

Études économiques et financières

**DISTRIBUTION PRÉLIMINAIRE**  
**Avril 2013**

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



**Fonds monétaire international**

Ce qui était jusqu'à maintenant une reprise à deux vitesses, rapide dans les pays émergents et les pays en développement, mais plus faible dans les pays avancés, devient une reprise à trois vitesses. Les pays émergents et les pays en développement continuent d'afficher une croissance vigoureuse, mais, dans les pays avancés, il semble y avoir une divergence croissante entre les États-Unis, d'une part, et la zone euro, d'autre part.

Nos prévisions en témoignent. La croissance dans les pays émergents et les pays en développement devrait atteindre 5,3 % en 2013 et 5,7 % en 2014. Aux États-Unis, la croissance serait de 1,9 % en 2013 et de 3,0 % en 2014. Par contre, la croissance dans la zone euro atteindrait -0,3 % en 2013 et 1,1 % en 2014.

La croissance prévue aux États-Unis en 2013 ne semble peut-être pas très élevée : en fait, elle est insuffisante pour faire reculer sensiblement un taux de chômage qui reste élevé. Mais elle sera atteinte malgré un assainissement budgétaire très vigoureux, en fait trop vigoureux, d'environ 1,8 % du PIB. La demande privée est vraiment vigoureuse, portée en partie par l'anticipation de taux directeurs faibles selon les indications de la Réserve fédérale quant à l'orientation future de la politique monétaire, ainsi que par la demande non satisfaite de logements et de biens de consommation durables.

La prévision d'une contraction de l'activité dans la zone euro s'explique par des faiblesses non seulement dans la périphérie, mais aussi dans une certaine mesure au cœur de la zone. La croissance allemande s'accélère, mais elle devrait quand même être inférieure à 1 % en 2013. En France, l'activité devrait se contracter en 2013, à cause de l'assainissement budgétaire, de mauvais résultats à l'exportation et d'un manque de confiance. Cela remet peut-être en question la capacité des pays du cœur de la zone d'aider les pays de la périphérie, si nécessaire. La plupart des pays de la périphérie, notamment l'Espagne et l'Italie, devraient enregistrer une forte contraction de l'activité en 2013. Le

processus de dévaluation interne se déroule lentement, et la plupart de ces pays deviennent peu à peu plus compétitifs. Cependant, la demande extérieure n'est tout simplement pas suffisamment vigoureuse pour compenser la faiblesse de la demande intérieure. Les chaînes de réaction négatives entre les banques fragiles, les pays fragiles et l'activité languissante continuent de se renforcer mutuellement.

Le Japon suit sa propre voie. Après de nombreuses années de déflation, et peu ou pas de croissance, le nouveau gouvernement a annoncé une nouvelle politique, qui repose sur un assouplissement quantitatif agressif, un objectif d'inflation positive, une relance budgétaire et des réformes structurelles. Cette politique stimulera la croissance à court terme, comme en témoigne notre prévision d'une croissance de 1,6 % pour 2013. Étant donné le niveau élevé de la dette publique, toutefois, il est risqué d'engager une relance budgétaire sans disposer d'un programme d'assainissement budgétaire à moyen terme; il est d'autant plus probable que les investisseurs exigeront une prime de risque, avec pour conséquence une remise en question de la viabilité de la dette.

Par opposition à ce tableau hétérogène pour les pays avancés, les pays émergents se portent bien. Dans le passé, les conditions d'aujourd'hui — à savoir des cours élevés des produits de base, des taux d'intérêt faibles et des entrées de capitaux massives — auraient souvent entraîné une forte expansion du crédit et une surchauffe. Cette fois-ci, cependant, les dirigeants ont dans l'ensemble réussi à maintenir la demande globale en phase avec le potentiel. Par ailleurs, la croissance potentielle a elle-même diminué apparemment dans un certain nombre de grands pays émergents, par rapport à sa tendance d'avant la crise. Bien que les circonstances varient d'un pays à l'autre, il semble qu'une partie de cette baisse trouve son origine dans des distorsions liées à la politique économique menée, et il convient de s'attaquer à ces distorsions.

*Action à entreprendre :*

Aux États-Unis, il s'agit de définir la bonne trajectoire de l'assainissement des finances publiques. La procédure de réduction automatique des dépenses a réduit les craintes concernant la viabilité de la dette, mais ce n'est pas la bonne manière de s'y prendre. L'assainissement budgétaire devrait être de moindre ampleur et de meilleure qualité aujourd'hui, et les autorités devraient s'engager à entreprendre un assainissement de plus grande envergure à l'avenir.

Dans la zone euro, des progrès institutionnels ont été accomplis au cours de l'année écoulée, en particulier pour ce qui est de l'établissement d'une feuille de route pour une union bancaire. Même s'il n'en a pas encore été fait usage, le programme des opérations monétaires sur titres de la Banque centrale européenne a réduit les risques extrêmes. Cependant, cela ne suffit pas. Les taux d'intérêt appliqués aux emprunteurs dans les pays de la périphérie restent trop élevés pour assurer la reprise, et il faut prendre d'urgence des mesures supplémentaires pour renforcer les banques, sans affaiblir les pays. La faiblesse de la demande privée semble indiquer aussi que les pays qui en ont les moyens devraient laisser jouer les stabilisateurs automatiques, et que les pays disposant de l'espace budgétaire nécessaire devraient même aller plus loin.

Les pays émergents font face à des problèmes différents, parmi lesquels la gestion des flux de capitaux. Compte tenu des perspectives foncièrement favorables dans les pays émergents, ainsi que des faibles taux d'intérêt dans les pays avancés, il est probable que de nombreux pays émergents continueront d'enregistrer des entrées de capitaux nettes et de subir des pressions sur leur monnaie. C'est un processus souhaitable qui fait partie du rééquilibrage mondial nécessaire pour que l'économie mondiale se rétablisse. Par ailleurs, comme nous l'avons vu, les flux de capitaux peuvent être volatils, ce qui complique la gestion macroéconomique. Pour les pays bénéficiaires, il s'agit de faire face à la tendance sous-jacente tout en réduisant la volatilité des flux lorsqu'ils menacent la stabilité macroéconomique ou financière.

En résumé, les bonnes nouvelles récentes concernant les États-Unis ont coïncidé avec de nouvelles craintes à propos de la zone euro. Étant donné les interconnexions étroites entre les pays, une reprise inégale est aussi une reprise dangereuse. Certains risques extrêmes ont diminué, mais les dirigeants ne peuvent pas relâcher leur effort.

Olivier Blanchard  
*Conseiller économique*

Les perspectives de l'économie mondiale se sont améliorées de nouveau, mais la route menant à la reprise dans les pays avancés restera cahoteuse. La croissance de la production mondiale devrait atteindre 3¼ % en 2013 et 4 % en 2014. Dans les pays avancés, l'activité devrait s'accélérer progressivement, à compter du deuxième semestre de 2013. La demande privée semble de plus en plus vigoureuse aux États-Unis, mais elle reste très anémique dans la zone euro. Dans les pays émergents et les pays en développement, l'activité est déjà passée à la vitesse supérieure.

### Des perspectives meilleures, mais irrégulières et divergentes, pour les pays avancés

Au cours des six derniers mois, les dirigeants des pays avancés ont réussi à écarter deux des plus grandes menaces à court terme pour la reprise de l'économie mondiale, à savoir un éclatement de la zone euro et une forte contraction budgétaire aux États-Unis à cause du « précipice budgétaire ». Les marchés financiers se sont ressaisis dans l'ensemble. Par ailleurs, la stabilité financière s'est améliorée, comme indiqué dans l'édition d'avril 2013 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*, GFSR).

La remontée des marchés financiers a contribué à la reprise économique en améliorant les conditions de financement et en renforçant la confiance, mais les perspectives de croissance semblent plus ou moins inchangées. La demande privée américaine semble vigoureuse tandis que les marchés du crédit et du logement se rétablissent, mais un ajustement budgétaire plus marqué que prévu devrait maintenir la croissance du PIB réel aux environs de 2 % en 2013. Dans la zone euro, l'amélioration des conditions de financement des pays de la périphérie ne s'est pas encore répercutée sur les entreprises et les ménages, parce que les banques continuent de souffrir d'une rentabilité faible et de fonds propres peu élevés, ce qui limite l'offre de crédit. En outre, dans beaucoup de pays, l'activité sera freinée par l'ajustement budgétaire qui se poursuit, des pro-

blèmes de compétitivité et la fragilité des bilans. Par ailleurs, de nouveaux risques politiques et financiers qui pourraient peser sur la reprise sont apparus. En conséquence, le PIB réel devrait se contracter de ¼ % par rapport à 2012. Par contre, l'économie japonaise rebondira grâce à une relance budgétaire et monétaire : la croissance du PIB réel devrait atteindre 1½ %.

Globalement, les prévisions de croissance annuelle pour les pays avancés en 2013 — seulement 1¼ % — ne sont pas supérieures aux chiffres de 2012. Cela dit, en supposant que les dirigeants évitent de nouveaux revers et tiennent leurs engagements, les projections de la présente édition des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) reposent sur un relâchement durable des freins de l'activité réelle. En conséquence, en 2013, après un premier semestre médiocre, la croissance du PIB réel dans les pays avancés devrait dépasser 2 % pour le reste de l'année et atteindre en moyenne 2¼ % en 2014, portée par une croissance américaine voisine de 3 %.

### Une nouvelle accélération de l'activité dans les pays émergents et les pays en développement

Les pays émergents et les pays en développement ont enregistré un ralentissement sensible de l'activité en 2012, du fait de la forte décélération de la demande des principaux pays avancés, d'un durcissement des politiques économiques nationales et de la fin de l'expansion de l'investissement dans quelques-uns des principaux pays émergents. Toutefois, comme la demande de biens de consommation est résiliente, que la politique macroéconomique est en attente et que les exportations se redressent, la plupart des pays d'Asie et d'Afrique subsaharienne et beaucoup de pays d'Amérique latine et de la Communauté des États indépendants enregistrent aujourd'hui une croissance plus élevée. La reprise devrait de nouveau s'accélérer dans les pays émergents d'Europe tandis que la demande des pays avancés d'Europe se redresse lentement. Cependant, les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord restent confrontés à des transitions internes difficiles. En outre, quelques pays d'Amérique du Sud font face à

une inflation élevée et à des pressions croissantes sur les marchés de change.

Les pays en développement sont sources de bonnes nouvelles. Alors même que les estimations de la croissance potentielle ont été révisées à la baisse ces dernières années pour quelques-uns des plus grands pays émergents, la croissance potentielle progresse régulièrement ailleurs. En fait, le chapitre 4 souligne que les perspectives de bon nombre des pays à faible revenu dynamiques semblent meilleures aujourd'hui que celles de leurs équivalents dans les années 60 et 70.

### Des risques plus symétriques

En dépit des vieux dangers et des nouvelles turbulences, les perspectives à court terme se sont améliorées : les dirigeants européens et américains se sont attaqués récemment à quelques-uns des risques les plus importants à court terme. Dans la zone euro, les principaux dangers à court terme sont maintenant liés à la lassitude face à l'ajustement, à la fragilité des bilans, aux circuits du crédit qui sont brisés dans la périphérie et à l'insuffisance des progrès vers une union économique et monétaire plus solide au niveau de la zone. Aux États-Unis et au Japon, les risques se rapportent principalement à la politique budgétaire à moyen terme. À court terme, si le Congrès américain ne remplace pas, à la fin de l'exercice en cours, les réductions automatiques des dépenses par des mesures concentrées en fin de période, la croissance serait un peu plus faible que prévu à la fin de 2013 et au-delà. Un non-relèvement du plafond de la dette serait bien plus préoccupant : toutefois, le risque d'une telle inaction autodestructive semble faible. À moyen terme, les risques sont liés à l'absence d'un solide plan d'assainissement budgétaire aux États-Unis et au Japon; à la dette élevée du secteur privé, à la marge de manœuvre limitée des pouvoirs publics et à l'insuffisance des progrès institutionnels dans la zone euro, qui pourraient conduire à une période prolongée de croissance faible; aux distorsions causées par une politique monétaire accommodante et non conventionnelle dans beaucoup de pays avancés, ainsi qu'à l'investissement excessif et aux prix élevés des actifs dans beaucoup de pays émergents et de pays en développement. Si les dirigeants ne s'attaquent pas à ces problèmes, des replis périodiques de l'activité mondiale sont probables. De la même façon, une réaction plus vigoureuse que prévu des dirigeants pourrait aussi conduire à une reprise plus forte de l'activité.

### Les dirigeants ne peuvent pas se permettre de relâcher leur effort

Dans les pays avancés, les dirigeants devraient utiliser toutes les mesures prudentes pour soutenir une demande languissante. Cependant, le risque lié à la dette élevée de certains pays limite la marge de manœuvre budgétaire. Il n'y a pas de solution facile pour résoudre tous les problèmes relatifs à la demande et à la dette. L'ajustement budgétaire doit se poursuivre progressivement, en s'appuyant sur des mesures qui limitent les dégâts occasionnés à la demande à court terme; la politique monétaire doit continuer de soutenir l'activité; la politique financière doit contribuer à améliorer la transmission de la politique monétaire, et les politiques structurelles et autres doivent stimuler la croissance potentielle et favoriser le rééquilibrage de la demande mondiale. En ce qui concerne la politique monétaire, l'une des principales conclusions du chapitre 3 est que les anticipations inflationnistes sont bien mieux ancrées aujourd'hui, ce qui donne aux banques centrales une plus grande liberté pour soutenir l'activité, bien qu'elles doivent être conscientes des risques que représente leur action pour la stabilité financière, comme expliqué en détail dans le GFSR d'avril 2013.

Sur le front budgétaire, les impératifs sont un assainissement persistant, mais progressif, et, pour les États-Unis et le Japon, la formulation et l'application d'un vaste programme de réduction du déficit à moyen terme. Ces impératifs sont urgents pour le Japon, étant donné les risques considérables qui sont liés à la prolongation des mesures de relance sur fond d'endettement public très élevé. Aux États-Unis, il est préoccupant de noter que, après trois ans de débats, les dirigeants ne se sont pas accordés sur un plan crédible de réforme des droits à prestations et de la fiscalité, et qu'une amélioration des perspectives à court terme semble s'être accompagnée d'une diminution de l'empressement à aller de l'avant. Les impératifs et les détails par pays sont examinés dans l'édition d'avril 2013 du *Moniteur des finances publiques (Fiscal Monitor)*.

Le GFSR d'avril 2013 souligne qu'il est nécessaire de continuer de réparer et de réformer le système financier, notamment en restructurant les banques fragiles et, dans certains cas, en offrant aux ménages et aux entreprises débitrices fragiles des moyens autres que la faillite traditionnelle pour faire face à leur surendettement. Dans des éditions antérieures des PEM, il

était noté aussi que des réformes structurelles peuvent contribuer largement à rehausser la compétitivité et les perspectives de croissance à moyen terme dans de nombreux pays de la zone euro.

Dans les pays émergents et les pays en développement, un durcissement de la politique économique semble approprié à moyen terme. Il devrait commencer par la politique monétaire et être complété par des mesures prudentielles, si nécessaire, pour freiner les excès qui apparaissent dans les secteurs financiers. Finalement, les dirigeants devraient aussi ramener les soldes budgétaires à des niveaux qui offrent une large marge de manœuvre. Certains devront prendre des mesures importantes aujourd'hui; d'autres n'auront besoin que de progrès limités à moyen terme.

### Effets d'entraînement

La reprise cahoteuse et le dosage faussé des mesures macroéconomiques dans les pays avancés compliquent l'élaboration de la politique économique dans les pays émergents. Des craintes sont réapparues récemment, lorsqu'un assouplissement de la politique monétaire au Japon et d'autres facteurs ont provoqué une forte dépréciation du yen. Cela dit, les plaintes concernant les dépréciations monétaires compétitives semblent exagérées. Au stade actuel, les principales monnaies ne semblent guère s'écarter du niveau correspondant

aux paramètres économiques fondamentaux à moyen terme. Le dollar américain et l'euro semblent légèrement surévalués, et le renminbi légèrement sous-évalué. Les données sont variables en ce qui concerne l'évaluation du yen.

Face à ces craintes concernant l'évaluation des monnaies, tous les pays doivent mener une politique économique qui favorise l'équilibre intérieur et extérieur. Dans les principaux pays avancés, il s'agit de faire avancer les programmes d'ajustement budgétaire à moyen et à long terme, la réforme des droits à prestations et la réparation des bilans. À court terme, la politique budgétaire pourrait être moins restrictive, ce qui, conjugué à une amélioration des bilans, allégerait la pression exercée sur la politique monétaire. Les pays émergents et les pays en développement font face à des problèmes différents. Les principaux pays qui affichent un excédent extérieur devraient laisser le marché déterminer davantage leur taux de change et devraient appliquer des mesures structurelles visant à rééquilibrer leur économie de manière à ce que leur croissance soit davantage tirée par la consommation. Les autres pays doivent prendre des mesures structurelles qui facilitent une bonne absorption des entrées de capitaux. Lorsque ces flux de capitaux menacent de déstabiliser leur économie, ils peuvent adopter des mesures macroprudentielles ou des mesures de gestion des flux de capitaux afin d'éviter l'accumulation de déséquilibres internes importants.

*Les perspectives de l'économie mondiale se sont améliorées de nouveau, mais la route menant à la reprise dans les pays avancés restera cahoteuse. La croissance de la production mondiale devrait atteindre 3¼ % en 2013 et 4 % en 2014 (tableau 1.1). Dans les principaux pays avancés, l'activité devrait s'accélérer progressivement, surtout aux États-Unis, après avoir été languissante au début de 2013. Dans les pays émergents et les pays en développement, l'activité est déjà passée à la vitesse supérieure. Dans les pays avancés, les dirigeants ont réussi à écarter deux des plus grandes menaces pesant sur la reprise de l'économie mondiale, à savoir un éclatement de la zone euro et une forte contraction budgétaire aux États-Unis à cause du «précipice budgétaire». Cependant, les vieux dangers subsistent et de nouveaux risques sont apparus. À court terme, les risques ont trait principalement à l'évolution dans la zone euro, notamment l'incertitude entourant les retombées des événements à Chypre et de la situation politique en Italie, ainsi que la vulnérabilité des pays de la périphérie. À moyen terme, les principaux risques sont liés à la lassitude face à l'ajustement, à l'insuffisance des réformes institutionnelles et à la stagnation prolongée dans la zone euro, ainsi qu'au niveau élevé du déficit budgétaire et de la dette aux États-Unis et au Japon. Dans ces conditions, les dirigeants ne peuvent se permettre de relâcher leur effort. Dans les pays avancés, il s'agit sur le plan macroéconomique de continuer d'opérer un ajustement budgétaire progressif mais soutenu, qui s'appuie sur des mesures visant à limiter les effets négatifs sur l'activité, et de mener une politique monétaire accommodante, qui soutient la demande interne. Les États-Unis et le Japon doivent encore établir et exécuter des plans vigoureux de rééquilibrage budgétaire à moyen terme. La zone euro doit renforcer l'union économique et monétaire (UEM). Dans les pays émergents et les pays en développement, un durcissement de la politique économique semble approprié à moyen terme. Il devrait commencer par la politique monétaire et être appuyé par des mesures prudentielles, si nécessaire, pour freiner les excès dans les secteurs financiers. En fin de compte, les dirigeants devraient aussi ramener les soldes budgétaires à leurs niveaux viables d'avant 2008, pour se redonner une vaste marge de manœuvre. Certains devront prendre des mesures vigoureuses aujourd'hui, tandis que d'autres n'auront besoin que de progrès limités à moyen terme.*

## L'activité commence à se redresser après le ralentissement en 2012

L'activité s'est stabilisée dans les pays avancés et s'est redressée dans les pays émergents et les pays en développement, grâce à l'action des pouvoirs publics et à un regain de confiance. Ce redressement suit le ralentissement observé au premier semestre de 2012, qui avait touché la production industrielle et le commerce mondial (graphique 1.1, page 1). L'investissement dans les pays principaux a chuté aussi, tandis que la consommation a évolué plus ou moins comme prévu, c'est-à-dire languissante dans de nombreux pays avancés, freinée par les faibles taux d'emploi (graphique 1.2, pages 3 et 4), et soutenue dans de nombreux pays émergents et pays en développement, où le marché du travail continue de bien se porter (graphique 1.1, page 2).

Les mesures vigoureuses prises par les dirigeants européens ont contribué à améliorer la confiance et la situation financière. Les dirigeants américains ont évité le précipice budgétaire, mais n'ont pas réussi à trouver des solutions durables aux autres risques budgétaires à court terme. Le Japon a adopté une politique macroéconomique plus expansionniste face à un ralentissement plus marqué que prévu. Entre-temps, un relâchement de la politique économique dans les principaux pays émergents a soutenu la demande interne. Par ailleurs, la dynamique de la production et de la consommation dans de nombreux pays les prépare peut-être à un rebond tiré par les stocks (graphique 1.2, page 5).

## La situation s'est améliorée sur les fronts financier et monétaire

Les marchés financiers sont à l'origine du regain d'activité. Depuis le milieu de 2012, on a constaté un redressement général des cours sur les marchés. Les taux directeurs ont évolué plus ou moins comme prévu : dans un certain nombre de pays avancés et des pays émergents, la banque centrale a abaissé légèrement son taux directeur face au récent ralentissement. Bien que les marchés aient peut-être anticipé l'évolution de l'économie réelle,

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

	Sur un an						4 <sup>e</sup> trimestre à 4 <sup>e</sup> trimestre		
	2011	2012	Projections		Différence par rapport à la <i>Mise à jour des PEM</i> de janvier 2013		Estimations 2012	Projections	
			2013	2014	2013	2014		2013	2014
<b>Production mondiale<sup>1</sup></b>	<b>4,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
États-Unis	1,8	2,2	1,9	3,0	-0,2	-0,1	1,7	2,2	3,4
Zone euro	1,4	-0,6	-0,3	1,1	-0,2	0,0	-0,9	0,6	1,1
Allemagne	3,1	0,9	0,6	1,5	0,1	0,0	0,4	1,5	1,1
France	1,7	0,0	-0,1	0,9	-0,4	0,0	-0,3	0,4	1,0
Italie	0,4	-2,4	-1,5	0,5	-0,4	0,0	-2,8	-0,4	0,6
Espagne	0,4	-1,4	-1,6	0,7	-0,1	-0,1	-1,9	-0,7	1,1
Japon	-0,6	2,0	1,6	1,4	0,4	0,7	0,4	3,8	-0,1
Royaume-Uni	0,9	0,2	0,7	1,5	-0,3	-0,3	0,3	1,1	1,5
Canada	2,6	1,8	1,5	2,4	-0,3	0,1	1,1	2,0	2,5
Autres pays avancés <sup>2</sup>	3,3	1,8	2,5	3,4	-0,3	0,1	2,0	3,0	3,4
<b>Pays émergents et en développement<sup>3</sup></b>	<b>6,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>
Europe centrale et orientale	5,2	1,6	2,2	2,8	-0,3	-0,4	1,4	3,1	2,4
Communauté des États indépendants	4,8	3,4	3,4	4,0	-0,4	-0,1	1,5	4,1	3,4
Russie	4,3	3,4	3,4	3,8	-0,3	0,0	1,9	4,8	2,9
Russie non comprise	6,1	3,3	3,5	4,6	-0,8	-0,1	...	...	...
Asie, pays en développement d'	8,1	6,6	7,1	7,3	0,0	-0,1	7,2	7,0	7,4
Chine	9,3	7,8	8,0	8,2	-0,1	-0,3	7,9	7,8	8,3
Inde	7,7	4,0	5,7	6,2	-0,2	-0,1	4,1	5,8	6,2
ASEAN-5 <sup>4</sup>	4,5	6,1	5,9	5,5	0,3	-0,2	9,0	5,3	5,5
Amérique latine et Caraïbes	4,6	3,0	3,4	3,9	-0,3	0,0	2,7	3,6	3,8
Brésil	2,7	0,9	3,0	4,0	-0,5	0,1	1,4	3,8	4,1
Mexique	3,9	3,9	3,4	3,4	-0,1	-0,1	3,3	4,0	3,0
Moyen-Orient et Afrique du Nord	3,9	4,7	3,1	3,7	-0,3	-0,1	...	...	...
Afrique subsaharienne <sup>5</sup>	5,3	4,8	5,6	6,1	-0,2	0,4	...	...	...
Afrique du Sud	3,5	2,5	2,8	3,3	0,0	-0,8	2,3	3,4	3,2
<i>Pour mémoire</i>									
Union européenne	1,6	-0,2	0,0	1,3	-0,2	-0,1	-0,6	0,9	1,2
Moyen-Orient et Afrique du Nord	4,0	4,8	3,1	3,7	-0,3	-0,2	...	...	...
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	2,9	2,5	2,6	3,4	-0,2	0,0	1,9	3,0	3,3
<b>Volume du commerce mondial (biens et services)</b>	<b>6,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>5,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	...	...	...
Importations									
Pays avancés	4,7	1,0	2,2	4,1	0,0	0,0	...	...	...
Pays émergents et en développement	8,6	4,9	6,2	7,3	-0,3	-0,4	...	...	...
Exportations									
Pays avancés	5,6	1,9	2,8	4,6	0,0	0,1	...	...	...
Pays émergents et en développement	6,4	3,7	4,8	6,5	-0,8	-0,4	...	...	...
<b>Cours des matières premières (en dollars)</b>									
Pétrole <sup>6</sup>	31,6	1,0	-2,3	-4,9	2,8	-2,0	-1,2	-1,3	-4,7
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de matières premières)	17,8	-9,8	-0,9	-4,3	2,2	-1,3	1,2	-3,3	-2,7
<b>Prix à la consommation</b>									
Pays avancés	2,7	2,0	1,7	2,0	0,1	0,2	1,8	1,7	2,1
Pays émergents et en développement <sup>3</sup>	7,2	5,9	5,9	5,6	-0,1	0,1	4,9	5,3	5,2
<b>Taux du LIBOR à six mois (pourcentage)<sup>7</sup></b>									
Dépôts en dollars	0,5	0,7	0,5	0,6	-0,1	0,0	...	...	...
Dépôts en euros	1,4	0,6	0,2	0,4	0,1	0,2	...	...	...
Dépôts en yen	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	...	...	...

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent aux niveaux observés entre le 11 février et le 11 mars 2013. Lorsque les pays ne sont pas classés par ordre alphabétique, ils le sont sur la base de la taille de leur économie. Les données trimestrielles agrégées sont corrigées des variations saisonnières.

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

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

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

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

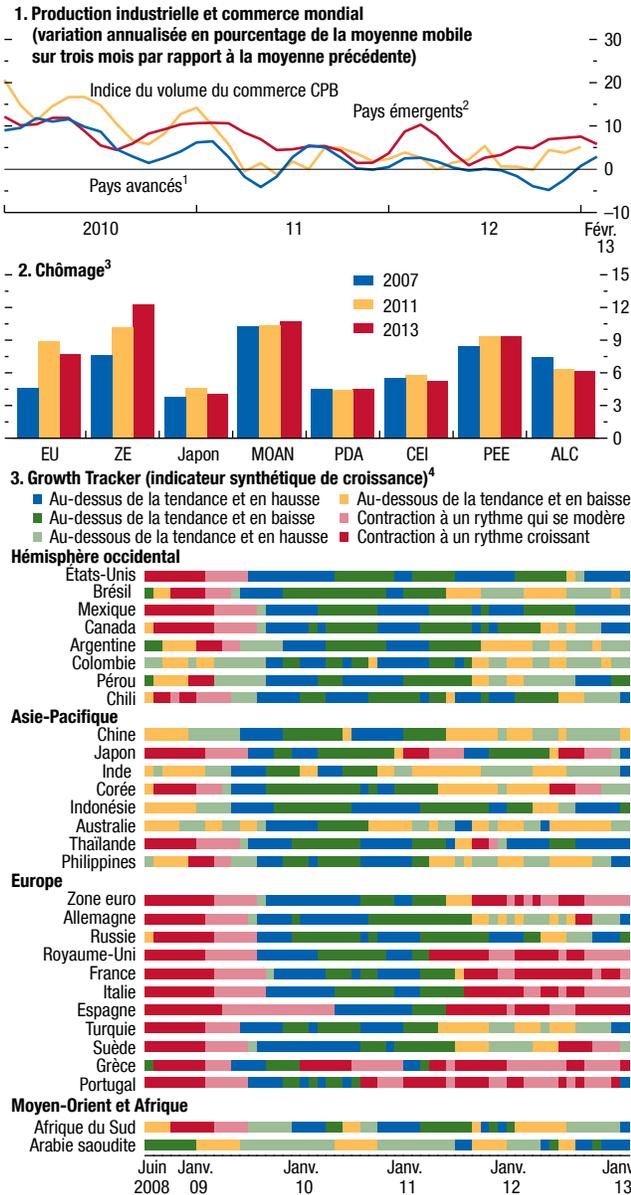
<sup>5</sup>Les agrégats régionaux et mondiaux incluent le Soudan du Sud.

<sup>6</sup>Moyenne simple des cours U.K. Brent, Dubai Fateh et West Texas Intermediate. Le cours moyen du pétrole en 2012 était de 105,01 dollars le baril; hypothèses, sur la base des marchés à terme, pour 2013 : 102,60 dollars le baril, et pour 2014 : 97,58 dollars le baril.

<sup>7</sup>Taux à six mois pour les États-Unis et le Japon. Taux à trois mois pour la zone euro.

**Graphique 1.1. Indicateurs mondiaux**

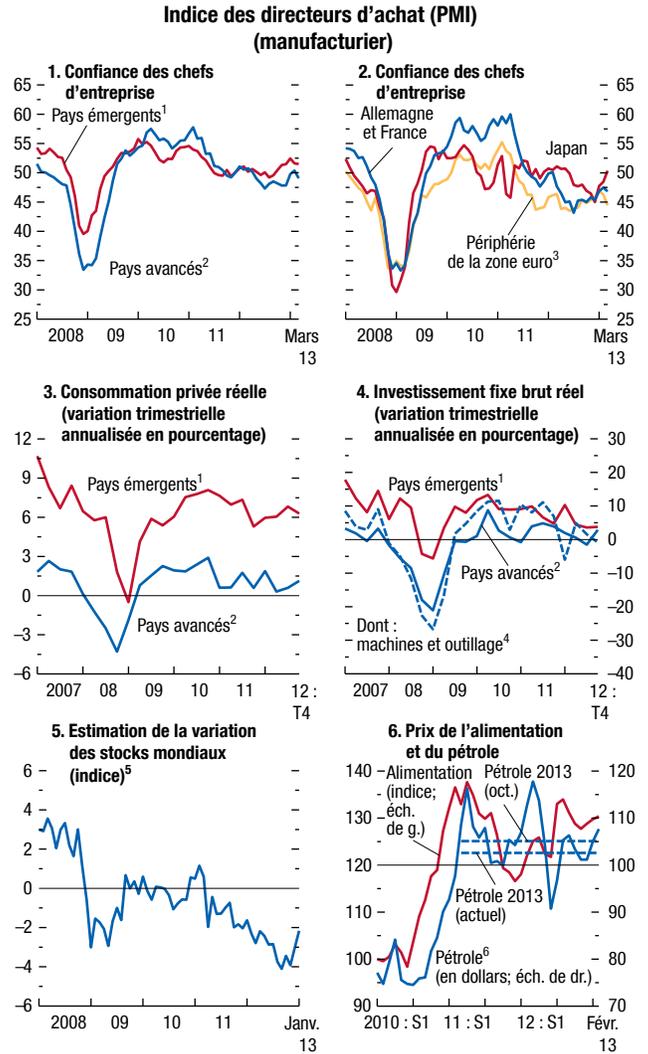
Le cycle manufacturier et commercial mondial a commencé à accélérer de nouveau, en particulier dans les pays émergents. Selon les indicateurs conjoncturels, de nombreux pays avancés d'Europe sont à la traîne du redressement mondial. Le chômage continuera d'augmenter en Europe, ainsi qu'au Moyen-Orient et en Afrique du Nord.



Sources : Haver Analytics; Bureau néerlandais de l'analyse de la politique économique pour l'indice du volume du commerce CPB; estimations des services du FMI.  
 Note : ALC = Amérique latine et Caraïbes; CEI = Communauté des États indépendants; EU = États-Unis; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord; PDA = pays en développement d'Asie; PEE = pays émergents d'Europe; ZE = zone euro.  
<sup>1</sup>Australie, Canada, Corée, Danemark, États-Unis, Hong Kong (RAS de), Israël, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, République tchèque, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse, Taiwan (province chinoise de) et zone euro.  
<sup>2</sup>Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Hongrie, Inde, Indonésie, Lettonie, Lituanie, Malaisie, Mexique, Pakistan, Pérou, Philippines, Pologne, Roumanie, Russie, Thaïlande, Turquie, Ukraine et Venezuela.  
<sup>3</sup>L'Afrique subsaharienne n'est pas incluse en raison de l'insuffisance des données.  
<sup>4</sup>Le Growth Tracker est décrit dans Matheson (2011). Au sein des régions, les pays sont classés selon la taille de leur économie. Les couleurs indiquent si la croissance mensuelle estimée est positive ou négative, plus élevée ou plus faible que la croissance tendancielle estimée, et si la croissance estimée est en hausse ou en baisse par rapport au trimestre précédent. La croissance tendancielle est estimée à l'aide du filtre Hodrick-Prescott et peut différer des estimations de la croissance potentielle des services du FMI, lorsqu'elles sont disponibles.

**Graphique 1.2. Indicateurs courants et avancés de la croissance**

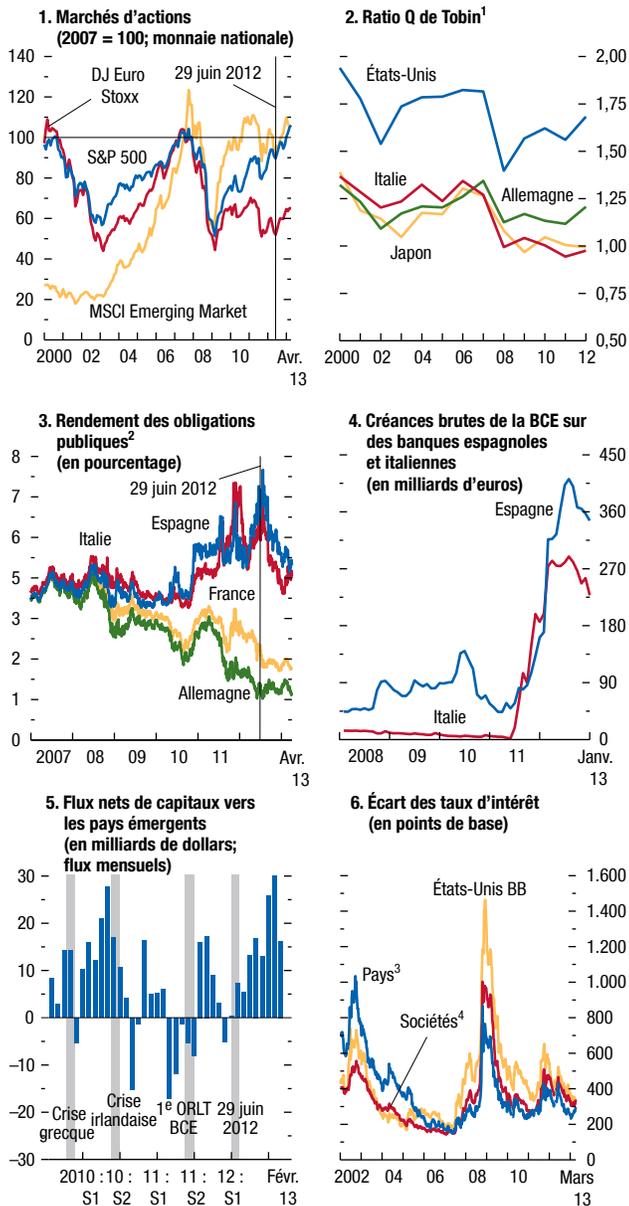
Selon les indicateurs de l'activité manufacturière, une nouvelle accélération est bien en cours dans les pays émergents, mais l'activité dans les pays avancés ne commence qu'à se stabiliser, freinée par une sérieuse faiblesse dans les pays de la périphérie de la zone euro et au Japon. La croissance de la consommation a fléchi légèrement pendant le dernier ralentissement. Cependant, sur fond de la contraction de la production manufacturière et du commerce, l'investissement a cessé de progresser. Cela s'est peut-être accompagné d'une réduction des stocks, ce qui ouvre la voie à un rebond tiré par ces derniers.



Sources : Markit/Haver Analytics; calculs des services du FMI.  
 Note : Tous les pays ne sont pas inclus dans les totaux régionaux. Pour certains pays, les données mensuelles sont interpolées à partir des séries trimestrielles.  
<sup>1</sup>Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Hongrie, Inde, Indonésie, Lettonie, Lituanie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Roumanie, Russie, Thaïlande, Turquie, Ukraine et Venezuela.  
<sup>2</sup>Australie, Canada, Corée, Danemark, États-Unis, Hong Kong (RAS de), Israël, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, République tchèque, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse, Taiwan (province chinoise de) et zone euro.  
<sup>3</sup>Espagne, Grèce, Irlande et Italie.  
<sup>4</sup>Moyennes pondérées par la parité de pouvoir d'achat de produits métalliques et des machines pour la zone euro, des usines et du matériel pour le Japon, des usines et des machines pour le Royaume-Uni, et du matériel et des logiciels pour les États-Unis.  
<sup>5</sup>Sur la base des écarts par rapport à une relation estimée (cointégration) entre la production industrielle et les ventes de détail.  
<sup>6</sup>Dollars le baril : moyenne simple des cours au comptant du UK Brent, du Dubai Fateh et du West Texas Intermediate. Les lignes en tirets indiquent les prévisions du prix du pétrole dans les PEM d'octobre 2012 et dans l'édition actuelle.

### Graphique 1.3. Marchés financiers

Des politiques économiques plus vigoureuses dans les principaux pays avancés ont provoqué une large reprise sur les marchés financiers. Depuis l'été 2012, les cours des actions ont progressé de quelque 15 %. Les primes de risque pour les pays de la périphérie de la zone euro ont baissé plus que prévu, et les engagements Target 2 de l'Italie et de l'Espagne ont diminué. Les flux de capitaux vers les pays émergents ont repris, ce qui a fait baisser leur prime de risque.



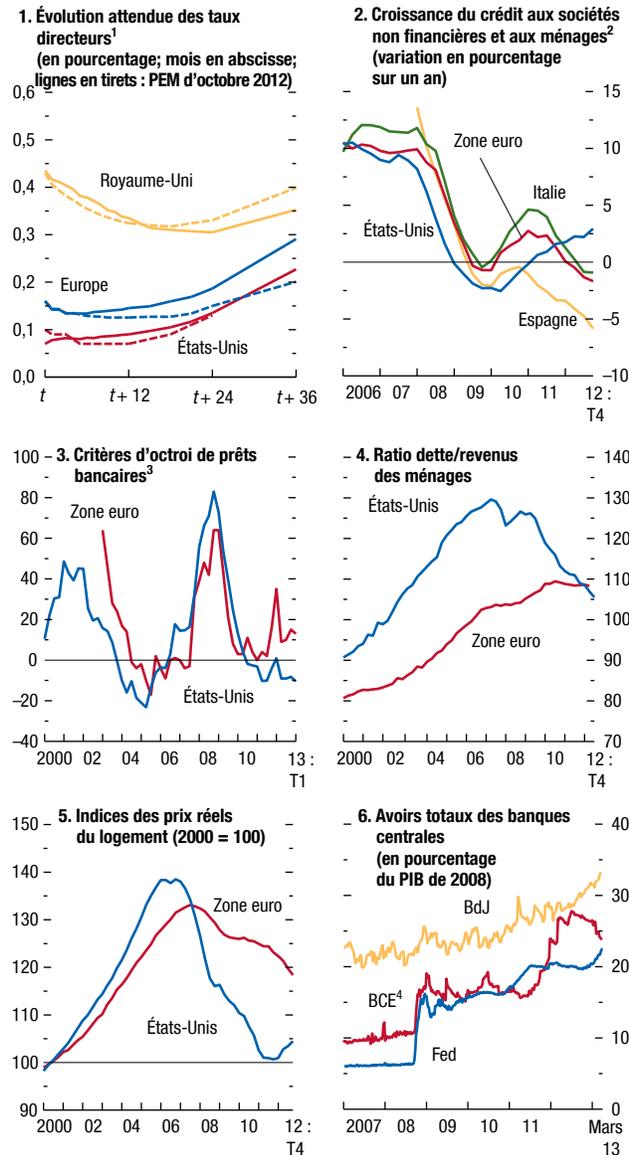
Sources : Bloomberg, L.P.; Capital Data; EPFR Global/Haver Analytics; banques centrales nationales; Worldscope; calculs des services du FMI.  
 Note : BCE : Banque centrale européenne; ORLT : opération de refinancement à long terme.  
<sup>1</sup>Tobin (1969).  
<sup>2</sup>Obligations publiques à 10 ans.  
<sup>3</sup>Écart JPMorgan EMBI Global Index.  
<sup>4</sup>Écart JPMorgan CEMBI Broad Index.

il est noté dans l'édition d'avril 2013 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*, GFSR) que les risques pesant sur la stabilité financière à moyen terme se sont atténués.

- Les cours des actions dans les pays avancés et les pays émergents ont progressé d'environ 15 %, et leur volatilité est tombée au niveau d'avant 2008 (graphique 1.3, page 1). Mais les indicateurs indirects du ratio Q de Tobin (Tobin, 1969) restent notablement au-dessous de leur niveau d'avant la crise (graphique 1.3, page 2), ce qui correspond aux vues en demi-teinte des investisseurs en actions quant à l'avenir. Les émissions d'obligations à haut rendement sont largement supérieures à leur niveau d'avant la crise aux États-Unis, les rendements étant au plus bas et les critères d'octroi de prêts bancaires, restrictifs. Cependant, cela ne se traduit pas par une forte hausse de l'investissement.
- Dans la zone euro, les écarts de taux pour les pays de la périphérie ont diminué (graphique 1.3, page 3). Pour la première fois depuis un an, certains pays de la périphérie ont réussi à placer de gros volumes d'obligations souveraines syndiquées à long terme. Cependant, cette amélioration est fragile, comme en témoigne la hausse de la volatilité des écarts de taux pour les pays de la périphérie en réaction à l'incertitude politique en Italie et aux événements à Chypre.
- Les primes de risque pour les pays émergents et leurs entreprises ont diminué du fait de la reprise des entrées de capitaux (graphique 1.3, pages 5 et 6). Les émissions d'obligations et de prêts syndiqués ont été dynamiques. Par ailleurs, les taux d'intérêt très faibles en dollar américain et en euro ont poussé les entreprises à émettre davantage de titres en monnaies étrangères. Cependant, le crédit bancaire reste languissant dans de nombreux pays avancés, en dépit du rebond sur les marchés financiers. Les forces de la demande et de l'offre jouent un rôle.
- Aux États-Unis, la croissance du crédit s'accélère progressivement, et les critères d'octroi de prêts bancaires s'assouplissent lentement, après avoir été très restrictifs (graphique 1.4, pages 2 et 3). Conjugué à une baisse des primes de risque sur le marché, cela a détendu notablement la situation financière (graphique 1.5, page 1). Le redressement des prix du logement, l'augmentation du patrimoine net des ménages, ainsi que l'amélioration des bilans et de la rentabilité des banques ont favorisé ce processus (graphique 1.4, pages 4 et 5). Cependant, de nombreux ménages à revenu moyen restent confrontés à un endettement élevé.

**Graphique 1.4. Situation monétaire et crédit bancaire**

Les taux de politique monétaire devraient rester très bas au cours des trois prochaines années. Dans la zone euro, le crédit se contracte, du fait principalement de la situation dans la périphérie, et les critères d'octroi de crédit continuent de se durcir. Par contre, aux États-Unis, la croissance du crédit s'accélère de nouveau, et les critères d'octroi de crédit ont commencé à s'assouplir; ce mouvement est facilité par le redressement des prix du logement et l'amélioration des bilans des ménages.

