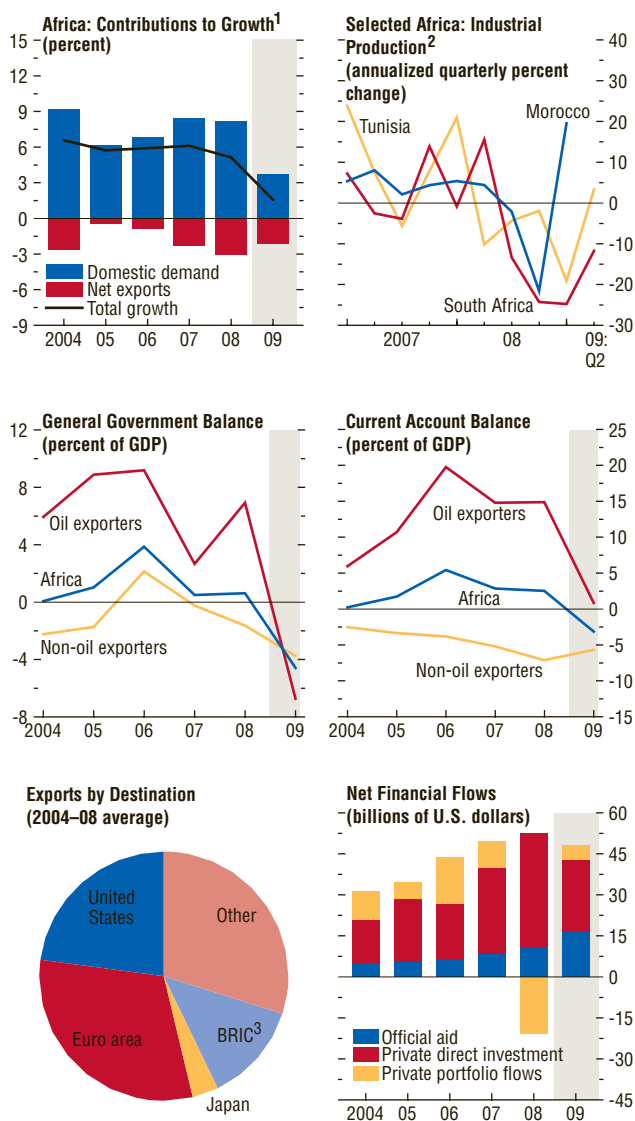
Les gouvernements doivent s'employer à atténuer l'impact de la récession mondiale sur l'activité économique et la pauvreté, tout en continuant de conforter les bases d'une croissance soutenue.

La riposte des pouvoirs publics doit accompagner la reprise économique. Dans les pays qui disposent de la marge de manœuvre voulue, la priorité doit aller à la mise en œuvre des mesures de relance déjà annoncées. Lorsque la reprise sera bien engagée, la politique budgétaire devra miser sur la croissance et la viabilité des finances publiques. Les pays qui ne disposent pas de marge de manœuvre devraient s'efforcer de redéfinir leurs priorités en matière de dépenses ou d'accroître leurs recettes, ce qui leur permettrait d'investir davantage dans l'infrastructure et dans les dispositifs de protection sociale, sans compromettre davantage la viabilité de la dette.

La politique monétaire doit continuer d'étayer la demande intérieure et les taux de change doivent remplir une fonction d'amortisseurs des chocs exogènes. Dans les pays à forte inflation, les banques centrales doivent réitérer leur engagement à maintenir un faible taux d'inflation et, le cas échéant, durcir leur politique monétaire. Là où l'inflation est faible et où les taux de change sont flexibles, la politique monétaire doit continuer de soutenir la demande intérieure jusqu'à ce que la croissance ait sainement repris.

Graphique 2.9. Résilience de l'Afrique

L'Afrique s'est montrée résiliente durant la récession mondiale. Selon certaines indications, la situation économique s'améliore, impulsée par la demande intérieure et la montée des cours des matières premières. Les politiques mises en œuvre ont joué un rôle important de soutien de la demande intérieure.



Sources: Haver Analytics; IMF, *Direction of Trade Statistics*; and IMF staff estimates.

¹Excluding Dem. Rep. of Congo, São Tomé and Príncipe, and Sudan.

²Data for Morocco and Tunisia were seasonally adjusted using TRAMO-SEATS methodology developed by the Bank of Spain. Data for South Africa were seasonally adjusted by the source.

³Brazil, Russia, India, and China.

Globalement, les institutions financières de la région ont bien résisté à la baisse de conjoncture. Dans certains pays les bilans bancaires ont toutefois accusé le coup. Les instances de supervision financière doivent déceler les vulnérabilités du secteur bancaire, notamment en réalisant à intervalles fréquents des tests de résistance de nature à détecter les risques de crédit et d'éventuels problèmes de solvabilité ou de liquidité, et prendre les mesures qui s'imposent.

Par-delà les défis à court terme, l'Afrique doit poursuivre l'application d'un certain nombre de réformes pour être mieux à même de résister aux chocs exogènes et élargir ses perspectives de croissance. Il importe de promouvoir davantage la conception et la mise en œuvre de politiques saines et transparentes, notamment en renforçant les capacités de gestion des finan-

ces publiques et l'application de cadres économiques à moyen terme. L'une des priorités du secteur public doit être de dégager et de mettre en valeur la marge de manœuvre budgétaire qui permettra d'améliorer l'infrastructure des transports et les services de santé et d'éducation et de mettre en place des programmes bien ciblés de réduction de la pauvreté. Pour faciliter la croissance du secteur privé il est nécessaire de poursuivre la réforme du climat des affaires, notamment en réduisant les coûts de création de nouvelles entreprises. Dans le secteur financier, il convient d'accroître les capacités de contrôle bancaire et d'étendre le périmètre de la réglementation et de la supervision du secteur financier. Certains pays doivent aussi adopter des mesures pour mieux s'intégrer à l'économie mondiale.