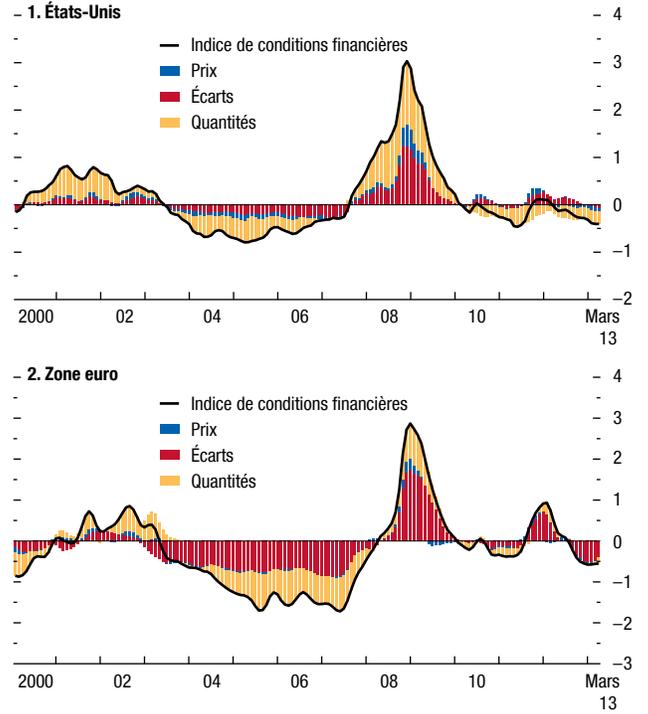


Sources : Bank of America/Merrill Lynch; Banque d'Italie; Banque d'Espagne; Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; Organisation de coopération et de développement économiques; calculs des services du FMI.  
 Note : BdJ = Banque du Japon; BCE = Banque centrale européenne; Fed = Réserve fédérale.  
<sup>1</sup> Les anticipations reposent sur le taux des fonds fédéraux pour les États-Unis, le taux interbancaire moyen au jour le jour de la livre sterling pour le Royaume-Uni et le taux interbancaire à terme de l'euro pour l'Europe; mise à jour le 2 avril 2013.  
<sup>2</sup> Des données sur les flux de fonds sont utilisées pour la zone euro, l'Espagne et les États-Unis. Les prêts des banques italiennes aux résidents italiens sont corrigés de manière à tenir compte des titrisations.  
<sup>3</sup> Pourcentage des participants selon lesquels les critères d'octroi de prêts bancaires ont été durcis «considérablement» ou «un peu» moins pourcentage des participants selon lesquels ils ont été assouplis «considérablement» ou «un peu» ces trois derniers mois. Enquête sur les variations des critères d'octroi de prêts ou lignes de crédit aux entreprises pour la zone euro; moyenne des enquêtes sur les variations des critères d'octroi de prêts commerciaux/industriels et immobiliers commerciaux pour les États-Unis.  
<sup>4</sup> Les calculs de la BCE reposent sur l'état financier hebdomadaire de l'Eurosystème.

**Graphique 1.5. Indice de conditions financières**

(Positif = durcissement; écarts types par rapport à la moyenne)

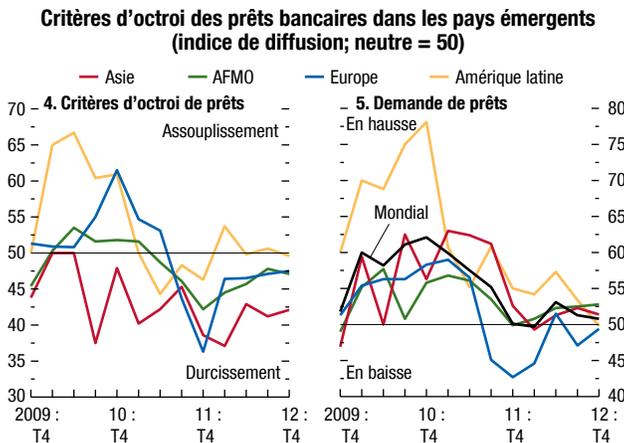
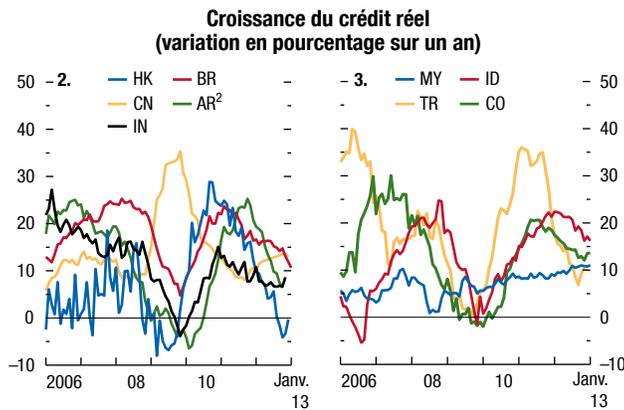
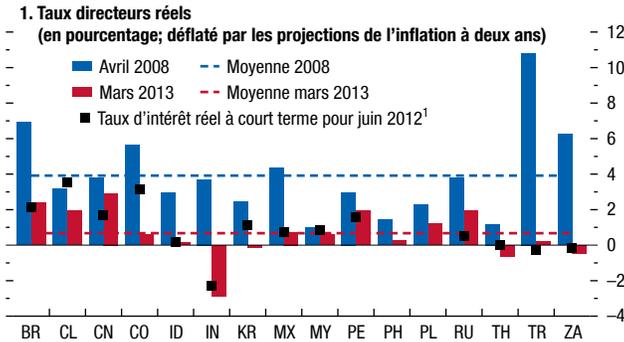
Les conditions financières se sont durcies vivement vers la fin de 2011 tandis que les perspectives économiques se détérioraient et que les tensions montaient dans la zone euro. Plus récemment, la confiance des marchés a été rehaussée par l'amélioration des perspectives de croissance et le renforcement de l'action des pouvoirs publics. En conséquence, les primes de risque ont diminué. Les conditions financières devraient continuer de s'assouplir à mesure que la croissance mondiale se raffermir.



Source : calculs des services du FMI.

**Graphique 1.6. Politique monétaire et crédit dans les pays émergents**

Dans les pays émergents, les taux directeurs réels ont diminué ces six derniers mois. En outre, la croissance du crédit réel a ralenti, ce qui correspond à la baisse de la demande de prêt. Cependant, dans de nombreux pays, elle reste à un niveau qui est généralement considéré élevé. La demande de prêt a fléchi, sauf dans les pays émergents d'Europe, qui se remettent d'une crise du crédit. Les critères d'octroi de crédit se durcissent depuis 2011, mais c'est moins le cas récemment.



Sources : Haver Analytics; IIF Emerging Markets Bank Lending Survey; FMI, *International Financial Statistics*; estimations des services du FMI.  
Note : AR = Argentine; BR = Brésil; CL = Chili; CN = Chine; CO = Colombie; HK = RAS de Hong Kong; ID = Indonésie; IN = Inde; KR = Corée; MX = Mexique; MY = Malaisie; PE = Pérou; PH = Philippines; PL = Pologne; RU = Russie; TH = Thaïlande; TR = Turquie; ZA = Afrique du Sud; AFMO = Afrique et Moyen-Orient.  
<sup>1</sup>Pour l'Indonésie, taux de la Banque d'Indonésie; pour la Turquie, coût de financement marginal effectif de la Banque centrale de la République de Turquie estimé par les services du FMI.  
<sup>2</sup>Le crédit nominal est déflaté à l'aide des estimations de l'inflation provinciale moyenne effectuées par les services du FMI.

- Dans la zone euro, une chaîne de réaction positive et soutenue entre l'activité et le crédit semble encore être une perspective lointaine. Il ressort de l'analyse du GFSR que le désendettement bancaire se poursuit selon le scénario de référence des «politiques actuelles» prévu en octobre 2012, ce qui témoigne d'une inquiétude persistante en ce qui concerne les fonds propres et les liquidités. Le crédit continue de se contracter et les critères d'octroi de prêts de se durcir, du fait principalement de la situation dans les pays de la périphérie, mais aussi des perspectives macroéconomiques médiocres de la région dans son ensemble. Les entreprises des pays du cœur de la zone font face à un environnement incertain et à une demande faible; dans les pays de la périphérie, les entreprises et les ménages demeurent confrontés à des bilans fragiles, à des perspectives de revenus médiocres, ou aux deux.

Il est prévu que les taux d'intérêt resteront faibles dans les principaux pays avancés (graphique 1.4, page 1), ce qui devrait se traduire lentement par un redressement du crédit bancaire, à condition que les risques pesant sur la stabilité financière continuent de s'atténuer. Ce processus prendra bien plus de temps dans la zone euro qu'aux États-Unis. Au Japon, le nouveau cadre d'assouplissement quantitatif et qualitatif de la politique monétaire renforce encore sensiblement la relance monétaire et devrait contribuer à atteindre plus rapidement le nouvel objectif d'inflation de 2 % fixé par la Banque du Japon.

Dans de nombreux pays émergents et pays en développement, le crédit et l'activité se renforcent mutuellement. Dans certains, le relèvement du taux directeur et des mesures prudentielles ont réduit le rythme très rapide de l'expansion du crédit (graphique 1.6, pages 2 et 3). Mais, dans de nombreux pays asiatiques et latino-américains, l'expansion du crédit reste élevée et le ratio crédit/PIB continue de progresser.

À quelques exceptions près, les banques centrales ont maintenu les taux directeurs inchangés ou les ont abaissés modérément face au ralentissement de 2012. Les taux directeurs réels restent donc bien en deçà de leur niveau d'avant 2008 (graphique 1.6, page 1). Pendant ce temps, toutefois, l'activité et les entrées de capitaux s'accroissent de nouveau, ce qui, probablement, fera redémarrer le financement bancaire et conduira à un assouplissement des critères d'octroi de crédit (graphique 1.6, pages 4 et 5). Les autorités monétaires et réglementaires doivent être attentives aux risques qui pourraient en résulter pour la stabilité financière.

**L'orientation de la politique budgétaire restera plus ou moins inchangée**

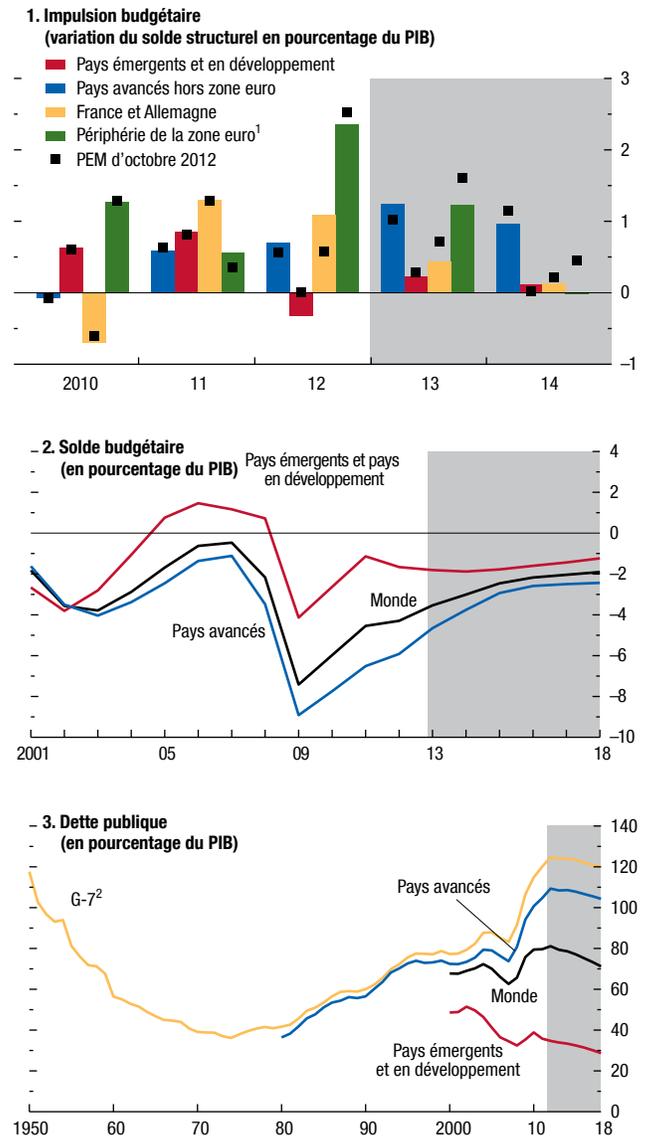
Comme indiqué dans l'édition d'avril 2013 du *Moniteur des finances publiques (Fiscal Monitor)*, la politique budgétaire a évolué plus ou moins comme prévu en 2012. Dans les pays avancés, les déficits des administrations publiques ont été ramenés au-dessous de 6 % du PIB en 2012, en dépit de l'atonie de l'activité (graphique 1.7, page 2). Cependant, les ratios dette/PIB ont continué d'augmenter (graphique 1.7, page 3). Dans les pays émergents et les pays en développement, les ratios du déficit ont progressé modérément du fait du fléchissement de l'activité, tandis que les ratios d'endettement ont diminué.

En 2013, le durcissement budgétaire dans les pays avancés avoisinera 1 % du PIB (graphique 1.7, page 1). Les principaux déterminants des projections des *Perspectives de l'économie mondiale (PEM)* sont les suivants :

- Au Japon, la politique budgétaire devait se durcir en raison de la fin des dépenses de reconstruction. Cependant, l'adoption d'un nouveau programme de relance équivalant à environ 1½ % du PIB en 2013–14 assouplit légèrement la politique budgétaire cette année. Le déficit restera proche de 10 % du PIB pour la cinquième année consécutive, mais il devrait s'améliorer sensiblement en 2014 en raison de la fin de la relance et des dépenses de reconstruction, ainsi que du relèvement prévu de la taxe sur la consommation en avril, de 5 % à 8 %. Il est préoccupant de constater que le ratio dette/PIB continuera de progresser, pour atteindre 255 % en 2018.
- Aux États-Unis, la politique budgétaire devrait se durcir d'environ 1¾ % du PIB, soit ½ point du PIB de plus qu'en 2012, principalement à cause de la procédure de réduction automatique des dépenses. Le déficit dépassera encore 5 % du PIB en 2014, et le ratio de la dette publique avoisinera 110 %. Les prévisions supposent que le plafond de la dette est relevé et que les réductions automatiques des dépenses sont remplacées à la fin de l'exercice en cours par des mesures concentrées en fin de période.
- Dans la zone euro, les déficits ont déjà été réduits bien plus qu'au Japon ou aux États-Unis, et le rythme de l'assainissement tombera à ¾ point de pourcentage du PIB en 2013, contre un peu moins de 1½ point en 2012. En particulier, l'Allemagne passera d'un durcissement structurel à un léger assouplissement, et l'Italie durcira sa politique d'environ 1 % du PIB, contre 2¼ %. Les pays de la périphérie

**Graphique 1.7. Politique budgétaire**

La politique budgétaire restera restrictive dans les pays avancés et plus ou moins neutre dans les pays émergents et les pays en développement. Le rythme du durcissement diminuera notablement dans la zone euro en 2013–14. Dans les pays avancés, les ratios d'endettement devraient bientôt se stabiliser, mais ils augmenteront de nouveau à moyen terme à cause des droits à prestations. Dans les pays émergents et les pays en développement, ils devraient continuer de baisser grâce à la croissance vigoureuse et à la faiblesse des taux d'intérêt.



Sources : estimations des services du FMI.  
<sup>1</sup>Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal.  
<sup>2</sup>G-7 : Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni.

resteront confrontés à une combinaison dangereuse de croissance faible et de taux d'intérêt, de déficits et de dettes élevés. Au Royaume-Uni, on s'attend maintenant à ce que l'assainissement des finances publiques soit plus lent que prévu.

Dans les pays émergents et les pays en développement, la politique budgétaire devrait rester plus ou moins neutre. La croissance élevée continuera d'orienter les ratios d'endettement à la baisse, à 30 % du PIB d'ici 2018. Cependant, certains pays resteront en proie à des problèmes budgétaires importants, par exemple les pays importateurs de pétrole du Moyen-Orient (où les subventions énergétiques sont élevées), plusieurs pays émergents d'Europe et l'Inde.

### La croissance mondiale devrait continuer de s'accélérer progressivement

La croissance mondiale a atteint un creux d'environ 2¼ % au deuxième trimestre de 2012 et s'est établie à 2¾ % au second semestre de l'année. Selon les indicateurs avancés, l'activité va s'accélérer (graphique 1.1, page 3; graphique 1.2, page 1). La croissance du PIB réel devrait atteindre 3¼ % (taux annualisé moyen) en 2013 et 4 % en 2014 (tableau 1.1), soit des chiffres plus ou moins inchangés par rapport à la *Mise à jour des PEM* de janvier 2013. Le chapitre 2 examine plus en détail les projections pour les diverses régions du monde.

Dans les pays avancés, la reprise se poursuivra à des rythmes différents. La révision principale s'explique par la procédure de réduction automatique des dépenses aux États-Unis, qui abaisse la prévision de croissance américaine pour 2013. Après une fin d'année 2012 décevante, la détente de la situation financière, les politiques monétaires accommodantes, le redressement de la confiance et des facteurs exceptionnels contribueront à une nouvelle accélération de l'activité, malgré des politiques budgétaires qui restent rigoureuses aux États-Unis et dans la zone euro. Cette nouvelle accélération, qui suppose que les dirigeants évitent de nouveaux revers et tiennent leurs engagements, se manifesterait au second semestre de 2013, où la croissance du PIB réel devrait de nouveau dépasser 2 %.

- Grâce à une demande privée de plus en plus vigoureuse, la croissance du PIB réel américain devrait avoisiner 2 % en 2013, en dépit d'un durcissement budgétaire considérable, et s'accélérer pour atteindre 3 % en 2014. La faible croissance américaine au quatrième trimestre de 2012 s'expliquait par la fin d'une

poussée de la constitution de stocks et des dépenses de défense au troisième trimestre (graphique 1.8, page 1). Selon les indicateurs préliminaires, la demande privée est restée résiliente cette année, mais les compressions généralisées des dépenses publiques devraient peser sur la reprise à terme.

- L'activité dans la zone euro va se redresser très progressivement, grâce à un freinage budgétaire bien moins important et à un assouplissement des critères d'octroi de prêts. Cependant, la production restera languissante (avec une contraction d'environ ¼ % en 2013) en raison de la poursuite de l'assainissement des finances publiques, de la fragmentation financière et des ajustements de bilans en cours dans les pays de la périphérie (graphique 1.8, page 2). La projection suppose que l'incertitude entourant l'action des pouvoirs publics n'augmente pas et que les ajustements nationaux, ainsi que la mise en place d'une union économique et monétaire solide continuent de progresser.
  - Au Japon, l'activité devrait s'accélérer vivement au premier trimestre de 2013, portée par la récente relance budgétaire, l'affaiblissement du yen et le raffermissement de la demande extérieure. La croissance atteindra 1½ % en 2013, selon les projections des PEM, et ne ralentira que légèrement en 2014 : la demande privée continuera de se raffermir grâce à un nouvel assouplissement monétaire énergique, qui est compensé par le retrait des mesures de relance et le relèvement de la taxe sur la consommation.
- Dans les pays émergents et les pays en développement, l'expansion de la production devrait se généraliser et s'accélérer progressivement, de 5 % au premier semestre de 2012 à près de 6 % en 2014. L'amélioration de la situation macroéconomique et le redressement de la demande des pays avancés sont les principaux facteurs de cette expansion.
- En Asie, la croissance a déjà retrouvé un bon rythme en Chine. En Inde, la demande extérieure, le dynamisme de la consommation, une meilleure mousson et les améliorations apportées à la politique économique devraient conduire à une augmentation de l'activité (graphique 1.8, page 3).
  - En Amérique latine, la croissance s'accélérait cette année. L'activité devrait se redresser au Brésil, qui est la plus grande économie de la région, grâce aux fortes baisses du taux directeur au cours de l'année écoulée, ainsi qu'aux mesures visant à accroître l'investissement privé (graphique 1.8, page 4).

- Les pays émergents d'Europe et de la Communauté des États indépendants (CEI) devraient profiter du redressement dans les pays avancés, ainsi que de l'assouplissement des politiques macroéconomiques.
- L'activité en Afrique subsaharienne devrait rester vigoureuse : les pays riches en ressources et les pays à plus faible revenu profiteront d'une demande intérieure vigoureuse.
- La région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord (MOAN) constitue une exception notable : une pause dans la croissance de la production de pétrole dans les pays exportateurs devrait entraîner un ralentissement temporaire de la croissance économique de la région, tandis que les transitions politiques en cours et une conjoncture extérieure difficile empêchent un redressement plus rapide dans certains pays importateurs de pétrole.

### Les tensions inflationnistes restent globalement maîtrisées

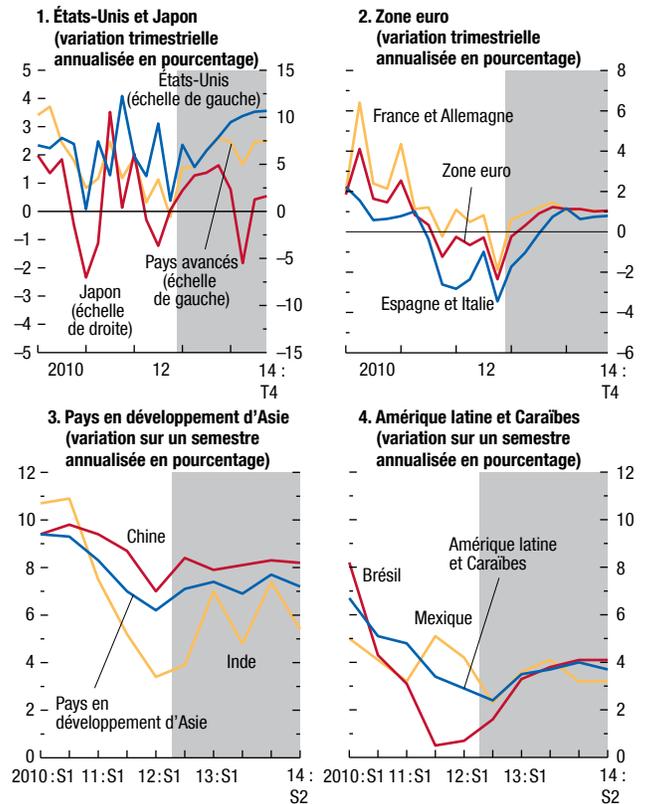
Il n'y a pas de pression de la demande excédentaire dans les principaux pays avancés. Les taux d'inflation restent globalement maîtrisés aussi dans les pays émergents et les pays en développement, bien que les taux de chômage soient généralement faibles, que les soldes courants diminuent, que le crédit soit dynamique et que les prix des actifs soient élevés (graphique 1.9).

L'inflation mondiale est tombée aux environs de 3¼ %, contre 3¾ % au début de 2012, et devrait se maintenir autour de ce chiffre jusqu'à la fin de 2014 (graphique 1.10, page 1). L'évolution de l'offre de produits alimentaires et de carburants contribuera à contenir la pression à la hausse sur les prix des principaux produits de base en dépit du redémarrage attendu de l'activité mondiale, selon l'analyse du marché des produits de base figurant dans le présent rapport.

- Dans les principaux pays avancés, l'inflation tombera d'environ 2 % à 1¾ % aux États-Unis et de 2¼ % à 1½ % dans la zone euro. L'inflation passera au-dessus de zéro au Japon en 2013, et augmentera temporairement en 2014 et en 2015 en raison du relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée. Le nouveau cadre d'assouplissement quantitatif et qualitatif de la Banque du Japon contribuera à une accélération durable de l'inflation, conformément à l'objectif de la banque centrale (graphique 1.10, pages 2 et 3). Comme indiqué au chapitre 3, si les objectifs d'inflation des banques centrales n'avaient pas été très crédibles, les

### Graphique 1.8. Croissance du PIB

La croissance du PIB réel s'est accélérée de nouveau en 2012 et devrait continuer à le faire. Dans les pays avancés, la croissance devrait rester languissante dans la zone euro. Dans les pays émergents et les pays en développement, les résultats des pays en développement d'Asie et d'Amérique latine dépendent dans une large mesure d'une nouvelle accélération de l'activité en Inde et au Brésil, respectivement.



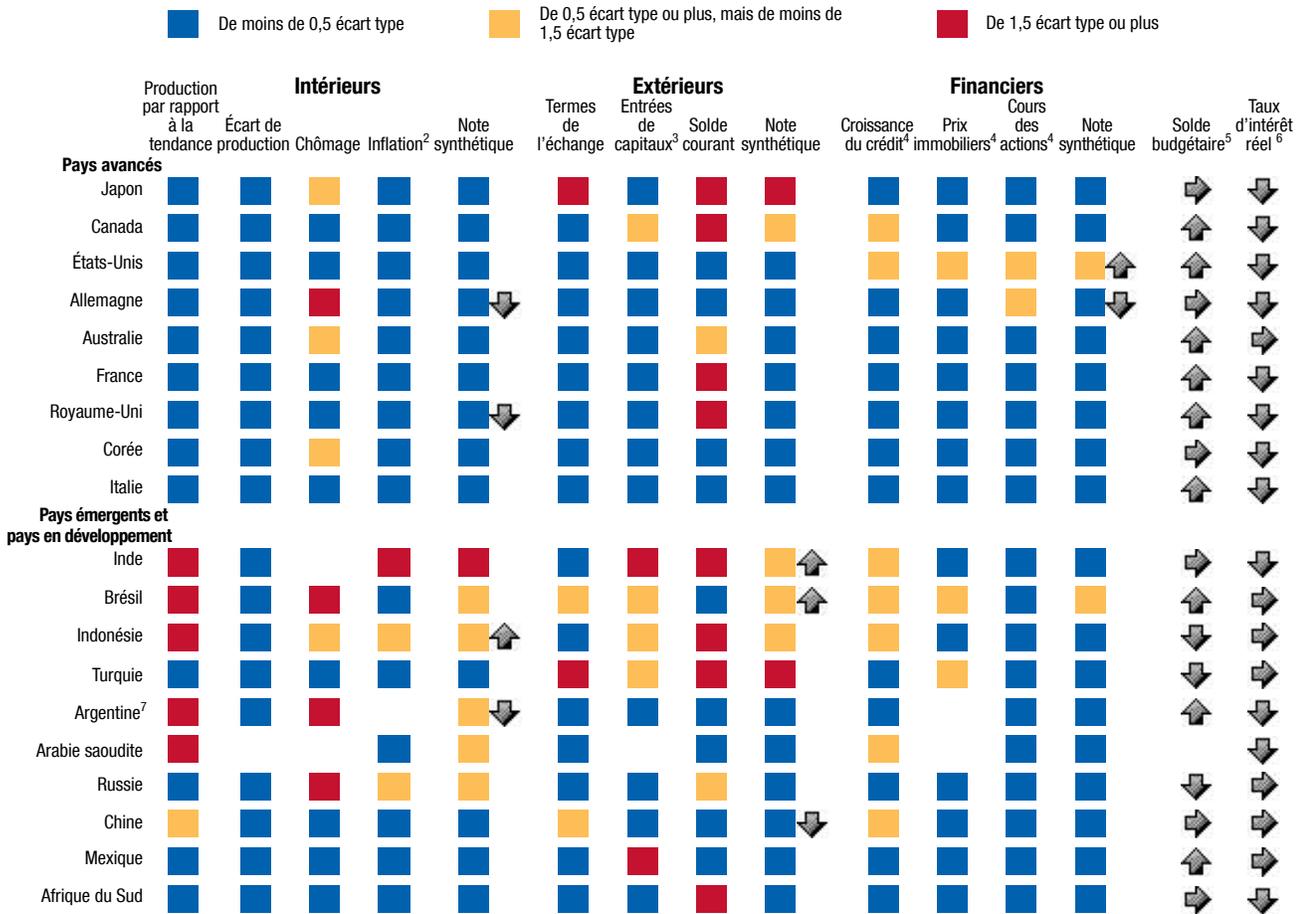
Source : estimations des services du FMI.

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

Les indicateurs de surchauffe intérieurs font état de capacités inutilisées considérables dans les pays avancés — la plupart des indicateurs sont bleus — sauf au Canada. Par contre, un certain nombre d'indicateurs jaunes et rouges pour les pays émergents et les pays en développement font apparaître des capacités insuffisantes. Les indicateurs de surchauffe extérieurs sont rouges pour le Japon. Plutôt que d'être préoccupants, ces indicateurs sont les symptômes d'un rééquilibrage de la demande interne qui a contribué à réduire les déséquilibres mondiaux des transactions courantes.

En Allemagne, qui est l'autre grand pays en excédent au monde, le rééquilibrage est à la traîne. Le chômage est au plus bas depuis la réunification du pays, du fait des solides résultats économiques et des changements structurels sur le marché du travail, et n'est pas lié à une surchauffe. Les indicateurs jaunes ou rouges pour l'Inde, l'Indonésie et la Turquie font état d'une vulnérabilité extérieure. Les indicateurs du crédit font apparaître des excédents dans de nombreux pays émergents. Les autres indicateurs financiers sont pour la plupart rassurants en ce qui concerne la surchauffe, sauf pour le Brésil.

Estimations de 2013 supérieures à la moyenne de 1997–2006, sauf indication contraire ci-dessous :



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

Note : Pour chaque indicateur, sauf indication contraire ci-dessous, les pays reçoivent une couleur sur la base de la valeur prévue actuellement pour 2013 par rapport à leur moyenne d'avant la crise (1997–2006). Pour chaque indicateur, des points sont attribués : rouge = 2, jaune = 1 et bleu = 0. La note synthétique est égale à la somme des scores des composantes divisée par la somme maximale possible de ces scores. La couleur de la note synthétique est rouge si la note synthétique est égale ou supérieure à 0,66, jaune si elle est égale ou supérieure 0,33 mais inférieure à 0,66, et bleue si elle est inférieure à 0,33. Lorsqu'il manque des données, aucune couleur n'est attribuée. Les flèches vers le haut (bas) indiquent une amélioration (détérioration) de la situation par rapport aux PEM d'octobre 2012.

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

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

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

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

<sup>5</sup>Les flèches dans la colonne du solde budgétaire représentent la variation des prévisions du solde structurel en pourcentage du PIB sur la période 2012–13. Une hausse de plus de 0,5 % du PIB est indiquée par une flèche vers le haut et une baisse de plus de 0,5 % du PIB par une flèche vers le bas.

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

<sup>7</sup>Les données pour l'Argentine sont les données qui sont déclarées officiellement. Toutefois, le FMI a publié une déclaration de censure et a demandé à l'Argentine de prendre des mesures correctrices pour améliorer la qualité des données officielles de l'indice des prix à la consommation. D'autres sources de données font apparaître des taux d'inflation bien plus élevés que les données officielles depuis 2007. Dans ce contexte, le FMI utilise aussi d'autres estimations de l'inflation mesurée par l'IPC pour la surveillance de l'évolution macroéconomique en Argentine.

années de basse conjoncture auraient pu facilement entraîner une déflation dans de nombreux pays avancés.

- Les tensions inflationnistes devraient rester limitées dans les pays émergents et les pays en développement, grâce au récent ralentissement économique, ainsi qu'à la baisse des prix de l'alimentation et de l'énergie (graphique 1.2, page 6). Les estimations des services du FMI font état de capacités inutilisées dans les pays émergents d'Asie en 2013, mais la production est sensiblement supérieure à la tendance d'avant la crise. Cela vaut aussi pour les pays d'Amérique latine, où, selon les estimations des PEM, les écarts de production devraient se combler. Les principaux pays exportateurs de pétrole semblent aussi opérer presque au maximum de leurs capacités ou au-delà, et quelques pays en transition du MOAN ont enregistré de fortes hausses des prix en réaction à des chocs. Pour ces raisons, entre autres, les tensions inflationnistes devraient rester relativement élevées dans certains pays et régions (Argentine, Venezuela, parties du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, divers pays de la CEI et de l'Afrique subsaharienne), sous l'effet des prix de l'alimentation dans certains cas (Inde), et pourraient être plus fortes que prévu.

**Les déséquilibres courants continuent de se réduire**

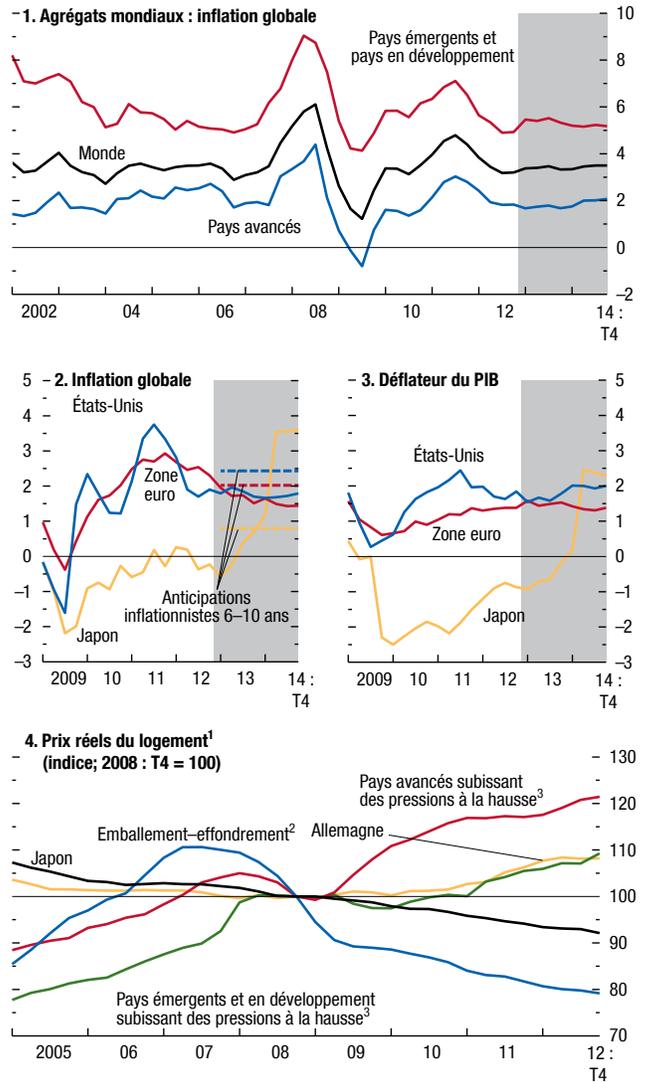
L'affaiblissement de la reprise mondiale en 2012 s'est reflété dans un ralentissement de la croissance des échanges mondiaux, qui avait déjà fléchi en 2011. Le volume des échanges mondiaux fluctue généralement davantage que le PIB mondial et, comme par le passé, il a ralenti fortement (graphique 1.11, page 1). Cela témoigne de la vigueur des effets de contagion par la voie commerciale.

En général, les monnaies ont réagi de manière appropriée aux changements apportés récemment aux politiques macroéconomiques et à la baisse de l'aversion pour le risque : l'euro et plusieurs monnaies de pays émergents se sont appréciés, et le dollar américain s'est déprécié. Le yen s'est déprécié d'environ 20 % en valeur effective réelle depuis la mi-2012, en réaction aux attentes d'un assouplissement de la politique monétaire et d'une accélération de l'inflation, ainsi qu'à une hausse du déficit commercial et à une baisse de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale.

À plus long terme, les déséquilibres des comptes des transactions courantes à l'échelle mondiale se sont

**Graphique 1.10. Inflation mondiale**  
(Variation en pourcentage sur un an, sauf indication contraire)

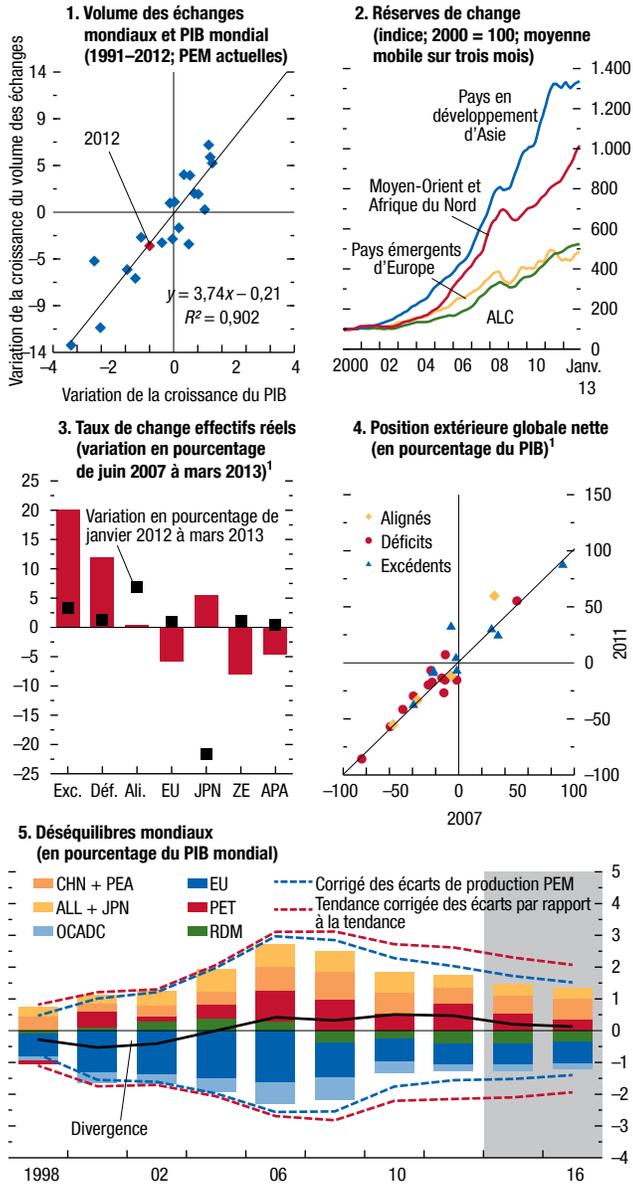
L'inflation mondiale a ralenti et cette tendance devrait se poursuivre, du fait de la stabilisation des cours des produits de base. Dans les principaux pays avancés, l'inflation est inférieure aux objectifs à moyen terme. Cela porte à croire qu'il y a plus de marge pour assouplir la politique monétaire. Dans les pays émergents et les pays en développement, les contraintes de capacités qui apparaissent signifient que l'inflation pourrait être supérieure aux prévisions; il se peut que la politique doive être durcie de nouveau : sinon, l'inflation pourrait remonter.



Sources : Haver Analytics; Consensus Economics; Organisation de coopération et de développement économiques, *Global Property Guide*; sources nationales; estimations des services du FMI.  
<sup>1</sup>Pour les pays ci-après, des moyennes régionales ou de grandes villes ont été utilisées plutôt que des valeurs composites nationales : Estonie, Hongrie, Inde, Lettonie, Lituanie, Philippines, Pologne, Ukraine et Uruguay.  
<sup>2</sup>Afrique du Sud, Bulgarie, Croatie, Chypre, Danemark, Espagne, Estonie, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Islande, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Malte, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Pologne, République slovaque, République tchèque, Royaume-Uni, Russie, Slovaquie, Turquie et Ukraine. Dans ces pays, les prix réels du logement ont augmenté de plus de 10 % dans la période précédant la crise financière mondiale (2002-07) et ont baissé depuis.  
<sup>3</sup>Australie, Autriche, Belgique, Canada, Colombie, Chine, Hongrie, Inde, Israël, Malaisie, Norvège, Philippines, RAS de Hong Kong, Singapour, Suède, Suisse et Uruguay.

### Graphique 1.11. Déséquilibres mondiaux

Le ralentissement récent du commerce mondial correspond plus ou moins au ralentissement du PIB mondial. Les déséquilibres mondiaux ont donc de nouveau légèrement diminué. Quant à savoir s'ils s'aggraveront de nouveau à moyen terme ou non, il faudra voir dans quelle mesure les pertes de production par rapport à la tendance d'avant la crise sont permanentes : les projections des PEM supposent qu'elles sont permanentes, conformément aux données du passé. Bien que les flux internationaux de capitaux aient diminué, la persistance des déséquilibres courants signifie que les positions extérieures globales nettes des pays n'ont guère changé.



Sources : FMI, *International Financial Statistics*; FMI, bases de données International Investment Position; estimations des services du FMI.  
 Note : ALC = Amérique latine et Caraïbes; Ali. = pays émergents alignés; ALL + JPN = Allemagne et Japon; APA = autres pays avancés; CHN + PEA : Chine, Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines, province chinoise de Taiwan, RAS de Hong Kong, Singapour, et Thaïlande; Déf. = pays émergents en déficit; EU : États-Unis; Exc. = pays émergents en excédent; OCADC : Bulgarie, Croatie, Espagne, Estonie, Grèce, Hongrie, Irlande, Lettonie, Lituanie, Pologne, Portugal, République tchèque, République slovaque, Roumanie, Royaume-Uni, Slovaquie et Turquie; PET : pays exportateurs de pétrole; RDM : reste du monde; ZE = zone euro.

<sup>1</sup>Les classifications reposent sur FMI (2012a).

réduits considérablement (graphique 1.11, page 5). La majeure partie de l'ajustement s'est effectuée durant la Grande Récession de 2008–09, pendant laquelle la production mondiale s'est contractée, et s'explique par une baisse de la demande dans les pays affichant un déficit extérieur. Cela s'est accompagné d'une baisse sensible de l'investissement dans ces pays, d'une hausse de l'épargne privée et d'une diminution considérable de l'épargne publique. L'ajustement des taux de change a joué un rôle; l'ajustement de l'action dans les principaux domaines recensés dans le Rapport pilote sur le secteur extérieur (*Pilot External Sector Report*, FMI, 2012a) n'a malheureusement guère été efficace.

La question est de savoir si les déséquilibres courants vont continuer de se réduire. Cela dépend de l'évolution de la production et des écarts de production dans les pays qui affichent un déficit ou un excédent extérieur. Selon les estimations des PEM, il n'y a pas de grande différence entre les écarts de production des pays en déficit et en excédent. Cette observation semble peut-être surprenante, mais elle cadre avec de nombreuses données selon lesquelles les crises financières, comme celles qui ont frappé de nombreux pays en déficit, ont tendance à aller de pair avec des pertes de production permanentes par rapport à la tendance d'avant la crise<sup>1</sup>. En conséquence, tandis que les écarts de production dans les pays en déficit se réduisent, les déséquilibres mondiaux stagnent plus ou moins dans les projections des PEM (graphique 1.11, page 5) : l'augmentation de l'investissement dans les pays en déficit ne sera pas très forte et son effet sur les soldes courants sera compensé en partie par une augmentation de l'épargne publique. Cependant, si les écarts de production dans les pays en déficit sont plus élevés qu'on ne l'estime, la reprise dans ces pays s'accompagnerait d'un rebond plus marqué de l'investissement et d'une aggravation des déséquilibres courants, en dépit d'une hausse de l'épargne publique.

Il ressort de l'évaluation figurant dans le rapport pilote sur le secteur extérieur (FMI, 2012a), ainsi que de l'évolution des taux de change et des projections des PEM depuis lors, que les taux de change effectifs réels des principaux pays ne sont pas loin du niveau correspondant aux paramètres économiques fondamentaux à moyen terme (graphique 1.11, page 3). Par rapport à

<sup>1</sup>Pour des données empiriques qui confirment ce point, voir le chapitre 4 de l'édition d'octobre 2009 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

ce qu'ils seraient avec des politiques plus souhaitables, le solde courant de la zone euro et des États-Unis est un peu plus faible et leur taux de change effectif réel est légèrement plus élevé que le niveau correspondant aux paramètres fondamentaux à moyen terme. En ce qui concerne le yen, l'indicateur d'évaluation reposant sur le taux de change effectif réel et celui fondé sur le solde courant vont en sens opposé. Pour ce qui est des pays en situation d'excédent, y compris la Chine, la Corée, la Malaisie et Singapour, leur solde courant reste dans la plupart des cas légèrement plus élevé et leur monnaie légèrement plus faible que souhaitable, en dépit d'ajustements bienvenus, principalement une moindre accumulation de réserves (graphique 1.11, page 2). Un nouveau rapport sur le secteur extérieur incluant une évaluation détaillée sera disponible dans quelques mois.