SUPPLEMENTAL TABLES: KEY MACROECONOMIC PROJECTIONS, BY REGION

Additional data are available at www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02.

African Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Current Account Balance¹*(Annual percent change unless noted otherwise)*

	Real GDP				Consumer Prices ²				Current Account Balance			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Africa	6.3	5.2	1.7	4.0	6.0	10.3	9.0	6.5	2.9	2.5	-3.1	-1.7
Algeria	3.0	3.0	2.1	3.7	3.6	4.5	4.6	3.4	22.6	23.2	2.7	7.3
Angola	20.3	13.2	0.2	9.3	12.2	12.5	14.0	15.4	15.9	7.5	-3.4	2.2
Benin	4.6	5.0	3.8	3.0	1.3	8.0	4.0	2.8	-9.9	-8.2	-9.7	-9.1
Botswana	4.4	2.9	-10.3	4.1	7.1	12.6	8.4	6.4	14.3	7.0	-7.6	-16.3
Burkina Faso	3.6	5.0	3.5	4.1	-0.2	10.7	3.8	2.3	-8.3	-10.9	-10.8	-11.6
Burundi	3.6	4.5	3.2	3.6	8.3	24.4	12.9	8.3	-15.7	-14.2	-10.9	-8.3
Cameroon	3.3	2.9	1.6	2.7	1.1	5.3	2.9	2.0	-0.8	-1.0	-7.2	-4.6
Cape Verde	7.8	5.9	3.5	4.0	4.4	6.8	1.5	2.0	-8.7	-12.4	-18.5	-15.4
Central African Republic	3.7	2.2	2.4	3.1	0.9	9.3	4.6	2.8	-6.2	-9.8	-9.5	-9.7
Chad	0.2	-0.2	1.6	4.6	-7.4	8.3	6.5	3.0	-10.6	-12.2	-20.8	-7.5
Comoros	0.5	1.0	1.0	1.5	4.5	4.8	4.9	2.1	-6.7	-11.3	-8.0	-10.4
Congo, Dem. Rep. of	6.3	6.2	2.7	5.4	16.7	18.0	39.2	14.6	-1.5	-15.3	-14.6	-23.7
Congo, Rep. of	-1.6	5.6	7.4	12.2	2.6	6.0	6.9	4.4	-9.4	-1.9	-11.2	2.1
Côte d'Ivoire	1.6	2.3	3.7	4.0	1.9	6.3	5.9	3.2	-0.7	2.4	24.6	1.1
Djibouti	5.1	5.8	5.1	5.4	5.0	12.0	5.5	5.0	-25.6	-39.2	-17.1	-17.5
Equatorial Guinea	21.4	11.3	-5.4	-2.8	2.8	5.9	4.1	6.1	4.3	9.9	-5.3	0.0
Eritrea	1.3	1.0	0.3	1.4	9.3	12.6	14.0	14.5	-0.7	0.8	-3.7	-3.3
Ethiopia	11.5	11.6	7.5	7.0	15.8	25.3	36.4	5.1	-4.5	-5.6	-5.6	-9.3
Gabon	5.6	2.3	-1.0	2.6	5.0	5.3	2.6	3.8	13.7	17.1	2.8	6.8
Gambia, The	6.3	6.1	3.6	4.3	5.4	4.5	6.4	5.7	-13.4	-16.7	-17.1	-17.6
Ghana	5.7	7.3	4.5	5.0	10.7	16.5	18.5	10.2	-12.0	-18.7	-12.7	-15.4