Les politiques à mettre en œuvre pour réduire davantage les déséquilibres mondiaux restent plus ou moins inchangées. Les deux principaux pays en situation d'excédent doivent accroître leur consommation (Chine) ou leur investissement (Allemagne). Les principaux pays en déficit, notamment les États-Unis, doivent augmenter l'épargne nationale en assainissant leurs finances publiques; les autres pays en déficit doivent aussi opérer des réformes structurelles pour rehausser leur compétitivité.

Sur le plan financier, les flux de capitaux bruts et nets ont diminué par rapport aux niveaux records d'avant la crise, mais il y a eu un glissement notable des flux bancaires vers les flux de titres de créance. Globalement, cependant, les flux de capitaux nets sont restés considérables, et les positions internationales nettes en actifs et en passifs restent proches de leurs niveaux de 2007, ce qui semble indiquer que la vulnérabilité liée aux positions extérieures nettes n'a pas beaucoup diminué (graphique 1.11, page 4).

### La situation est plus équilibrée à court terme

Les perspectives à court terme se sont améliorées sensiblement, principalement parce que l'action des pouvoirs publics a réduit certains risques de taille à court terme, en particulier un éclatement de la zone euro et une contraction économique liée au précipice budgétaire américain. En outre, les risques à court terme d'un atterrissage brutal dans les principaux pays émergents se sont atténués. Néanmoins, des risques à court terme pourraient réapparaître en Europe et d'autres risques de dégradation persistent.

### Évaluation quantitative des risques

Le graphique en éventail confirme que les risques à court terme ont diminué, mais pas notablement (graphique 1.12, page 1). Toutefois, il n'évalue pas directement ces risques : il s'appuie sur des indicateurs de marché ou des indicateurs fondés sur des enquêtes, ainsi que sur la distribution des erreurs de prévision dans le passé pour évaluer l'incertitude entourant la prévision. Globalement, le graphique en éventail indique que la probabilité que la croissance mondiale tombera au-dessous de 2 % en 2013 est tombée aux environs de 2 %, contre 17 % au moment de la publication de l'édition d'octobre 2012 des PEM<sup>2</sup>. Pour 2014, cette probabilité est inférieure à 8 %. Le cours du pétrole reste une source de risque importante, étant donné les tensions géopolitiques élevées (graphique 1.12, page 2).

Selon le modèle de projection mondial des services du FMI (Global Projection Model, GPM), la probabilité qu'il y ait une récession (c'est-à-dire deux trimestres consécutifs de contraction de l'activité) en 2013 au Japon a diminué fortement, pour avoisiner 5 %, contre environ 30 % en 2012 (graphique 1.13, page 1). Pour la zone euro, cependant, la probabilité d'une récession reste voisine de 50 %, parce que l'activité s'est contractée nettement au quatrième trimestre et que les indicateurs avancés pour le premier trimestre de 2013 font état au mieux d'une stabilisation.

### Évaluation qualitative des risques

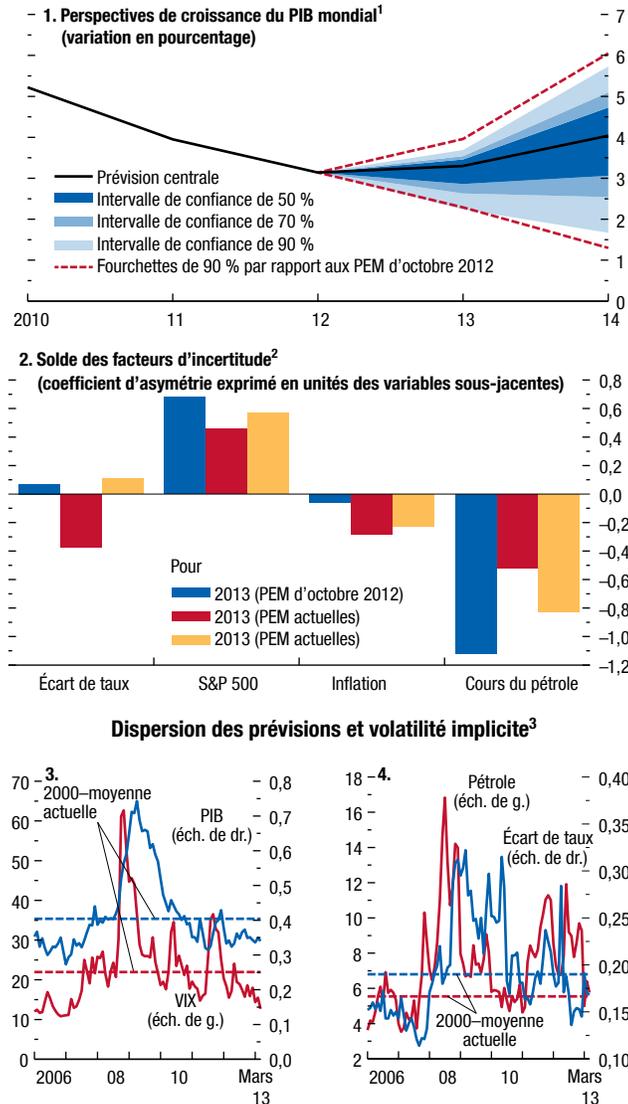
Les risques de dégradation à court terme sont plus faibles qu'au moment de la publication de l'édition d'octobre 2012 des PEM. Les risques liés à un choc pétrolier sont plus ou moins inchangés et ceux liés aux facteurs géopolitiques ont pris de nouvelles dimensions. Les risques liés à un atterrissage brutal dans les principaux pays émergents ont diminué. Les autres facteurs de risque sont les suivants :

- *La lassitude face à l'ajustement ou, de manière générale, le fait que les pouvoirs publics reviennent sur leurs engagements dans une zone euro financièrement fragmentée où les marchés financiers restent très vulnérables aux changements d'opinion, comme en témoignent les événements récents* : les prévisions supposent que des

<sup>2</sup>Cette réduction s'explique principalement par une baisse du risque de référence. Le risque de référence est plus faible parce que les prévisions d'avril pour l'année en cours s'avèrent plus exactes que celles d'octobre pour l'année à venir, grâce aux informations supplémentaires qui deviennent disponibles au cours des six mois qui suivent.

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

Les facteurs d'incertitude entourant les projections des PEM ont diminué, selon les indicateurs des marchés. Les cours du pétrole restent la source de risque principale pour la croissance mondiale, tandis que les prix des options du S&P 500 semblent indiquer que les perspectives pourraient être révisées à la hausse.



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

<sup>1</sup>Ce graphique en éventail indique l'incertitude entourant la prévision centrale des PEM avec des intervalles de confiance de 50 %, 70 % et 90 %. L'intervalle de confiance de 70 % inclut l'intervalle de confiance de 50 %, et l'intervalle de confiance de 90 % inclut les intervalles de confiance de 50 % et 70 %. Pour des détails, voir l'appendice 1.2 de l'édition d'avril 2009 des *Perspectives de l'économie mondiale*. Les fourchettes de 90 % par rapport aux PEM d'octobre 2012 pour les prévisions à un an et à deux ans sont indiquées par rapport à la prévision centrale actuelle.

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

<sup>3</sup>PIB : dispersion des prévisions du PIB pour les pays du G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni), le Brésil, la Chine, l'Inde et le Mexique. VIX : indice de volatilité explicite du S&P 500 sur le marché des options de Chicago. Écart de taux : dispersion des écarts entre taux longs et courts implicites dans les prévisions des taux d'intérêt pour l'Allemagne, les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni. Pétrole : dispersion des prévisions à un an pour le cours du West Texas Intermediate. Les prévisions sont tirées des enquêtes de Consensus Economics.

progrès considérables sont accomplis dans l'assainissement des bilans des banques et des pays, ainsi que dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Toutefois, ces progrès pourraient être freinés par la lassitude face à l'ajustement. Par ailleurs, le renforcement de l'architecture de la zone euro pourrait s'enliser. Dans ce cas, les pays de la périphérie pourraient de nouveau être mis sous forte pression par les marchés, même si les opérations monétaires sur titres de la Banque centrale européenne (BCE) limiteraient sans doute la hausse des écarts de taux. Par ailleurs, à moins que des progrès supplémentaires soient accomplis dans la restructuration des banques et dans la mise en place d'une véritable union bancaire, les taux débiteurs pourraient diminuer moins que prévu même si les écarts de taux souverains continuaient à baisser. À cet égard, il reste à voir quelles seront les répercussions du plan de sauvetage de Chypre sur la fragmentation des marchés financiers.

- *La procédure de réduction automatique des dépenses et le plafond de la dette aux États-Unis* : les risques aux États-Unis se sont atténués, car le précipice budgétaire a été évité. Toutefois, la procédure de réduction automatique des dépenses est en route et, si elle n'est pas bientôt arrêtée, elle continuera de freiner l'activité économique à la fin de 2013 et au-delà. Par ailleurs, le plafond de la dette américaine devrait être relevé de nouveau cette année : sinon, l'économie mondiale souffrirait considérablement.

Cependant, la croissance du PIB réel pourrait aussi être plus élevée que prévu. La situation sur les marchés financiers s'est améliorée plus qu'on ne l'attendait et la confiance pourrait donc être plus élevée, ce qui entraînerait un rebond plus marqué de l'investissement et de la consommation de biens durables, surtout aux États-Unis. Il se peut que la Réserve fédérale américaine doive ensuite relever son taux directeur plus tôt que prévu, ce qui entraînerait des sorties de capitaux des pays émergents (graphique 1.14, ligne verte). Cependant, dans ce cas, toute hausse correspondante des primes de risque pour les pays émergents serait probablement limitée et temporaire, et le résultat global serait positif. Par ailleurs, une accélération des progrès vers la mise en place d'une véritable union bancaire dans la zone euro pourrait réduire davantage l'aversion pour le risque et renforcer la confiance des ménages et des entreprises, ce qui pourrait stimuler la demande et aussi rehausser le dividende de croissance des réformes structurelles (graphique 1.15, ligne rouge).

## Les risques demeurent élevés à moyen terme

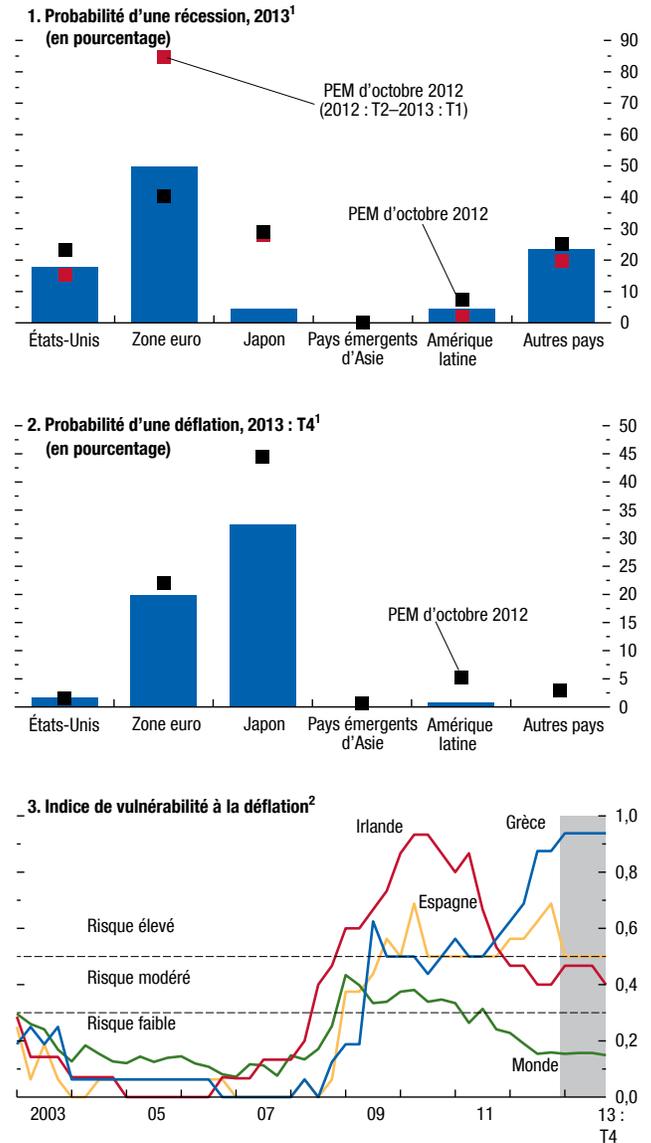
À moyen terme, la situation risque de se dégrader. Ces risques sont regroupés en cinq catégories : 1) une croissance très faible ou une stagnation dans la zone euro, 2) des problèmes budgétaires aux États-Unis ou au Japon, 3) moins de capacités inutilisées que prévu dans les pays avancés ou une poussée soudaine de l'inflation, 4) les risques liés aux mesures non conventionnelles de politique monétaire, et 5) une baisse de la production potentielle dans les principaux pays émergents.

*Risques dans la zone euro* : les prévisions supposent que les primes de risque des pays de la périphérie diminueront progressivement, que l'ajustement budgétaire se détendra sensiblement à compter de 2014–15, et que l'investissement et la consommation rebondiront. Cependant, à court terme, la situation restera tendue dans les pays de la périphérie. La charge de la dette publique va probablement encore augmenter. Les banques subiront encore des pressions poussant au désendettement : leur coût de financement est élevé, la qualité de leurs actifs se détériore et leurs bénéfices sont faibles. Enfin, bon nombre d'entreprises et de ménages sont fortement endettés. Étant donné le niveau élevé des impôts, le resserrement du crédit et la faiblesse de la demande intérieure, il se peut que l'investissement ne décolle pas, que la croissance soit décevante, que les recettes budgétaires soient inférieures aux prévisions et que l'assainissement ne puisse pas être relâché comme prévu. Aussi longtemps que les principaux pays de la périphérie maintiennent leur accès aux marchés, avec le soutien des achats d'actifs dans le cadre des opérations monétaires sur titres si nécessaire, les effets néfastes sur la croissance pourraient être limités, de même que l'impact sur le reste du monde (graphique 1.15, ligne jaune). Cependant, les dégâts et les effets de contagion pourraient être bien pires si une vague de pessimisme entraînait une interruption du crédit pour les pays de la périphérie ou si la stagnation suscitait des doutes quant à la viabilité de l'UEM.

*Risques liés aux politiques budgétaires* : les risques principaux ont trait à la politique budgétaire insoutenable des États-Unis et, surtout, du Japon. Il est donc déconcertant que les perspectives d'une vaste réforme budgétaire s'estompent aux États-Unis et que les dirigeants japonais aient engagé une nouvelle relance budgétaire avant d'adopter un plan d'assainissement et une stratégie de croissance solides à moyen terme. Selon les projections des PEM, ces deux pays n'auront pas de mal à financer leur déficit et leur dette, car l'aversion pour

## Graphique 1.13. Récessions et risques de déflation

Les risques d'une récession en 2013 sont restés plus ou moins inchangés ou ont diminué. Ils restent relativement élevés dans les pays avancés. Il en va de même pour les risques de déflation. La vulnérabilité à la déflation est particulièrement élevée dans quelques pays de la périphérie de la zone euro.



Source : estimations des services du FMI.

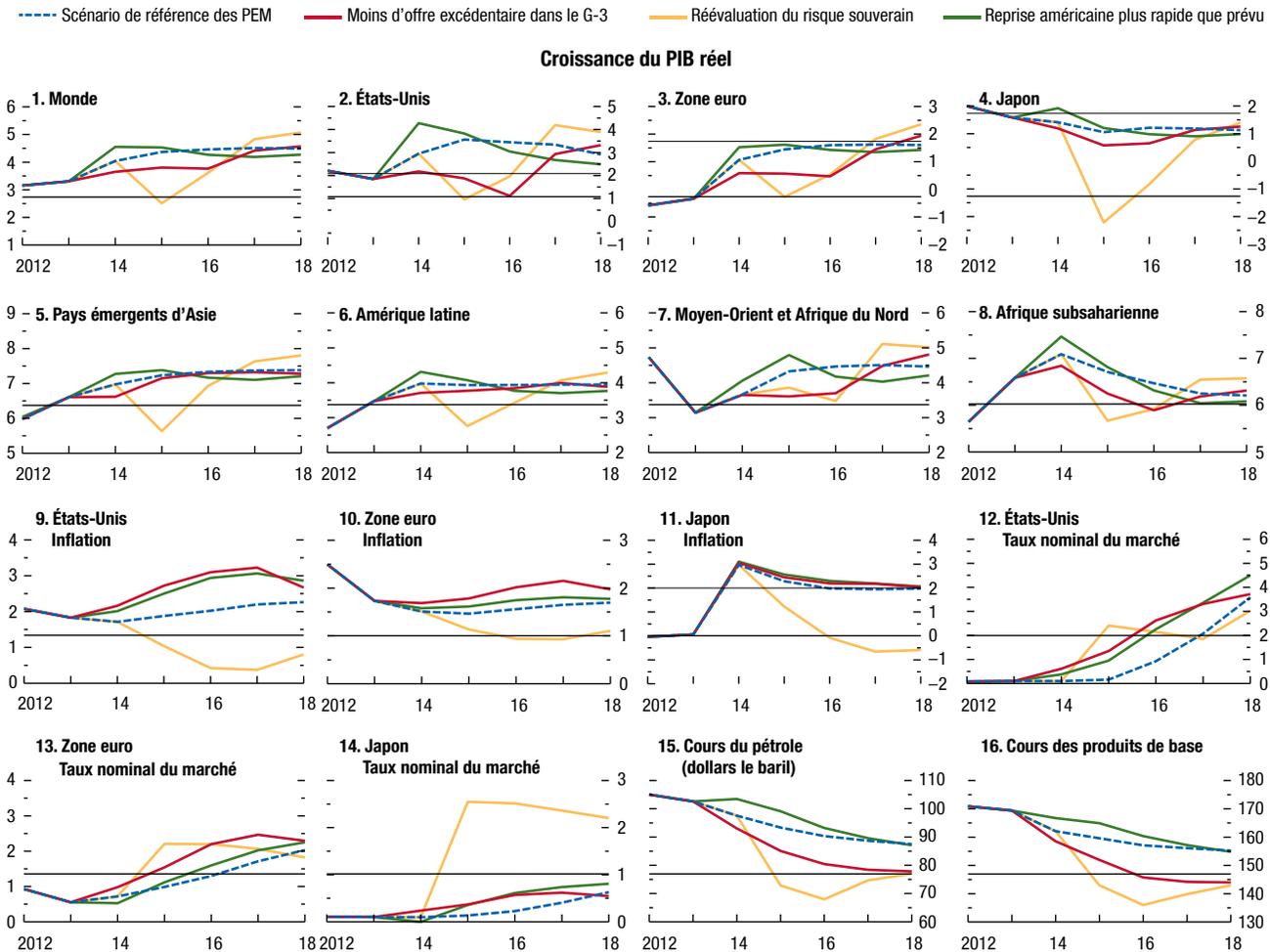
<sup>1</sup>Pays émergents d'Asie : Chine, Corée, Hong Kong (RAS de), Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïwan (province chinoise de) et Thaïlande; Amérique latine : Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou; autres pays : Afrique du Sud, Argentine, Australie, Bulgarie, Canada, Danemark,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

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

**Graphique 1.14. Scénario des risques de taux d'intérêt**  
(En pourcentage, sauf indication contraire)

Le modèle monétaire et budgétaire mondial intégré (Global Integrated Monetary and Fiscal Model, GIMF) est utilisé pour examiner des scénarios où les taux d'intérêt dans les principaux pays avancés augmentent par rapport à leur bas niveau actuel bien plus vite que prévu dans le scénario de référence des PEM. Trois causes potentielles sont examinées : une reprise plus rapide que prévu de l'économie américaine, un excédent de l'offre inférieur aux prévisions dans les pays du G-3 et des craintes croissantes en ce qui concerne la viabilité des finances publiques. Dans le scénario d'une reprise plus rapide que prévu de l'économie américaine (ligne verte), la hausse de la demande privée comble rapidement l'écart de production, ce qui fait monter l'inflation et pousse donc la Réserve fédérale à relever le taux d'intérêt directeur en 2014. Du fait de l'augmentation des rendements aux États-Unis et de l'optimisme quant aux perspectives de croissance des pays avancés, des capitaux retournent des pays émergents vers les pays avancés. Cependant, l'effet positif d'une accélération de la croissance dans les pays avancés fait plus que compenser l'impact des sorties de capitaux, et toutes les régions du monde enregistrent une croissance plus rapide en 2014 et en 2015. Dans le scénario où l'excédent de l'offre est inférieur aux prévisions du scénario de référence (ligne rouge), le décalage apparaît en 2014 et est le plus marqué aux États-Unis; dans la zone euro, il est inférieur de moitié environ à celui des États-Unis et au Japon, il atteint un quart de celui observé

aux États-Unis. L'excédent de l'offre étant inférieur aux prévisions, les tensions inflationnistes commencent à s'accumuler en 2014 bien que la croissance soit plus faible que dans le scénario de référence. En conséquence, la politique monétaire commence à se durcir en 2014 et les taux d'intérêt dans les pays avancés sont supérieurs aux niveaux de référence pour la plus grande partie de l'horizon des PEM. L'excédent de l'offre étant inférieur aux prévisions dans les pays avancés, la croissance du PIB est inférieure au niveau de référence à compter de 2014, avec des conséquences négatives pour la croissance dans tous les pays émergents. Dans le scénario où les marchés s'inquiètent de la viabilité des finances publiques à moyen terme (ligne jaune), les primes de risque souverain augmentent vivement aux États-Unis et au Japon, mais plus modérément ailleurs en 2015. Les craintes croissantes concernant la viabilité des finances publiques entraînent aussi une nouvelle augmentation des primes de risque pour les entreprises et les ménages à l'échelle mondiale. Les taux d'intérêt directeurs restent très faibles dans les pays avancés dans le scénario de référence, il n'est guère possible pour la politique monétaire de compenser les effets sur les taux d'intérêt du marché, et la croissance du PIB diminue vivement, de même que l'inflation, en 2015. Dans les pays émergents, bien que l'utilisation de la marge de manœuvre monétaire disponible contribue à atténuer l'impact, la croissance s'établit aussi bien en deçà du niveau de référence pendant plusieurs années.



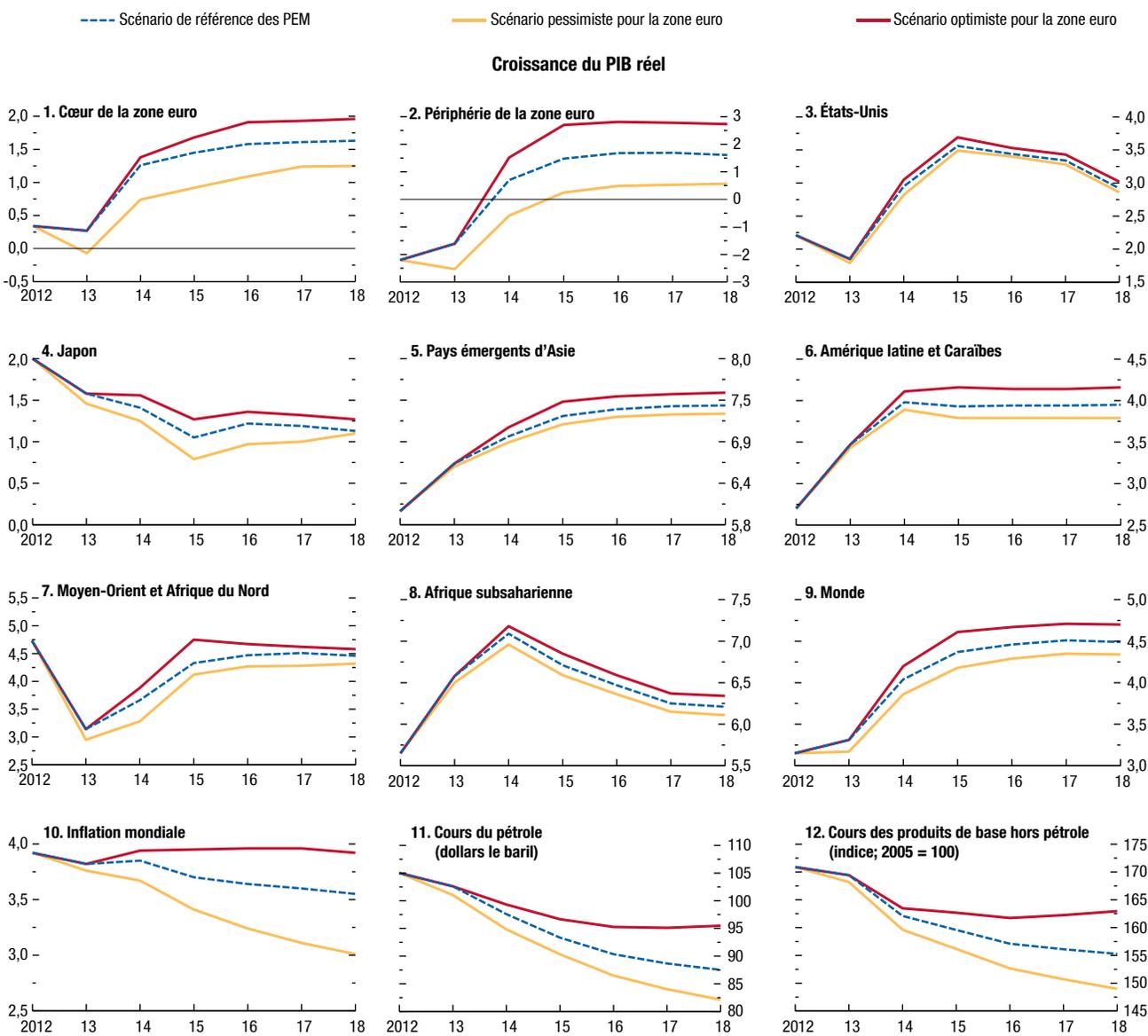
Source : estimations des services du FMI.  
Note : G-3 = États-Unis, Japon, zone euro.

**Graphique 1.15. Scénarios pour la zone euro**

(En pourcentage, sauf indication contraire)

Ces scénarios sont simulés à l'aide d'EUROMOD, un nouveau modèle de l'économie mondiale établi par le FMI, et examinent les implications de deux trajectoires différentes pour la zone euro. Le scénario pessimiste (ligne jaune) prévoit une détérioration continue : des résultats macroéconomiques inférieurs aux prévisions à cause d'une réduction de l'investissement (du fait d'une baisse de confiance) accentuent les craintes quant à la viabilité des finances publiques. Il en résulte une hausse des primes de risque et un nouveau durcissement de la politique budgétaire, ce qui pèse encore plus sur la situation macroéconomique et la confiance, en dépit d'un assouplissement de la politique monétaire par la BCE. En particulier, l'investissement dans les pays de la périphérie diminue d'environ 6 % chaque année, les taux d'intérêt pour les entreprises sont supérieurs d'environ 3 % et le taux souverain moyen (court et long terme) de 1 % au niveau de référence des PEM en 2018. La hausse des taux souverains pousse tous les pays de la périphérie à durcir leur politique budgétaire de ¼ du PIB supplémentaire chaque année. Dans les pays du cœur de la zone euro, l'assouplissement de la BCE éclipsé une hausse modérée des primes de risque, et les taux d'intérêt finissent par tomber au-dessous du niveau de référence des PEM. L'augmentation des primes de risque déborde sur les autres régions du monde.

Dans le scénario optimiste (ligne rouge), le mécanisme de surveillance unique est mis en place plus vite que prévu et le mécanisme européen de stabilité est en mesure plus tôt que prévu de recapitaliser les banques : cela conduit à des résultats macroéconomiques meilleurs que prévu en 2014 et au-delà. Par ailleurs, les réformes opérées au niveau national commencent à faire sentir leurs effets plus tôt que prévu, à compter de 2014, le relèvement du taux directeur par la BCE ayant un certain effet de contrepoids. En conséquence, les primes de risque pour les pays et les entreprises commencent à baisser. Les baisses des taux moyens pour les pays et les entreprises sont les plus fortes dans la périphérie, environ 0,7 et 1,5 point, respectivement, par rapport au scénario de référence des PEM. Dans les pays du cœur de la zone, le durcissement de la politique monétaire constitue l'effet dominant sur tous les taux d'intérêt, de sorte que les taux moyens pour les pays et les entreprises augmentent par rapport au scénario de référence des PEM. À compter de 2014, l'augmentation annuelle de la productivité avoisine 0,5 % dans les pays de la périphérie et 0,1 % dans les pays du cœur, tandis que la hausse annuelle de l'investissement atteint presque 5 % dans la périphérie et 0,8 % dans les pays du cœur.



Source : estimations des services du FMI.

le risque maintiendra la demande de leurs obligations à un haut niveau, leur banque centrale poursuivra son programme d'assouplissement quantitatif, et leur déficit continue d'être réduit (États-Unis) ou sera abaissé à compter de 2014 (Japon). Cependant, comme indiqué dans des rapports précédents sur les PEM, il y a un risque extrême à moyen terme : c'est le sentiment que le système politique de ces pays sera incapable d'opérer les ajustements nécessaires en temps voulu, ce qui pourrait faire reculer les investisseurs<sup>3</sup>. Une hausse des primes de risque souverain pour ces pays pourrait avoir des retombées considérables sur l'activité mondiale. Même une hausse modérée des taux d'intérêt de leur dette souveraine, par exemple en réaction à une réaffectation générale de l'épargne d'actifs étrangers vers des actifs intérieurs très liquides, pèserait lourdement sur la croissance mondiale (graphique 1.14, ligne jaune). Les primes de risque pour les dettes souveraines et les entreprises augmenteraient probablement partout et la confiance en souffrirait, ce qui freinerait l'investissement et la consommation à l'échelle mondiale. Les pays du G-3 (États-Unis, Japon, zone euro) pourraient ensuite durcir leur politique budgétaire afin de retrouver la confiance des investisseurs. Leurs taux directeurs restant faibles, les possibilités de les abaisser pour compenser l'effet d'une hausse des primes de risque sur le coût de l'emprunt seront limitées. Les monnaies des pays du G-3 se déprécieraient, mais avec peu d'effet, la demande mondiale diminuant.

*Risques liés aux politiques monétaires* : les projections des PEM supposent que les taux d'intérêt dans les principaux pays avancés restent proches du plancher à zéro pendant plusieurs années et que les mesures non conventionnelles peuvent être abandonnées progressivement sans perturber les marchés financiers. Cette hypothèse est exposée à deux types de risques : ceux liés à une production potentielle qui serait inférieure aux estimations et ceux liés aux mesures non conventionnelles de politique monétaire.

- *Problèmes liés à un excès d'offre inférieur aux estimations dans les pays du G-3* : les projections des PEM font état d'un sous-emploi appréciable des capacités de production dans les pays avancés, bien que l'inflation soit remarquablement stable, ce qui s'explique, selon le chapitre 3, par la stabilité des anticipations inflationnistes, la crédibilité élevée des banques cen-

trales et des rigidités nominales. Cependant, et si l'inflation était stable parce que les capacités inutilisées sont bien inférieures aux estimations? L'inflation attendue et effective augmenterait plutôt que prévu, bien qu'une poussée soudaine, comme en 1994, lorsque le chômage américain est tombé au-dessous de 6 % et que les marchés pensaient que la Réserve fédérale était en retard, semble improbable à moyen terme. Il est plutôt probable que les anticipations inflationnistes augmentent progressivement. En supposant que cette hausse des anticipations s'accompagne en temps voulu d'un durcissement budgétaire et monétaire dans les pays du G-3, l'accélération de l'inflation serait temporaire et limitée, et les retombées sur le reste du monde, modérément déflationnistes (graphique 1.14, ligne rouge). Cela contraste avec l'expérience des années 70 et du début des années 80, lorsque les banques centrales ont été bien trop lentes à relever les taux d'intérêt et que de très fortes hausses des taux sont devenues nécessaires pour maîtriser de nouveau l'inflation et les anticipations inflationnistes. Ces relèvements des taux ont eu des effets très nuisibles à l'échelle nationale, ainsi que sur les pays émergents.

- *Problèmes liés aux mesures non conventionnelles de politique monétaire* : il est évident que ces mesures sont utiles pour soutenir la confiance et l'activité, mais elles comportent des risques à moyen terme. Ces risques sont classés en deux catégories : ceux liés aux effets secondaires des taux d'intérêt très faibles et des mesures elles-mêmes, et ceux liés à l'abandon de ces mesures.
  - *Risques liés aux effets secondaires* : ils sont plus ou moins inchangés depuis l'édition d'octobre 2012 des PEM et sont examinés en détail dans le GFSR d'avril 2013. Cette période prolongée pendant laquelle les taux d'intérêt à court terme sont très faibles et des mesures non conventionnelles sont appliquées pourrait encourager l'octroi de prêts excessivement risqués, des bilans asymétriques et un endettement élevé. Il y a maintenant des signes d'ingénierie financière (par exemple, des rachats de titres avec des fonds levés en émettant des titres de créance), mais pas de bulle des prix des actifs dans les pays avancés. Cependant, l'endettement des entreprises dans les pays émergents, notamment en monnaies étrangères, est de plus en plus préoccupant. En conséquence, une éventuelle inversion des flux de capitaux vers les pays émergents pourrait mettre à jour la vulnérabilité de ces pays.

<sup>3</sup>Voir l'encadré 1.4 de l'édition d'octobre 2010 et l'encadré 1.2 de l'édition d'octobre 2012 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

○ *Risques liés aux bilans des banques centrales* : les banques centrales pourraient faire face à des arbitrages importants entre la stabilité des prix et la stabilité financière tandis qu'elles resserrent le crédit. Ces risques sont particulièrement importants pour les banques centrales qui ont acheté des montants élevés de titres de créance assortis d'échéances longues, comme la Réserve fédérale américaine et la Banque du Japon, qui procèdent depuis peu à des achats mensuels d'actifs en continu, ou encore la Banque d'Angleterre<sup>4</sup>. En principe, les banques centrales peuvent resserrent le crédit simplement en relevant le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires, mais, en raison des variations imprévisibles de la transmission à la situation financière dans son ensemble, il pourrait être assez difficile pour les dirigeants d'établir ce taux de manière appropriée. Dans ces conditions, les banques centrales peuvent retirer des réserves du système bancaire en émettant des dépôts à terme ou en mettant des titres en pension, mais les possibilités d'utiliser ces instruments seront probablement limitées. Une autre méthode de réabsorption des liquidités consisterait à émettre des titres de créance qui peuvent être détenus en dehors du système bancaire, mais certaines banques centrales (dont la Réserve fédérale) ne sont pas autorisées par la loi à émettre leurs propres titres, tandis que d'autres pourraient se heurter à l'opposition d'un État fortement endetté. Enfin, la banque centrale peut réduire la taille de son bilan en vendant ses titres sur le marché libre, mais vendre de manière rapide et imprévisible pourrait nuire au fonctionnement des marchés financiers. En fait, les banques centrales pourraient faire face à un choix difficile entre une sortie qui va de pair avec une inflation excessive et une autre qui perturbe les marchés financiers.

*Risques liés aux pays émergents* : l'activité dans les pays émergents a été vigoureuse au cours des deux dernières années, mais moins que prévu. Des facteurs conjoncturels ont joué un rôle, mais il y a aussi des chocs permanents : les révisions à la baisse de la production à moyen terme ont maintenant atteint près de 4 % depuis l'édition de septembre 2011 des PEM (graphique 1.16, page 4). Cependant, les prévisions des

<sup>4</sup>La BCE a déclaré qu'elle était prête à intervenir sur les marchés de la dette souveraine pour limiter les risques de convertibilité, mais elle n'a pas encore procédé à des achats. L'expansion de son bilan est liée dans une large mesure à des opérations de refinancement qui se déroulent naturellement.

PEM continuent de faire état d'une croissance vigoureuse, qui avoisinerait en moyenne 6 % par an pendant la période 2013–18. Il est à craindre que les récentes prévisions trop optimistes soient symptomatiques de problèmes structurels plus profonds, qui laissent présager des réductions de l'investissement ou des sorties de capitaux et une croissance inférieure aux prévisions. C'est un risque important à court terme, mais surtout à moyen terme. Si l'investissement était inférieur aux prévisions dans les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud), il en résulterait un fléchissement sensible de la croissance mondiale, de l'inflation et des cours des produits de base (graphique 1.17). S'il y avait en plus des sorties de capitaux, l'effet sur la production des BRICS serait bien plus marqué. En outre, la contagion ferait probablement monter les primes de risque de beaucoup d'autres pays émergents. Pour les pays avancés, l'effet d'une baisse de la demande extérieure sur la production l'emporterait sur l'effet d'un retour des capitaux. Dans un tel scénario, la croissance mondiale tomberait aux environs de 1½ %, ce qui implique une baisse de la production par habitant : il s'agirait de la première baisse de la production mondiale par habitant trouvant son origine dans les pays émergents.

### **Enjeux : l'endettement dans les pays avancés, et les excès potentiels dans les pays émergents et les pays en développement**

L'économie mondiale se porte de nouveau mieux, mais l'action des pouvoirs publics dans les pays avancés est exceptionnellement restrictive sur le front budgétaire et insuffisamment efficace sur le front monétaire (encadré 1.1). Les risques les plus insidieux ont trait, d'une part, au surendettement et au déficit budgétaire dans les pays avancés, et, d'autre part, à la croissance potentielle et aux excès financiers naissants dans les pays émergents et les pays en développement. Ces risques semblent peut-être lointains, mais une action préventive rehausserait la confiance et l'investissement à court terme et placerait l'économie mondiale sur une trajectoire de croissance plus durable à moyen terme.

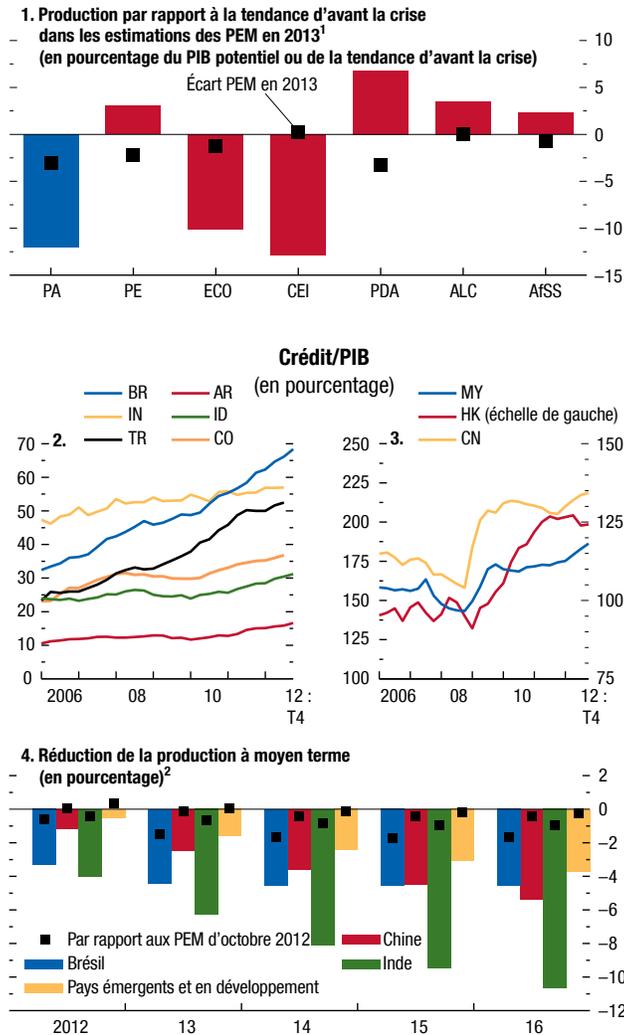
#### **Les impératifs dans les pays avancés**

*Le durcissement de la politique budgétaire doit se poursuivre à un rythme qui ne nuit pas à la reprise*

Étant donné la persistance d'un endettement public élevé et les risques connexes, l'assainissement des

### Graphique 1.16. Capacités de production et crédit dans les pays émergents

Les estimations des PEM pour les écarts de production ne font pas apparaître de fortes pressions d'un excédent de la demande. Cependant, de nombreux pays émergents d'Asie et d'Amérique latine fonctionnent sensiblement au-dessus de la tendance d'avant la crise. Ces pays ont enregistré aussi une forte hausse du crédit, même par rapport à une production exceptionnellement dynamique. Récemment, l'activité a été moins vigoureuse que prévu : en conséquence, les niveaux de production à moyen terme sont sensiblement révisés à la baisse.



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

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

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

<sup>3</sup>Par rapport aux PEM de septembre 2011.

finances publiques doit se poursuivre à moyen terme. L'édition d'avril 2013 du Moniteur des finances publiques dégage les impératifs immédiats ci-après :

- *Plans solides à moyen terme* : les États-Unis et le Japon doivent établir des plans solides à moyen terme pour arrêter et inverser la hausse de leur ratio d'endettement public; c'est d'autant plus urgent compte tenu de la relance budgétaire engagée récemment au Japon.
- *Réforme des droits à prestations* : la réforme des droits à prestations n'a progressé que de manière limitée. Presque aucun progrès n'a été accompli en ce qui concerne les dépenses des soins de santé, qui se trouvent sur une trajectoire insoutenable, les projections indiquant de très fortes hausses en valeur actuelle nette dans beaucoup de pays avancés.
- *Calibration de l'ajustement budgétaire à court terme* : le cadrage budgétaire pour 2013 est plus ou moins approprié dans la zone euro. Au Royaume-Uni, où le redressement est faible étant donné l'atonie de la demande, il faudrait envisager d'assouplir l'ajustement budgétaire à court terme<sup>5</sup>. Au Japon, la relance soutiendra le nouveau cadre de politique monétaire, mais accroît aussi la vulnérabilité des finances publiques : les autorités ont l'intention d'annoncer cet été un programme d'assainissement des finances publiques à moyen terme. Aux États-Unis, on peut craindre que la procédure de réduction automatique des dépenses entraîne un assainissement excessif. De manière générale, les pays avancés où la demande privée est chroniquement décevante devraient envisager de lisser le rythme de l'assainissement s'ils disposent de la marge de manœuvre budgétaire nécessaire. Par contre, si la croissance était supérieure aux prévisions, les dirigeants devraient en profiter pour réduire plus rapidement le déficit nominal.

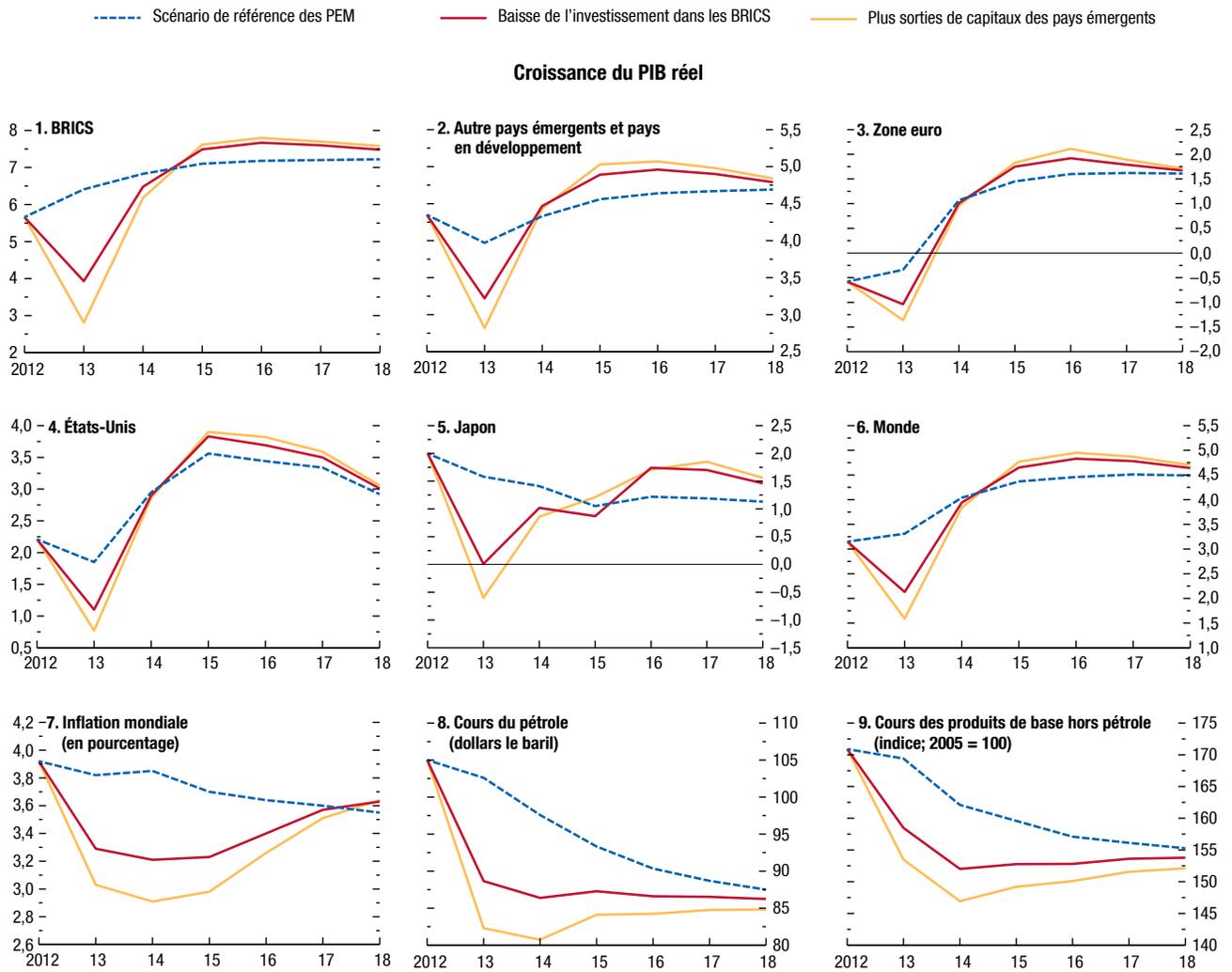
Des progrès dans la mise en place de programmes budgétaires à moyen terme et de réformes des droits à prestations contribueraient aussi à étouffer les craintes qui ont été exprimées quant à la prépondérance de la politique budgétaire sur la politique monétaire à la suite des achats massifs de titres publics par les banques centrales depuis le milieu de 2008 (graphique 1.4, page 6). La crainte est que lorsque le moment viendra de relever les taux d'intérêt pour l'inflation, les banques centrales seront réticentes à le faire en raison du risque de perte

<sup>5</sup>Sur un exercice budgétaire (2013/2014), il est prévu que le durcissement structurel, mesuré par la variation du solde primaire corrigé des variations cycliques, sera d'environ 1 point du PIB potentiel.

**Graphique 1.17. Scénario pessimiste pour les pays émergents**  
(En pourcentage, sauf indication contraire)

Ces scénarios sont simulés à l'aide d'EUROMOD, un nouveau modèle de l'économie mondiale établi par le FMI, et examinent les implications d'une baisse de l'investissement privé dans les pays émergents, ainsi que de sorties de capitaux. Comme la demande d'investissement privé dans les pays émergents a été supérieure aux prévisions récemment, le premier scénario (ligne rouge) prévoit que la demande d'investissement dans les BRICS est inférieure de 10 % au niveau de référence des PEM en 2013, mais qu'elle retrouve relativement vite son niveau de référence en 2016.

Outre une baisse de l'investissement, le deuxième scénario (ligne jaune) prévoit des sorties de capitaux des pays émergents, qui entraînent un durcissement considérable des conditions financières. Dans les BRICS, les primes de risque pour les pays et les entreprises augmentent vivement en 2013, tandis que le durcissement des conditions financières dans les autres pays émergents est plus ou moins inférieur de moitié à celui observé dans les BRICS. Le durcissement des conditions financières est de courte durée et les primes de risque retrouvent leur niveau de référence en 2016.



Source : estimations des services du FMI.  
Note : BRICS = Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud.

sur leur propre bilan et de la pression exercée par des États surendettés. Plus les pays avancés réduiront leur déficit budgétaire, plus il sera possible de mener une politique monétaire d'accompagnement sans susciter de craintes concernant la domination de la politique budgétaire sur la politique monétaire, l'indépendance de la banque centrale ou un retour de l'inflation.

### *La politique monétaire doit rester souple*

La politique monétaire doit rester très accommodante pour soutenir l'activité tandis que la politique budgétaire se durcit. Les banques centrales doivent décider quelles mesures supplémentaires adopter, le cas échéant, et comment se préparer à ne plus faire appel aux mesures non conventionnelles. En ce qui concerne ce dernier point, il faudra peut-être modifier la réglementation ou la loi régissant l'activité de la banque centrale, ce qui pourrait prendre du temps. À court terme, diverses options existent :

- *Assouplissement conventionnel* : il n'y a plus guère de marge pour cette option sauf dans la zone euro, où l'inflation s'établit bien en deçà de l'objectif de la BCE (à savoir, presque 2 %, mais au-dessous) depuis 2009 (graphique 1.10, page 3) et où l'inflation globale devrait faire de même à moyen terme (graphique 1.10, page 2).
- *Meilleure communication* : les indications de la Réserve fédérale quant à l'orientation future de la politique monétaire soulignent à juste titre que l'inflation pourra dépasser légèrement l'objectif à long terme de 2 % sans nécessairement provoquer un relèvement des taux, à condition que les anticipations inflationnistes à long terme restent bien ancrées et que le chômage demeure supérieur à 6½ %. Cela pourrait faire baisser les taux d'intérêt réels perçus.
- *Modifications des cadres de politique monétaire* : d'aucuns préconisent que les banques centrales passent à un ciblage des revenus nominaux. Bien qu'il existe des arguments en faveur d'un tel changement, cela va à l'encontre du principe selon lequel on cible ce que l'on peut atteindre. Par ailleurs, s'il s'agit de mieux ancrer les anticipations inflationnistes à long terme afin de dégager une plus grande marge de manœuvre à court terme, il semble préférable de cibler une trajectoire à la hausse pour le niveau des prix, ou, de manière équivalente, de cibler le taux *moyen* d'inflation sur une période de plusieurs années.
- *Assouplissement non conventionnel* : les achats d'actifs, les opérations de refinancement à long terme

et les autres interventions sur les marchés financiers contribuent à réduire les coûts de financement et à raffermir la confiance. Les problèmes en matière de transmission de la politique monétaire tiennent principalement aujourd'hui à la fragilité des banques dans les pays en crise ou, au Japon, au plancher à zéro des taux d'intérêt et à la déflation persistante. Alors que le secteur bancaire américain reprend vigueur, les faiblesses ne semblent guère diminuer dans la zone euro. Le meilleur moyen de s'y attaquer consiste à prendre une série de mesures visant à renforcer les bilans des banques, notamment en avançant vers l'union bancaire.

- *Recalibrage des politiques de surveillance* : d'une part, il est important que le crédit bancaire soit plus élevé pour soutenir la reprise; d'autre part, il faut plus de capitaux et plus de liquidités pour mettre en place un système financier plus sûr. Il est très difficile d'avancer sur les deux fronts en même temps, à moins que les secteurs publics soient prêts à injecter plus de capitaux dans des banques faibles mais viables, ou à bonifier de nouveaux prêts. Le programme de soutien au crédit au Japon et le programme de financement pour le crédit au Royaume-Uni sont des exemples de ce type d'action. S'il est encore tôt pour juger, les effets de ce programme ont été limités jusqu'à présent : il a encouragé les prêts hypothécaires davantage que les prêts aux petites et moyennes entreprises. Dans la zone euro, les pratiques prudentielles ont encouragé la fragmentation financière : les autorités de contrôle dans les pays du cœur de la zone ont découragé l'octroi de prêts aux pays de la périphérie par peur de pertes bancaires qui pourraient grever les finances publiques nationales. Il est difficile de s'attaquer à ces incitations, si ce n'est en mettant en place une union bancaire intégrale.

Le risque qu'une politique d'aisance monétaire provoque une forte inflation semble surestimé dans la situation actuelle. Le chapitre 3 souligne que les courbes de Phillips sont devenues plus plates et les anticipations inflationnistes mieux ancrées depuis 20 ans. Cependant, les banques centrales devraient établir des stratégies précises pour veiller à ce que les anticipations inflationnistes à long terme restent bien ancrées. Cela pourrait devenir difficile si les pays rebondissent vigoureusement tandis que le bilan de leur banque centrale reste très important. Les banques centrales devraient alors disposer de toute la liberté juridique et opérationnelle possible

pour absorber de nouveaux ces liquidités, y compris le pouvoir d'émettre leurs propres titres.

Les dirigeants doivent tenir compte des complications et des risques liés à des politiques monétaires exceptionnellement souples. De plus grandes avancées dans l'ajustement budgétaire à moyen et à long terme, y compris une réforme des droits à prestations, réduiraient la nécessité d'un assainissement à court terme, et des progrès supplémentaires dans la réparation des bilans fragiles favoriseraient la transmission des faibles taux d'intérêt à l'économie réelle. Il est très important de progresser sur ces deux fronts afin de réduire les répercussions et les risques de mesures monétaires non conventionnelles.

### *La politique financière peut contribuer à améliorer la transmission de la politique monétaire*

La politique financière doit s'attaquer à divers problèmes, qui sont examinés dans le GFSR d'avril 2013 : il s'agit notamment de faciliter la répercussion de la politique monétaire sur l'économie réelle. À cet effet, il est particulièrement urgent de prendre des mesures pour renforcer les banques dans la zone euro. Par rapport aux banques américaines, les banques de la zone euro ont moins avancé dans l'allègement de leur bilan, la réduction de leurs coûts administratifs et la reconstitution de leur rentabilité et de leurs fonds propres. En outre, elles restent trop tributaires du financement de gros. Il est nécessaire :

- de recapitaliser, de restructurer ou de fermer les banques fragiles, non seulement dans les pays de la périphérie, mais aussi dans ceux du cœur de la zone euro;
- de renforcer l'union monétaire, comme noté au chapitre 2;
- de pouvoir procéder à des recapitalisations bancaires directes par l'intermédiaire du mécanisme européen de stabilité;
- de favoriser le développement de nouveaux instruments de crédit pour les sociétés non financières (par exemple, les prêts titrisés pour les petites et moyennes entreprises).

Par ailleurs, les bilans fragiles pèsent probablement sur l'activité dans les pays de la périphérie de la zone euro. Les ménages et les sociétés non financières auront probablement besoin d'aide pour restructurer leurs dettes envers les banques. La faillite traditionnelle présente de nombreux inconvénients dans une récession profonde par rapport à des mesures de restructuration

ciblées. Les dirigeants devraient envisager des politiques viables autres que la défaillance et la fermeture, tout en évitant que des entreprises zombies faussent la concurrence. Ils pourraient par exemple encourager les échanges de créances contre actifs ou intervenir de manière ciblée pour soutenir les fonds de roulement. Les dirigeants européens doivent aussi rester prévoyants et veiller à éviter des endettements nationaux qui découragent tellement l'activité que l'ajustement devient contre-productif (encadré 1.2).

### *Il faut prendre des mesures structurelles pour réduire le chômage et rehausser la compétitivité*

L'édition d'octobre 2012 des PEM examinait les enjeux structurels en détail : il est essentiel d'avancer sur ces divers fronts pour accélérer la croissance mondiale. Il est particulièrement important de rehausser la compétitivité dans les pays de la périphérie de la zone euro. Les déséquilibres extérieurs considérables dans ces pays s'expliquent par la croissance vigoureuse de leurs importations, l'évolution de leur financement extérieur (des dettes plutôt que des transferts) et la détérioration de leurs soldes de revenus (encadré 1.3). Par contre, leur part des marchés à l'exportation s'est relativement bien maintenue. Il s'agit pour ces pays d'engager une reprise compte tenu des nouvelles et plus strictes contraintes de financement extérieur : à cet effet, ils devront stimuler la croissance de la productivité et encourager des négociations salariales propices à l'emploi afin d'accroître durablement leur part des marchés à l'exportation.

L'adoption de mesures macroéconomiques et structurelles qui encouragent la croissance constitue le meilleur moyen de s'attaquer au chômage élevé. Cependant, étant donné l'ampleur et la durée du chômage, il est de plus en plus justifié de prendre des mesures complémentaires énergiques. Les politiques actives du marché du travail peuvent contribuer à éviter de nouvelles sorties du marché du travail, en particulier pour les chômeurs jeunes et de longue durée. Les pays scandinaves appliquent des programmes de ce type. Quelques pays ont mis en œuvre récemment des garanties pour la jeunesse.

Le commerce a largement contribué à rehausser la croissance mondiale au cours des dernières décennies. Il est donc décevant de constater que le Programme de Doha pour le développement ne progresse pas, mais il est encourageant qu'un nombre croissant d'accords commerciaux bilatéraux soit négocié, y compris récemment

entre les États-Unis et l'Union européenne. Ces entretiens promettent de relancer le commerce et les négociations sur la libéralisation du commerce mondial.

### Les impératifs dans les pays émergents et les pays en développement

Tandis que les perspectives de l'économie mondiale s'améliorent, le principal enjeu macroéconomique dans les pays émergents et les pays en développement consiste à recalibrer les paramètres de la politique économique pour éviter une stimulation excessive et reconstituer une marge de manœuvre macroéconomique. La politique macroéconomique dans bon nombre de ces pays reste très accommodante : elle soutient la demande intérieure face à la faible demande extérieure des pays avancés. En outre, les pouvoirs publics doivent faire face aux risques liés à la récente croissance rapide et soutenue du crédit et aux prix élevés des actifs (graphique 1.16, pages 2 et 3). Le GFSR d'avril 2013 note aussi les risques résultant de l'augmentation de la dette des entreprises et du recours croissant à l'endettement en monnaies étrangères.

Le rythme et le dosage appropriés de ce recalibrage varient considérablement : des prescriptions détaillées figurent au chapitre 2. De manière générale, les pays émergents peuvent se permettre de reconstituer leur marge de manœuvre progressivement. Les risques de surchauffe se sont atténués dans une large mesure du fait du ralentissement de la croissance en 2011–12 (graphique 1.8, pages 3 et 4). L'inflation globale et l'inflation hors alimentation et énergie sont généralement orientées à la baisse, tandis que les estimations des services du FMI indiquent qu'il subsiste des capacités de production inemployées (graphique 1.16, page 1). La croissance réelle du crédit a ralenti dans beaucoup de pays (graphique 1.6, pages 2 et 3) en raison du durcissement des critères d'octroi de crédit bancaire (graphique 1.6, page 4).

Les dirigeants doivent considérer soigneusement le risque que leur action soit tardive et devienne procyclique, ce qui amplifierait le cycle plutôt que de le moduler. La crainte est que une trop grande partie du ralentissement récent est attribuée à des facteurs cycliques plutôt que structurels. Selon les estimations des PEM, la récente révision à la baisse des perspectives à moyen terme dans les pays émergents et les pays en développement ne tient pas à une réévaluation des perspectives à moyen terme de la Chine uniquement

(graphique 1.16, page 4). Le problème est plus général et il est le plus évident dans les pays où des facteurs de l'offre, tels que les goulets d'étranglement dans les infrastructures et le marché du travail, et des facteurs liés à la politique économique nationale, tels que l'incertitude entourant l'action des pouvoirs publics et les obstacles réglementaires, ont contribué à l'essoufflement récent de l'investissement; le Brésil, l'Inde et la Russie en sont des exemples. Le ralentissement de l'accumulation de capital abaissera probablement la production potentielle à moyen terme.

La gestion des risques résultant de l'expansion rapide du crédit constitue un autre enjeu commun. Dans de nombreux pays émergents, la croissance du crédit a ralenti sensiblement au cours de l'année écoulée ou progresse dans des proportions normales. Une véritable explosion du crédit ne constitue aujourd'hui un sujet de préoccupation que dans un petit nombre de pays. Ces derniers devront peut-être durcir leur dispositif prudentiel pour maintenir le secteur bancaire en bonne santé; un durcissement de la politique macroéconomique permettant de modérer l'interaction entre l'activité et le crédit pourrait aussi contribuer à un atterrissage en douceur. Dans les autres pays, le durcissement de la politique économique doit être fonction principalement des tensions inflationnistes et des capacités inemployées. Cependant, il faut veiller sur le plan de la réglementation et du contrôle à ce que les banques s'attaquent aux problèmes éventuels de qualité du crédit et de rentabilité après la récente expansion très rapide du crédit.

Du fait de l'amélioration de la situation économique mondiale, il est probable que les capitaux vont de nouveau affluer dans les pays émergents, ce qui pourrait exiger des ajustements du dosage de la politique économique. En particulier, il se peut que le durcissement de la politique monétaire ne soit pas aussi efficace pour éviter la surchauffe, parce qu'il pourrait renforcer les entrées de capitaux et stimuler le crédit. Les pays qui affichent un excédent des transactions courantes devraient envisager une appréciation nominale de leur monnaie, qui devrait permettre de durcir progressivement la politique monétaire. Dans les pays ayant un déficit des transactions courantes, une appréciation de la monnaie ne servira à rien, et les dirigeants devront peut-être songer à durcir leur politique macroprudentielle tout en durcissant leur politique monétaire. Ils doivent aussi envisager de mettre davantage l'accent sur un durcissement de la politique budgétaire, qui peut contribuer à

maintenir la production proche de son potentiel tout en évitant une appréciation de la monnaie qui n'apporte rien d'utile.

La situation budgétaire relativement solide de la plupart des pays émergents leur a permis d'adopter une politique neutre face au ralentissement de la croissance, mais lorsque les circonstances le permettent, ils devraient de nouveau se reconstituer une marge de manœuvre. Les ratios élevés d'endettement public exigent un assainissement plus immédiat dans certains pays. Bien que les ratios d'endettement public soient plus faibles dans la plupart des pays émergents et des pays en développement que dans les pays avancés, la dynamique de la dette risque de devenir moins neutre. Avec un potentiel de croissance à moyen terme révisé à la baisse et des rendements obligataires qui augmentent : les écarts intérêts-croissance pourraient devenir moins favorables. Les ratios d'endettement commenceraient alors à augmenter rapidement avec le déficit budgétaire primaire. La nécessité d'un assainissement des finances publiques est donc peut-être plus urgente dans les pays où le ratio d'endettement est déjà élevé ou la dynamique de la dette moins favorable (Égypte, Hongrie, Jordanie), le déficit budgétaire est élevé (Inde, Pakistan) ou il existe déjà des obstacles structurels à la croissance (Égypte, Inde, Jordanie, Pakistan).

Beaucoup de *pays à faible revenu* ont maintenu leur taux de croissance bien plus élevé des 20 dernières années pendant la reprise de l'économie mondiale en 2011–12. Comme indiqué au chapitre 4, les politiques structurelles visant à mettre en place un climat favorable pour les affaires et l'investissement ont contribué largement à la réussite de ces pays. En outre, un surcroît d'investissements directs étrangers et une amélioration de la situation budgétaire leur ont permis de réaliser une croissance vigoureuse sans forte pression d'un excès de la demande. Dans ces conditions, les dirigeants devraient reconstituer leurs volants de sécurité budgétaires et extérieurs si nécessaire. Dans beaucoup de pays, le niveau élevé et la volatilité des cours des produits de base ont mis le budget à dure épreuve, et il est urgent d'opérer une réforme budgétaire pour mieux orienter les subventions dans ce domaine<sup>6</sup>. Dans les pays où le secteur des produits de base se développe rapidement, il sera essentiel de mettre en place un cadre d'action qui protège l'économie des effets de la volatilité des cours des produits de base tout en utilisant les recettes de ces produits pour satisfaire des besoins urgents dans les infrastructures publiques et le domaine social.

<sup>6</sup>Voir appendice 1 de l'édition d'avril 2013 du Moniteur des finances publiques.

## Dossier spécial : les marchés des produits de base

### Aperçu

Depuis son pic d'avril 2011, l'indice global des cours des produits de base du FMI a enregistré, à cause d'une demande en général plus faible et des perspectives incertaines de l'économie mondiale, une baisse de 9 %, qui avait été anticipée dans les *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2012 (graphique 1.DS.1, page 1). Néanmoins, les cours continuent de dépasser leurs niveaux historiques (graphique 1.DS.1, page 2).

Après avoir atteint leur plus bas niveau en juin 2012, les cours des produits de base ont augmenté depuis lors de 12 % sous l'effet des contraintes exercées sur l'offre et d'une certaine amélioration de la demande. Les chocs d'offre imputables aux conditions climatiques ont été en partie à l'origine d'une hausse de 10 % des cours des céréales, encore qu'ils aient diminué légèrement. Les cours de l'énergie ont grimpé de 15 % du fait d'une baisse de la production dans les pays membres de l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) et d'une accélération de la demande dans les pays émergents et aux États-Unis. Les cours des métaux ont augmenté de 10 % par suite du renforcement attendu de la demande dans les pays émergents, mais les stocks restent élevés et la plupart des marchés sont excédentaires.

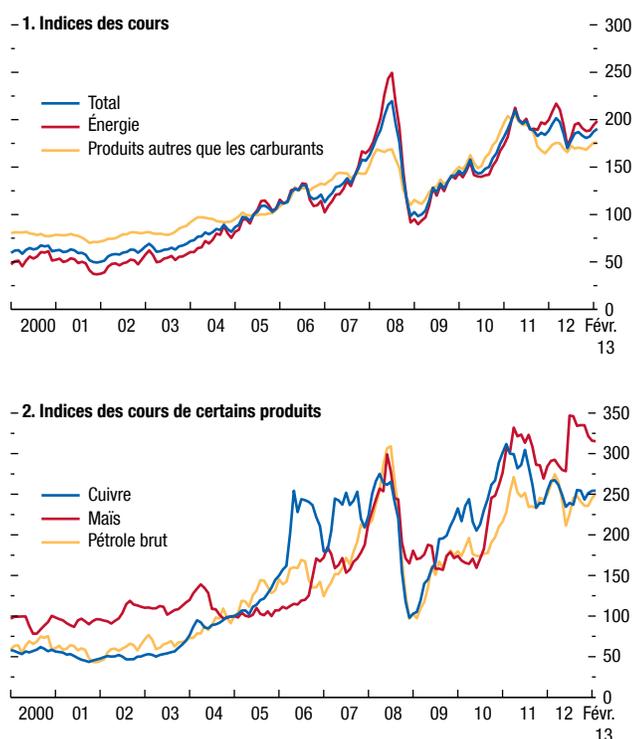
Le récent recul de l'instabilité des cours des produits de base s'explique par l'amélioration de la situation financière mondiale réalisée grâce à l'action des gouvernements qui a permis d'atténuer les risques de crise aigus (voir chapitre 1; graphique 1.DS.2). Cette amélioration a aussi eu une incidence sur les indicateurs précurseurs comme les indices des directeurs d'achat et les cours des actions (parallèlement aux cours d'autres actifs à risque), qui ont augmenté à l'échelle mondiale (graphique 1.DS.3).

Les perspectives à court terme des cours des produits de base (à en juger par les cours à terme) font état d'un recul généralisé pour les principaux groupes de produits, pétrole compris. Globalement, en 2013, les cours devraient diminuer de 2 % (en glissement annuel) selon les projections, les perspectives de l'offre s'améliorant pour l'ensemble des grands produits de base. On s'attend à ce que les cours de l'énergie baissent de près de 3 % par suite du redressement de l'offre de pétrole après les interruptions de l'an dernier et d'une croissance vigoureuse de l'offre dans les pays non membres de l'OPEP, en Amérique du Nord notamment,

Ce dossier spécial a été préparé par Samya Beidas-Strom, Marina Rousset et Shane Streifel, avec le concours de Daniel Rivera Greenwood en matière de recherche, ainsi que d'Olivier Coibion et d'Akito Matsumoto.

**Graphique 1.DS.1. Indices des cours des produits de base du FMI**

(2005 = 100)



Source : Système des cours des matières premières du FMI.

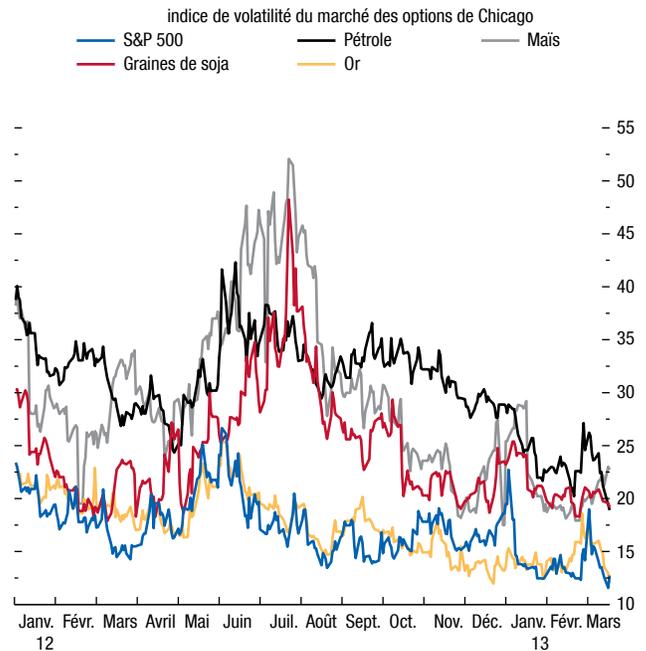
qui permettra aux États-Unis de continuer de réduire leurs importations de pétrole brut. D'après les projections, les cours des denrées alimentaires diminueront de plus de 2 % si les conditions climatiques sont normales et les récoltes meilleures, et ceux des boissons tomberont d'environ 12 % en raison d'une offre abondante. Seuls les cours des métaux devraient, selon les projections, enregistrer une tendance à la hausse (de plus de 3 %), ce qui s'inscrit dans la logique de la reprise économique mondiale et d'une augmentation de la demande, surtout en Chine.

Cependant, les perspectives d'une chute des cours des produits de base comportent un certain nombre d'aléas — au-delà de ceux d'une croissance plus faible ou plus forte de l'économie mondiale, dans les pays émergents plus particulièrement. Les chances d'une hausse des cours semblent plus élevées que celles d'une baisse. En ce qui concerne l'offre, un retour des problèmes qui ont pénalisé les marchés des métaux et de l'énergie au cours de la précédente décennie (accidents, retards dans les projets, pénuries d'équipements et de main-d'œuvre qualifiée) pourrait de nouveau provoquer des déficits d'offre et une hausse des cours. Une demande chinoise beaucoup plus forte, à des fins à la fois de consommation et de restockage, est un risque supplémentaire. Les tensions géopolitiques dans les régions productrices de pétrole du Moyen-Orient et d'Afrique, d'autres interruptions de l'offre dans les pays non membres de l'OPEP et un choc d'offre majeur sont également des sujets de préoccupation. En ce qui concerne les produits de base agricoles, des conditions climatiques (variable clé) toujours défavorables pourraient entraîner une hausse des cours des céréales, du maïs en particulier, dont les stocks sont à des niveaux historiquement bas. Les risques d'une baisse des cours sont principalement axés sur une remontée de l'offre d'énergie et de métaux, y compris la croissance plus forte que prévu de la production de gaz de schiste et de pétrole de réservoir compact aux États-Unis et l'actuelle surabondance de l'offre de métaux.

### Marché de l'énergie : évolution et perspectives

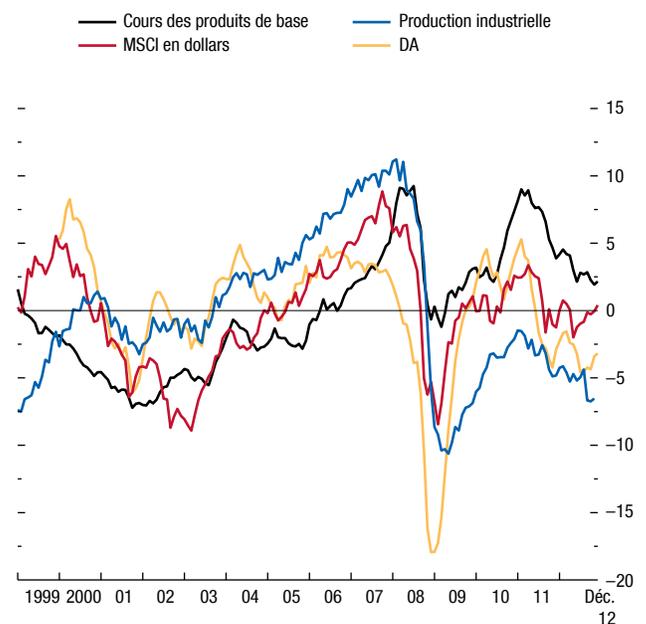
Bien qu'ils n'aient augmenté que de 1 % en 2012, les cours de l'énergie accusent depuis juin 2012 une progression de 15 %, tirée par la hausse du pétrole (19 %) et du gaz naturel aux États-Unis (35 %), du fait, dans ce dernier cas, d'un renforcement de la demande pour la production d'électricité (le gaz remplaçant le charbon) et de la réduction des forages de gaz naturel imputable au faible niveau des cours (graphique 1.DS.4, page 1). Des écarts continuent d'être observés entre les cours régionaux du gaz naturel, selon que ces cours sont étroitement liés à des contrats à long terme basés sur les cours du pétrole

**Graphique 1.DS.2. Indices de volatilité des marchés des actions et des produits de base**



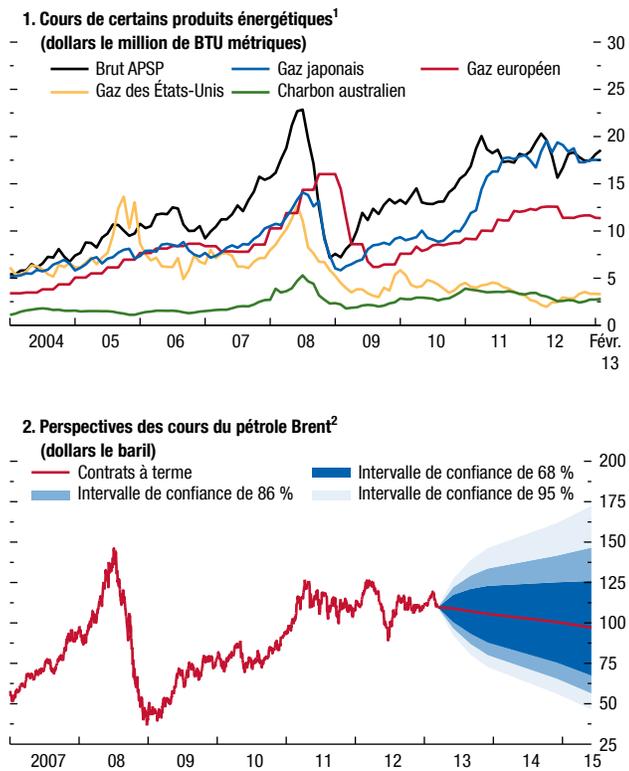
Source : Bloomberg L.P.

**Graphique 1.DS.3. Cours des produits de base et activité économique : principales composantes (Données épurées de la tendance)**



Sources : Système des cours des matières premières du FMI; Markit/Haver Analytics; calculs des services du FMI.  
Note : MSCI = indices des cours des actions MSCI; DA = indices des directeurs d'achat.

### Graphique 1.DS.4. Cours de l'énergie, perspectives des cours du pétrole



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

<sup>1</sup>APSP = cours moyen au comptant du pétrole; BTU = British thermal unit.

<sup>2</sup>Établis le 12 mars 2013 à partir des cours des options sur contrat à terme.

(comme au Japon, contrairement aux États-Unis) ou que ce lien est distendu (Europe). Les cours du gaz naturel liquéfié (GNL) ont diminué au Japon, la demande ayant ralenti après le bond dont s'est accompagnée la fermeture de réacteurs à la suite de la catastrophe de Fukushima, mais les cours demeurent élevés. Les cours du gaz naturel européen ont aussi baissé du fait de la diminution de la demande et d'une pénétration croissante des approvisionnements de gaz dont les cours sont fixés au comptant.

Comme l'indiquent les cours à terme, les cours de l'énergie, tirés principalement par ceux du pétrole brut, devraient normalement baisser en 2013 (graphique 1. DS.4, page 2). La chute des cours du pétrole brut reflète la hausse anticipée de la production dans les pays non membres de l'OPEP et, dans les pays industrialisés, le recul de la demande dû à l'efficacité accrue des véhicules et aux conséquences de l'augmentation des cours. Cependant, l'indice des cours du gaz naturel devrait progresser, du fait d'une hausse de 34 % de ces cours aux États-Unis qui aidera à soutenir un développement robuste du gaz de schiste. Au Japon, les cours du GNL devraient normalement poursuivre leur recul en raison d'une baisse de la demande à mesure que la production d'énergie nucléaire se redresse et que les cours du pétrole diminuent. On s'attend à ce que les cours du charbon baissent, l'offre augmentant et la demande étant modérée, en partie à cause de contraintes environnementales. Les facteurs d'incertitude qui pèsent sur les cours de l'énergie sont toutefois orientés à la hausse.

#### Pétrole

*Cours au comptant du brut* : depuis le début de 2011, les cours du pétrole brut sont demeurés nettement stables, mais à des niveaux élevés, avec un prix de vente moyen proche de 105 dollars le baril ces deux dernières années (graphique 1.DS.5, page 1). Ils ont été soutenus par les interruptions imputables à des événements géopolitiques dans plusieurs pays du Moyen-Orient et d'Afrique : l'embargo pétrolier de l'Union européenne, les sanctions prises par les États-Unis contre l'Iran et par d'autres interruptions inattendues, comme en mer du Nord. Le cours du West Texas Intermediate (WTI) est tombé nettement en deçà de celui du U.K. Brent par suite d'une accumulation de pétrole brut aux États-Unis due principalement à la nouvelle production de pétrole de réservoir compact au North Dakota et au Texas, mais aussi à une augmentation des importations de pétrole canadien. Les limitations imposées par les oléoducs freinent le transport de ces approvisionnements, vers les raffineries du Golfe du Mexique notamment, et les producteurs expédient actuellement le pétrole brut par voie ferrée ou fluviale, ce qui est une so-

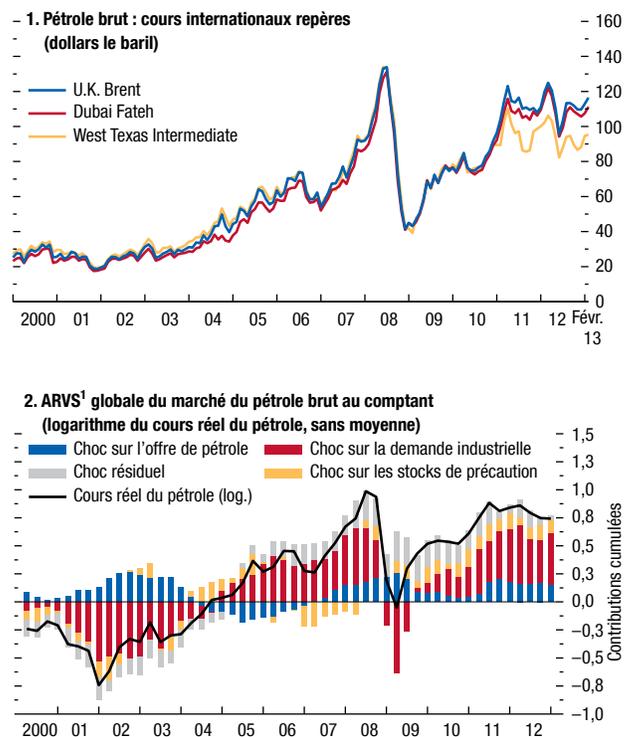
lution économique étant donné la différence considérable de prix. De nouveaux projets d'oléoducs sont en cours de réalisation, de même que l'inversion du flux d'oléoducs existants, ce qui se traduira éventuellement par une réduction de l'écart entre le Brent et le WTI.

*Déterminants des cours* : une demande globale plus faible (représentée par la variation logarithmique de la production industrielle mondiale) et le recul des autres composantes de la demande (en d'autres termes les stocks), parallèlement à une réaction positive de l'offre, expliquent les pressions à la baisse qui se sont exercées sur les cours au comptant du pétrole brut pendant les deuxième et troisième trimestres de 2012 (graphique 1. DS.5, page 2). Cependant, ces cours ont commencé à se redresser au quatrième trimestre, l'offre de l'OPEP diminuant et les tensions géopolitiques s'intensifiant, ce qui a été à l'origine de la constitution d'une demande de précaution (stocks). Dans une récente analyse, les services du FMI indiquent que les chocs sur l'offre et la demande (de flux et de précaution) ont été des facteurs déterminants des cours au comptant du pétrole (Beidas-Strom et Pescatori, à paraître).

*Demande* : la demande mondiale de pétrole a augmenté de 1 %, soit 0,9 million de barils par jour (mbj), en 2012, les pays membres de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) enregistrant un recul de 0,6 mbj et les pays non membres une progression de 1,5 mbj (graphique 1.DS.6, page 1). Dans les pays de l'OCDE, la demande de pétrole a diminué de 9 % (soit 4,5 mbj) depuis 2005 du fait de la hausse des cours, d'une efficacité accrue et de la récession, autant de facteurs qui devraient normalement encore avoir une incidence en 2013 et par la suite. Si, dans les pays émergents, elle n'a pas été aussi forte que ces dernières années, elle a augmenté de 1,6 mbj au cours du deuxième semestre de 2012, tirée par le Brésil, la Chine et des pays du Moyen-Orient et d'Asie. Ces pays émergents devraient normalement être à l'origine de toute la croissance de la demande mondiale en 2013, qui, selon les projections, dépassera légèrement 0,8 mbj.

*Offre* : l'offre mondiale de pétrole a progressé de 2,5 mbj en 2012, soit nettement plus que la demande, de sorte que plus de 1 mbj a été stocké (graphique 1. DS.6, page 2). La majeure partie de cette croissance est attribuable à l'OPEP (1,9 mbj) et, en premier lieu, au rebond de la production libyenne, puis à la hausse de la production en Arabie saoudite et en Irak. Toutefois, l'offre de l'OPEP a diminué pendant le quatrième trimestre, du fait essentiellement du recul observé en Arabie saoudite, d'interruptions au Nigéria et de l'incidence continue des sanctions et des embargos contre l'Iran. La faiblesse de

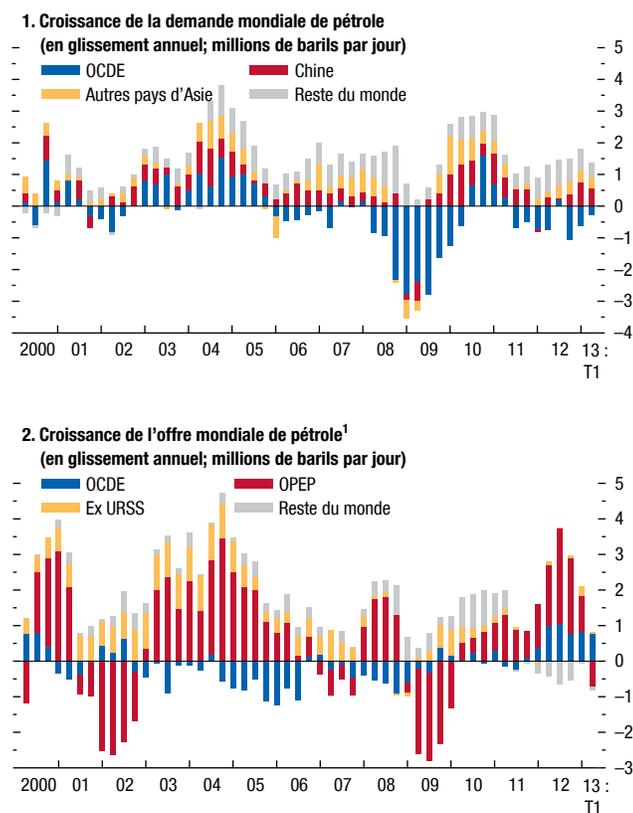
**Graphique 1.DS.5. Cours du pétrole brut et modèle d'ARVS<sup>1</sup>**



Sources : Système des cours des matières premières du FMI; Beidas-Strom et Pescatori (à paraître).

<sup>1</sup>ARVS = autorégression vectorielle structurée.

## Graphique 1.DS.6. Perspectives du marché du pétrole



Sources : Agence internationale de l'énergie; estimations des services du FMI.  
Note : OCDE = Organisation de coopération et de développement économiques.  
Les données pour 13 : T1 sont des estimations des services.  
<sup>1</sup>OPEP = Organisation des pays exportateurs de pétrole.

la demande et l'augmentation de l'offre restent un sujet de préoccupation pour l'OPEP qui souhaite, a-t-elle annoncé, maintenir les cours du pétrole aux environs de 100 dollars, niveau correspondant en général à son seuil de rentabilité qui est relativement élevé. L'offre des pays non membres de l'OPEP a augmenté de 0,6 mbj en 2012, sous l'impulsion des États-Unis et du Canada et, dans une moindre mesure, de la Chine et de la Russie, ce qui a plus que compensé les pertes de production dans les autres régions. La production des pays non membres de l'OPEP devrait normalement progresser de 1 mbj en 2013, dépassant légèrement la croissance de la demande.

*Volants de sécurité* : en raison de l'évolution de l'offre et de la demande pendant le quatrième trimestre de 2012 et (selon les estimations) le premier trimestre de 2013, on a observé une baisse saisonnière des stocks des pays de l'OCDE et une augmentation des capacités inutilisées de l'OPEP, qui restent cependant à des niveaux inférieurs à leur moyenne historique (graphique 1.DS.7).

## Marché des denrées alimentaires : évolution et perspectives

*Cours* : les cours des denrées alimentaires se situent en deçà des chiffres élevés atteints récemment grâce à une amélioration des perspectives de l'offre, mais les marchés demeurent tendus à cause du volume historiquement faible des stocks (graphique 1.DS.8). En outre, ils continuent d'être soutenus par le niveau élevé de ceux des intrants qui se répercutent par divers circuits, dont les carburants, les engrais et les biocarburants<sup>7</sup>. Les cours des céréales ont diminué par rapport aux pics enregistrés en 2012, la production de maïs et de blé ayant été nettement plus faible à cause de très fortes chaleurs aux États-Unis et d'une sécheresse en Europe de l'Est et en Asie centrale. Le recul des cours des graines oléagineuses et des huiles alimentaires a été plus sensible en raison de meilleures perspectives pour la production de soja en Amérique du Sud et l'huile de palme en Asie orientale. Les cours du riz ont été relativement stables ces trois dernières années, les marchés restant bien approvisionnés.

*Perspectives* : d'après les projections, les cours des denrées alimentaires fléchiront tout en restant vraisemblablement élevés pendant le premier semestre de 2013 à cause d'un resserrement de l'offre, surtout de maïs, de soja et de blé (graphique 1.DS.9, page 1). Des variations excessives des cours du maïs et du blé à un horizon de neuf mois

<sup>7</sup>Le carburant utilisé pour les machines agricoles et le transport représente une fraction importante des coûts de production et les engrais ont eux aussi une composante coût de l'énergie significative. La production de biocarburants, qui est détournée de l'offre de denrées alimentaires, accroît la demande globale de céréales.

sont plus probables que lors des *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2012, ce qui indique que les facteurs de hausse ont légèrement augmenté (graphique 1.DS.9, page 2). Ces facteurs sont le faible niveau des stocks, les mauvaises conditions climatiques, les éventuelles réactions des pouvoirs publics au resserrement des marchés (interdictions d'exporter par exemple) et les cours plus élevés que prévu du pétrole. En outre, l'augmentation de la production de biocarburants pourrait détourner des céréales du secteur alimentaire<sup>8</sup>.

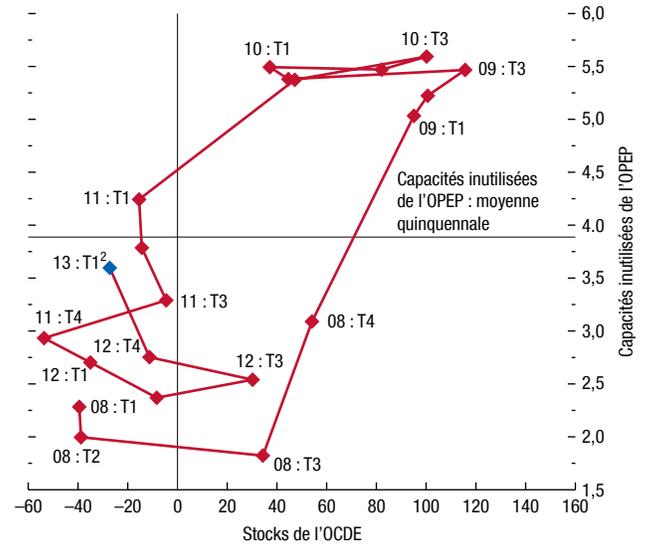
Dans l'intervalle, les risques d'une hausse des cours du soja se sont atténués, mais ceux d'une baisse sont apparus.