Guinea	1.8	4.9	0.0	2.7	22.9	18.4	4.9	9.4	-8.8	-12.0	-1.7	-4.4
Guinea-Bissau	2.7	3.3	1.9	2.5	4.6	10.4	0.4	2.5	9.5	-3.3	-3.1	-4.5
Kenya	7.1	1.7	2.5	4.0	9.8	13.1	12.0	7.8	-4.1	-6.8	-8.1	-6.3
Lesotho	5.1	3.5	-1.0	3.1	8.0	10.7	7.7	6.5	12.7	-4.0	-15.1	-21.2
Liberia	9.4	7.1	4.9	6.3	13.7	17.5	7.3	5.0	-27.9	-25.9	-41.8	-60.7
Madagascar	6.2	7.1	-0.4	0.9	10.4	9.2	9.9	9.7	-14.6	-24.2	-18.7	-17.3
Malawi	8.6	9.7	5.9	4.6	7.9	8.7	8.6	8.2	-1.6	-7.8	-4.1	-5.5
Mali	4.3	5.1	4.1	4.5	1.5	9.1	2.5	2.1	-7.8	-8.4	-7.3	-7.6
Mauritania	1.0	2.2	2.3	4.7	7.3	7.3	4.9	5.8	-11.4	-15.7	-9.0	-16.4
Mauritius	4.2	6.6	2.1	2.0	9.1	8.8	6.4	4.0	-8.0	-8.7	-9.3	-10.6
Morocco	2.7	5.6	5.0	3.2	2.0	3.9	2.8	2.8	-0.1	-5.4	-5.5	-4.7
Mozambique	7.0	6.8	4.3	5.2	8.2	10.3	3.5	5.5	-12.2	-11.8	-12.1	-12.2
Namibia	5.5	2.9	-0.7	1.7	6.7	7.1	9.1	6.8	9.1	1.8	-1.0	-2.1
Niger	3.3	9.5	1.0	5.2	0.1	11.3	4.8	2.3	-7.8	-13.3	-21.2	-22.0
Nigeria	7.0	6.0	2.9	5.0	5.4	11.6	12.0	8.8	18.8	20.4	6.9	13.8
Rwanda	7.9	11.2	5.3	5.2	9.1	15.4	11.5	6.3	-2.4	-5.5	-6.8	-9.6
São Tomé and Príncipe	6.0	5.8	4.0	4.5	18.5	26.0	17.1	11.9	-29.9	-29.0	-31.1	-28.0
Senegal	4.7	2.5	1.5	3.4	5.9	5.8	-0.9	1.8	-11.8	-12.3	-11.7	-10.8
Seychelles	7.3	-1.9	-8.7	4.0	5.3	37.0	33.4	3.0	-23.4	-50.2	-24.2	-32.5
Sierra Leone	6.4	5.5	4.0	4.0	11.7	14.8	10.6	8.5	-3.4	-9.0	-9.1	-8.6
South Africa	5.1	3.1	-2.2	1.7	7.1	11.5	7.2	6.2	-7.3	-7.4	-5.0	-6.5
Sudan	10.2	6.8	4.0	5.5	8.0	14.3	11.0	9.0	-12.5	-9.0	-11.2	-9.1
Swaziland	3.5	2.4	0.4	2.6	8.2	13.1	7.8	6.9	-4.7	-5.4	-6.6	-7.1
Tanzania	7.1	7.4	5.0	5.6	7.0	10.3	10.6	4.9	-9.0	-9.7	-9.9	-9.1
Togo	1.9	1.1	2.4	2.6	1.0	8.4	2.8	2.1	-3.9	-6.6	-6.9	-8.2
Tunisia	6.3	4.6	3.0	4.0	3.1	5.0	3.5	3.4	-2.5	-4.2	-3.8	-2.9
Uganda	8.4	9.0	7.0	6.0	6.8	7.3	14.2	10.8	-3.1	-3.2	-5.5	-5.7
Zambia	6.3	5.8	4.5	5.0	10.7	12.4	14.0	10.2	-6.6	-7.2	-3.9	-2.9
Zimbabwe ³	-6.9	-14.1	3.7	6.0	-72.7	156.2	9.0	12.0	-10.7	-29.5	-21.4	-19.9