**Équilibre :** dans un climat marqué par l'anticipation d'un léger rebond de l'activité mondiale en 2013, la croissance de la demande de denrées alimentaires devrait normalement rester robuste (graphique 1.DS.9, page 3). La demande des principaux produits est pour l'essentiel tirée par les pays émergents, la Chine notamment. Bien que la situation de l'offre se soit améliorée après les perturbations de 2012, on ne s'attend pas à ce que les stocks soient intégralement reconstitués. Dans l'ensemble, les ratios mondiaux stocks/consommation actuels restent faibles et devraient, selon les estimations, tomber en 2013 en deçà de leurs niveaux historiques et de ceux de 2012 dans le cas de la plupart des principales céréales et graines oléagineuses (graphique 1.DS.9, page 4).

**Principales cultures :** le maïs est particulièrement sensible aux chocs de l'offre, son ratio stocks/consommation étant le plus faible de toutes les principales denrées. Les conditions de culture au Brésil semblent favorables et, en conséquence, les rendements du soja devraient augmenter selon les projections. Malgré une nette amélioration cette année, les perspectives de rendement des régions cultivées en Argentine sont inférieures aux anticipations du marché, de fortes pluies ayant retardé l'ensemencement et une sécheresse menaçant les récoltes de maïs et de soja. Jusqu'à ce que régressent les incertitudes concernant les perspectives de production aux États-Unis, premier pays producteur de ces deux denrées, il est peu probable que les cours diminuent considérablement. Le resserrement du marché du maïs et du soja est en outre favorisé par la production d'éthanol et de biodiesel. Bien que leur production et leur consommation aient diminué en 2012, ces deux denrées devraient normalement se redresser vigoureusement d'ici à la fin de l'année. En ce qui concerne les principales céréales, on s'attend cette année à un écart

<sup>8</sup>L'incidence de l'accroissement de la production de biocarburants sur les cours des denrées alimentaires n'est pas directe, mais dépend de divers facteurs, dont les progrès technologiques et les décisions des pouvoirs publics.

**Graphique 1.DS.7. Volant de sécurité des marchés pétroliers<sup>1</sup>**  
(Données allant de janvier 2008 à janvier 2013)

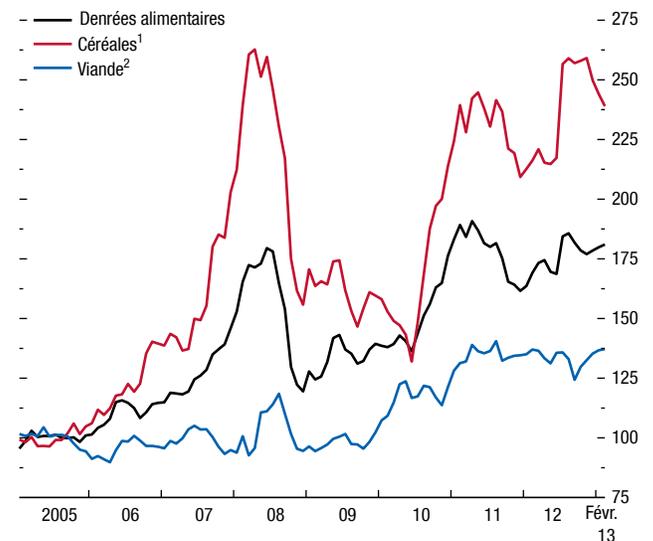


Sources : Agence internationale de l'énergie; U.S. Energy Information Administration; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Stocks de l'OCDE; écarts par rapport à la moyenne quinquennale (millions de barils) sur l'axe des abscisses; capacités inutilisées effectives (millions de barils par jour) de l'OPEP sur l'axe des ordonnées (exception faite de l'Irak et du Nigéria pour l'ensemble de la période, du Venezuela jusqu'en février 2012, de la Libye depuis novembre 2011 et de l'Iran depuis mars 2012).

<sup>2</sup>Estimations pour les capacités inutilisées de mars et les stocks de février/mars.

**Graphique 1.DS.8. Indices des cours des denrées alimentaires du FMI**  
(2005 = 100)



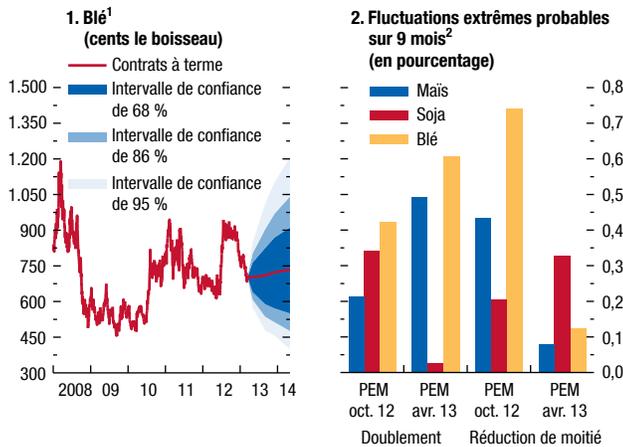
Source : Système des cours des matières premières du FMI.

<sup>1</sup>Blé, maïs, riz et orge; moyenne pondérée.

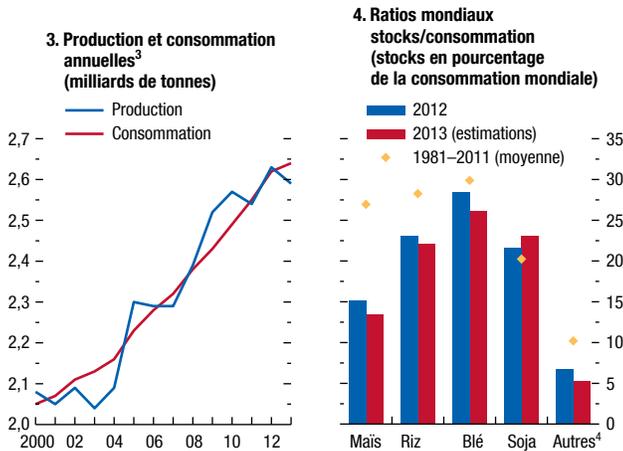
<sup>2</sup>Bœuf, mouton, porc et volaille; moyenne pondérée.

**Graphique 1.DS.9. Denrées alimentaires : cours et stocks**

**Prix agricoles : perspectives**



**Marchés mondiaux des denrées alimentaires : équilibres**



Sources : Bloomberg, LP; U.S. Department of Agriculture; Système des cours des matières premières du FMI; estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Établies à partir des cours des contrats à terme/options le 12 mars 2013.

<sup>2</sup>Établies à partir des cours des contrats à terme/options les 11 septembre 2012 et 12 mars 2013.

<sup>3</sup>Somme des principales céréales et graines oléagineuses : orge, maïs, millet, riz, seigle, sorgho, blé, graines de palmier, graines de colza, soja et graines de tournesol.

<sup>4</sup>Autres céréales et graines oléagineuses : orge, millet, graines de palmier, graines de colza, seigle, sorgho et graines de tournesol.

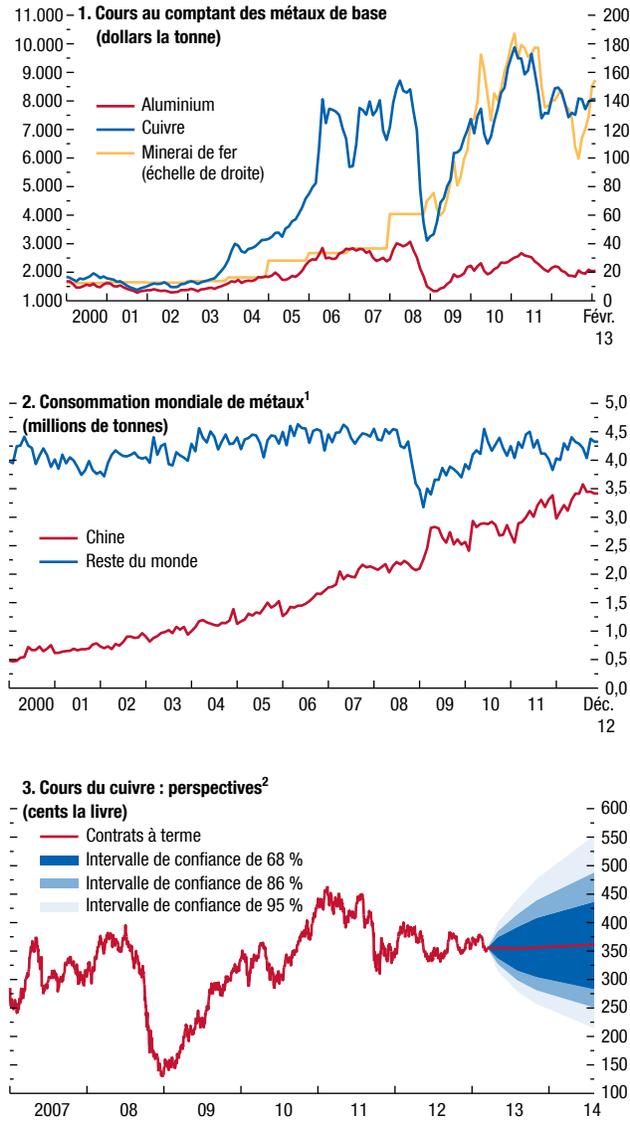
en pourcentage sans précédent entre la consommation et la production de *blé*, ce qui exerce des tensions sur des stocks mondiaux déjà en recul. En revanche, le marché du *riz* semble adéquatement approvisionné et, d'après les projections, la production de 2013 devrait atteindre des niveaux records et répondre largement aux besoins de la demande mondiale.

**Marchés des métaux : évolution et perspectives**

*Cours* : les cours des métaux ont en général baissé depuis le début de 2011 — après un restockage considérable en Chine et une forte augmentation des stocks — sous l'effet d'un ralentissement de la consommation et de la faiblesse de la demande d'importation en Chine (graphique 1.DS.10, pages 1 et 2). Cependant, ils se sont redressés au quatrième trimestre de 2012 et au début de 2013 grâce à une amélioration du sentiment macroéconomique. Pour certains métaux (comme le cuivre), les cours sont demeurés élevés, l'offre continuant d'éprouver des difficultés; pour d'autres (comme l'aluminium), ils se sont récemment installés dans la partie supérieure de la courbe des coûts du secteur, aussi les risques d'une baisse sont-ils nettement plus faibles. Les cours de l'aluminium sont restés relativement bas pendant la dernière décennie en raison d'importants investissements dans les fonderies (en Chine et au Moyen-Orient). Néanmoins, le marché continue d'être quelque peu tendu à l'heure actuelle : les mécanismes de financement des entrepôts font en sorte qu'une grande partie des stocks n'est pas disponible sur le marché.

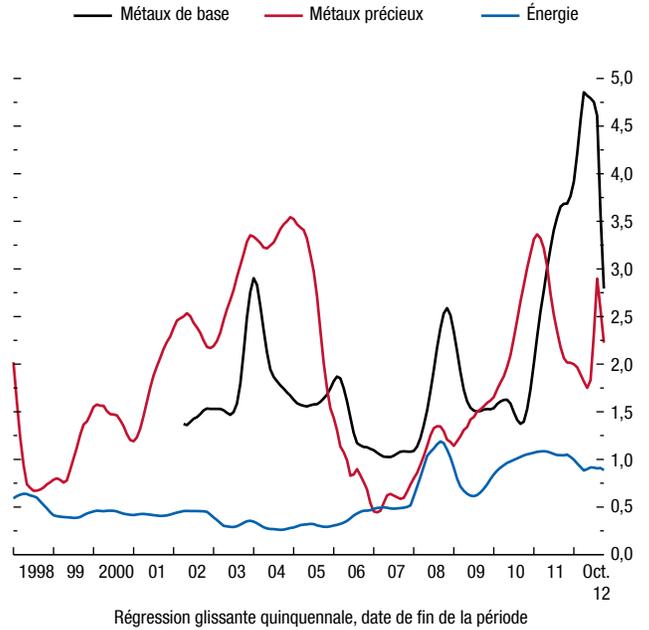
*Perspectives* : les perspectives des cours des métaux sont étroitement liées à l'évolution de la situation en Chine, pays qui consomme plus de 40 % de l'ensemble des métaux. La croissance de la demande dans ce pays devrait normalement être faible, l'économie s'orientant davantage vers les services. Il existe toujours des plans de grands projets d'infrastructure, ce qui risque de faire monter les cours (graphique 1.DS.10, page 3). D'importantes réserves doivent être formulées quant aux cours à terme, car leur capacité de prédiction semble plus faible (Chinn et Coibion, à paraître). En 2009 et en 2010 par exemple, les cours du cuivre ont augmenté de plus de 100 %, alors que les contrats à 12 mois prédisaient une hausse de 3 % seulement. Les profils pour d'autres métaux, comme le plomb, nickel et l'étain, ont été analogues. En revanche, les cours à terme du pétrole et du gaz naturel ont donné des prévisions beaucoup plus fiables sur les variations des cours sur ces marchés pendant la même période. Le graphique 1.DS.11 indique le recul de la capacité de prédiction des cours à terme et l'augmentation de leur instabilité pour les divers marchés des produits de base.

**Graphique 1.DS.10. Métaux : cours, demande et perspectives**



Sources : Bloomberg, LP; Système des cours des matières premières du FMI; Office mondial des statistiques du métal; estimations des services du FMI.  
<sup>1</sup>Aluminium, cuivre, plomb, nickel, étain, zinc.  
<sup>2</sup>Établies le 12 mars 2013 à partir des cours des contrats à terme/options.

**Graphique 1.DS.11. Baisse de la capacité de prédiction des cours à terme des produits de base (Écart moyen par rapport à l'impartialité des cours à terme)**



Sources : Bloomberg, LP; Chinn et Coibion (à paraître).

### Encadré 1.1. La grande divergence entre les politiques économiques

Par rapport aux trois précédentes reprises mondiales, la reprise actuelle suit une trajectoire inhabituelle<sup>1</sup>. Plus précisément, elle est marquée par deux fortes divergences : d'une part entre l'activité des pays avancés et celle des pays émergents (divergence que nous avons déjà notée dans les *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2012 et qui s'est poursuivie depuis lors<sup>2</sup>) et, d'autre part, entre les politiques monétaire et budgétaire, cette divergence s'étant accentuée ces deux dernières années. Dans le présent encadré, nous examinons brièvement la première divergence, puis analysons en profondeur la seconde.

#### Forte divergence au niveau de l'activité

Dans l'ensemble, la reprise mondiale a suivi la trajectoire des reprises antérieures (graphique 1.1.1). Cependant, on constate une forte divergence entre les pays avancés et les pays émergents. Plus précisément, la reprise n'a jamais été aussi faible dans les premiers et aussi forte dans les seconds. Les pays avancés ont été le moteur des précédentes reprises mondiales, alors que les pays émergents contribuent pour la plus grande part à la reprise en cours. Compte tenu des prévisions actuelles, la forte divergence entre les deux groupes de pays se poursuivra sans doute au cours des prochaines années.

#### Grande divergence entre les politiques économiques

Les orientations opposées des politiques budgétaire et monétaire, surtout dans les pays avancés, sont la seconde caractéristique originale de la présente reprise, alors que ces orientations étaient les mêmes lors des précédentes reprises. Étant donné que l'attention est concentrée sur leurs propriétés conjoncturelles, nous utilisons pour ces politiques des mesures spécifiques (les dépenses publiques primaires réelles, le taux d'intérêt à court terme et le taux de croissance des actifs de la banque centrale)

Cet encadré a été préparé par M. Ayhan Kose, Prakash Loungani et Marco E. Terrones, avec le concours d'Ezgi Ozturk, Bennet Voorhees et Tingyun Chen en matière de recherche.

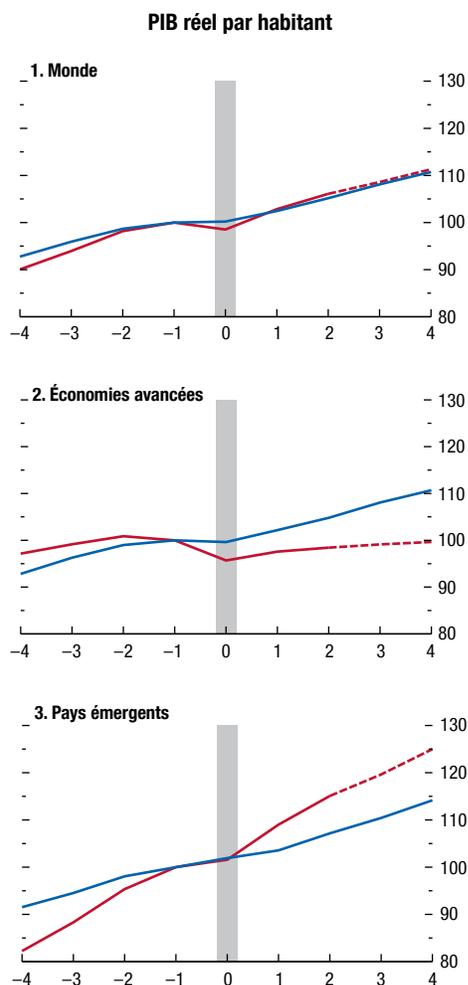
<sup>1</sup>Le présent encadré porte principalement sur les reprises qui ont suivi les quatre récessions mondiales des 50 dernières années (1975, 1982, 1991 et 2009). Il faut entendre par récession mondiale une baisse du PIB réel par habitant accompagnée d'un recul généralisé des autres indicateurs de l'activité mondiale, plus précisément la production industrielle, le commerce, les flux de capitaux, la consommation de pétrole et l'emploi. Une reprise mondiale est le rebond de l'activité enregistré pendant les trois ou quatre années qui suivent la récession. Pour un examen approfondi des récessions et reprises mondiales, voir Kose, Loungani et Terrones (2013).

<sup>2</sup>Voir l'encadré 1.2 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2012.

### Graphique 1.1.1. Divergence entre les reprises<sup>1</sup>

(Années en abscisse; indice 100 pour l'année qui précède la récession mondiale)

— Reprise après la Grande Récession<sup>2</sup>  
— Moyenne des précédentes récessions (1975, 1982, 1991)  
■ Année de la récession mondiale



Source : estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Les agrégats sont pondérés sur la base de la parité de pouvoir d'achat.

<sup>2</sup>Les courbes en tirets indiquent les prévisions des PEM.

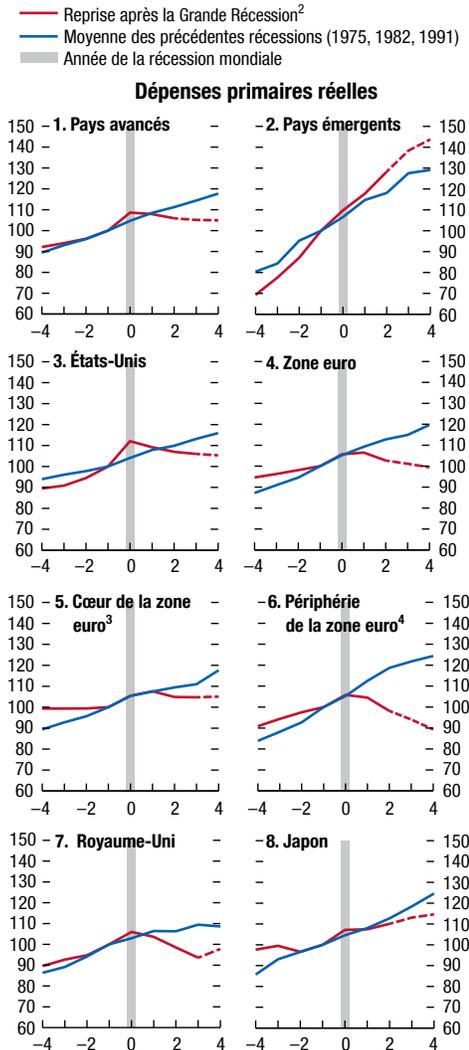
qui permettent de bien comprendre ces propriétés (Kaminsky, Reinhart, et Végh, 2005). D'autres indicateurs (comme le ratio déficit public/PIB et les taux d'intérêt réel à court terme) sont souvent à l'origine de signaux bruyants sur l'orientation des politiques.

En ce qui concerne la politique budgétaire, les trajectoires actuelles et prévues des dépenses publiques

Encadré 1.1 (suite)

**Graphique 1.1.2. Dépenses publiques pendant les récessions et reprises mondiales<sup>1</sup>**

(Années après la récession mondiale en abscisse; indices = 100 pendant l'année qui précède la récession mondiale)



Sources : FMI, base de données Public Finances in Modern History; Banque mondiale, base de données des indicateurs du développement dans le monde; estimations des services du FMI.

<sup>1</sup> Les agrégats sont pondérés sur la base de la parité de pouvoir d'achat.

<sup>2</sup> Les courbes en tirets indiquent les prévisions des Perspectives.

<sup>3</sup> France et Allemagne.

<sup>4</sup> Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal.

dans les pays avancés sont très différentes de celles des précédentes reprises, lorsque la politique était résolument expansionniste, avec des augmentations des dépenses primaires réelles. Dans certains pays avancés, les États-Unis surtout, la relance budgétaire amorcée au début de la crise financière était beaucoup plus importante que lors des précédentes récessions. Toutefois, elle a été retirée rapidement lors de la reprise qui s'ensuivit. Plus précisément, les dépenses ont diminué pendant les deux premières années de la présente reprise mondiale et devraient, selon les projections, continuer de baisser légèrement au cours des années à venir (graphique 1.1.2).

Cette trajectoire a aussi été suivie dans les grands pays avancés, la zone euro et le Royaume-Uni s'écartant nettement des politiques classiques appliquées auparavant en matière de dépenses publiques<sup>3</sup>. Dans les pays émergents, la reprise actuelle s'est par contre accompagnée d'une politique budgétaire plus expansionniste que par le passé, ce qui était possible en raison de leur position budgétaire plus forte.

Dans les pays avancés, la politique monétaire a été exceptionnellement plus accommodante lors de la dernière reprise (graphique 1.1.3). En particulier, les taux directeurs ont été ramenés à des niveaux historiquement bas et les bilans des banques centrales des grands pays avancés se sont gonflés de manière spectaculaire (graphique 1.1.4). Dans les pays émergents, la politique monétaire a beaucoup plus soutenu l'économie que par le passé.

*Comment expliquer la divergence entre les politiques?*

La relance budgétaire prudente et le rythme de la consolidation qui ont marqué les présentes récession et reprise s'expliquent vraisemblablement par des ratios dette publique/PIB élevés et l'ampleur des déficits. Les pays avancés sont entrés dans la Grande Récession avec un endettement beaucoup plus important (graphique 1.1.5), imputable à une combinaison de facteurs (entre autres, les politiques budgétaires expansionnistes suivies avant la récession, les mesures de soutien au secteur financier et les pertes substantielles de recettes provoquées par la gravité de la récession). Le niveau actuellement élevé du déficit de certains pays avancés tient

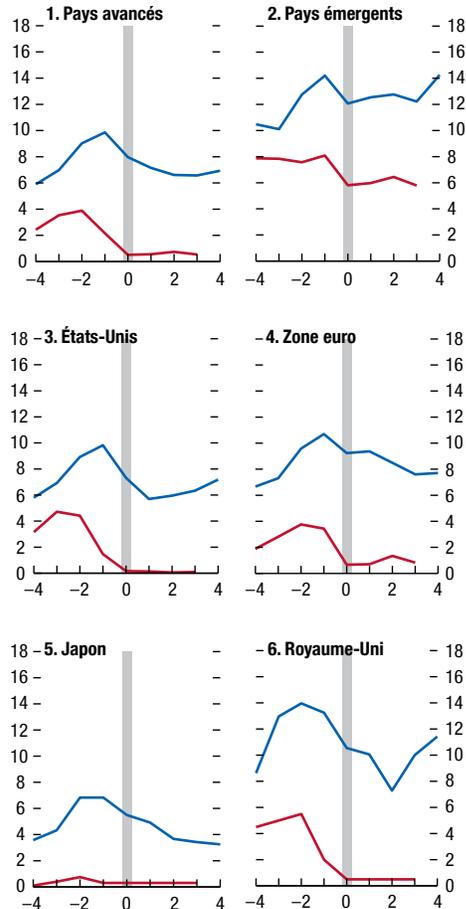
<sup>3</sup> Pour des raisons de simplicité, nous prenons la moyenne des trois précédentes reprises, mais la trajectoire générale indiquée par cette moyenne est valable pour chaque reprise (Kose, Loungani et Terrones, 2013). Les conclusions relatives aux dépenses primaires ne varient guère lorsque les pays périphériques de la zone euro sont exclus de l'échantillon de pays avancés.

Encadré 1.1 (suite)

**Graphique 1.1.3. Taux d'intérêt à court terme pendant les récessions et reprises mondiales<sup>1</sup>**

(En pourcentage; années après la récession mondiale en abscisse)

— Reprise après la Grande Récession  
 — Moyenne des précédentes récessions (1975, 1982, 1991)  
 ■ Année de la récession mondiale



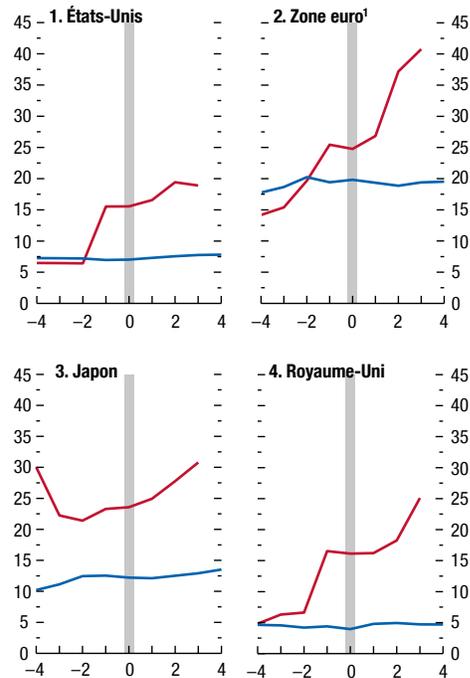
Sources : Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Les agrégats sont pondérés en fonction du marché par le PIB en dollars; les observations ne sont pas prises en compte dans le cas des pays enregistrant une inflation supérieure de 50 % à celle de l'année précédente. Taux directeur utilisé à titre de série principale. Données sur les bons du Trésor à 3 ou 4 mois utilisées à titre auxiliaire si la série de données était plus longue.

**Graphique 1.1.4. Avoirs de la banque centrale dans les principaux pays avancés pendant les récessions et reprises mondiales**

(En pourcentage du PIB avant la récession mondiale; années après la récession mondiale en abscisse)

— Reprise après la Grande Récession  
 — Moyenne des précédentes récessions (1975, 1982, 1991)  
 ■ Année de la récession mondiale



Sources : Banque d'Angleterre; Eurostat; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; Banque mondiale, base de données des indicateurs du développement dans le monde; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Les agrégats sont pondérés en fonction du marché par le PIB en dollars.

**Encadré 1.1 (fin)**

en partie à un effondrement des recettes. Par ailleurs, les crises de la dette souveraine dans certains pays périphériques de la zone euro et les problèmes d'accès au marché exercent sur leurs autorités des pressions pour qu'elles accélèrent leurs plans d'assainissement des finances publiques<sup>4</sup>. En même temps, la marge de manœuvre des autorités monétaires était plus importante, les taux d'inflation étant nettement plus faibles au début de la présente récession (graphique 1.1.6).

Les éléments de preuve exposés dans le présent encadré ne permettent pas de juger si le dosage des différentes politiques lors des actuelles récession et reprise était adéquat<sup>5</sup>. La réaction des autorités a peut-être été judicieuse étant donnée la marge de manœuvre dont

les pays avancés disposaient en matière budgétaire et monétaire. Toutefois, il y a aussi des sujets de préoccupation. Malgré une politique monétaire efficace, les autorités ont dû recourir à des mesures non classiques. Même avec ces mesures, les taux d'intérêt nuls et l'étendue des perturbations financières pendant la crise ont réduit cette efficacité. Conjugué à l'ampleur des capacités inutilisées de ces pays, cela a pu amplifier l'impact des politiques budgétaires restrictives<sup>6</sup>. En conséquence, après quatre années de faible reprise, les autorités doivent peut-être s'inquiéter du risque de surexposition de la politique monétaire, dont on exige plus que traditionnellement.

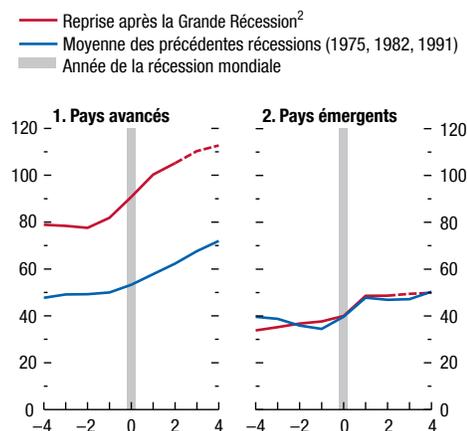
<sup>4</sup>Des réformes structurelles (des marchés du travail et des biens et services, par exemple) sont en outre cruciales pour les pays en crise afin qu'ils redeviennent compétitifs et même progressent dans la chaîne de valeur.

<sup>5</sup>Il existe de nombreux ouvrages sur les facteurs à l'origine de la lenteur de la reprise dans les pays avancés. Certaines études soutiennent que les reprises suivant les crises financières sont en général plus faibles et plus lentes; d'autres insistent sur l'importance des niveaux relativement élevés d'incertitude macroéconomique et politique (pour plus de précisions, voir : Reinhart et Rogoff, 2009; Claessens, Kose et Terrones, 2012; et Bloom, Kose et Terrones, 2013).

<sup>6</sup>De nombreux ouvrages analysent l'efficacité des politiques budgétaire et monétaire dans des cas analogues. En ce qui concerne l'efficacité des politiques budgétaires, voir Blanchard et Leigh, 2013; Christiano, Eichenbaum et Rebelo, 2011; et Auerbach et Gorodnichenko, 2012. Pour ce qui est de l'efficacité des politiques monétaires, voir, entre autres, Eggertsson et Woodford, 2003; Krishnamurthy et Visiting-Jorgensen, 2011; Carvalho, Eusipe et Grisse, 2012; et Swanson et Williams, 2013. D'aucuns soutiennent que les politiques monétaires accommodantes doivent aller de pair avec des politiques budgétaires expansionnistes, surtout dans le cas des pays disposant d'un espace budgétaire suffisant (Corsetti, 2012; De Grauwe et Ji, 2013; Werning, 2012; Turner, 2013; McCulley et Pozsar, 2012).

**Graphique 1.1.5. Ratios dette publique/PIB pendant les récessions et reprises mondiales<sup>1</sup>**

(En pourcentage du PIB avant la récession mondiale; années après la récession mondiale en abscisse)

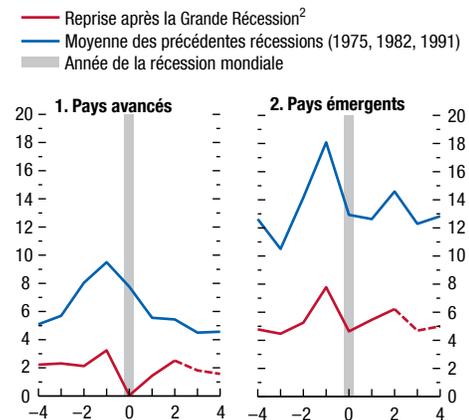


Sources : FMI, base de données Public Finances in Modern History; Banque mondiale, base de données des indicateurs du développement dans le monde; estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Les agrégats sont pondérés en fonction du marché par le PIB en dollars.  
<sup>2</sup>Les courbes en tirets indiquent les prévisions des Perspectives.

**Graphique 1.1.6. Inflation pendant les récessions et reprises mondiales<sup>1</sup>**

(En pourcentage; années après la récession mondiale en abscisse)



Source : estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Les agrégats sont pondérés en fonction du marché par le PIB en dollars; les observations ne sont pas prises en compte dans le cas des pays enregistrant une inflation supérieure de 50 % à celle de l'année précédente.

<sup>2</sup>Les courbes en tirets indiquent les prévisions des PEM.

## Encadré 1.2. Surendettement public et résultats du secteur privé

Dans certains pays avancés, la croissance rapide de la dette publique, parallèlement à de faibles résultats économiques, pourrait s'expliquer par le jeu des mécanismes du surendettement. Les ouvrages sur le surendettement posent en principe que des stocks de dette élevés freinent l'activité et rendent moins probable le remboursement intégral de la dette; au-delà d'un seuil donné, toute augmentation de la dette nominale peut en fait réduire le montant total anticipé (la valeur actuelle) des paiements au titre de la dette (Myers, 1977; et Krugman, 1988). À l'inverse, sur la pente descendante de ce que l'on appelle la courbe de Laffer (lorsque la valeur de la dette amoindrit sa valeur nominale), la restructuration de la dette peut être une opération avantageuse, à la fois pour les créanciers et les débiteurs.

### *Les effets sur l'activité d'un endettement élevé*

Le surendettement peut influencer sur l'activité de diverses façons. Des paiements élevés au titre de la dette peuvent provoquer une baisse de l'investissement public et, partant, de l'investissement privé<sup>1</sup>. Un fort endettement peut limiter la portée des politiques budgétaires contracycliques, accroissant ainsi l'instabilité et freinant l'activité du secteur privé. En outre, il peut réduire les incitations de l'État à engager des réformes stabilisatrices et stratégiques visant à soutenir la croissance, dont le produit serait affecté au service de la dette extérieure. À mesure qu'augmente le risque d'une fiscalité génératrice de distorsions sur les bénéficiaires, les revenus du capital et les actifs, il risque en général de décourager l'épargne et l'investissement privés. Cela, de nouveau, nuit à la croissance et aggrave le surendettement.

Beaucoup de travaux empiriques sur le surendettement s'efforcent d'en identifier le «seuil» au-delà duquel la relation entre la dette et la croissance devient négative. Les résultats sont dans l'ensemble analogues : au-dessus d'un seuil d'environ 95 % du PIB, une hausse de 10 points de pourcentage du ratio dette/PIB va de pair avec un recul de la croissance annuelle de l'ordre de 0,15 à 0,20 point de pourcentage (Kumar et Woo, 2010; Caner, Grennes et Koehler-Geib, 2010; Cecchetti, Mohanty et Zampolli, 2011; et Ursua et Wilson, 2012).

Cet encadré a été préparé principalement par Romain Ranciere, avec le concours de Bennet Voorhees et de Tingyun Chen en matière de recherche.

<sup>1</sup>Clements, Bhattacharya et Nguyen (2003) ont constaté que, dans le cas des pays à faible revenu, chaque point de pourcentage de PIB d'augmentation du service de la dette aboutit à un recul de l'investissement public de l'ordre de 0,2 point de PIB.

Les études empiriques sur les effets économiques du surendettement ont toutefois des limites. Dans les pays très endettés par exemple, la croissance peut être faible pour d'autres raisons que les modèles économétriques ne saisissent pas en général. En fait, certaines études ne constatent aucune relation de cause à effet entre une dette élevée et une croissance faible. D'après le Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'octobre 2012, les pays dont la dette dépasse 100 % du PIB enregistrent une croissance moins rapide; cependant, l'activité dans les pays où des ratios d'endettement élevés diminuent est plus forte que dans ceux où des ratios d'endettement faibles augmentent. Les estimations qui définissent les fourchettes au-delà desquelles la dette devient un problème sont souvent assorties d'importants intervalles de confiance (en général entre 10 et 15 points de pourcentage autour du seuil). Enfin, la plupart des études de régression transnationales ne modélisent pas directement les circuits par lesquels la dette du secteur public influe sur la croissance.

### *Les effets d'un endettement élevé en Irlande et en Grèce*

Le présent encadré reconnaît qu'une augmentation de la dette publique n'a pas la même incidence sur tous les segments de l'économie et utilise des données microéconomiques pour obtenir des informations sur les circuits par lesquels le surendettement peut opérer. Plus précisément, il explore les canaux de transmission des risques de stress budgétaire et souverain qui vont de pair avec des niveaux d'endettement élevés dans deux pays périphériques de la zone euro, l'Irlande et la Grèce<sup>2</sup>. En cas de hausse rapide de la dette publique, les entreprises peuvent s'attendre à une augmentation de la fiscalité et une baisse des dépenses publiques, ainsi qu'à d'autres coûts, y compris ceux liés à une éventuelle défaillance souveraine. En anticipation de tels coûts, leur évaluation boursière diminue. Par contre, une restructuration de la dette pourrait se traduire par une amélioration des résultats des entreprises et une hausse des évaluations boursières. À la différence des ouvrages existants, l'objectif de la présente analyse n'est pas d'évaluer l'incidence des variations de la dette globale sur la croissance globale, mais de permettre de mieux comprendre les effets potentiels de répartition entre les secteurs de l'économie.

<sup>2</sup>Les résultats s'inspirent de Imbs et Ranciere (2012), étude qui contient des conclusions portant sur une gamme plus large de pays européens.

**Encadré 1.2 (suite)**

Les sauvetages à grande échelle des secteurs financiers par les États et la restructuration des dettes souveraines offrent un terrain d'analyse quasiment idéal pour l'étude de ce circuit. La première solution va en général de pair avec des transferts considérables de valeur des États aux banques, y compris leurs créanciers étrangers, et le résultat est inverse avec la seconde si les banques détiennent d'importants avoirs de titres publics restructurés dans leurs livres. L'analyse porte essentiellement sur l'annonce de deux événements de cette nature : le sauvetage du secteur financier irlandais le 29 septembre 2008 et la restructuration de la dette grecque le 21 février 2012. Ces deux événements ont profondément modifié la dette souveraine<sup>3</sup> et nous analysons dans les deux cas les rendements boursiers anormaux cumulés des entreprises comme dans le modèle suivant :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i RM_t + \sum_{\tau=t_1}^{t_1+2} \delta_{\tau} D_{\tau,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1.2.1)$$

où :  $\alpha_i$  est un point d'intersection propre aux entreprises,  $R_{i,t}$  le rendement boursier de l'entreprise  $i$  au moment  $t$ ,  $RM_t$  le rendement boursier global au moment  $t$  pour l'Irlande ou la Grèce et  $D_{\tau,t}$  une variable-indicateur qui prend la valeur 1 au moment  $t_j$ , date où le sauvetage ou la restructuration est annoncé et les deux jours suivants. Plus précisément, nous indiquons les rendements anormaux cumulés de la période de trois jours, en d'autres termes la somme des estimations de  $\delta_{\tau}$ <sup>4</sup>. Il convient de souligner que cette approche ne prend pas en compte les rendements anormaux réalisés en anticipation de ces deux événements<sup>5</sup>.

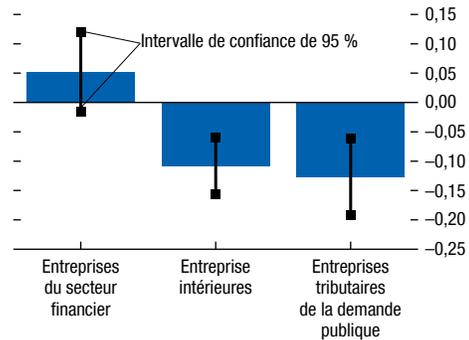
Pour voir l'incidence qu'ont eue ces événements sur différents segments de l'économie, nous examinons trois sous-ensembles d'entreprises : entreprises financières, entreprises intérieures — qui, par définition, n'ont pas d'avoirs extérieurs (Grèce) ou ont moins de 20 % de ces avoirs (Irlande) — et entreprises exerçant

<sup>3</sup>En Irlande, le coût budgétaire du sauvetage se chiffre à 41 % du PIB et le ratio dette/PIB est passé de 24 % en 2007 à 65 % en 2009 (Laeven et Valencia, 2012). La restructuration de la dette grecque, achevée en mars 2012, a réduit de moitié la dette publique envers les créanciers privés. Selon les projections du FMI, le ratio dette/PIB de la Grèce sera ramené de 174 % en 2012 à 120 % en 2013.

<sup>4</sup>L'impact différentiel de l'annonce du sauvetage ou de la restructuration entre les différents sous-ensembles d'entreprises est saisi par des termes d'interaction.

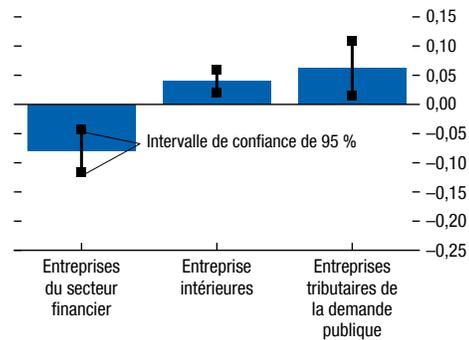
<sup>5</sup>Les résultats ne varient quasiment pas lorsque le rendement boursier mondial est ajouté à titre de second facteur dans l'équation 1.2.1.

**Graphique 1.2.1. Rendements anormaux cumulés des entreprises irlandaises cotées pendant le sauvetage des banques de 2009**  
(En pourcentage; période du 29 septembre au 1<sup>er</sup> octobre 2008)



Source : estimations des services du FMI.

**Graphique 1.2.2. Rendements anormaux cumulés des entreprises grecques cotées pendant la restructuration de la dette de 2012**  
(En pourcentage; 23–25 février 2012)



Source : estimations des services du FMI.

leur activité dans des secteurs où la demande publique représente au moins 10 % des ventes<sup>6</sup>.

Les graphiques 1.2.1 (Irlande) et 1.2.2 (Grèce) indiquent les estimations ponctuelles des rendements anormaux cumulés, avec les intervalles de confiance de 95 %, pour les trois sous-ensembles.

<sup>6</sup>En raison du degré élevé d'ouverture financière de l'économie irlandaise, les avoirs extérieurs dépassent 20 % du total des actifs dans 75 % des entreprises cotées de ce pays (pour lesquelles des informations sur les avoirs en actifs extérieurs sont disponibles). En Grèce par contre, 75 % des entreprises cotées ont moins de 20 % d'avoirs extérieurs, ce qui justifie un seuil de zéro.

**Encadré 1.2 (fin)**

Pendant la période de trois jours, les rendements boursiers globaux ont diminué de 3,7 % en Irlande, contre une baisse de 1,7 % seulement au niveau mondial. En principe, un sauvetage des banques devrait aider l'économie à court terme.

Dans ce cas toutefois, le sauvetage impliquait la reprise par l'État d'engagements élevés envers des étrangers, avec des effets très différents selon les entreprises. Celles du secteur financier affichent des rendements anormaux positifs (encore que pas très éloignés de zéro). Les avantages immédiats qu'elles retirent du sauvetage compensent, semble-t-il, toute augmentation anticipée de la fiscalité. Les entreprises intérieures et celles qui sont tributaires de la demande publique enregistrent toutefois des rendements anormaux très négatifs. Cela donne à penser que l'augmentation inattendue de la dette publique a fortement pénalisé le secteur privé à court terme sous l'angle à la fois de la fiscalité et des circuits de la demande.

En Grèce, les rendements globaux du marché boursier ont diminué de 1,3 % au cours de la période de trois jours, alors que les rendements sur les marchés mondiaux n'ont pas varié. Ce résultat tient sans doute à ce que la res-

tructuration avait été largement anticipée ou que le surendettement a persisté même après la restructuration. Les entreprises financières sont confrontées à des rendements anormaux cumulés élevés très négatifs, qui sont probablement liés à leurs vastes avoirs de titres de dette publique. Les entreprises intérieures affichent des rendements anormaux négatifs légèrement supérieurs à ceux de l'ensemble du marché. Les entreprises tributaires de la demande publique enregistrent des rendements anormaux encore plus positifs, ce qui semble indiquer que la restructuration de la dette assouplit le circuit de la demande.

Enfin, cette méthodologie permet d'identifier les effets de répartition du sauvetage et de la restructuration de la dette entre les secteurs, mais non l'incidence globale des variations de la dette publique sur la croissance à long terme.

La présente analyse donne à penser que le circuit du risque de défaillance budgétaire ou souveraine a peut-être joué un rôle en Irlande et en Grèce. Les transferts d'engagements futurs ou actuels entre le secteur privé et l'État, ainsi qu'entre les différents secteurs, sont cruciaux pour comprendre comment ce circuit fonctionne.

**Encadré 1.3. L'évolution des déficits courants dans la zone euro**

Le présent encadré examine les divers facteurs qui ont provoqué une hausse des déficits extérieurs, ainsi que ses conséquences macroéconomiques, en Grèce, en Irlande, au Portugal et en Espagne (graphique 1.3.1, page 1)<sup>1</sup>. Les principales conclusions sont que les déficits se sont creusés du fait de l'envolée des importations dans certains pays, du recul des transferts dans d'autres et de la dégradation des aides au revenu dans tous. Les exportations n'ont pas sensiblement diminué entre 2000 et 2007, mais une progression des exportations sera nécessaire à mesure que ces pays retrouveront le plein emploi.

On s'accorde généralement à penser que la détérioration des déficits courants dans la périphérie de la zone euro a été causée par celle des résultats des exportations. Le scénario d'une baisse continue des soldes courants, alors que les déficits étaient déjà élevés lors de l'adoption de l'euro, et d'une dégradation des mesures classiques de la compétitivité des prix n'explique que de façon superficielle ce point de vue (graphique 1.3.1, pages 2 et 3). La détérioration des résultats des exportations peut tenir à une augmentation des salaires plus rapide que celle de la productivité dans les secteurs des biens échangeables, entraînant une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et une appréciation du taux de change effectif réel. Une autre explication possible est que les résultats à l'exportation de ces pays se sont affaiblis faute d'une progression dans la chaîne de valeur alors que leurs partenaires commerciaux rehaussaient régulièrement la qualité de leurs exportations<sup>2</sup>.

En fait, les exportations (en pourcentage du PIB) dans la plupart des économies périphériques sont restées relativement stables ou ont augmenté pendant la première décennie des années 2000. En outre, les parts de marché des exportations de marchandises n'ont pas varié dans ces pays pendant cette période (graphique 1.3.1, pages 4 et 5)<sup>3</sup>. Cela s'est produit dans un contexte marqué par des évolutions différentes des secteurs des biens échan-

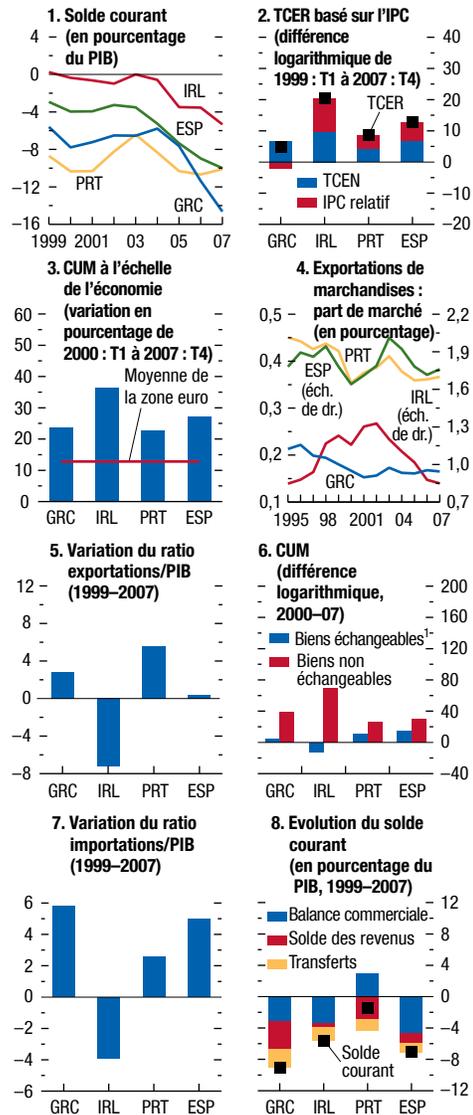
Cet encadré a été préparé par Joong Shik Kang et Jay Shambaugh, avec le concours de Bennet Voorhees et de Tingyun Chen en matière de recherche. Voir Kang et Shambaugh (à paraître) pour un examen approfondi.

<sup>1</sup>Le présent encadré est surtout axé sur ces quatre pays membres de la zone euro qui, à la fin de 2007, accusaient les déficits courants les plus élevés avant la crise.

<sup>2</sup>Voir Chen, Milesi-Ferretti et Tresselt (2012) pour un examen approfondi.

<sup>3</sup>En Irlande, la part du commerce de marchandises a reculé, alors que celle du commerce de services a augmenté, suite à la réorientation vers une plus grande dépendance à l'égard des services pendant la première décennie des années 2000 (Nkusu, 2013).

**Graphique 1.3.1. Europe : évolution avant la crise**

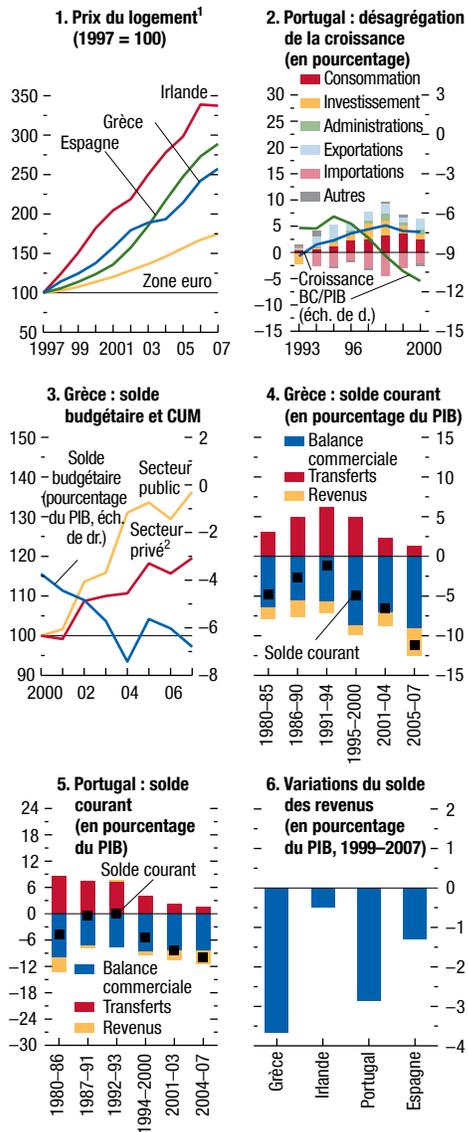


Sources : Eurostat; Haver Analytics; calculs des services du FMI. Note : IPC = indice des prix à la consommation; TCER = taux de change effectif réel; TCEN = taux de change effectif nominal; CUM = coûts unitaires de main-d'œuvre; GRC = Grèce; IRL = Irlande; PRT = Portugal; ESP = Espagne.

<sup>1</sup>Agriculture, sylviculture et pêche; industrie hors bâtiment, commerce, tourisme, logement et alimentation; information et communications; assurance financière.

Encadré 1.3 (suite)

**Graphique 1.3.2. Trajectoires différentes des déficits courants élevés**



Sources : Eurostat; Haver Analytics; calculs des services du FMI.  
 Note : CUM = coûts unitaires de main-d'œuvre; BC/PIB = balance commerciale en pourcentage du PIB.  
<sup>1</sup>Espagne : indice libre des prix du logement; Grèce : prix des logements en zone urbaine; Irlande et zone euro : prix des logements à l'échelle des pays.  
<sup>2</sup>2000 = 100, échelle de gauche.

geables, où les coûts unitaires de main-d'œuvre étaient contenus, et de ceux des biens non échangeables, où ils ne l'étaient pas. C'est la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des biens non échangeables qui a provoqué la dégradation des coûts unitaires de main-d'œuvre largement observée à l'échelle de l'économie (graphique 1.3.1, page 6). En conséquence, la détérioration des soldes courants serait plutôt due à une augmentation des importations ou à des facteurs non commerciaux (graphique 1.3.1, pages 7 et 8)<sup>4</sup>. Cette augmentation a joué un rôle dans le creusement des déséquilibres extérieurs de certains pays, qui a été imputable à des degrés divers aux facteurs suivants : envolée de la demande intérieure causée par les entrées de capitaux, optimisme excessif ou excédents budgétaires. La forte demande tirée par les entrées de capitaux et les taux d'intérêt faibles a stimulé la production, renchéri le coût unitaire de la main-d'œuvre dans les secteurs des biens non échangeables et créé des bulles immobilières en Irlande, en Grèce et en Espagne (graphique 1.3.2, page 1). L'optimisme au sujet de la croissance à venir a été à l'origine d'un vif redressement de la consommation et de l'investissement et a contribué à une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, ainsi qu'à l'activité, notamment en Grèce et au Portugal au milieu des années 90 (graphique 1.3.2, page 2)<sup>5</sup>. Les déficits budgétaires élevés ont joué un rôle dans le creusement des déficits courants pendant la période qui a précédé la crise en Grèce, mais non dans les autres pays (graphique 1.3.2, pages 3 et 4).

Des changements dans les facteurs non commerciaux ont en outre accru les déséquilibres extérieurs. En particulier, les transferts ont diminué sans pour autant générer une baisse de la demande intérieure et un retour à l'équilibre commercial, car ils ont été remplacés par l'emprunt (à cause peut-être d'habitudes tenaces). En conséquence, les déficits commerciaux montrent que la consommation et les importations n'ont pas reculé parallèlement à la baisse des revenus, ce qui a été constaté à la fois en Grèce et au Portugal et a contribué à l'incapacité persistante de corriger les déséquilibres qui existaient lors de l'adoption de l'euro. (Les déficits commerciaux ont été élevés pendant plus de 30 ans.) Dans toutes les économies périphériques par ailleurs, les déséquilibres extérieurs de plus en plus prononcés ont provoqué une augmentation

<sup>4</sup>Gaulier et Vicard (2012) soutiennent en outre que l'affaiblissement des résultats des exportations n'a pas créé les déséquilibres.

<sup>5</sup>Lane et Pels (2012) montrent que le solde courant a diminué dans les pays où les prévisions faisaient état d'une hausse de la croissance.

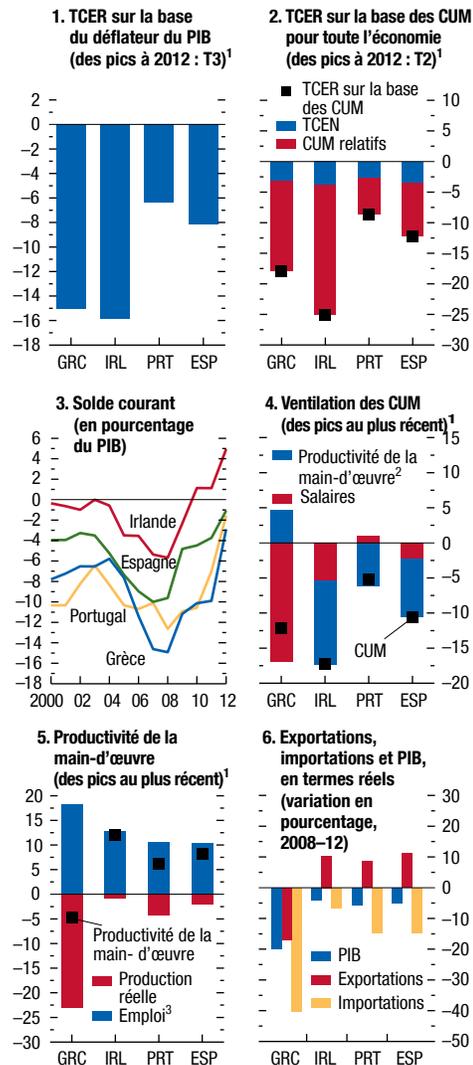
**Encadré 1.3 (fin)**

des aides nettes au revenu, ce qui les a encore aggravés. Il est intéressant de souligner que la balance commerciale du Portugal est en fait restée assez stable pendant cette période (graphique 1.3.2, page 5). Néanmoins, en accusant des déficits courants persistants, ce pays, comme les autres pays périphériques, a fait face à une hausse des aides nettes au revenu afin de soutenir une dette extérieure croissante (graphique 1.3.2, page 6).

Depuis la crise, les indicateurs de compétitivité fondés sur les prix se sont améliorés, bien qu'ils n'aient pas encore retrouvé les niveaux antérieurs à 1999, et les déficits courants ont diminué. Cette amélioration est en partie conjoncturelle et en partie structurelle, mais il n'est pas facile de dissocier les deux éléments. L'embellie des soldes courants est due pour une large part à une contraction des importations (graphique 1.3.3, pages 1–4). En outre, l'évolution favorable des coûts unitaires de main-d'œuvre tient surtout à des suppressions d'emplois — le chômage est très élevé et la production est nettement inférieure à son potentiel (graphique 1.3.3, pages 5 et 6). Par contre, l'inversion des hausses insoutenables de la demande a contribué à la contraction des importations, ce qui peut être en partie durable, et, quelle qu'en soit la cause, les coûts unitaires de main-d'œuvre se sont améliorés. Toutefois, il faudra que les résultats des exportations progressent sensiblement pour éviter le retour des déficits lorsque ces pays retrouveront le plein emploi. Cela ira de pair avec une hausse de la compétitivité et, à mesure que ces pays s'ajusteront, les concours extérieurs compenseront en partie leurs aides nettes élevées au revenu. Enfin, même si les ajustements des prix relatifs peuvent stimuler en partie la compétitivité, il sera important de soutenir la croissance du PIB nominal dans ces pays afin de ne pas compromettre leur capacité à gérer un endettement élevé<sup>6</sup>.

<sup>6</sup>Voir Shambaugh (2012) pour un examen approfondi.

**Graphique 1.3.3. Europe : évolution après la crise**



Sources : Eurostat; Haver Analytics; calculs des services du FMI.  
 Note : TCER = taux de change effectif réel; TCEN = taux de change effectif nominal; CUM = coûts unitaires de main-d'œuvre; GRC = Grèce; IRL = Irlande; PRT = Portugal; ESP = Espagne.  
<sup>1</sup>Les pics sont : 2009 : T4 pour la Grèce, 2008 : T4 pour l'Irlande, 2009 : T1 pour le Portugal et 2009 : T2 pour l'Espagne (sur la base des CUM). Les périodes les plus récentes sont 2012 : T3 pour l'Irlande, et 2012 : T4 pour les autres pays.  
<sup>2</sup>Le signe – indique une amélioration de la productivité de la main-d'œuvre.  
<sup>3</sup>Le signe + indique un recul de l'emploi.

## Bibliographie

- Auerbach, Alan, and Yuriy Gorodnichenko, 2012, “Measuring the Output Responses to Fiscal Policy,” *American Economic Journal—Economic Policy*, Vol. 4, No. 2, p. 1–27.
- Beidas-Strom, Samya, and Andrea Pescatori, forthcoming, “Oil Price Determinants, the Role of Shocks, and Short Run Elasticities—Evidence from an Estimated Sign-Restricted VAR of the Global Oil Market,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Bems, Rudolfs, and Robert C. Johnson, 2012, “Value-Added Exchange Rates,” NBER Working Paper No. 18498 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Blanchard, Olivier, and Daniel Leigh, 2013, “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers,” IMF Working Paper No. 13/1 (Washington: International Monetary Fund).
- Bloom, Nicholas, M. Ayhan Kose et Marco E. Terrones, 2013, «Le poids de l'incertitude», *Finances et Développement*, Vol. 50, No. 1, p. 38–41.
- Caner, Mehmet, Thomas Grennes, and Fritz Koehler-Geib, 2010, “Finding the Tipping point—When Sovereign Debt Turns Bad,” World Bank Policy Research Working Paper No. 5391 (Washington: World Bank).
- Carvalho, Carlos, Stefano Eusipe, and Christian Grisse, 2012, “Policy Initiatives in the Global Recession: What Did Forecasters Expect?” *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 18, No. 2.
- Cecchetti, Stephen, Madhusudan Mohanty, and Fabrizio Zampolli, 2011, “The Real Effects of Debt” (non publié; Basel: Bank for International Settlements).
- Chen, Ruo, Gian-Maria Milesi-Ferretti, and Thierry Tresselt, 2012, “External Imbalances in the Euro Area,” IMF Working Paper No. 12/236 (Washington: International Monetary Fund).
- Chinn, Menzie, and Olivier Coibion, à paraître, “The Predictive Content of Commodity Futures,” *Journal of Futures Markets*.
- Christiano, Lawrence, Martin Eichenbaum, and Sergio Rebelo, 2011, “When Is the Government Spending Multiplier Large?” *Journal of Political Economy*, Vol. 119, No. 1, p. 78–121.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2012, “How Do Business and Financial Cycles Interact?” *Journal of International Economics*, Vol. 87, No. 1, p. 178–90.
- Clements, Benedict J., Rina Bhattacharya, and Toan Quoc Nguyen, 2003, “External Debt, Public Investment, and Growth in Low-Income Countries,” IMF Working Paper No. 03/249 (Washington: International Monetary Fund).
- Corsetti, Giancarlo, 2012, “Has Austerity Gone Too Far?” *VoxEU*.
- Decressin, Jörg, and Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation,” IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- De Grauwe, Paul, and Yuemei Ji, 2013, “Panic-Driven Austerity in the Eurozone and Its Implications,” *VoxEU*.
- Eggerstsson, Gauti, and Michael Woodford, 2003, “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 34, No. 1, p. 139–235.
- Fonds monétaire international (FMI), 2012a, *Pilot External Sector Report* (Washington).
- , 2012b, “A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings” (Washington). [www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/060512.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/060512.pdf).
- Gaulier, Guillaume, and Vincent Vicard, 2012, “Current Account Imbalances in the Euro Area: Competitiveness or Demand Shock?” *Bank of France Quarterly Selection of Articles*, No. 27.
- Imbs, Jean, and Romain Ranciere, 2012, “A European Hangover,” presented at Debt, Growth and Macroeconomic Policies Conference, December 6–7, Frankfurt am Main.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, and Carlos A. Végh, 2005, “When It Rains, It Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies,” in *NBER Macroeconomics Annual 2004*, ed. by Mark Gertler and Kenneth Rogoff (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Kang, Joong Shik, and Jay Shambaugh, à paraître, “The Evolution of Current Account Deficits in the GIPS and the Baltics: Many Paths to the Same Endpoint,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani, and Marco E. Terrones, 2013, “Global Recessions and Global Recoveries” (non publié; Washington: International Monetary Fund).
- Kose, M. Ayhan, and Eswar Prasad, 2010, *Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil* (Washington: Brookings Institution Press).
- Krishnamurthy, Arvind, and Annette Vissing-Jørgensen, 2011, “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy,” *Brookings Papers on Economic Activity* (Fall), p. 215–75.
- Krugman, Paul, 1988, “Financing vs. Forgiving a Debt Overhang,” *Journal of Development Economics*, Vol. 29, No. 3, p. 253–68.
- Kumar, Manmohan S., 2003, *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: International Monetary Fund).
- , and Jaejoon Woo, 2010, “Public Debt and Growth,” IMF Working Paper No. 10/174 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabián Valencia, 2012, “Systemic Banking Crises: An Update,” IMF Working Paper No. 12/163 (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip, and Barbara Pels, 2012, “Current Account Imbalances in Europe,” CEPR Discussion Paper No. DP8958 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Matheson, Troy, D., 2011, “New Indicators for Tracking Growth in Real Time,” IMF Working Paper No. 11/43 (Washington: International Monetary Fund).
- Mauro, Paolo, Rafael Romeu, Ariel Binder, and Asad Zaman, 2013, “A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy,” IMF Working Paper No. 13/5 (Washington: International Monetary Fund).

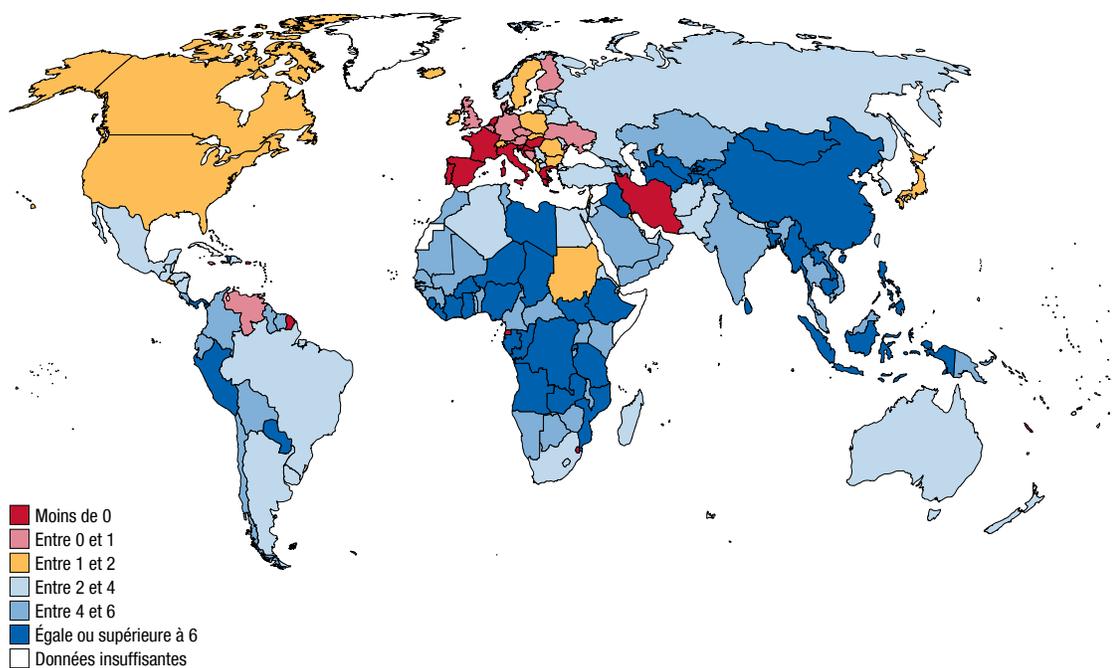
- McCulley, Paul, and Zoltan Pozsar, 2012, "Does Central Bank Independence Frustrate the Optimal Fiscal-Monetary Policy Mix in a Liquidity Trap?" (non publié; Philadelphia, Pennsylvania: Global Society of Fellows).
- Myers, Stewart, 1977, "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 2, p. 147–75.
- Nkusu, Mwanza, 2013, "Boosting Competitiveness to Grow Out of Debt—Can Ireland Find a Way Back to Its Future?" IMF Working Paper No. 13/35 (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen M., Vincent Reinhart, and Kenneth Rogoff, 2012, "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, No. 3, p. 69–86.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2009, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Shambaugh, Jay, 2012, "The Euro's Three Crises," *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring), p. 157–211.
- Swanson, Eric T., and John C. Williams, 2013, "Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest Rates," Working Paper No. 2012–02, (San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco).
- Tobin, James, 1969, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1, p. 15–29. Doi:10.2307/1991374.
- Turner, Adair, 2013, "Debt, Money and Mephistopheles: How Do We Get Out of this Mess?" (non publié; London: Cass Business School).
- Ursua, Jose, and Dominic Wilson, 2012, "Risks to Growth from Build-ups in Public Debt," *Global Economics Weekly*, No. 12/10.
- Werning, Iván, 2012, "Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy" (non publié; Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

Les risques pesant sur la croissance mondiale ont diminué depuis l'édition d'octobre 2012 des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM), mais le chemin de la reprise reste cahoteux et accidenté pour les pays avancés. Si les actions gouvernementales des six derniers mois ont réduit les risques de crise grave en Europe comme aux États-Unis, les perspectives de référence divergent pour ces deux régions : l'assainissement des bilans et la persistance de conditions de crédit restrictives continuent de peser sur les perspectives de croissance dans la zone euro alors que la situation économique sous-jacente est plus favorable à la reprise aux États-Unis, même si la procédure de réduction automatique des dépenses entraîne un rééquilibrage budgétaire plus important que prévu. L'activité s'est déjà redressée dans beaucoup de pays émergents et de pays en développement après le ralentissement plus marqué qu'anticipé, à la mi-2012. L'assouplissement des politiques économiques a permis de stopper ce ralentis-

sement dans nombre des pays concernés, et la croissance devrait encore s'affermir cette année en Asie, en Amérique latine et aux Caraïbes (ALC) et en Afrique subsaharienne (AFSS), mais rester stationnaire par rapport à l'an dernier dans la Communauté des États indépendants (CEI) (graphique 2.1). La région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord (MOAN) constitue une exception notable à cet égard puisqu'une pause dans l'expansion de la production de pétrole dans les pays qui en exportent devrait momentanément ralentir la croissance régionale, tandis que les transitions politiques en cours et un contexte extérieur difficile empêchent un redressement rapide dans certains pays importateurs de pétrole.

Si les risques extrêmes qui pesaient sur les perspectives économiques mondiales ont diminué et des chances d'amélioration sont actuellement perceptibles, les risques de dégradation continuent de prédominer, et ils pourraient avoir d'importantes répercussions dans l'ensemble

**Graphique 2.1. Monde : prévisions de croissance du PIB pour 2013**  
(En pourcentage)



Source : estimations des services du FMI.

des régions. Comme on l'a vu au chapitre 1, de nouvelles déconvenues restent à craindre dans la zone euro en raison d'une lassitude face aux ajustements nécessaires ou d'un ralentissement plus général des efforts de réforme. Un risque extrême qui plane à moyen terme est celui de voir les problèmes budgétaires persistants aux États-Unis, et surtout au Japon, conduire à une réévaluation des risques souverains de ces pays et, par là, à une hausse des taux d'intérêt et à un affaiblissement de la croissance qui pourraient s'étendre à d'autres régions. Le ralentissement de l'activité économique observé à la mi-2012 n'a, en outre, été que le dernier d'une série d'imprévus négatifs qui ont affecté la croissance dans nombre de grands pays émergents au cours des deux dernières années. Jointe au fait que beaucoup de ces pays disposent d'une marge de manœuvre plus réduite qu'avant la Grande Récession, la réévaluation de leurs perspectives de croissance par les investisseurs pourrait se traduire par une forte baisse de l'investissement et une augmentation des sorties de capitaux. Les effets régionaux de ces risques sont examinés ci-après.

Le dossier spécial consacré, dans ce chapitre, aux effets de contagion évalue jusqu'à quel point les incertitudes entourant les politiques économiques aux États-Unis et

en Europe ont affecté l'activité économique dans d'autres régions. Il constate que les périodes où ces incertitudes ont culminé sont associées à des baisses temporaires de production, plus ou moins prononcées, dans d'autres régions. Une réduction de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines et européennes pourrait donc avoir un effet positif sur l'activité mondiale.

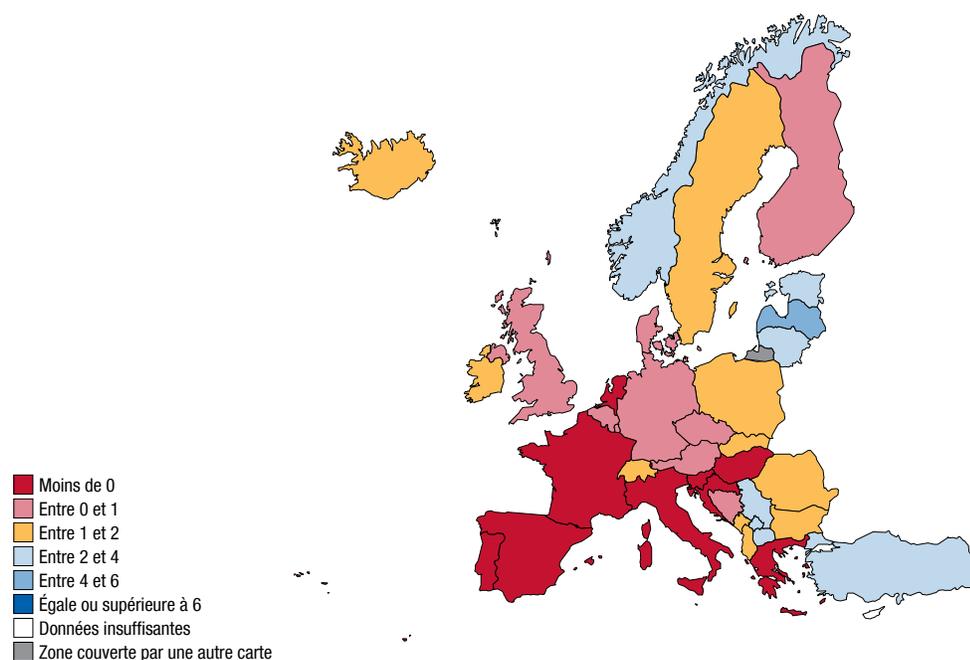
## Europe : recul des risques de crise dans un contexte de stagnation économique persistante

### Pays avancés d'Europe

*Les tensions financières se sont atténuées dans la zone euro depuis l'édition d'octobre 2012 des PEM sous l'effet des mesures prises au niveau national et au niveau européen. L'activité économique reste toutefois faible et les projections de croissance pour 2013 ont été revues en baisse, le manque de dynamisme observé plus tôt s'étant propagé de la périphérie vers le cœur de la zone (graphique 2.2). Les perspectives risquent de se dégrader notamment en cas de stagnation et de réapparition des tensions si les responsables de l'action publique relâchent leur effort ou si les événements de Chypre provoquent une fragmentation durable des marchés financiers.*

### Graphique 2.2. Europe : prévisions de croissance du PIB pour 2013

(En pourcentage)



Source : estimations des services du FMI.

Note : Les projections excluent la Chypre du fait de la crise en cours.

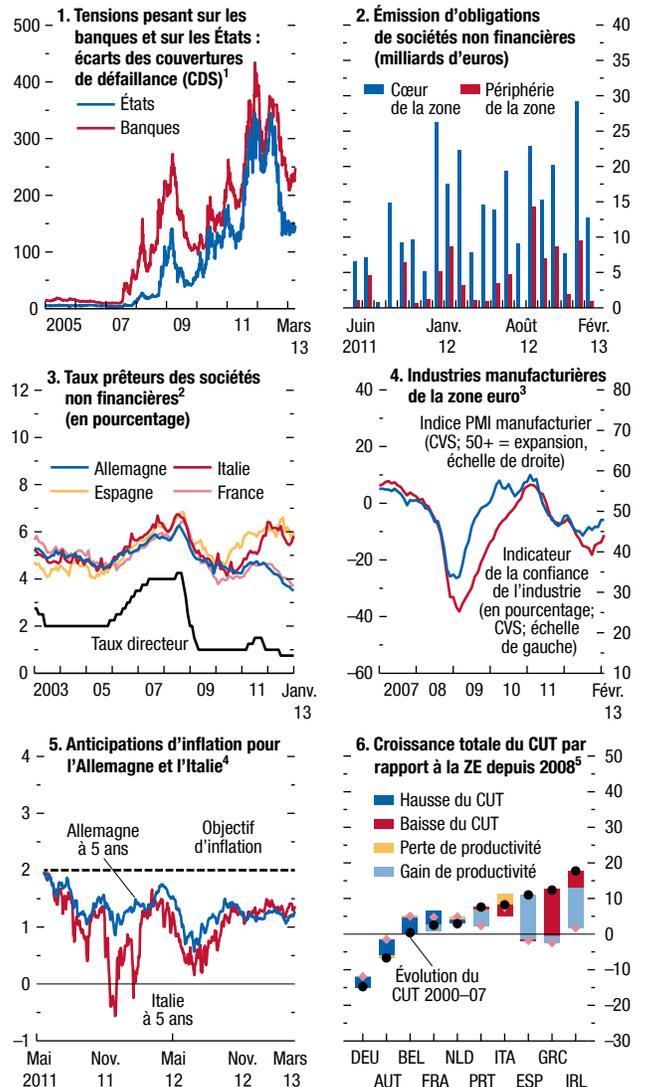
Les risques de crise grave dans la zone euro ont diminué depuis l'édition d'octobre 2012 des PEM. Les mesures décisives prises au niveau européen — notamment le programme OMT («Outright Monetary Transactions» ou opérations monétaires sur titres), l'achèvement du Mécanisme européen de stabilité, l'accord sur la réduction de la dette grecque et l'accord sur le Mécanisme de surveillance unique — ont renforcé la confiance dans la viabilité de l'Union économique et monétaire. Cela, joint aux progrès réalisés par les gouvernements nationaux dans l'ajustement des économies, a nettement amélioré la situation financière pour les États et les banques (graphique 2.3).

La réduction des écarts de taux souverains et l'amélioration des liquidités bancaires ne se sont cependant pas encore traduites par une amélioration des conditions d'emprunt pour le secteur privé ou un renforcement de l'activité économique. Ces progrès pourraient s'avérer encore plus difficiles à réaliser du fait que la situation financière reste très vulnérable à l'évolution du sentiment des marchés, comme l'a montré le regain de volatilité provoqué par les résultats non concluants des élections italiennes et les récents événements à Chypre. L'analyse figurant dans l'édition d'avril 2013 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR) semble indiquer que le processus de désendettement bancaire dans la zone euro se déroule en gros conformément au scénario de référence exposé dans l'édition d'octobre 2012 du GFSR. Le crédit a continué de se contracter en raison principalement de la situation régnant dans les pays périphériques, et les conditions d'octroi des prêts restent rigoureuses. Ces retards observés dans la transmission aux conditions de crédit se sont traduits par une contraction de l'activité dans la zone euro de 2¼ % au dernier trimestre de 2012; la plupart des pays périphériques restant en proie à une profonde récession et le manque de dynamisme gagnant les pays du cœur de la zone, la dynamique d'un affaiblissement de la croissance à court terme se trouve renforcée dans ces pays. La nécessité d'assainir les bilans dans les secteurs public et privé et la persistance des incertitudes entourant les politiques économiques semblent aller à l'encontre d'une forte reprise de l'investissement et de la consommation dans les pays de la périphérie comme dans ceux du cœur de la zone, ce qui a contribué à une progression régulière du chômage dans beaucoup de pays.

- Les perspectives à court terme ont été révisées en baisse pour la zone euro, une contraction de l'activité de ¼ % y étant maintenant attendue alors que les projections de l'édition d'octobre 2012 des PEM misaient sur une expansion de ¼ % (tableau 2.1). Cela reflète l'évolution

**Graphique 2.3. Pays avancés d'Europe : recul des risques de crise dans un contexte de stagnation économique persistante**

Les tensions financières se sont atténuées sous l'effet des mesures prises. Mais l'activité économique reste faible, le manque de dynamisme observé plus tôt s'étant propagé de la périphérie vers le cœur de la zone. Les anticipations d'inflation restent modérées. Des progrès ont été réalisés vers le rééquilibrage interne au sein de la zone euro.



Sources : Bloomberg, L.P.; Banque centrale européenne (BCE); Commission européenne; Eurostat; Markit/Haver Analytics; calculs des services du FMI.

Note : cœur de la zone : Allemagne (DEU), Autriche (AUT), Belgique (BEL), Estonie, Finlande, France (FRA), Luxembourg, Pays-Bas (NLD); périphérie de la zone : Espagne (ESP), Grèce (GRC), Irlande (IRL), Italie (ITA), Portugal (PRT). CVS = corrigé des variations saisonnières.

<sup>1</sup>Écarts des CDS à cinq ans en points de base, pondérés par l'endettement brut des administrations publiques. Tous les pays de la zone euro sont inclus, à l'exception de la Grèce.

<sup>2</sup>Nouveaux prêts à échéances de un à cinq ans d'un montant maximal de 1 million d'euros et taux directeur de la BCE.

<sup>3</sup>Indice des directeurs d'achat (PMI) de l'industrie manufacturière : 50+ = expansion et 50- = contraction. La zone euro n'inclut ici que les 8 pays suivants : Allemagne, Autriche, Espagne, France, Grèce, Irlande, Italie et Pays-Bas, qui, d'après les estimations, représenteraient 90 % de l'activité manufacturière de la zone.

<sup>4</sup>Les anticipations d'inflation ont été calculées à partir des taux du marché des obligations d'État non indexées et des obligations d'État à cinq ans, indexées sur l'inflation.

<sup>5</sup>En points. CUT = coût unitaire du travail; ZE = zone euro. L'évolution du CUT entre 2008 et la donnée disponible la plus récente (généralement 2012 : T3) est représentée par la distance entre un cercle et un losange.

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

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
<b>Europe</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	...	...	...
<b>Pays avancés</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1,2</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>10,3</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>
Zone euro <sup>4,5</sup>	-0,6	-0,3	1,1	2,5	1,7	1,5	1,2	2,3	2,3	11,4	12,3	12,3
Allemagne	0,9	0,6	1,5	2,1	1,6	1,7	7,0	6,1	5,7	5,5	5,7	5,6
France	0,0	-0,1	0,9	2,0	1,6	1,5	-2,4	-1,3	-1,4	10,2	11,2	11,6
Italie	-2,4	-1,5	0,5	3,3	2,0	1,4	-0,5	0,3	0,3	10,6	12,0	12,4
Espagne	-1,4	-1,6	0,7	2,4	1,9	1,5	-1,1	1,1	2,2	25,0	27,0	26,5
Pays-Bas	-0,9	-0,5	1,1	2,8	2,8	1,7	8,3	8,7	9,0	5,3	6,3	6,5
Belgique	-0,2	0,2	1,2	2,6	1,7	1,4	-0,5	-0,1	0,2	7,3	8,0	8,1
Autriche	0,8	0,8	1,6	2,6	2,2	1,9	2,0	2,2	2,3	4,4	4,6	4,5
Grèce	-6,4	-4,2	0,6	1,0	-0,8	-0,4	-2,9	-0,3	0,4	24,2	27,0	26,0
Portugal	-3,2	-2,3	0,6	2,8	0,7	1,0	-1,5	0,1	-0,1	15,7	18,2	18,5
Finlande	-0,2	0,5	1,2	3,2	2,9	2,5	-1,7	-1,7	-1,8	7,7	8,1	8,1
Irlande	0,9	1,1	2,2	1,9	1,3	1,3	4,9	3,4	3,9	14,7	14,2	13,7
République slovaque	2,0	1,4	2,7	3,7	1,9	2,0	2,3	2,2	2,7	14,0	14,3	14,3
Slovénie	-2,3	-2,0	1,5	2,6	1,8	1,9	2,3	2,7	2,5	9,0	9,8	9,4
Luxembourg	0,1	0,1	1,3	2,9	1,9	1,9	6,0	6,6	6,8	6,0	6,3	6,4
Estonie	3,2	3,0	3,2	4,2	3,2	2,8	-1,2	0,0	0,1	9,8	7,8	6,2
Chypre <sup>6</sup>	-2,4	...	...	3,1	...	...	-4,9	...	...	12,1	...	...
Malte	0,8	1,3	1,8	3,2	2,4	2,0	0,3	0,5	0,8	6,3	6,4	6,3
Royaume-Uni <sup>5</sup>	0,2	0,7	1,5	2,8	2,7	2,5	-3,5	-4,4	-4,3	8,0	7,8	7,8
Suède	1,2	1,0	2,2	0,9	0,3	2,3	7,1	6,0	6,8	7,9	8,1	7,8
Suisse	1,0	1,3	1,8	-0,7	-0,2	0,2	13,4	12,6	12,3	2,9	3,2	3,2
République tchèque	-1,2	0,3	1,6	3,3	2,3	1,9	-2,7	-2,1	-1,8	7,0	8,1	8,4
Norvège	3,0	2,5	2,2	0,7	1,5	1,5	14,2	11,7	10,9	3,2	3,1	3,3
Danemark	-0,6	0,8	1,3	2,4	2,0	2,0	5,3	4,7	4,7	7,6	7,6	7,2
Islande	1,6	1,9	2,1	5,2	4,7	4,0	-4,9	-2,8	-1,7	5,8	5,0	4,6
Saint-Marin	-4,0	-3,5	0,0	2,8	1,6	0,9	...	...	...	6,6	6,1	5,5
<b>Pays émergents<sup>7</sup></b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>5,8</b>	<b>4,4</b>	<b>3,6</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,9</b>	...	...	...
Turquie	2,6	3,4	3,7	8,9	6,6	5,3	-5,9	-6,8	-7,3	9,2	9,4	9,5
Pologne	2,0	1,3	2,2	3,7	1,9	2,0	-3,6	-3,6	-3,5	10,3	11,0	11,0
Roumanie	0,3	1,6	2,0	3,3	4,6	2,9	-3,8	-4,2	-4,5	7,0	7,0	6,9
Hongrie	-1,7	0,0	1,2	5,7	3,2	3,5	1,7	2,1	1,8	11,0	10,5	10,9
Bulgarie	0,8	1,2	2,3	2,4	2,1	1,9	-0,7	-1,9	-2,1	12,4	12,4	11,4
Serbie	-1,8	2,0	2,0	7,3	9,6	5,4	-10,9	-8,7	-8,6	23,1	23,0	22,9
Croatie	-2,0	-0,2	1,5	3,4	3,2	2,3	-0,1	0,0	-0,5	15,0	15,2	14,7
Lituanie	3,6	3,0	3,3	3,2	2,1	2,5	-0,9	-1,3	-1,7	13,2	12,0	11,0
Lettonie	5,6	4,2	4,2	2,3	1,8	2,1	-1,7	-1,8	-1,9	14,9	13,3	12,0

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter à la section consacrée aux informations par pays dans la base de données en ligne sur les PEM, consultable sur le site Web du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)), pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

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

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

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

<sup>4</sup>Solde extérieur courant corrigé des discordances constatées entre les informations communiquées sur les opérations effectuées au sein de la zone.

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

<sup>6</sup>Aucune projection n'est indiquée pour Chypre du fait de la crise en cours.

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

des projections de croissance dans l'ensemble des pays de la zone, des révisions importantes leur ayant même été apportées dans certains des pays du cœur de la zone (Allemagne, France, Pays-Bas). La croissance va se renforcer progressivement au fil de l'année pour atteindre 1 % au dernier trimestre, le rythme de l'assainissement des finances publiques (¾ % du PIB) devant diminuer de près de 50 % pendant l'année 2013. La croissance va cependant rester modérée dans l'ensemble du fait que la

fragmentation des marchés financiers et l'assainissement en cours des bilans empêcheront une amélioration des conditions d'emprunt du secteur privé. La croissance pourrait aussi être freinée par l'appréciation continue de l'euro qui nuit à la compétitivité et ralentit l'accroissement des exportations.

- L'activité est aussi modérée dans les autres pays avancés de la région. Le redressement économique progresse lentement au Royaume-Uni dans le contexte notamment

d'une demande extérieure faible et du rééquilibrage budgétaire entrepris. Le taux de croissance devrait s'établir à  $\frac{3}{4}$  % cette année, soit une baisse d'un quart de point par rapport à l'édition d'octobre 2012 des PEM. Là aussi, le rééquilibrage entre le secteur public et le secteur privé est freiné par le désendettement, des conditions d'octroi de crédit restrictives et les incertitudes économiques, tandis que le fléchissement des gains de productivité et le niveau élevé des coûts unitaires de main-d'œuvre retardent l'indispensable rééquilibrage externe. La croissance est restée dans l'ensemble plus soutenue dans les autres pays avancés (Suède), grâce, essentiellement, à une demande intérieure plus robuste et à des systèmes financiers relativement plus sains.

Les soldes extérieurs courants des pays engagés dans un processus d'ajustement se sont sensiblement améliorés, et cette amélioration devrait se poursuivre cette année. Elle reflète de plus en plus les améliorations structurelles, y compris la baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre, l'accroissement de la productivité et les avancées commerciales en dehors de la zone euro. Mais des facteurs conjoncturels sont aussi à l'œuvre, comme notamment les mises à pied des travailleurs moins productifs, qui s'inverseraient en cas de reprise économique. Les pays du cœur de la zone euro et les pays avancés continuent de tirer profit des échanges avec les pays émergents à croissance plus rapide.

Les pressions inflationnistes se sont atténuées dans la zone euro, et cette tendance devrait se poursuivre. L'inflation non corrigée, qui a diminué sur l'ensemble de l'année 2012, a récemment presque atteint l'objectif fixé, tandis que l'inflation hors énergie et alimentation a été modérée et ralentit depuis la mi-2012. Le taux d'inflation devrait encore diminuer et tomber de  $2\frac{1}{2}$  % en 2012 à  $1\frac{3}{4}$  % en raison des révisions en baisse des prévisions de croissance, de l'affaiblissement des effets des mesures budgétaires liées à la crise, et de la baisse des cours du pétrole.