¹For many countries, figures for recent years are IMF staff estimates. Data for some countries are for fiscal years.²In accordance with standard practice in the *World Economic Outlook*, movements in consumer prices are indicated as annual averages rather than as December–December changes during the year, as is the practice in some countries.³The Zimbabwe dollar ceased circulating in early 2009. Data are based on staff estimates of price and exchange rate developments in U.S. dollars.

European and Central Asian Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Current Account Balance¹*(Annual percent change unless noted otherwise)*

	Real GDP				Consumer Prices ²				Current Account Balance			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Central and eastern Europe^{3,4}	5.5	3.0	-5.0	1.8	6.0	8.1	4.8	4.2	-7.9	-8.0	-3.1	-3.9
Albania	6.3	6.8	0.7	2.2	2.9	3.4	1.7	2.0	-9.1	-14.1	-11.5	-8.0
Bosnia and Herzegovina	6.8	5.5	-3.0	0.5	1.5	7.4	0.9	1.6	-12.7	-14.7	-8.8	-9.1
Bulgaria	6.2	6.0	-6.5	-2.5	7.6	12.0	2.7	1.6	-25.2	-25.5	-11.4	-8.3
Croatia	5.5	2.4	-5.2	0.4	2.9	6.1	2.8	2.8	-7.6	-9.4	-6.1	-5.4
Estonia	7.2	-3.6	-14.0	-2.6	6.6	10.4	0.0	-0.2	-17.8	-9.3	1.9	2.0
Hungary	1.2	0.6	-6.7	-0.9	7.9	6.1	4.5	4.1	-6.5	-8.4	-2.9	-3.3
Latvia	10.0	-4.6	-18.0	-4.0	10.1	15.3	3.1	-3.5	-21.6	-12.6	4.5	6.4
Lithuania	8.9	3.0	-18.5	-4.0	5.8	11.1	3.5	-2.9	-14.6	-11.6	1.0	0.5
Macedonia, FYR	5.9	4.9	-2.5	2.0	2.3	8.3	-0.5	2.0	-7.2	-13.1	-10.6	-9.7
Montenegro	10.7	7.5	-4.0	-2.0	3.5	9.0	3.4	2.1	-29.4	-29.6	-16.0	-11.0
Poland	6.8	4.9	1.0	2.2	2.5	4.2	3.4	2.6	-4.7	-5.5	-2.2	-3.1
Romania	6.2	7.1	-8.5	0.5	4.8	7.8	5.5	3.6	-13.5	-12.4	-5.5	-5.6
Serbia	6.9	5.4	-4.0	1.5	6.5	11.7	9.9	7.3	-15.6	-17.3	-9.1	-10.6
Turkey	4.7	0.9	-6.5	3.7	8.8	10.4	6.2	6.8	-5.8	-5.7	-1.9	-3.7
Commonwealth of Independent States⁵	8.6	5.5	-6.7	2.1	9.7	15.6	11.8	9.4	4.2	4.9	2.9	4.4
Russia	8.1	5.6	-7.5	1.5	9.0	14.1	12.3	9.9	5.9	6.1	3.6	4.5
Excluding Russia	9.9	5.4	-4.7	3.6	11.5	19.6	10.6	8.0	-1.3	1.1	0.6	4.0
Armenia	13.7	6.8	-15.6	1.2	4.4	9.0	3.0	3.2	-6.4	-11.5	-13.7	-13.7
Azerbaijan	23.4	11.6	7.5	7.4	16.6	20.8	2.2	5.3	28.8	35.5	19.6	23.1
Belarus	8.6	10.0	-1.2	1.8	8.4	14.8	13.0	8.3	-6.8	-8.4	-9.6	-7.1
Georgia	12.3	2.1	-4.0	2.0	9.2	10.0	1.2	3.0	-19.7	-22.7	-16.3	-17.6
Kazakhstan	8.9	3.2	-2.0	2.0	10.8	17.2	7.5	6.6	-7.8	5.1	-2.0	3.9
Kyrgyz Republic	8.5	7.6	1.5	3.0	10.2	24.5	8.0	6.7	-0.2	-8.2	-7.8	-12.4
Moldova	3.0	7.2	-9.0	0.0	12.4	12.7	1.4	7.7	-17.0	-17.7	-11.8	-11.9
Mongolia	10.2	8.9	0.5	3.0	8.2	26.8	8.5	7.9	6.7	-13.1	-6.9	-10.3
Tajikistan	7.8	7.9	2.0	3.0	13.2	20.4	8.0	10.9	-8.6	-7.9	-13.7	-13.3
Turkmenistan	11.6	10.5	4.0	15.3	6.3	14.5	0.4	3.5	15.5	18.7	17.8	29.1
Ukraine	7.9	2.1	-14.0	2.7	12.8	25.2	16.3	10.3	-3.7	-7.2	0.4	0.2
Uzbekistan	9.5	9.0	7.0	7.0	12.3	12.7	12.5	9.5	7.3	12.8	7.2	6.7

¹For many countries, figures for recent years are IMF staff estimates. Data for some countries are for fiscal years.

²In accordance with standard practice in the *World Economic Outlook*, movements in consumer prices are indicated as annual averages rather than as December–December changes during the year, as is the practice in some countries.

³Real GDP data for some countries refer to real net material product (NMP) or are estimates based on NMP. The figures should be interpreted only as indicative of broad orders of magnitude because reliable, comparable data are not generally available. In particular, the growth of output of new private enterprises in the informal economy is not fully reflected in the recent figures.

⁴For many countries, inflation for the earlier years is measured on the basis of a retail price index. Consumer price indices with broader and more up-to-date coverage are typically used for more recent years.

⁵Georgia and Mongolia, which are not members of the Commonwealth of Independent States, are included in this group for reasons of geography and similarities in economic structure.

Asian and Middle Eastern Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Current Account Balance¹*(Annual percent change unless noted otherwise)*

	Real GDP				Consumer Prices ²				Current Account Balance			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Developing Asia	10.6	7.6	6.2	7.3	5.4	7.5	3.0	3.4	7.0	5.9	5.0	5.2
Afghanistan, I.R. of	12.1	3.4	15.7	8.6	13.0	26.8	-9.3	7.6	0.9	-1.6	-0.9	-0.9
Bangladesh	6.3	6.0	5.4	5.4	9.1	7.7	5.3	5.6	1.1	1.9	2.1	1.0
Bhutan	21.4	7.6	8.5	5.3	5.2	8.4	7.0	4.0	8.1	0.6	-3.1	-8.5
Brunei Darussalam	0.6	-1.5	0.2	0.6	0.3	2.7	1.2	1.2	50.7	50.6	35.2	36.8
Cambodia	10.2	6.7	-2.7	4.3	7.7	25.0	-0.6	4.1	-2.7	-11.1	-5.5	-7.2
China	13.0	9.0	8.5	9.0	4.8	5.9	-0.1	0.6	11.0	9.8	7.8	8.6
Fiji	-6.6	0.2	-2.5	1.2	4.8	7.8	5.0	7.0	-17.4	-25.0	-25.9	-27.9
India	9.4	7.3	5.4	6.4	6.4	8.3	8.7	8.4	-1.0	-2.2	-2.2	-2.5
Indonesia	6.3	6.1	4.0	4.8	6.0	9.8	5.0	6.2	2.4	0.1	0.9	0.5
Kiribati	-0.5	3.4	1.5	1.1	4.2	11.0	9.1	2.8	-1.0	-0.9	-3.1	-6.3
Lao PDR	7.5	7.2	4.6	5.4	4.5	7.6	0.2	3.0	-15.4	-16.5	-15.4	-8.1
Malaysia	6.2	4.6	-3.6	2.5	2.0	5.4	-0.1	1.2	15.4	17.9	13.4	11.0
Maldives	7.2	5.8	-4.0	3.4	7.6	11.9	5.5	4.5	-41.5	-51.7	-29.0	-22.9
Myanmar	11.9	4.0	4.3	5.0	32.9	22.5	6.9	4.7	9.2	4.0	1.5	-1.8
Nepal	3.2	4.7	4.0	4.1	6.4	7.7	13.2	11.8	0.5	3.1	4.2	1.0
Pakistan	5.6	2.0	2.0	3.0	7.8	12.0	20.8	10.0	-4.8	-8.3	-5.1	-4.8
Papua New Guinea	6.5	7.0	3.9	3.7	0.9	10.7	8.2	5.0	1.8	2.8	-6.7	-4.7
Philippines	7.1	3.8	1.0	3.2	2.8	9.3	2.8	4.0	4.9	2.5	3.2	1.2
Samoa	2.2	4.8	-5.5	-1.0	4.5	6.2	14.2	6.5	-16.1	-6.2	-2.1	-5.2
Solomon Islands	10.7	6.9	0.4	2.4	7.7	17.2	8.0	7.0	-12.4	-18.7	-11.1	-18.2
Sri Lanka	6.8	6.0	3.0	5.0	15.8	22.6	4.6	13.0	-4.3	-9.4	-1.2	-1.3
Thailand	4.9	2.6	-3.5	3.7	2.2	5.5	-1.2	2.1	5.7	-0.1	4.9	2.7
Timor-Leste	8.4	12.8	7.2	7.9	8.9	7.6	4.0	4.0	296.1	408.3	66.2	49.4
Tonga	-3.2	1.2	2.6	1.9	5.1	14.5	12.3	6.1	-10.4	-10.4	-8.8	-8.7
Vanuatu	6.8	6.6	3.0	3.5	3.9	4.8	4.3	3.0	-5.9	-6.2	-5.3	-4.8
Vietnam	8.5	6.2	4.6	5.3	8.3	23.1	7.0	11.0	-9.8	-11.9	-9.7	-9.4
Middle East	6.2	5.4	2.0	4.2	11.2	15.0	8.3	6.6	18.1	18.3	2.6	7.9
Bahrain	8.1	6.1	3.0	3.7	3.3	3.5	3.0	2.5	15.8	10.6	3.7	6.2
Egypt	7.1	7.2	4.7	4.5	11.0	11.7	16.2	8.5	1.9	0.5	-2.4	-2.8
Iran, I.R. of	7.8	2.5	1.5	2.2	18.4	25.4	12.0	10.0	11.9	6.7	3.0	3.6
Iraq	1.5	9.5	4.3	5.8	30.8	2.7	6.9	6.0	10.1	13.3	-28.4	-15.2
Jordan	8.9	7.9	3.0	4.0	5.4	14.9	0.2	4.0	-17.2	-11.3	-10.0	-8.8
Kuwait	2.5	6.3	-1.5	3.3	5.5	10.5	4.6	4.4	44.7	44.7	29.4	35.3
Lebanon	7.5	8.5	7.0	4.0	4.1	10.8	2.5	3.5	-6.8	-11.6	-11.3	-10.5
Libya	7.5	3.4	1.8	5.2	6.2	10.4	5.0	4.5	40.7	40.7	16.7	24.0
Oman	7.7	7.8	4.1	3.8	5.9	12.6	3.3	3.0	8.3	9.1	-0.5	4.8
Qatar	15.3	16.4	11.5	18.5	13.8	15.0	0.0	4.0	30.4	28.0	10.8	25.3
Saudi Arabia	3.3	4.4	-0.9	4.0	4.1	9.9	4.5	4.0	24.3	28.6	4.1	11.4
Syrian Arab Republic	4.2	5.2	3.0	4.2	4.7	15.2	7.5	6.0	-3.3	-4.0	-3.2	-4.3
United Arab Emirates	6.3	7.4	-0.2	2.4	11.1	12.3	2.5	3.3	16.1	15.7	-1.6	5.2
Yemen, Republic of	3.3	3.6	4.2	7.3	7.9	19.0	8.4	8.9	-7.0	-4.3	-5.2	-2.3