Dans le contexte d'une diminution des pressions exercées par les marchés et de taux de chômage très élevés, les mesures décidées risquent fort de ne pas être intégralement mises en œuvre à court terme au niveau des pays comme à l'échelon européen, et les événements survenus à Chypre pourraient conduire à une fragmentation plus durable des marchés financiers. Une application partielle des décisions pourrait provoquer un revirement du sentiment des marchés financiers. Un risque qui se pose plutôt à moyen terme est celui d'une stagnation prolongée dans la zone euro. Dans le cadre de ce scénario, qui est décrit de manière plus approfondie au chapitre 1, le taux de

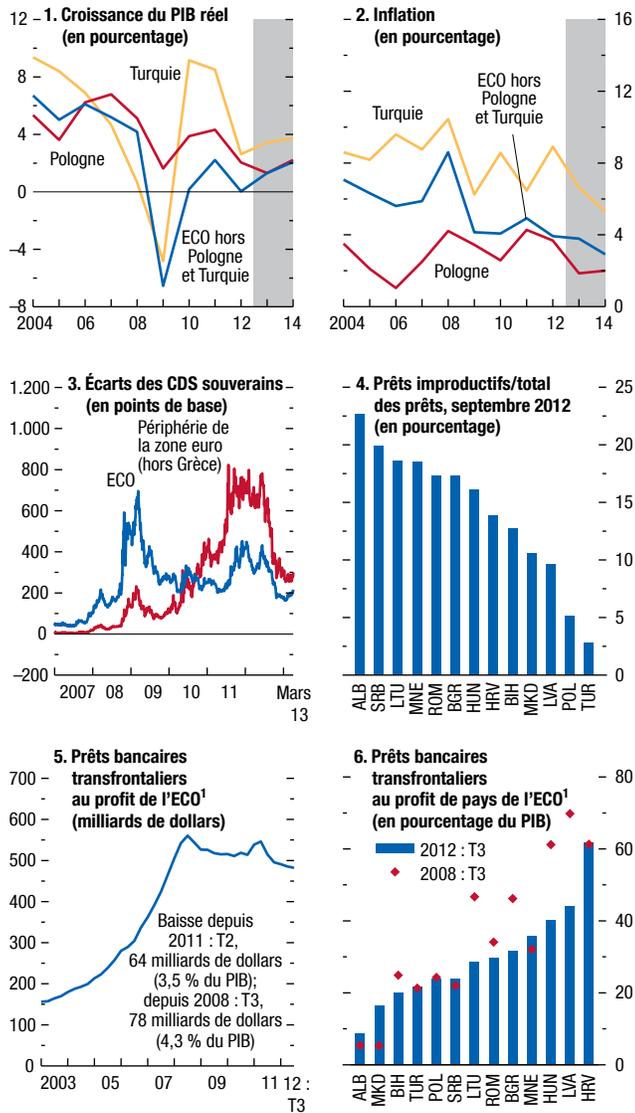
croissance tournerait autour de 1 % à moyen terme, ce qui ferait progressivement monter les pressions désinflationnistes, rendrait plus difficile de réduire l'endettement et aurait des répercussions négatives sur d'autres régions. Les perspectives pourraient toutefois aussi être révisées à la hausse, comme il a été exposé au chapitre 1. Si les gouvernants de la zone euro mettaient rapidement en place une union bancaire intégrale et si les réformes structurelles déjà mises en œuvre avaient un effet sur la croissance plus important que prévu, le taux de croissance pourrait atteindre 2 à  $2\frac{1}{4}$  % dans la zone euro sous l'impulsion d'une forte reprise dans les pays de la périphérie.

Les efforts entrepris devront être maintenus pour limiter les risques de détérioration de la situation et renforcer les chances d'une amélioration. Cela implique, pour la zone euro, de stopper la baisse de la demande et de progresser dans la voie de l'union bancaire et de l'intégration budgétaire.

- Au niveau national, les pays doivent continuer d'assainir les bilans et poursuivre les réformes structurelles. Ils doivent s'attaquer aux rigidités structurelles existant de longue date pour améliorer les perspectives de croissance à long terme. Les pays du Sud de l'Europe doivent renforcer leur compétitivité dans le secteur des biens échangeables, surtout en réformant leurs marchés du travail. Dans les pays du Nord, les réformes permettraient de dynamiser le secteur des services. Ces mesures contribueront à réduire le chômage et à rétablir la compétitivité dans les pays périphériques; comme il est indiqué dans l'encadré 1.3, les coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre ont diminué par rapport aux sommets qu'ils ont atteints dans ces pays. Le rythme de l'assainissement budgétaire doit rester crédible, avec des objectifs fixés en termes structurels plutôt qu'en termes nominaux.
- Les pressions inflationnistes s'atténuant, la politique monétaire doit rester très accommodante. Il est encore possible de l'assouplir davantage par des moyens conventionnels, le taux d'inflation devant tomber, d'après les projections, en deçà de l'objectif fixé par la Banque centrale européenne à moyen terme.
- Les OMT ne suffiront sans doute pas en elles-mêmes à maintenir faibles les écarts de taux souverains. Il faudrait les mettre à la disposition des pays dotés de programmes d'ajustement efficaces pour leur permettre d'avoir à nouveau durablement accès aux marchés.
- Le Mécanisme de surveillance unique constitue une étape importante dans le renforcement de la stabilité financière et la réduction de la fragmentation. Pour

### Graphique 2.4. Pays émergents d'Europe : une reprise progressive après le ralentissement de 2012

Les pays émergents d'Europe ont connu un ralentissement brutal de la croissance en 2012 sous l'effet des répercussions de la crise de la zone euro et du durcissement des politiques internes des grands pays. La part des prêts improductifs est importante dans certaines parties de la région, et les flux bancaires transfrontaliers ont diminué.



Sources : Banque des règlements internationaux (BRI), Statistiques bancaires territoriales; statistiques nationales; Thomson Reuters Datastream; estimations des services du FMI.  
 Note : ALB = Albanie; BGR = Bulgarie; BIH = Bosnie-Herzégovine; CDS = couverture de défaillance; ECO = Europe centrale et orientale; HUN = Hongrie; HRV = Croatie; MKD = ex-République yougoslave de Macédoine; MNE = Monténégro, LTU = Lituanie; LVA = Lettonie; POL = Pologne; ROM = Roumanie; SRB = Serbie; TUR = Turquie.  
 La périphérie de la zone euro inclut l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie et le Portugal.  
 1 Position extérieure des banques (de 43 pays) déclarantes à la BRI, en Europe centrale et orientale, vis-à-vis de l'ensemble des secteurs.

que la Banque centrale européenne puisse le mettre rapidement et efficacement en œuvre, il faudrait que les textes législatifs nécessaires soient promptement adoptés, qu'une réglementation unique soit établie et que les modalités opérationnelles soient précisées.

- Il est indispensable que des progrès tangibles soient réalisés vers la mise en place d'une autorité unique de résolution des défaillances bancaires et d'un fonds de garantie des dépôts — s'appuyant sur des ressources communes — pour affaiblir les liens existant entre les États souverains et les banques, et il faudrait consolider ces progrès en autorisant, le plus vite possible, la recapitalisation directe des banques par le Mécanisme européen de stabilité.
- Une plus grande intégration budgétaire est nécessaire pour remédier aux faiblesses de conception de l'Union économique et monétaire et faire en sorte que les chocs affectant certains pays se répercutent moins dans l'ensemble de la zone euro. Il faudra du temps pour obtenir l'appui politique nécessaire, et la priorité devrait être d'assurer un soutien budgétaire commun à l'union bancaire.

Il est important qu'une aide à court terme continue d'être apportée dans d'autres pays avancés tout en dégageant les volants budgétaires nécessaires pour se protéger contre les risques à venir, y compris ceux provenant de secteurs financiers étendus (Danemark, Suède). D'autres mesures d'assouplissement monétaire pourraient être envisagées au Royaume-Uni, comme l'achat d'actifs du secteur privé et une plus grande transparence sur l'orientation probable de la politique monétaire. Une plus grande souplesse dans la réalisation de l'ajustement budgétaire pourrait se justifier à court terme compte tenu de la faiblesse de la demande privée.

### Pays émergents d'Europe

Les pays émergents d'Europe ont connu un ralentissement brutal de la croissance en 2012 sous l'effet des répercussions de la crise de la zone euro et du durcissement des politiques intérieures des grands pays face aux nouvelles contraintes tenant à la capacité de production. Une faible reprise est attendue en 2013–14.

L'intensification de la crise de la zone euro a eu des effets néfastes sur l'activité dans les pays émergents d'Europe en 2012. Les exportations ont ralenti, la confiance s'est dégradée et les banques d'Europe occidentale en difficulté ont réduit les moyens de financement de leurs filiales (graphique 2.4). Ces effets ont été aggravés par

des politiques nationales restrictives — en Turquie, pour contenir la surchauffe de l'économie, et, en Pologne, pour remédier à une inflation supérieure à l'objectif et à un important déficit budgétaire. De ce fait, le taux de croissance de la région est tombé de 5¼ % en 2011 à 1½ % en 2012. Plusieurs pays du Sud-Est de l'Europe, qui n'étaient pas encore totalement sortis de la crise de 2008–09, sont retombés dans la récession.

La croissance devrait reprendre dans les pays émergents d'Europe et atteindre 2¼ % en 2013 et 2¾ % en 2014 (tableau 2.1) sous l'impulsion d'une amélioration du sentiment des marchés financiers et d'un assouplissement des conditions de financement extérieur résultant, dans les deux cas, des décisions prises récemment à l'échelle de l'UE et du redressement progressif de l'activité dans la zone euro. L'activité économique devrait aussi bénéficier de l'assouplissement des politiques monétaires au second semestre de 2012 et d'une réduction, par rapport à 2012, de l'effet de freinage lié à l'ajustement des finances publiques. Plusieurs facteurs vont néanmoins limiter la reprise. L'activité va rester terne et ne commencer à augmenter qu'au second semestre de 2013 dans la zone euro, qui constitue le principal marché extérieur des pays émergents d'Europe. La réorientation engagée du financement des banques étrangères de la région, de leurs banques mères vers des sources locales, va en outre continuer de peser sur l'offre de crédit. Les pays émergents d'Europe doivent aussi faire face à des séquelles de la crise telles qu'un fort pourcentage de prêts improductifs et un redressement incomplet des finances publiques.

- La croissance devrait s'accélérer en Turquie, d'après les projections, pour atteindre 3½ % en 2013 et 3¾ % en 2014 — grâce au redressement de la demande extérieure et des flux de capitaux.
- La croissance va encore ralentir en Pologne et tomber à 1¼ % en 2013, avant de remonter à 2¼ % en 2014, en raison du manque de vigueur de la consommation privée, de la faiblesse de la demande d'importations émanant des principaux partenaires commerciaux du «cœur» de l'Europe et d'une nouvelle baisse des investissements publics financés par l'UE.
- Ce sont les pays du Sud-Est de l'Europe qui connaîtront la plus faible reprise sous l'effet plus ou moins prononcé d'obstacles structurels et de problèmes de compétitivité profondément enracinés, d'un accroissement continu des prêts improductifs et de la situation problématique des finances publiques.
- Les perspectives économiques seront difficiles pour la Hongrie du fait du niveau élevé de la dette publique

externe et des mesures non conventionnelles prises qui ont érodé la confiance et l'investissement.

Dans l'ensemble, l'inflation devrait rester modérée, en moyenne, cette année dans la plupart des pays émergents d'Europe. D'après les projections, elle ne devrait atteindre des taux élevés qu'en Turquie (6½ %) et en Serbie (9½ %), sous l'effet principalement de son inertie.

Les perspectives d'évolution risquent plutôt d'être révisées à la baisse, mais moins que dans l'édition d'octobre 2012 des PEM, du fait que les risques extrêmes de crise dans la zone euro ont diminué. Le principal facteur négatif qui pourrait jouer est une stagnation prolongée dans les pays de la zone euro étant donné l'étroitesse des liens économiques existant entre ces pays et ceux d'Europe centrale et orientale. Les vulnérabilités intérieures et les faiblesses concernant la viabilité budgétaire ou le secteur bancaire, ou les deux — surtout dans certains pays du Sud-Est de l'Europe et en Hongrie — pourraient en outre aggraver l'impact de chocs externes.

Sans perdre de vue ces risques, les gouvernants doivent continuer d'éliminer les séquelles de la crise en s'attaquant notamment au nombre élevé de prêts improductifs et aux importants déficits budgétaires, ou à la dette publique dans plusieurs pays. La politique monétaire doit soutenir la reprise dans les pays dotés d'un régime de change flexible. Plus fondamentalement, beaucoup de problèmes qui avaient été occultés par l'expansion économique des années 2003 à 2008 reviennent aujourd'hui au grand jour. Ils incluent, suivant les pays, un taux de chômage structurel élevé, un faible taux d'activité, des secteurs des biens échangeables insuffisamment développés et une transition inachevée.

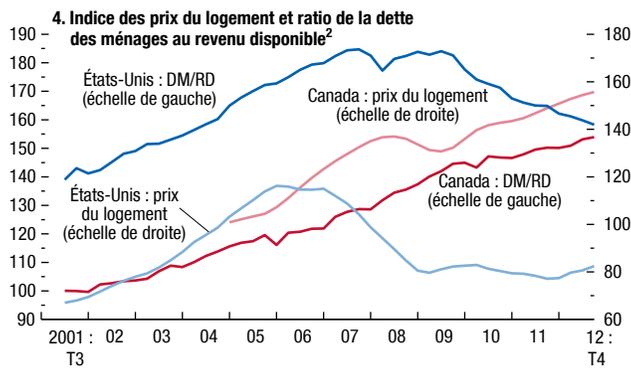
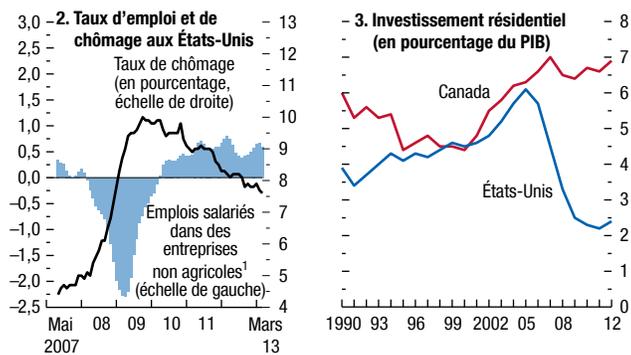
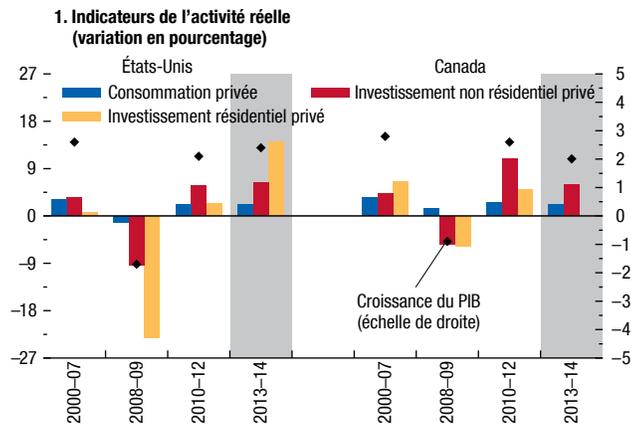
### États-Unis et Canada : une croissance encore modérée, mais avec des lueurs d'espoir

*Le marché immobilier se redressant et les conditions restant favorables sur les marchés financiers, la reprise se poursuit aux États-Unis. Le «précipice budgétaire» a été en grande partie évité, mais des solutions durables doivent être trouvées pour les risques budgétaires.*

La croissance est restée terne aux États-Unis en 2012 sous l'effet de l'importance des séquelles de la crise financière, de la poursuite de l'assainissement des finances publiques, de la fragilité de l'environnement extérieur et de chocs momentanés, comme la grave sécheresse qui a affecté l'activité et les stocks agricoles, et les perturbations que le passage de l'ouragan Sandy a provoquées dans le Nord-Est du pays. La menace du précipice budgétaire a sans doute

### Graphique 2.5. États-Unis et Canada : reprise lente mais régulière

La reprise se poursuit aux États-Unis; le marché immobilier se redresse et le «précipice budgétaire» a été en grande partie évité, mais des solutions durables restent à trouver pour les problèmes budgétaires. Au Canada, la croissance sera soutenue par la reprise américaine, mais le fort endettement des ménages et le ralentissement observé dans le secteur du logement risquent de peser sur la consommation privée et la construction résidentielle.



Sources : Haver Analytics et estimations des services du FMI.  
<sup>1</sup>Variation trimestrielle mobile absolue; en millions.  
<sup>2</sup>DM/RD = ratio de la dette des ménages au revenu disponible (en pourcentage) — n'inclut que l'endettement contracté sur le marché dans le cas du Canada; prix du logement : indice Case-Shiller (janvier 2005 = 100) pour les États-Unis; indice des prix des propriétés (IPP) de l'ACI (indice composite, 2005 = 100) pour le Canada.

aussi joué un rôle. Des lueurs d'espoir sont toutefois actuellement perceptibles. Le crédit s'est redressé, et les conditions des prêts bancaires ont été lentement assouplies. L'activité a repris dans la construction en 2012, certes à partir de faibles niveaux; les prix de l'immobilier ont commencé à augmenter, et une amélioration a été observée, au second semestre, dans la création d'emplois qui a ramené le taux de chômage en dessous de 8 % (graphique 2.5). La croissance des salaires est restée modérée, ce qui a permis de contenir fermement les pressions inflationnistes.

Le marché du logement va probablement rester dynamique au cours des prochaines années, l'investissement résidentiel se rapprochant de ses niveaux tendanciels et la montée des prix de l'immobilier contribuant à améliorer les bilans des ménages. La consommation des particuliers sera aussi soutenue par la création continue, mais modérée, d'emplois et de faibles taux d'emprunt. L'investissement des entreprises sera en même temps soutenu par des conditions financières favorables et une forte rentabilité. Le renforcement de la demande privée compensera largement l'effet de freinage exercé sur la croissance par l'assainissement budgétaire (1¼ % du PIB en 2013, d'après les projections), qui, dans le cadre du scénario de référence, n'inclut la réduction automatique des dépenses que pendant l'exercice budgétaire en cours, celle-ci devant être remplacée par des mesures aux effets davantage concentrés en fin de période à partir du dernier trimestre de 2013. La croissance du PIB devrait, de ce fait, se redresser vers la fin de 2013 et s'accélérer, en passant de 2 % en 2013 à 3 % en 2014 (tableau 2.2).

La balance continue de pencher du côté des aléas à la baisse, mais moins que dans l'édition d'octobre 2012 des PEM. À l'extérieur, le principal risque reste celui d'une aggravation de la crise de la dette dans la zone euro qui affecterait les États-Unis par les voies commerciales et financières, notamment en augmentant l'aversion pour le risque et en entraînant une appréciation du dollar sous l'effet d'entrées de capitaux en quête de sécurité.

Au niveau national, l'adoption de la loi sur le dégrèvement fiscal applicable aux contribuables américains («American Taxpayer Relief Act») a repoussé la menace immédiate du précipice budgétaire (graphique 2.6) sans pour autant résoudre durablement les problèmes qui se posent sur le plan budgétaire comme la nécessité de relever le plafond de la dette et les importantes compressions budgétaires entraînées par la procédure de réduction automatique des dépenses. Cette procédure, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> mars, va amputer la croissance du PIB d'environ 0,3 point en 2013 si elle est maintenue pendant

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

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
<b>Pays avancés</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,1</b>
États-Unis	2,2	1,9	3,0	2,1	1,8	1,7	-3,0	-2,9	-3,0	8,1	7,7	7,5
Zone euro <sup>4,5</sup>	-0,6	-0,3	1,1	2,5	1,7	1,5	1,2	2,3	2,3	11,4	12,3	12,3
Japon	2,0	1,6	1,4	0,0	0,1	3,0	1,0	1,2	1,9	4,4	4,1	4,1
Royaume-Uni <sup>4</sup>	0,2	0,7	1,5	2,8	2,7	2,5	-3,5	-4,4	-4,3	8,0	7,8	7,8
Canada	1,8	1,5	2,4	1,5	1,5	1,8	-3,7	-3,5	-3,4	7,3	7,3	7,2
Autres pays avancés <sup>6</sup>	1,8	2,5	3,4	2,0	2,1	2,4	4,6	3,5	3,4	4,6	4,7	4,6

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter à la section consacrée aux informations par pays dans la base de données en ligne sur les PEM, consultable sur le site Web du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)), pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

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

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

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

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

<sup>5</sup>Solde extérieur courant corrigé des discordances constatées entre les informations communiquées sur les opérations effectuées au sein de la zone.

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

le présent exercice budgétaire (jusque fin septembre), comme le supposent les services du FMI. S'il n'y est pas mis fin avant le début du prochain exercice (octobre), elle pourrait encore réduire la croissance du PIB de 0,2 point en 2013. La prime de risque souverain pourrait en outre augmenter en cas de nouvel imbroglio politique autour du relèvement du plafond de la dette ou d'absence de progrès sur les plans de rééquilibrage budgétaire à moyen terme. Dans le cadre d'un scénario de ce type, également examiné au chapitre 1, la croissance en 2015–16 serait inférieure de 1½ à 2½ points à celle envisagée dans le scénario de référence, ce qui aurait des répercussions négatives importantes sur le reste du monde.

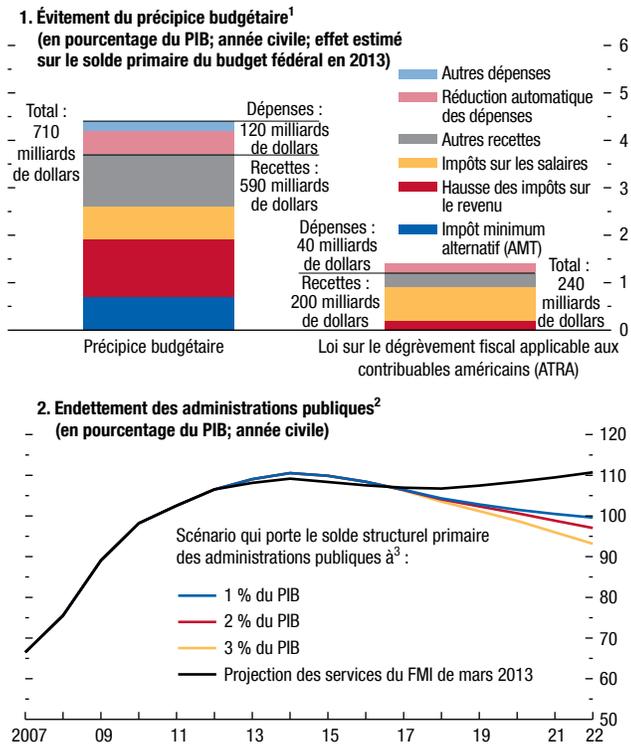
L'élaboration d'un cadre exhaustif pour la réduction du déficit à moyen terme reste l'objectif prioritaire aux États-Unis. En dépit des progrès réalisés jusqu'à présent sous forme de plafonnements des dépenses discrétionnaires et d'augmentations d'impôts modérées, l'adoption d'un plan global incluant une réforme des droits à prestations et de nouveaux prélèvements fiscaux s'impose pour assurer la viabilité de la dette publique. Ce plan global devrait prévoir un rééquilibrage progressif des finances publiques à court terme compte tenu de la fragilité de la reprise et de la marge de manœuvre limitée dont disposent les responsables de la politique monétaire.

L'écart de production, qui reste important, devrait maintenir le taux d'inflation en dessous de 2 % en 2013–14. Au vu des risques de dégradation de la situation, le nouvel assouplissement de la politique monétaire annoncé par la Réserve fédérale en décembre 2012 se justifie. Son engagement conditionnel en matière de taux permet en outre aux participants au marché d'avoir

une meilleure idée de la trajectoire future du taux des fonds fédéraux. Bien que les services du FMI s'attendent à ce que les taux directeurs soient relevés pour la première fois au début de 2016, le resserrement de la politique monétaire devra peut-être être engagé plus tôt si la croissance est plus vigoureuse que prévu.

Le taux de croissance canadien est tombé aux alentours de ¾ % au second semestre de 2012 sous l'effet du rééquilibrage budgétaire, du resserrement du crédit à la consommation, d'une accalmie du marché du logement, de perturbations passagères dans le secteur de l'énergie et d'incertitudes de l'environnement extérieur pesant sur l'activité économique. La croissance économique devrait, d'après les projections, atteindre 1½ %, en moyenne, en 2013; l'investissement des entreprises et les exportations nettes bénéficieront de la reprise aux États-Unis, mais le fort endettement des ménages et la modération persistante du secteur du logement freineront la demande intérieure. Les facteurs d'incertitude entourant le scénario de référence restent plutôt négatifs et sont notamment liés aux résultats budgétaires aux États-Unis, à de nouvelles perturbations en Europe, à une baisse des cours mondiaux des produits de base et à l'élimination moins progressive que prévu des déséquilibres internes. Le principal défi que doivent relever les dirigeants canadiens est de soutenir la croissance à court terme tout en réduisant les vulnérabilités qui sont susceptibles de découler de chocs extérieurs et des déséquilibres internes. Bien qu'il faille assainir les finances publiques pour reconstituer l'espace budgétaire permettant de faire face aux chocs à l'avenir, une marge existe pour permettre aux stabilisateurs automatiques de jouer pleinement leur rôle en cas

## Graphique 2.6. États-Unis : péripéties budgétaires



Sources : Congressional Budget Office et estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Le précipice budgétaire désigne l'importante contraction budgétaire — résultant à la fois d'augmentations d'impôts et de réductions de dépenses — qui devait prendre effet le 1<sup>er</sup> janvier 2013. Plus précisément, des dispositions relatives à l'impôt sur le revenu (adoptées en 2001, 2003 et 2009), d'autres concernant les masses successorales et les dons, destinées à limiter la portée de l'AMT, et certains crédits d'impôt (y compris la déduction supplémentaire pour amortissement) devaient venir à expiration. L'extension des allocations de chômage exceptionnelles et une réduction des prélèvements sur les salaires devaient aussi venir à expiration, tandis que les procédures de mise en œuvre automatiques établies par la loi sur le contrôle budgétaire de 2011 («sequester») et les réductions des paiements effectués aux médecins par Medicare devaient entrer en vigueur. La loi sur le dégrèvement fiscal (ATRA), promulguée le 2 janvier 2013, a permis d'éviter le précipice budgétaire en réduisant sensiblement la contraction budgétaire. Les «autres dépenses» incluent les allocations de chômage exceptionnelles et les paiements effectués aux médecins par Medicare. Les «autres recettes» incluent les taxes liées à la réforme des soins de santé et la venue à expiration de la déduction supplémentaire pour amortissement et de divers crédits d'impôt en cas de basculement dans le précipice budgétaire. L'ATRA a prolongé l'application, pendant l'exercice 2013, de la déduction supplémentaire pour amortissement et de la plupart des autres crédits d'impôt, mais maintenu les taxes liées à la réforme des soins de santé, différé de deux mois la procédure de réduction automatique des dépenses et permis la hausse de l'impôt sur les salaires. La hausse de l'impôt sur le revenu inclut les interactions avec l'AMT : l'ATRA a pérennisé les allègements fiscaux accordés en 2001 et 2003 pour les revenus inférieurs à 400.000/450.000 dollars (déclarant individuel ou foyer fiscal). L'ATRA a repoussé le précipice budgétaire de deux mois. La procédure de réduction automatique des dépenses, qui est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> mars 2013, s'appliquera jusqu'à la fin de l'exercice budgétaire 2013 (30 septembre 2013).

<sup>2</sup>D'après la définition du *Manuel de statistiques de finances publiques 2001*.

<sup>3</sup>Les scénarios décrits reposent sur l'hypothèse d'une contraction du solde structurel primaire d'environ 1 % du PIB par an jusqu'à ce que l'objectif visé pour le solde structurel primaire des administrations publiques soit atteint.

de nouvel affaiblissement de la croissance. La politique monétaire est, à juste titre, actuellement accommodante, et il ne faudra pas lui donner un tour plus restrictif tant que la croissance n'aura pas repris de la vigueur.

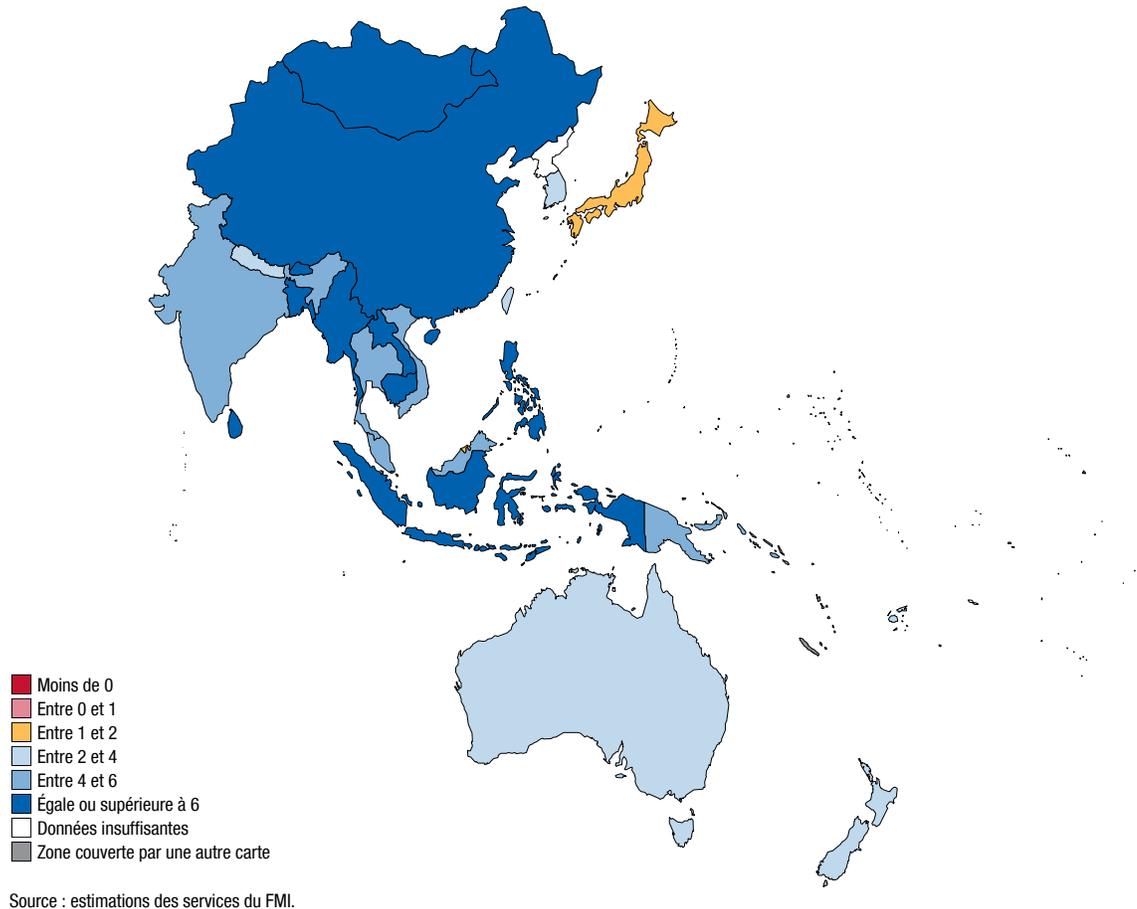
## Asie : créer les conditions d'une prospérité partagée

Les performances économiques ont été médiocres en Asie en 2012, mais la croissance devrait progressivement se redresser en 2013 grâce à une demande extérieure plus forte et à une demande intérieure toujours vigoureuse (graphique 2.7). La demande privée sera soutenue par des politiques monétaires et, parfois, des politiques budgétaires accommodantes, des conditions financières souples et des marchés du travail robustes. Toutefois, au moment même où les risques extrêmes s'estompent au niveau mondial, les risques et les défis qui se posent au niveau régional se précisent, comme la montée progressive de déséquilibres financiers dans certains pays et la possibilité qu'une perte de confiance dans les politiques économiques régionales perturbe les échanges et l'investissement. Les gouvernants doivent concilier au mieux les mesures en faveur d'une croissance durable et plus inclusive et la nécessité de contenir les risques d'instabilité financière par une surveillance adéquate.

L'activité économique s'était stabilisée en Asie au début de 2013. La croissance s'est ralentie dans l'ensemble des pays asiatiques au milieu de 2012 après un fléchissement largement réparti des exportations tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la région et la mise en œuvre, par la Chine, de mesures visant à freiner et à mieux équilibrer la croissance (graphique 2.8). Les exportations ont repris récemment dans l'ensemble de la région sous l'effet d'un affermissement de la demande en Chine et dans les pays avancés (États-Unis notamment).

La croissance va se redresser légèrement en 2013 dans l'ensemble de l'Asie pour atteindre 5¾ % environ, grâce essentiellement à une reprise de la demande extérieure et à la persistance d'une demande intérieure vigoureuse (tableau 2.3). La consommation et l'investissement privé seront soutenus par des conditions favorables sur les marchés du travail — le chômage n'a jamais été aussi bas depuis quelques années dans plusieurs pays — et des conditions financières relativement souples. Ces dernières s'expliquent à la fois par des politiques monétaires accommodantes, une croissance rapide du crédit surtout dans certains pays membres de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) et la persistance de fortes entrées de capitaux qui, l'année dernière, ont favorisé une hausse de cours des actions de 10 à 20 % dans la majeure partie de la région.

**Graphique 2.7. Asie : prévisions de croissance du PIB pour 2013**  
(En pourcentage)



Les pays d'Asie bénéficieront également des retombées de la croissance de la demande intérieure en Chine notamment, mais aussi au Japon sous l'effet des mesures qui y ont été prises. De fait, pour plusieurs pays de la région, les demandes directe et indirecte émanant de la Chine et du Japon sont presque aussi importantes que celles provenant des États-Unis et d'Europe. Cette dynamique risque toutefois d'être compliquée par la récente dépréciation du yen qui est susceptible de mettre certains exportateurs de la région plus directement en concurrence avec des entreprises japonaises sur les marchés mondiaux alors que d'autres pourront en tirer profit grâce aux liens établis avec le Japon le long de la chaîne d'approvisionnement. Les pays de l'ASEAN sont devenus de plus en plus concurrentiels dans la production de biens de consommation finale, ce qui aura un effet positif sur la demande intrarégionale.

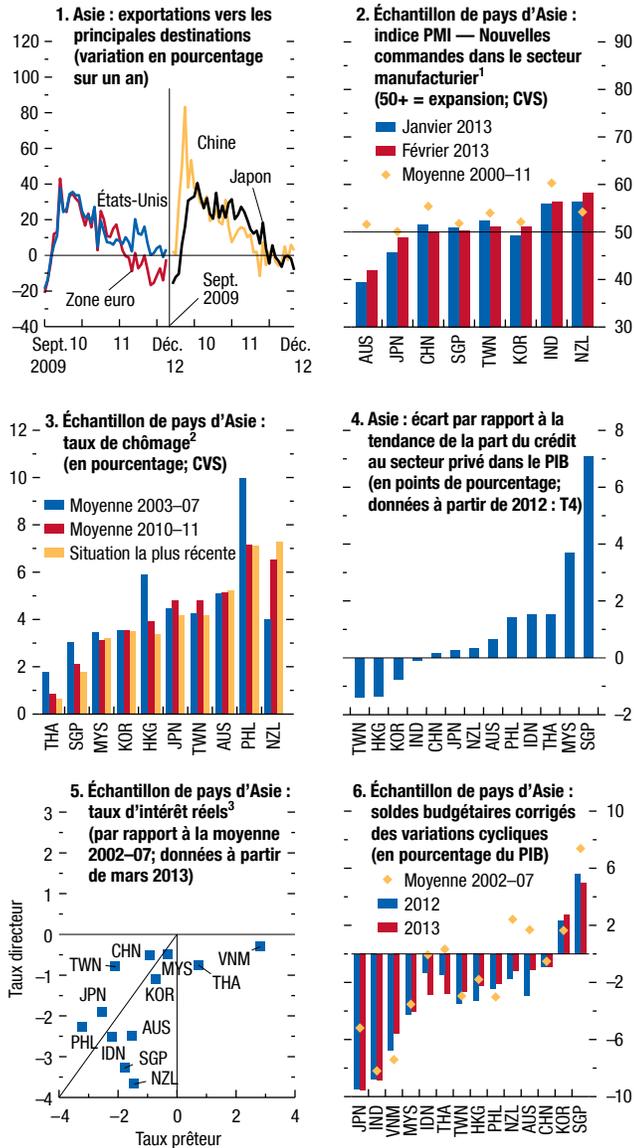
L'inflation devrait, dans l'ensemble, ne pas dépasser les objectifs (explicites ou implicites) fixés par les banques

centrales. L'inflation non corrigée devrait augmenter légèrement et passer de 3½ % en 2012 à 4 % en 2013 sous l'effet d'une légère accélération de la croissance et de la stabilité attendue des cours mondiaux des denrées alimentaires et des produits de base.

- D'après les projections, la croissance devrait atteindre 1½ % en 2013, au Japon, soit une légère amélioration par rapport à l'édition d'octobre 2012 des PEM, résultant de l'adoption de nouvelles mesures de relance budgétaire et monétaire, malgré une forte contraction de l'activité survenue au second semestre de 2012. Une relance budgétaire importante — d'environ 1½ % du PIB sur deux ans — va stimuler la croissance de quelque 0,6 point en 2013, et celle-ci sera soutenue par une reprise de la demande extérieure et un nouvel assouplissement non négligeable de la politique monétaire dans le cadre de l'ensemble de mesures quantitatives et qualitatives récemment annoncées en vue d'atteindre l'objectif d'inflation de 2 %.

### Graphique 2.8. Asie : stabilisation, reprise et politiques accommodantes

L'activité montrant des signes de stabilisation, la croissance devrait reprendre progressivement en 2013 puisqu'une demande intérieure vigoureuse est soutenue par des conditions favorables sur les marchés du travail et dans le domaine financier, ainsi que par des politiques macroéconomiques accommodantes.



Sources : CEIC Data; Markit/Haver Analytics; estimations des services du FMI.  
 Note : AUS = Australie; CHN = Chine; HKG = RAS de Hong Kong; IDN = Indonésie; IND = Inde; JPN = Japon; KOR = Corée; MYS = Malaisie; NZL = Nouvelle-Zélande; PHL = Philippines; SGP = Singapour; THA = Thaïlande; TWN = province chinoise de Taiwan; VNM = Viet Nam. PMI = Indice des directeurs d'achat; CVS = corrigé des variations saisonnières.

<sup>1</sup>Un résultat supérieur à 50 % indique une expansion, tandis qu'un résultat inférieur à 50 % indique une contraction.

<sup>2</sup>Données les plus récentes : mars 2013 pour les Philippines; février 2013 pour la Corée, la province chinoise de Taiwan et la RAS de Hong Kong; janvier 2013 pour le Japon et la Thaïlande; 2012 : T4 pour Singapour et la Malaisie; 2012 : T3 pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande.

<sup>3</sup>Une position au-dessus de la ligne à 45 degrés indique une plus forte réduction du taux prêteur, tandis qu'une position au-dessous de cette ligne indique une plus forte réduction du taux directeur.

- La croissance doit s'accélérer légèrement en Chine pour atteindre environ 8 % en 2013 grâce à la vigueur persistante de la demande intérieure, tant pour les produits de consommation que pour l'investissement, et au redressement de la demande extérieure. L'inflation ne doit augmenter que modérément avec un taux moyen de 3 % en 2013.
- En Corée, l'amélioration des exportations devrait contribuer à stimuler l'investissement privé et à porter le taux de croissance à 2¾ %. L'inflation augmente, mais elle devrait rester proche de la limite inférieure de la fourchette fixée comme objectif.
- La croissance va augmenter en Inde et atteindre 5¾ % en 2013 sous l'effet d'une amélioration de la demande extérieure et des mesures récemment mises en œuvre pour stimuler la croissance. De sérieux problèmes structurels réduiront probablement la production potentielle à moyen terme et maintiendront également l'inflation à des niveaux élevés pour la région.
- Avec un taux de 6 % en 2013, la croissance va rester forte dans les pays du groupe ASEAN-5 grâce à la vigueur de la demande intérieure. Une longue liste de projets envisagés dans le cadre du Programme de transformation économique va favoriser de solides investissements en Malaisie; des envois de fonds soutenus et de faibles taux d'intérêt devraient continuer de soutenir la consommation et l'investissement privés aux Philippines, et l'Indonésie tirera profit d'une reprise de la demande de produits de base en Chine. La croissance devrait retrouver un rythme plus normal en Thaïlande après une reprise en V, favorisée par les travaux publics de reconstruction et d'autres investissements liés aux inondations effectués en 2012.

L'impact potentiel des risques extérieurs sur l'Asie reste considérable. En cas de sérieux ralentissement de l'activité économique au niveau mondial, la baisse de la demande extérieure aurait un important effet de freinage sur les économies les plus ouvertes d'Asie, par le biais notamment des effets secondaires d'un recul de l'investissement et de l'emploi dans les secteurs tournés vers l'exportation. Par exemple, dans le scénario analysé au chapitre 1 selon lequel une réévaluation des risques souverains dans les pays avancés provoquerait un nouveau durcissement de la politique budgétaire et un ralentissement de la croissance, les pays émergents d'Asie verraient leur croissance amoindrie de 1 point en moyenne en 2015-16.

Alors que les risques extrêmes s'estompent quelque peu au niveau mondial, les risques et les défis qui se posent au niveau régional se précisent. Les déséquilibres

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

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
<b>Asie</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	...	...	...
<b>Pays avancés</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
Japon	2,0	1,6	1,4	0,0	0,1	3,0	1,0	1,2	1,9	4,4	4,1	4,1
Corée	2,0	2,8	3,9	2,2	2,4	2,9	3,7	2,7	2,4	3,3	3,3	3,3
Australie	3,6	3,0	3,3	1,8	2,5	2,5	-3,7	-5,5	-6,0	5,2	5,3	5,2
Province chinoise de Taiwan	1,3	3,0	3,9	1,9	2,0	2,0	10,5	10,3	9,8	4,2	4,2	4,2
Hong Kong (RAS)	1,4	3,0	4,4	4,1	3,5	3,5	2,3	2,0	2,5	3,3	3,2	3,1
Singapour	1,3	2,0	5,1	4,6	4,0	3,4	18,6	16,9	17,2	2,0	2,0	2,1
Nouvelle-Zélande	2,5	2,7	2,6	1,1	1,4	2,2	-5,0	-5,8	-6,0	6,9	6,6	6,0
<b>Pays en développement</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	...	...	...
Chine	7,8	8,0	8,2	2,6	3,0	3,0	2,6	2,6	2,9	4,1	4,1	4,1
Inde	4,0	5,7	6,2	9,3	10,8	10,7	-5,1	-4,9	-4,6	...	...	...
<b>ASEAN-5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	...	...	...
Indonésie	6,2	6,3	6,4	4,3	5,6	5,6	-2,8	-3,3	-3,3	6,2	6,1	6,0
Thaïlande	6,4	5,9	4,2	3,0	3,0	3,4	0,7	1,0	1,1	0,5	0,7	0,7
Malaisie	5,6	5,1	5,2	1,7	2,2	2,4	6,4	6,0	5,7	3,0	3,0	3,0
Philippines	6,6	6,0	5,5	3,1	3,1	3,2	2,9	2,4	2,0	7,0	7,0	7,0
Viet Nam	5,0	5,2	5,2	9,1	8,8	8,0	7,4	7,9	6,3	4,5	4,5	4,5
<b>Autres pays en développement<sup>4</sup></b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>6,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,2</b>	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Pays émergents d'Asie <sup>5</sup>	6,0	6,6	6,9	4,2	4,7	4,7	1,9	1,8	1,9	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter à la section consacrée aux informations par pays dans la base de données en ligne sur les PEM, consultable sur le site Web du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)), pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

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

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

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

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

<sup>5</sup>Les pays émergents d'Asie incluent tous les pays en développement d'Asie, la Corée, la RAS de Hong Kong, Singapour et la province chinoise de Taiwan.

financiers et les prix des actifs augmentent dans plusieurs pays à la faveur d'une croissance rapide du crédit et de conditions de financement favorables. En Chine, le recours à des instruments financiers obéissant davantage aux lois du marché signifie que la moitié environ de l'intermédiation financière s'effectue en dehors des circuits bancaires traditionnels, dans des parties du système financier qui sont moins bien surveillées, ce qui se traduit par une montée des risques. Dans le scénario examiné au chapitre 1 en vertu duquel les perspectives de croissance pour les marchés émergents sont revues en baisse et l'investissement diminue, la production asiatique pourrait être inférieure de plus de 2 % au niveau de référence et même être encore plus basse si l'accroissement des écarts de rendement provoque des sorties de fonds. Plusieurs autres risques qui sont plus difficiles à anticiper pourraient s'avérer perturbants du fait de la forte intégration de la chaîne d'approvisionnement en Asie et de la dépendance croissante à l'égard de la demande et de la finance régionales. Ces risques incluent une perturbation des échanges liée à des différends territoriaux, une perte de confiance dans les efforts déployés au Japon pour ré-

tablir la santé économique et l'arrêt des réformes et de la reprise en Chine<sup>1</sup>.