¹For many countries, figures for recent years are IMF staff estimates. Data for some countries are for fiscal years.²In accordance with standard practice in the *World Economic Outlook*, movements in consumer prices are indicated as annual averages rather than as December–December changes during the year, as is the practice in some countries.

Western Hemisphere Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Current Account Balance¹*(Annual percent change unless noted otherwise)*

	Real GDP ¹				Consumer Prices ²				Current Account Balance			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Western Hemisphere	5.7	4.2	-2.5	2.9	5.4	7.9	6.1	5.2	0.4	-0.7	-0.8	-0.9
Antigua and Barbuda	6.9	2.8	-6.5	-1.5	1.4	5.3	-0.8	2.5	-32.9	-31.3	-29.4	-27.9
Argentina ³	8.7	6.8	-2.5	1.5	8.8	8.6	5.6	5.0	1.6	1.4	4.4	4.9
Bahamas, The	0.7	-1.7	-3.9	-0.5	2.5	4.5	1.8	0.6	-17.5	-13.2	-9.4	-10.3
Barbados	3.4	0.2	-3.0	0.0	4.0	8.1	3.5	5.2	-5.4	-10.5	-5.2	-5.9
Belize	1.2	3.8	1.0	2.0	2.3	6.4	2.7	1.8	-4.0	-10.2	-6.7	-5.6
Bolivia	4.6	6.1	2.8	3.4	8.7	14.0	4.3	4.5	12.0	12.1	1.1	1.3
Brazil	5.7	5.1	-0.7	3.5	3.6	5.7	4.8	4.1	0.1	-1.8	-1.3	-1.9
Chile	4.7	3.2	-1.7	4.0	4.4	8.7	2.0	2.3	4.4	-2.0	0.7	-0.4
Colombia	7.5	2.5	-0.3	2.5	5.5	7.0	4.6	3.7	-2.8	-2.8	-2.9	-3.1
Costa Rica	7.8	2.6	-1.5	2.3	9.4	13.4	8.4	5.0	-6.3	-9.2	-3.6	-4.8
Dominica	1.8	3.2	1.1	2.0	3.2	6.3	1.8	1.6	-28.7	-32.3	-32.4	-28.6
Dominican Republic	8.5	5.3	0.5	2.0	6.1	10.6	0.9	5.4	-5.3	-10.0	-6.1	-6.1
Ecuador	2.5	6.5	-1.0	1.5	2.3	8.4	5.0	3.0	3.5	2.3	-3.1	-3.0
El Salvador	4.7	2.5	-2.5	0.5	4.6	7.3	1.0	1.8	-5.5	-7.2	-1.8	-2.6
Grenada	4.9	2.2	-4.0	0.0	3.9	8.0	1.4	3.2	-41.7	-40.9	-28.0	-26.9
Guatemala	6.3	4.0	0.4	1.3	6.8	11.4	2.2	3.9	-5.2	-4.8	-1.7	-3.3
Guyana	5.4	3.0	2.0	4.0	12.2	8.1	2.9	3.5	-18.0	-21.5	-19.1	-21.3
Haiti	3.4	1.2	2.0	2.7	9.0	14.4	3.5	3.9	-0.3	-4.3	-2.6	-2.8
Honduras	6.3	4.0	-2.0	2.0	6.9	11.4	5.9	6.0	-10.3	-14.0	-9.1	-9.2
Jamaica	1.5	-0.9	-3.6	-0.2	9.3	22.0	9.4	8.7	-15.7	-19.8	-14.4	-11.5
Mexico	3.3	1.3	-7.3	3.3	4.0	5.1	5.4	3.5	-0.8	-1.4	-1.2	-1.3
Nicaragua	3.2	3.2	-1.0	1.0	11.1	19.9	4.3	4.2	-17.6	-23.8	-15.3	-18.3
Panama	11.5	9.2	1.8	3.7	4.2	8.8	2.3	2.6	-7.3	-12.4	-9.4	-12.4
Paraguay	6.8	5.8	-4.5	3.9	8.1	10.2	2.8	3.6	0.7	-2.1	0.5	-1.6
Peru	8.9	9.8	1.5	5.8	1.8	5.8	3.2	2.0	1.1	-3.3	-2.1	-2.3
St. Kitts and Nevis	0.9	2.4	-2.0	0.0	4.5	5.4	3.4	2.1	-24.2	-28.1	-22.8	-23.8
St. Lucia	1.7	0.7	-2.5	-0.4	2.2	7.2	2.2	2.8	-40.6	-34.5	-16.0	-17.1
St. Vincent and the Grenadines	7.0	0.9	-1.1	2.1	6.9	10.1	4.2	2.9	-35.1	-33.7	-29.5	-31.6
Suriname	5.4	6.0	1.5	3.5	6.4	14.6	7.5	6.0	-0.5	-0.3	-0.7	-2.4
Trinidad and Tobago	4.6	2.3	-0.8	2.0	7.9	12.1	7.2	5.0	25.7	25.5	11.2	16.9
Uruguay	7.6	8.9	0.6	3.5	8.1	7.9	7.5	7.4	-0.3	-4.6	-1.6	-2.0
Venezuela	8.4	4.8	-2.0	-0.4	18.7	30.4	29.5	30.0	8.8	12.3	1.8	5.4

¹For many countries, figures for recent years are IMF staff estimates. Data for some countries are for fiscal years.

²In accordance with standard practice in the *World Economic Outlook*, movements in consumer prices are indicated as annual averages rather than as December–December changes during the year, as is the practice in some countries.

³Private analysts are of the view that real GDP growth has been lower than the official reports since the last quarter of 2008. Private analysts estimate that consumer price index inflation has been considerably higher. The authorities have created a board of academic advisors to assess these issues.

Major Advanced Economies: General Government Fiscal Balances and Debt¹*(Percent of GDP unless noted otherwise)*

	Average 1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Major advanced economies										
Actual balance	-2.7	-4.7	-4.1	-3.3	-2.3	-2.2	-4.6	-10.1	-9.0	-5.7
Output gap ²	-0.4	-1.1	-0.3	0.0	0.5	0.7	-0.6	-4.6	-4.1	0.0
Structural balance ²	-2.3	-3.3	-2.9	-2.5	-2.0	-1.7	-3.3	-5.2	-5.4	-3.9
United States										
Actual balance	-1.6	-4.8	-4.3	-3.2	-2.2	-2.8	-5.9	-12.5	-10.0	-6.7
Output gap ²	-0.6	-1.2	0.1	0.8	0.9	0.7	-0.8	-4.5	-3.9	0.0
Structural balance ²	-1.0	-2.4	-2.2	-1.7	-1.4	-1.4	-3.4	-5.1	-5.3	-3.1
Net debt	45.9	40.8	42.4	42.7	41.8	42.3	47.9	58.2	66.8	84.9
Gross debt	64.4	60.2	61.2	61.4	60.9	61.9	70.4	84.8	93.6	108.2
Euro area										
Actual balance	-2.9	-3.0	-2.9	-2.5	-1.2	-0.6	-1.8	-6.2	-6.6	-3.5
Output gap ²	-0.2	-0.8	-0.6	-0.6	0.7	1.8	1.2	-2.9	-3.1	0.0
Structural balance ²	-2.7	-2.8	-2.7	-2.6	-2.0	-1.8	-2.5	-4.0	-4.2	-3.2
Net debt	59.4	59.7	60.3	60.5	58.6	56.2	59.0	68.6	74.6	83.7
Gross debt	68.6	68.7	69.1	69.6	67.8	65.7	69.2	80.0	86.3	95.6
Germany³										
Actual balance	-2.4	-4.0	-3.8	-3.3	-1.5	-0.5	-0.1	-4.2	-4.6	0.0
Output gap ²	0.0	-1.7	-1.9	-2.3	-0.4	0.9	1.0	-3.6	-3.3	0.0
Structural balance ^{2,4}	-2.0	-3.2	-2.8	-2.3	-1.4	-0.7	-0.6	-2.2	-2.7	0.0
Net debt	48.9	57.7	60.0	61.8	60.1	56.9	60.5	70.3	76.2	81.6
Gross debt	56.1	62.8	64.7	66.4	65.9	63.4	67.1	78.7	84.5	89.3
France										
Actual balance	-3.5	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.4	-7.0	-7.1	-4.7
Output gap ²	-0.2	0.1	0.4	0.3	0.8	1.0	0.0	-3.2	-3.2	0.3
Structural balance ^{2,4}	-3.3	-4.0	-3.6	-3.4	-2.6	-3.1	-3.3	-4.0	-4.1	-4.7
Net debt	46.6	53.2	55.3	56.7	53.9	54.1	57.8	67.0	72.9	82.9
Gross debt	56.0	62.9	65.0	66.4	63.6	63.8	67.5	76.7	82.6	92.6
Italy										
Actual balance	-4.7	-3.5	-3.5	-4.3	-3.3	-1.5	-2.7	-5.6	-5.6	-5.3
Output gap ²	-0.3	-0.3	0.0	-0.4	0.8	1.6	-0.1	-3.4	-3.5	0.0
Structural balance ^{2,4}	-4.8	-3.5	-3.8	-4.3	-3.8	-2.4	-2.7	-3.7	-3.8	-5.3
Net debt	111.1	102.5	102.0	103.8	104.4	101.3	103.6	112.8	117.0	125.7
Gross debt	115.0	104.4	103.8	105.8	106.5	103.5	105.7	115.8	120.1	128.5
Japan										
Actual balance	-5.5	-8.0	-6.2	-5.0	-4.0	-2.5	-5.8	-10.5	-10.2	-8.0
Excluding social security	-6.8	-8.1	-6.6	-5.4	-4.1	-2.4	-4.8	-9.1	-8.9	-6.6
Output gap ²	-0.8	-2.2	-1.1	-0.8	-0.4	0.2	-1.7	-7.0	-5.5	-0.4
Structural balance ²	-5.2	-7.1	-5.7	-4.7	-3.8	-2.6	-5.2	-7.6	-8.0	-8.0
Excluding social security	-6.8	-7.6	-6.4	-5.2	-4.0	-2.4	-4.5	-7.6	-7.7	-6.6
Net debt	42.7	76.5	82.7	84.6	84.3	80.4	88.1	104.6	115.0	143.5
Gross debt	117.2	167.2	178.1	191.6	191.3	187.7	196.6	218.6	227.0	245.6
United Kingdom										
Actual balance	-2.5	-3.3	-3.3	-3.3	-2.6	-2.6	-5.1	-11.6	-13.2	-6.8
Output gap ²	-0.3	-0.4	0.1	-0.3	0.0	0.4	-0.1	-4.9	-4.7	0.0
Structural balance ²	-2.2	-2.8	-3.3	-3.0	-2.6	-2.9	-5.5	-9.0	-9.6	-6.2
Net debt	37.6	33.7	35.5	37.3	38.0	38.3	45.6	62.1	75.1	91.8
Gross debt	43.1	38.5	40.2	42.1	43.2	44.1	52.0	68.7	81.7	98.3
Canada										
Actual balance	-1.8	-0.1	0.9	1.5	1.6	1.6	0.1	-4.9	-4.1	0.0
Output gap ²	0.0	-0.7	-0.1	0.5	1.0	1.2	-0.5	-4.6	-4.1	0.0
Structural balance ²	-1.6	0.3	0.9	1.3	1.1	1.0	0.4	-2.2	-1.6	0.0
Net debt	58.7	38.7	35.2	30.6	26.5	23.5	22.2	28.2	31.3	29.4
Gross debt	92.6	76.6	72.6	71.0	68.0	64.2	62.7	78.2	79.3	68.9

Note: The methodology and specific assumptions for each country are discussed in Box A1 in the Statistical Appendix of the full publication.

¹Debt data refer to the end of the year. Debt data are not always comparable across countries.²Percent of potential GDP.³Beginning in 1995, the debt and debt-service obligations of the Treuhandanstalt (and of various other agencies) were taken over by the general government. This debt is equivalent to 8 percent of GDP, and the associated debt service to ½ to 1 percent of GDP.⁴Excludes sizable one-off receipts from the sale of assets, including licenses.

Emerging and Developing Economies: Net Financial Flows¹*(Billions of U.S. dollars)*

	Average 1998–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Emerging and developing economies											
Private financial flows, net	77.9	78.2	53.0	177.5	226.5	285.7	262.0	696.5	129.5	-52.5	28.3
Private direct investment, net	152.0	170.7	151.6	150.0	191.6	251.7	254.4	411.2	425.0	279.0	269.5
Private portfolio flows, net	-2.7	-47.1	-45.9	1.8	17.7	32.7	-32.4	88.1	-85.4	-99.8	-110.4
Other private financial flows, net	-71.3	-45.4	-52.8	25.7	17.2	1.2	39.9	197.1	-210.1	-231.6	-130.8
Official financial flows, net ²	-4.7	16.6	25.6	-48.9	-46.1	-83.4	-140.2	-69.5	-105.7	50.3	-14.2
Change in reserves ³	-38.2	-89.4	-153.3	-302.6	-425.2	-541.6	-719.1	-1227.3	-676.9	-360.2	-569.2
<i>Memorandum</i>											
Current account ⁴	-9.7	48.0	80.7	149.6	223.8	448.3	659.7	664.5	724.6	355.6	548.1
Africa											
Private financial flows, net	6.3	1.9	0.5	3.8	17.5	16.9	6.9	30.0	28.5	21.0	45.9
Private direct investment, net	7.6	23.1	13.6	17.4	15.9	23.4	20.3	31.5	41.9	26.4	32.2
Private portfolio flows, net	2.5	-6.4	-1.4	-0.5	10.5	5.9	17.1	9.8	-20.8	5.2	8.5
Other private financial flows, net	-3.8	-14.8	-11.7	-13.1	-8.9	-12.5	-30.5	-11.3	7.5	-10.6	5.2
Official flows, net ²	0.9	5.6	5.2	4.2	2.4	8.3	6.6	6.6	6.0	15.6	16.4
Change in reserves ³	-3.9	-10.4	-5.7	-10.9	-31.6	-43.2	-54.5	-61.1	-53.6	13.9	-22.4
Central and eastern Europe											
Private financial flows, net	28.8	16.1	16.5	39.0	52.3	103.4	118.8	185.5	154.7	6.4	47.1
Private direct investment, net	15.6	17.7	13.0	15.1	31.7	40.0	64.4	77.1	69.3	31.8	37.4
Private portfolio flows, net	2.3	2.2	0.6	5.6	17.0	18.9	-0.4	-2.9	-9.9	-7.5	4.7
Other private financial flows, net	10.9	-3.7	3.0	18.3	3.5	44.5	54.7	111.3	95.3	-18.0	5.0
Official flows, net ²	1.0	-4.2	15.5	5.1	9.8	3.1	3.8	-6.4	21.1	34.5	14.7
Change in reserves ³	-7.2	-1.7	-8.0	-10.8	-12.8	-44.1	-32.7	-36.3	-5.7	-1.9	-0.6
Commonwealth of Independent States⁵											
Private financial flows, net	-5.9	-0.8	-1.6	22.9	1.6	22.9	56.2	124.9	-97.4	-98.5	-17.8
Private direct investment, net	4.2	4.9	5.1	5.4	13.2	11.7	21.4	28.3	49.1	16.6	25.7
Private portfolio flows, net	0.1	0.9	0.6	0.8	-0.2	-3.7	12.7	15.8	-31.3	2.6	6.3
Other private financial flows, net	-10.2	-6.6	-7.4	16.7	-11.4	14.9	22.1	80.9	-115.2	-117.8	-49.9
Official flows, net ²	-12.7	2.6	6.6	-13.2	-6.2	-11.9	-30.2	-1.6	-25.7	20.8	17.8
Change in reserves ³	-4.8	-14.4	-15.1	-32.7	-54.9	-77.1	-127.8	-168.1	33.2	20.8	-78.3
Developing Asia											
Private financial flows, net	-12.9	30.5	51.0	81.1	143.1	90.2	54.9	200.6	35.7	-54.3	-113.0
Private direct investment, net	53.0	46.3	60.1	58.6	68.0	93.7	84.7	153.1	139.8	93.4	65.6
Private portfolio flows, net	-10.1	-18.5	-12.1	23.9	38.9	15.4	-50.9	63.2	7.9	-85.2	-127.5
Other private financial flows, net	-55.8	2.7	2.9	-1.4	36.2	-18.9	21.0	-15.6	-112.1	-62.5	-51.1
Official flows, net ²	8.9	-2.7	-10.2	-17.8	0.8	0.5	-2.4	6.2	-0.3	3.6	5.4
Change in reserves ³	-21.2	-58.8	-110.8	-166.8	-258.8	-235.2	-322.6	-629.5	-437.5	-329.3	-344.3
Middle East											
Private financial flows, net	3.7	-8.1	-19.7	9.9	-3.7	2.0	-11.6	43.3	-58.9	48.0	25.8
Private direct investment, net	4.8	9.4	8.5	15.4	12.7	29.3	34.1	34.7	34.5	39.5	38.5
Private portfolio flows, net	-5.4	-11.5	-18.3	-15.5	-24.3	-9.0	-22.5	-36.1	-10.7	1.5	-7.4
Other private financial flows, net	4.3	-6.0	-9.8	10.0	7.8	-18.4	-23.2	44.7	-82.8	7.0	-5.3
Official flows, net ²	-11.4	-12.4	-7.8	-30.7	-43.8	-42.2	-74.4	-73.4	-110.2	-51.6	-76.1
Change in reserves ³	-3.7	-5.9	-15.0	-47.8	-44.9	-108.5	-131.3	-199.3	-161.9	-44.4	-105.4
Western Hemisphere											
Private financial flows, net	57.9	38.5	6.4	20.9	15.7	50.3	36.9	112.2	67.0	24.8	40.4
Private direct investment, net	66.6	69.3	51.3	38.1	50.1	53.7	29.5	86.6	90.4	71.1	70.1
Private portfolio flows, net	8.0	-13.8	-15.2	-12.5	-24.3	5.1	11.5	38.4	-20.6	-16.5	4.9
Other private financial flows, net	-16.7	-16.9	-29.7	-4.8	-10.2	-8.5	-4.1	-12.8	-2.9	-29.7	-34.6
Official flows, net ²	8.6	27.7	16.4	3.5	-9.2	-41.1	-43.6	-0.9	3.6	27.5	7.6
Change in reserves ³	2.5	1.8	1.5	-33.6	-22.2	-33.5	-50.3	-133.1	-51.5	-19.3	-18.1
<i>Memorandum</i>											
Fuel exporting countries											
Private financial flows, net	-6.8	-13.9	-30.0	21.8	-9.0	2.8	8.1	117.9	-223.1	-88.1	-22.3
Other countries											
Private financial flows, net	84.7	92.1	82.9	155.7	235.5	282.9	253.9	578.7	352.7	35.6	50.6

¹Net financial flows comprise net direct investment, net portfolio investment, and other net official and private financial flows, and changes in reserves.²Excludes grants and includes transactions in external assets and liabilities of official agencies.³A minus sign indicates an increase.⁴The sum of the current account balance, net private financial flows, net official flows, and the change in reserves equals, with the opposite sign, the sum of the capital account and errors and omissions.⁵Georgia and Mongolia, which are not members of the Commonwealth of Independent States, are included in this group for reasons of geography and similarities in economic structure.