Les gouvernants de la région doivent reconstituer leur marge de manœuvre macroéconomique tout en maîtrisant les risques qui pèsent sur la stabilité financière. Les banques centrales asiatiques ont adopté des politiques monétaires accommodantes en réduisant les taux directeurs ou en les maintenant à un faible niveau en 2012, dans le contexte de perspectives de croissance incertaines et d'une inflation faible et stable, dans l'ensemble. Cela a été bénéfique, mais l'orientation des politiques monétaires va se diversifier à l'avenir au sein de la région. Des mesures macroprudentielles auront un rôle important à jouer dans les pays émergents d'Asie dans lesquels la croissance du crédit reste trop rapide et menace la stabilité financière, surtout si à cela s'ajoutent des entrées persistantes de volumes importants de capitaux. En Chine, la réforme du secteur financier devrait être accélérée pour

<sup>1</sup>Par exemple, comme il a été souligné dans le rapport de 2012 du FMI sur les effets de contagion (*2012 Spillover Report*, FMI, 2012), une forte hausse des rendements pourrait réduire la croissance d'environ 2 points dans les pays émergents d'Asie.

limiter les risques liés à l'accroissement rapide de l'ensemble du crédit et empêcher une nouvelle augmentation des surcapacités. La Commission chinoise de réglementation bancaire a, en outre, récemment annoncé des mesures visant à renforcer la surveillance des activités hors bilan des banques. L'adoption, au Japon, d'un nouvel ensemble de mesures d'assouplissement de la politique monétaire de nature quantitative et qualitative est accueillie favorablement, mais, pour que les résultats visés soient obtenus et que l'objectif d'inflation de 2 % soit atteint en deux ans, l'assouplissement de la politique monétaire doit s'accompagner de réformes ambitieuses dans le domaine budgétaire et de la croissance afin d'assurer une reprise durable et de réduire les risques budgétaires.

Les circonstances propres à chaque pays détermineront aussi le rythme auquel l'assainissement budgétaire devra être opéré, la demande être rééquilibrée et une marge de manœuvre adéquate être constituée. Certains pays à fort excédent extérieur et faible endettement public auront peut-être intérêt à recourir à des mesures budgétaires pour soutenir la demande intérieure. D'une manière plus générale, les déficits structurels sont plus importants qu'avant la crise et les marges de manœuvre budgétaire doivent être rétablies. Les stabilisateurs automatiques doivent constituer la première ligne de défense en cas d'évolution décevante de la croissance.

La principale priorité à moyen terme doit être de soutenir la croissance économique et de la rendre plus inclusive. Là encore, le programme d'action variera selon les pays de la région, mais il inclura des mesures de rééquilibrage économique, le renforcement de l'investissement privé, une réforme des marchés des produits et du travail, une amélioration des politiques fiscales et des politiques en matière de dépenses et des dispositions pour faire face aux changements démographiques rapides. Les dirigeants asiatiques devraient aussi entreprendre une action collective et coordonnée pour approfondir l'intégration commerciale régionale.

### **Amérique latine et Caraïbes : une croissance plus forte soutenue par des conditions de financement favorables**

*La croissance de la production s'est quelque peu ralentie en Amérique latine et aux Caraïbes en 2012, mais la demande intérieure reste forte et les déficits des transactions courantes se sont encore creusés malgré le niveau élevé des prix des produits de base. D'après les projections, la croissance devrait atteindre 3½ % en 2013 grâce au redressement de*

*la demande extérieure, à des conditions de financement favorables et à l'effet des mesures d'assouplissement prises plus tôt dans certains pays (graphique 2.9). Les gouvernants des pays d'Amérique latine doivent renforcer les volants budgétaires, limiter la montée des vulnérabilités financières et faire avancer les réformes destinées à renforcer la croissance. Les défis que les pouvoirs publics doivent relever aux Caraïbes sont plus pressants du fait que la croissance continue d'être bridée par l'importance de l'endettement et la faiblesse de la compétitivité.*

La croissance du PIB réel dans la région Amérique latine et Caraïbes (ALC) est tombée de 4½ % en 2011 à 3 % en 2012 sous l'effet d'un fléchissement de la demande extérieure et, dans certains cas, de facteurs intérieurs. La décélération de la croissance a été particulièrement prononcée au Brésil, le plus grand pays de la région, où d'importantes mesures de relance n'ont pas permis de stimuler l'investissement privé. Ce ralentissement s'est étendu à ses partenaires commerciaux, notamment l'Argentine, le Paraguay et l'Uruguay. En Argentine, les contrôles généralisés des importations et des changes ont également affecté la confiance des milieux d'affaires et l'investissement. Dans la plupart des autres pays financièrement intégrés (Chili, Mexique, Pérou), la croissance est restée forte, mais a diminué progressivement pour se rapprocher de son taux potentiel (graphique 2.10). L'activité économique a aussi été robuste en Amérique centrale, où elle s'est accrue de 4¾ % en moyenne en 2012. La reprise a toutefois continué d'être entravée, dans beaucoup de pays des Caraïbes, par les hauts niveaux d'endettement et la faiblesse des recettes du tourisme.

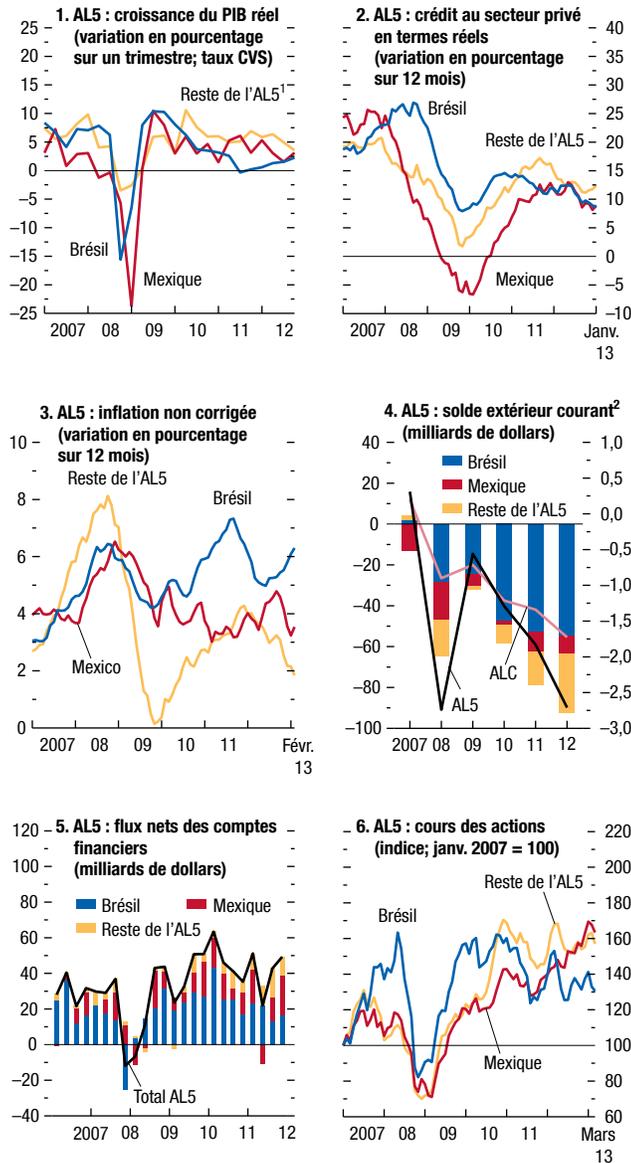
Malgré le ralentissement de la croissance, la demande intérieure est restée solide dans la plupart des pays d'Amérique latine, où elle a été soutenue par des conditions de financement favorables et les prix élevés des produits de base. Les déficits des transactions courantes ont atteint, en moyenne, 3 % du PIB en 2012 dans les grands pays financièrement intégrés (contre 1¼ % en 2010)<sup>2</sup>. Parallèlement, l'inflation est, dans l'ensemble, restée bien ancrée dans ces pays bien qu'elle se soit maintenue au-dessus du point médian de la fourchette fixée comme objectif dans certains cas (au Brésil et en Uruguay notamment). Les entrées de capitaux ont été soutenues et la reprise des flux d'investissements de portefeuille au second semestre de 2012 a fait monter le cours des actions et des monnaies locales. La croissance

<sup>2</sup>Le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou et l'Uruguay figurent dans ce groupe de pays.



**Graphique 2.10. Amérique latine : croissance soutenue par des conditions de financement favorables**

La croissance de la production s'est ralentie dans une grande partie de la région, surtout au Brésil. La demande intérieure et le crédit bancaire continuent d'augmenter rapidement; l'inflation a été maîtrisée dans l'ensemble, mais les déficits extérieurs courants continuent de se creuser. Les entrées de capitaux restent soutenues, et une reprise récente des flux de portefeuille conduit à un renforcement des marchés des changes et des marchés des actions.



Sources : Haver Analytics; autorités nationales; calculs des services du FMI.  
 Note : ALC = Amérique latine et Caraïbes. L'AL5 inclut le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique et le Pérou. Le reste de l'AL5 correspond à la moyenne simple pour le Chili, la Colombie et le Pérou (sauf indication contraire). Taux CVS = taux corrigé des variations saisonnières.  
<sup>1</sup>Pour la Colombie, la croissance moyenne est calculée sur quatre trimestres.  
<sup>2</sup>Reste de l'AL5 : total pour le Chili, la Colombie et le Pérou. AL5 : moyenne simple; pourcentage du PIB, échelle de droite. ALC : pourcentage du PIB, échelle de droite.

- La reprise va se poursuivre dans bon nombre des pays des Caraïbes avec un redressement progressif des flux touristiques. Les niveaux élevés d'endettement et la faiblesse de la compétitivité vont toutefois continuer de peser sur la croissance.

Les risques de dégradation des perspectives à court terme ont diminué pour la région ALC, les mesures prises aux États-Unis et dans la zone euro ayant apaisé les menaces immédiates qui pesaient sur la croissance mondiale. Cependant, tant que l'assainissement du secteur financier de la zone euro n'est pas achevé, les filiales des banques européennes de la région restent vulnérables au risque de réduction du levier d'endettement. La reprise de la croissance en Chine devrait, en même temps, soutenir les prix des produits de base et les exportations de la région. Il se peut que la croissance de la demande intérieure dépasse les projections grâce à de fortes entrées de capitaux et à des conditions de financement favorables, surtout en cas de dérapages dans la mise en œuvre des programmes d'assainissement budgétaire.

Les risques de détérioration de la situation persistent toutefois à moyen terme. Ils résident toujours principalement dans le retour à des conditions de financement extérieur et à des prix des produits de base moins favorables. Comme les scénarios des risques examinés au chapitre 1 l'ont montré, la région serait gravement touchée par un ralentissement brutal de l'activité dans les pays émergents, en Chine notamment. Plus précisément, un recul de l'investissement privé de 10 % dans les pays du groupe BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud) pourrait réduire la production en Amérique latine de plus de 1 point en 2013–14 par son effet sur la demande de produits de base et d'autres exportations. Une diminution de l'investissement et des sorties de capitaux amputerait la production régionale de 2 autres points par rapport au niveau de référence. La persistance des incertitudes entourant les perspectives budgétaires dans les pays avancés pourrait en outre provoquer une plus grande aversion pour le risque et un accroissement des écarts de taux souverains, ce qui aurait des conséquences négatives pour la croissance mondiale.

L'endettement et les déficits budgétaires restent plus élevés qu'avant la crise dans beaucoup de pays. Les écarts de production étant résorbés dans la majeure partie de la région, les gouvernants devraient profiter de la situation économique relativement favorable pour assainir les finances publiques. En jouant la prudence budgétaire, ils contribueraient à modérer le creusement des déséquilibres des transactions courantes et l'appréciation des taux

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

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
<b>Amérique du Nord</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	...	...	...
États-Unis	2,2	1,9	3,0	2,1	1,8	1,7	-3,0	-2,9	-3,0	8,1	7,7	7,5
Canada	1,8	1,5	2,4	1,5	1,5	1,8	-3,7	-3,5	-3,4	7,3	7,3	7,2
Mexique	3,9	3,4	3,4	4,1	3,7	3,2	-0,8	-1,0	-1,0	4,8	4,8	4,5
<b>Amérique latine<sup>4</sup></b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>6,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,1</b>	...	...	...
Brésil	0,9	3,0	4,0	5,4	6,1	4,7	-2,3	-2,4	-3,2	5,5	6,0	6,5
Argentine <sup>5</sup>	1,9	2,8	3,5	10,0	9,8	10,1	0,1	-0,1	-0,5	7,2	7,1	6,8
Colombie	4,0	4,1	4,5	3,2	2,2	3,0	-3,4	-3,4	-2,9	10,4	10,3	10,0
Venezuela	5,5	0,1	2,3	21,1	27,3	27,6	2,9	6,2	7,7	7,8	7,8	7,8
Pérou	6,3	6,3	6,1	3,7	2,1	2,3	-3,6	-3,5	-3,4	6,8	6,8	6,8
Chili	5,5	4,9	4,6	3,0	2,1	3,0	-3,5	-4,0	-3,6	6,5	6,5	6,6
Équateur	5,0	4,4	3,9	5,1	4,7	4,1	-0,5	-1,3	-1,5	5,3	5,8	6,0
Bolivie	5,2	4,8	5,0	4,5	4,6	4,3	7,5	4,8	3,5	5,4	5,4	5,3
Uruguay	3,8	3,8	4,0	8,1	7,3	7,2	-3,4	-2,9	-2,5	6,1	6,5	7,0
Paraguay	-1,2	11,0	4,6	3,8	3,6	5,0	-2,0	-2,4	-2,9	5,8	5,4	5,5
<b>Amérique centrale<sup>6</sup></b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,3</b>	...	...	...
<b>Caraïbes<sup>7</sup></b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,4</b>	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Amérique latine et Caraïbes <sup>8</sup>	3,0	3,4	3,9	6,0	6,1	5,7	-1,7	-1,7	-2,0	...	...	...
Union monétaire des Caraïbes orientales <sup>9</sup>	0,0	1,2	2,2	3,0	3,1	2,6	-17,8	-18,3	-18,0	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter à la section consacrée aux informations par pays dans la base de données en ligne sur les PEM, consultable sur le site Web du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)), pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

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

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

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

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

<sup>5</sup>Les chiffres pour l'Argentine sont les données officielles communiquées. Le FMI a toutefois adopté une déclaration de censure à l'encontre de l'Argentine et appelé ses autorités à prendre les mesures nécessaires pour améliorer la qualité des données officielles relatives au PIB et à l'indice des prix à la consommation (IPC) du Grand Buenos Aires (GBA). D'autres sources de données ont indiqué une croissance réelle sensiblement inférieure aux chiffres officiels communiqués depuis 2008 et des taux d'inflation considérablement plus élevés que ceux déclarés par les autorités depuis 2007. De ce fait, les services du FMI utilisent aussi d'autres estimations de la croissance du PIB et de la hausse de l'IPC pour la surveillance macroéconomique du pays.

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

<sup>7</sup>Antigua-et-Barbuda, Bahamas, Barbade, Dominique, Grenade, Haïti, Jamaïque, République dominicaine, Saint-Kitts-et-Nevis, Saint-Vincent-et-les Grenadines, Sainte-Lucie et Trinité-et-Tobago.

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

<sup>9</sup>Antigua-et-Barbuda, Dominique, Grenade, Saint-Kitts-et-Nevis, Saint-Vincent-et-les Grenadines et Sainte-Lucie, ainsi que Anguilla et Montserrat, qui ne sont pas membres du FMI.

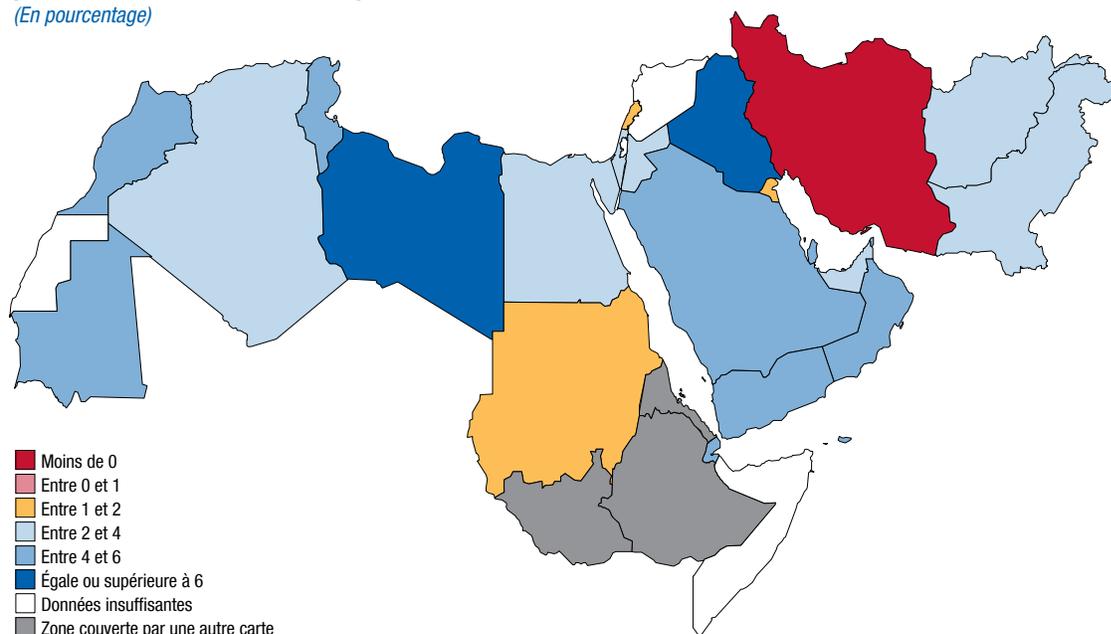
de change réels. Les efforts de rééquilibrage budgétaire devraient protéger les investissements publics indispensables et les dépenses d'éducation. Si les risques de détérioration de la situation se concrétisaient, la politique monétaire devrait constituer la première ligne de défense dans les pays dans lesquels les anticipations inflationnistes sont bien ancrées.

L'importance et la volatilité potentielle des flux de capitaux continuent de poser problème pour la région. L'action publique doit viser à limiter l'aggravation des vulnérabilités du secteur financier et des entreprises dans le contexte de financements extérieurs peu coûteux et facilement accessibles. La flexibilité des taux de change doit continuer d'être utilisée pour amortir les chocs et décourager les mouvements de capitaux spéculatifs. Une réglementation et une surveillance prudentielles solides, axées sur la détection des vulnérabilités et la réduction

des risques systémiques, ainsi qu'une capitalisation appropriée et des provisions suffisantes pour pertes sur prêts seront aussi indispensables dans les pays qui ont connu récemment une expansion rapide du crédit.

Le principal défi à relever à moyen terme reste l'amélioration de la productivité et de la compétitivité. Des taux de croissance élevés ont été favorisés en Amérique latine, ces dernières années, par un accroissement de l'utilisation de la main-d'œuvre et une expansion rapide du crédit qui risquent de se ralentir. Pour maintenir des taux de croissance élevés de la production potentielle, la région doit investir davantage dans les infrastructures et le capital humain, améliorer l'environnement des entreprises et le cadre réglementaire et diversifier les exportations. L'amélioration de la compétitivité s'impose aussi dans les Caraïbes, où une plus forte croissance permettrait également d'alléger le poids de la dette.

**Graphique 2.11. Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan : prévisions de croissance du PIB pour 2013**  
(En pourcentage)



Source : estimations des services du FMI.  
Note : inclut Israël.

### Moyen-Orient et Afrique du Nord : réduction des différences dans une région à deux vitesses

Les résultats économiques ont à nouveau été inégaux dans l'ensemble de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord (MOAN) en 2012. La plupart des pays exportateurs de pétrole de la région ont certes enregistré des taux de croissance robustes, mais la croissance est restée molle dans les pays importateurs de pétrole — dont beaucoup sont en pleine transition politique. Ces différences devraient s'estomper en 2013 sous l'effet d'une réduction de la production d'hydrocarbures dans les pays qui exportent du pétrole et d'une légère reprise économique dans ceux qui en importent. Beaucoup de pays de la région doivent dès maintenant rétablir ou maintenir la stabilité macroéconomique dans un climat d'incertitude politique et d'agitation sociale, mais les dirigeants ne doivent pas perdre de vue la nécessité de diversifier les économies, créer davantage d'emplois et générer une croissance plus inclusive, à moyen terme.

À 4¾ %, la croissance a été relativement robuste dans la région MOAN en 2012, mais elle devrait tomber aux alentours de 3 % en 2013 en raison principalement d'un ralentissement de l'activité attendu dans les pays exportateurs de pétrole (graphique 2.11 et tableau 2.5).<sup>3</sup>

<sup>3</sup>La Syrie n'est plus incluse dans les agrégats régionaux et les projections, depuis 2011, en raison de la guerre civile qui ravage actuellement le pays.

### Pays exportateurs de pétrole

Avec un taux d'environ 5¾ %, la croissance a été robuste, en 2012, dans les pays exportateurs de pétrole de la région MOAN grâce notamment au rétablissement presque complet de la production pétrolière libyenne et à de fortes expansions dans les pays du Conseil de coopération du Golfe. D'après les projections, la croissance économique devrait tomber à 3¾ % en 2013 sous l'effet de pauses dans l'accroissement de la production pétrolière dans le contexte de la faiblesse relative de la demande mondiale de pétrole. L'augmentation des livraisons pétrolières de l'Iraq et de la Libye devrait largement compenser la baisse des exportations iraniennes de pétrole, cette année, tandis que la diminution de la demande nette pour les exportations de l'Arabie saoudite devrait se traduire par une légère réduction de la production. Le PIB pétrolier global devrait, de ce fait, stagner en 2013 après s'être accru de 4½ % en 2012.

Le niveau élevé des dépenses publiques continuera de soutenir la croissance dynamique du PIB hors pétrole, qui devrait atteindre un taux de 4¼ % cette année. Dans l'ensemble, la croissance devrait se renforcer dans les pays exportateurs de pétrole de la région et s'élever à environ 3¾ % en 2014, portée par la hausse de la crois-

**Tableau 2.5. Pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (échantillon) :**  
**PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage**  
*(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
<b>Moyen-Orient et Afrique du Nord</b>	<b>4,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>10,7</b>	<b>9,6</b>	<b>9,0</b>	<b>12,5</b>	<b>10,8</b>	<b>8,9</b>	...	...	...
<b>Pays exportateurs de pétrole<sup>4</sup></b>	<b>5,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>11,3</b>	<b>10,0</b>	<b>8,5</b>	<b>16,6</b>	<b>14,3</b>	<b>12,0</b>	...	...	...
Iran	-1,9	-1,3	1,1	30,6	27,2	21,1	4,9	3,6	1,9	12,5	13,4	14,7
Arabie saoudite	6,8	4,4	4,2	2,9	3,7	3,6	24,4	19,2	16,1	...	...	...
Algérie	2,5	3,3	3,4	8,9	5,0	4,5	5,9	6,1	4,5	9,7	9,3	9,0
Émirats arabes unis	3,9	3,1	3,6	0,7	1,6	1,9	8,2	8,4	7,9	...	...	...
Qatar	6,6	5,2	5,0	1,9	3,0	4,0	29,5	29,3	23,7	...	...	...
Koweït	5,1	1,1	3,1	2,9	3,3	3,8	45,0	40,8	37,6	2,1	2,1	2,1
Iraq	8,4	9,0	8,4	6,1	4,3	5,5	7,0	3,6	2,9	...	...	...
<b>Pays importateurs de pétrole<sup>5</sup></b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>10,6</b>	<b>-7,7</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,9</b>	...	...	...
Égypte	2,2	2,0	3,3	8,6	8,2	13,7	-3,1	-2,1	-1,6	12,3	13,5	14,3
Maroc	3,0	4,5	4,8	1,3	2,5	2,5	-9,6	-7,0	-5,8	8,8	8,7	8,6
Tunisie	3,6	4,0	4,5	5,6	6,0	4,7	-8,0	-7,3	-6,6	18,9	16,7	16,0
Soudan	-4,4	1,2	2,6	35,5	28,4	29,4	-11,2	-6,9	-5,9	10,8	9,6	8,4
Liban	1,5	2,0	4,0	6,6	6,7	2,4	-16,1	-16,1	-14,6	...	...	...
Jordanie	2,8	3,3	3,5	4,8	5,9	3,2	-18,1	-10,0	-9,1	12,2	12,2	12,2
<i>Pour mémoire</i>												
Moyen-Orient, Afrique du Nord,												
Afghanistan et Pakistan	4,7	3,1	3,7	10,7	9,4	9,0	11,5	9,9	8,2	...	...	...
Pakistan	3,7	3,5	3,3	11,0	8,2	9,5	-2,0	-0,7	-0,8	7,7	9,2	10,7
Afghanistan	10,2	3,1	4,8	4,4	6,1	5,8	4,0	1,6	0,3	...	...	...
Maghreb <sup>6</sup>	15,3	6,1	5,0	5,9	4,1	4,1	6,3	5,5	3,6	...	...	...
Mashreq <sup>7</sup>	2,2	2,1	3,3	8,2	7,9	11,8	-6,1	-4,6	-4,1	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter à la section consacrée aux informations par pays dans la base de données en ligne sur les PEM, consultable sur le site Web du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)), pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

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

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

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

<sup>4</sup>Ce groupe comprend en outre les pays suivants : Bahreïn, Libye, Oman et Yémen.

<sup>5</sup>Ce groupe comprend en outre Djibouti et la Mauritanie, mais non la Syrie.

<sup>6</sup>Algérie, Libye, Maroc, Mauritanie et Tunisie.

<sup>7</sup>Égypte, Jordanie et Liban seulement, la Syrie étant exclue des données.

sance du PIB hors pétrole et une reprise de la croissance du PIB pétrolier<sup>4</sup>.

L'inflation devrait rester modérée dans la plupart des pays exportateurs de pétrole en raison d'un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires, d'un environnement mondial favorable en matière d'inflation et d'un ralentissement des hausses de loyer dans certains pays du Conseil de coopération du Golfe. Dans le cas de l'Iran, certains de ces facteurs devraient contribuer à réduire l'inflation en 2013. Le contexte macroéconomique risque, toutefois, de rester difficile étant donné la forte dépréciation monétaire subie et les conditions extérieures défavorables qui devraient maintenir l'inflation à des niveaux relativement élevés.

Les risques qui pèsent sur les perspectives à court terme pour les pays exportateurs de pétrole sont principalement

<sup>4</sup>L'Arabie saoudite a revu récemment ses données concernant son PIB, ce qui s'est traduit par un relèvement sensible du niveau de celui-ci et une révision à la hausse des taux de croissance estimés en 2011 et 2012.

liés à l'évolution des cours du pétrole et de la croissance mondiale. Les soldes budgétaires et extérieurs sont certes sensibles aux fluctuations des prix du pétrole, mais beaucoup de pays qui ont un faible niveau d'endettement public pourraient puiser dans les réserves qu'ils ont constituées plus tôt pour soutenir la demande globale en cas de fléchissement de ces prix. Leur baisse prolongée, provoquée par un ralentissement de l'activité économique mondiale, entraînerait cependant des déficits budgétaires dans la plupart des pays exportateurs de pétrole. En effet, le scénario du ralentissement de l'activité dans les pays émergents, décrit au chapitre 1, ferait tomber les prix du pétrole en dessous du niveau requis pour assurer l'équilibre budgétaire dans la plupart des pays, et ce, pour de nombreuses années, en l'absence de mesures internes appropriées.

Les pays exportateurs de pétrole doivent éviter de trop augmenter les dépenses publiques difficilement réversibles, comme les dépenses salariales, pour pouvoir résister à une baisse éventuelle durable du prix du pétrole. Les

dépenses en capital peuvent être maintenues, mais elles doivent être hiérarchisées pour ne pas compromettre la qualité de l'investissement public. Le rééquilibrage budgétaire est plus urgent dans certains pays exportateurs de pétrole à faible revenu (Yémen notamment) qui se heurtent déjà à des difficultés budgétaires. Plus généralement, les pays doivent continuer de s'efforcer de mettre en place des cadres budgétaires permettant d'atténuer les effets économiques de l'instabilité des prix du pétrole et d'assurer l'exploitation durable de leurs ressources naturelles.

Pour relever les défis qui se posent à eux à moyen terme, les pays exportateurs de pétrole doivent faire avancer les réformes qui permettent d'accélérer le rythme de la diversification économique et de soutenir la création d'emplois. Pour atteindre le premier objectif, ils devront continuer d'investir dans les infrastructures et d'améliorer le climat des affaires et, pour atteindre le second, ils devront renforcer l'éducation et la formation, améliorer les services de placement et revoir les incitations à travailler dans le secteur privé plutôt que dans le secteur public.

### Pays importateurs de pétrole

Avec un taux d'environ 2 % en 2012, la croissance a certes été légèrement plus soutenue dans les pays importateurs de pétrole de la région MOAN que ne le prévoient les projections de l'édition d'octobre 2012 des PEM, mais elle reste freinée par plusieurs facteurs : la persistance des incertitudes politiques et les poussées de fièvre sociale observées dans l'ensemble des pays arabes en transition, les importantes répercussions régionales de l'aggravation du conflit en Syrie, la faiblesse de la demande extérieure des partenaires commerciaux européens et les prix obstinément élevés des produits de base (produits alimentaires et combustibles, notamment)<sup>5</sup>. Les exportations de marchandises et l'investissement direct étranger (IDE) ont, en conséquence, diminué; les entrées de touristes restent inférieures à leurs niveaux de 2010 (y compris en Égypte et au Liban), et le chômage a augmenté dans beaucoup de pays (graphique 2.12). L'inflation est, en même temps, restée modérée dans l'ensemble, sous l'effet de la tiédeur de la demande. En dehors de ces grandes tendances, quelques facteurs importants propres à certains pays ont aussi joué un rôle :

- De meilleurs résultats que ceux qui étaient attendus en matière de croissance ont été enregistrés en 2012 grâce

à de bonnes récoltes en Afghanistan, à une reprise du tourisme en Tunisie et à des recettes tirées des produits de base supérieures aux prévisions en Mauritanie.

- En Égypte, le climat d'incertitude créé par l'enlisement de la transition politique a freiné la croissance, ce qui s'est traduit par une aggravation des déséquilibres budgétaires et extérieurs.
- En Jordanie, la croissance a été affectée par la perturbation des routes commerciales qui passent par la Syrie et par des grèves dans le secteur minier.
- Au Maroc, une longue période de bonnes performances économiques a été compromise par la détérioration de la situation en Europe, les prix élevés des produits alimentaires et du pétrole et, en 2012, par une production agricole inférieure à la moyenne et l'intensification des pressions pesant sur les comptes publics et les comptes extérieurs.
- Au Pakistan, des déficits budgétaires importants et un climat peu favorable aux affaires contribuent à une forte baisse de l'investissement privé et de la croissance.
- Au Soudan, malgré une reprise sensible de l'activité agricole, la persistance d'incidents militaires avec le Soudan du Sud voisin et la perte, consécutive à la sécession, de la production et des exportations pétrolières se sont traduites par un recul important de la production en 2012.

Le manque de dynamisme ambiant tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de leurs frontières va continuer de poser des problèmes aux pays importateurs de pétrole de la région MOAN en 2013–14. Ils devraient, d'après les projections, enregistrer une croissance de 2¾ % cette année, soit une révision à la baisse de ½ point des prévisions de l'édition d'octobre 2012 des PEM qui s'explique par la lenteur des progrès observés dans les processus de transition politique et le retard accusé par la reprise chez les partenaires commerciaux européens. La croissance pourrait toutefois s'accélérer et atteindre 3¾ % en 2014 dans les pays importateurs de pétrole si les processus de transition politique et économique progressent dans la région. L'inflation devrait augmenter en 2013–14 sous l'effet de la monétisation des déséquilibres budgétaires dans plusieurs pays et de la réduction des subventions aux prix des produits de base, malgré le ralentissement de la hausse des prix à l'importation de ces produits.

Les risques de détérioration de la situation restent élevés pour les pays importateurs de pétrole en raison principalement de l'instabilité politique et de l'agitation sociale qui règnent aux niveaux national et régional. Plusieurs gouvernements de la région sont des gouver-

<sup>5</sup>Les pays arabes en transition incluent l'Égypte, la Jordanie, la Libye, le Maroc, la Tunisie et le Yémen.

nements provisoires, et la persistance de l'instabilité politique pourrait encore retarder les initiatives visant à maintenir la stabilité macroéconomique et à favoriser la reprise. Le conflit syrien pourrait en outre s'étendre aux pays voisins (Iraq, Jordanie, Liban) et, plus largement, à la sous-région. En dehors des risques politiques, une hausse des prix mondiaux des denrées alimentaires et des carburants pourrait réduire la production et accroître les déficits budgétaires et extérieurs, déjà importants, des pays importateurs de pétrole. Une période prolongée de croissance lente en Europe pourrait avoir un nouvel effet négatif sur la croissance des pays importateurs de pétrole de la région MOAN par le biais des interactions économiques qui s'opèrent à travers notamment les échanges commerciaux, le tourisme, les envois de fonds et l'IDE. Il existe aussi toutefois des possibilités d'amélioration de la situation liées au «dividende de la stabilisation» qui pourrait résulter de la poursuite des réformes en Europe — l'un des scénarios analysés au chapitre 1 — et avoir des effets positifs sur l'activité, surtout dans les pays du Maghreb (Algérie, Libye, Maroc, Mauritanie et Tunisie)<sup>6</sup>.

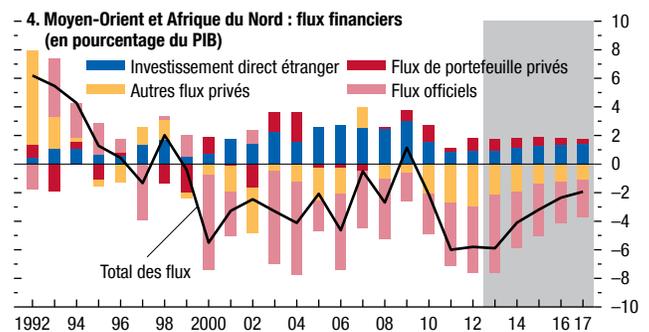
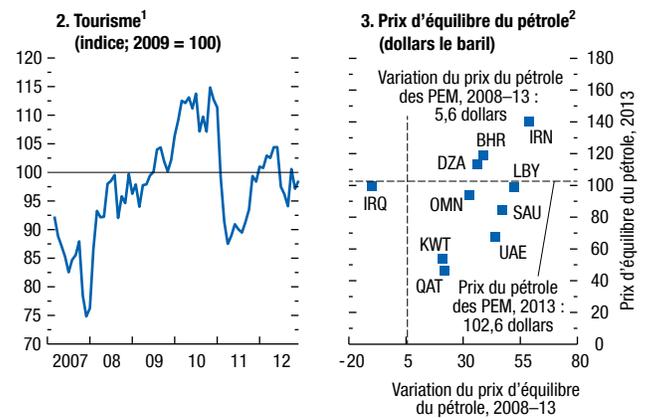
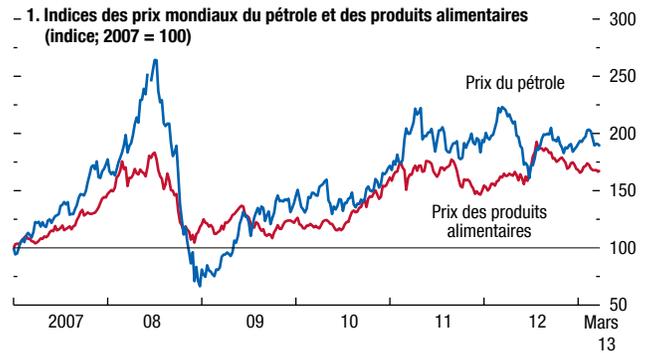
Depuis 2010, les pays importateurs de pétrole de la région MOAN exploitent largement les marges de manœuvre dont ils disposent pour faire face à leurs importants déficits budgétaires et courants. Cela s'est toutefois traduit par une augmentation de la dette publique (en pourcentage du PIB) et par une ponction sur les réserves internationales. Un ajustement macroéconomique a été opéré ces derniers mois dans plusieurs pays sous forme d'une plus grande souplesse du taux de change (Égypte, Tunisie) et d'une réduction des subventions énergétiques (Égypte, Jordanie, Maroc, Mauritanie et Tunisie)<sup>7</sup>. Le rééquilibrage budgétaire doit être poursuivi, et il impliquera de réduire les dépenses consacrées inutilement aux subventions généralisées, mais d'augmenter celles destinées à financer des dispositifs de protection sociale ciblés, et de relancer l'investissement public. La mobilisation de financements officiels externes peut faciliter l'ajustement, et une plus grande souplesse du taux de change peut permettre de protéger les réserves et de maintenir la compétitivité face aux chocs extérieurs et intérieurs. Il faut en même temps s'efforcer de formuler

<sup>6</sup>L'annexe 1.2 de l'édition de novembre 2012 des *Perspectives économiques régionales — Moyen-Orient et Asie centrale* offre une analyse approfondie des répercussions de la situation en Europe sur les pays du Maghreb et les autres pays de la région MOAN.

<sup>7</sup>Voir l'appendice 1 de l'édition d'avril 2013 du *Moniteur des finances publiques* pour un examen plus approfondi de la réforme des subventions énergétiques.

### Graphique 2.12. Moyen-Orient et Afrique du Nord : réduction des différences dans cette région à deux vitesses

Les pays qui exportent du pétrole réduisant leur production pétrolière et ceux qui en importent connaissant une légère reprise, leurs taux de croissance doivent un peu se rapprocher.



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

<sup>1</sup>L'indice du tourisme est calculé à partir de la moyenne simple des arrivées de touristes en Égypte, en Jordanie, au Liban, au Maroc et en Tunisie. Le Maroc est exclu en 2007 du fait de l'insuffisance des données.

<sup>2</sup>DZA = Algérie; BHR = Bahreïn; IRN = Iran; IRQ = Iraq; KWT = Koweït; LBY = Libye; OMN = Oman; QAT = Qatar; SAU = Arabie saoudite; UAE = Émirats arabes unis. Pour le Yémen, le prix d'équilibre du pétrole est de 215 dollars le baril.

et de mettre en œuvre un programme ambitieux et crédible de réformes institutionnelles et réglementaires qui améliorera l'environnement des entreprises, stimulera l'activité du secteur privé et permettra à davantage de personnes d'avoir accès, sur un pied d'égalité, aux débouchés économiques et aux possibilités d'emploi.

### Communauté des États indépendants : les perspectives s'améliorent, mais restent fragiles

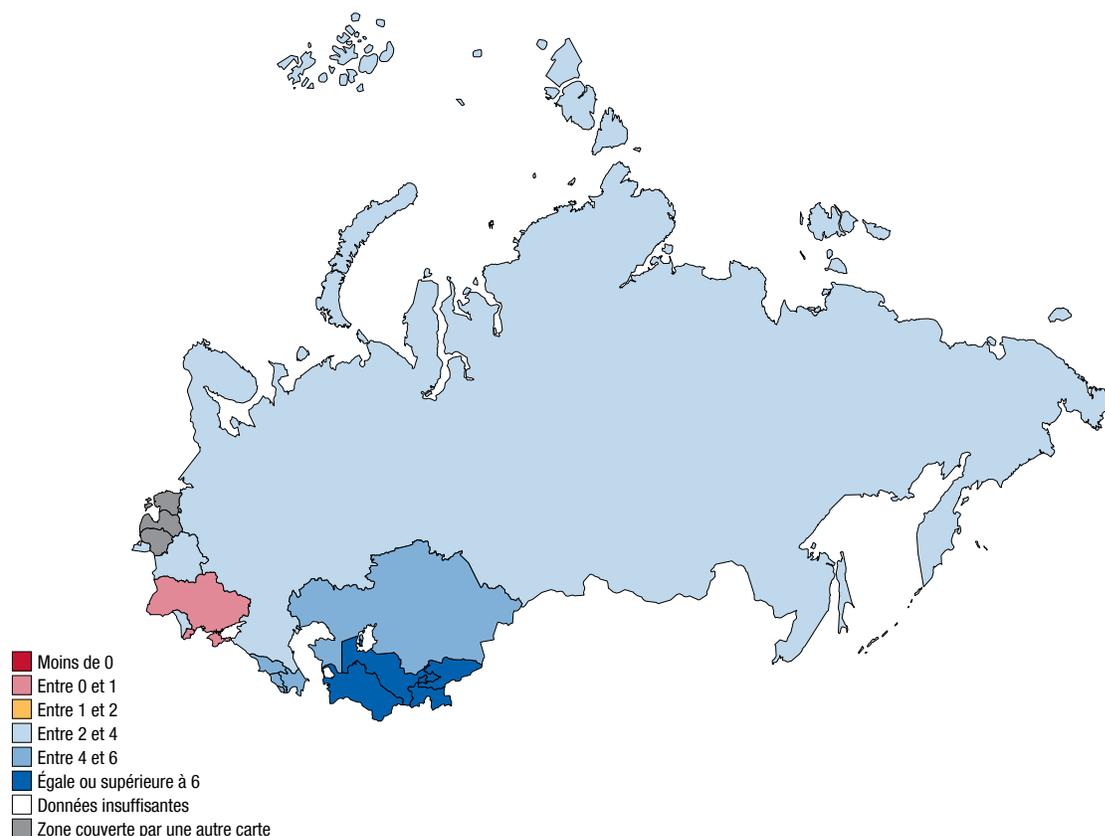
Après avoir été médiocre en 2012, la croissance va probablement s'améliorer légèrement dans la CEI sous l'effet de l'amélioration progressive du contexte extérieur et de la stabilisation des prix du pétrole à des niveaux élevés. Elle sera plus forte dans le Caucase et en Asie centrale que dans les pays européens de la CEI grâce aux envois de fonds et aux prix élevés des produits de base (graphique 2.13). La plupart des pays de la région bénéficieront de l'effet de mesures

structurelles sur la croissance à moyen terme, mais certains, comme le Bélarus et l'Ukraine, devront aussi remédier à des déséquilibres macroéconomiques.

Après avoir été relativement soutenue dans les premiers mois de 2012, l'activité a ensuite ralenti et ramené la croissance de 4¾ % en 2011 à 3½ % sur l'ensemble de l'année (graphique 2.14). Le ralentissement mondial a affecté les exportations de l'ensemble de la région, mais ses effets ont été plus sensibles dans les pays européens de la CEI que dans le Caucase et en Asie centrale. La demande intérieure s'est aussi affaiblie pour diverses raisons : en Russie, parce que les prix à l'exportation du pétrole ont cessé d'augmenter, et, en Ukraine, parce que les taux d'intérêt ont été relevés pour défendre le taux de change. L'activité économique s'est ralentie en Géorgie au second semestre de l'année du fait des incertitudes provoquées par l'élection d'octobre et la transition politique qui en a résulté. La croissance a été stoppée, en 2012, en Répu-

### Graphique 2.13. Communauté des États indépendants : prévisions de croissance du PIB pour 2013

(En pourcentage)



Source : estimations des services du FMI.  
Note : inclut la Géorgie.

blique de Moldova sous l'effet d'une mauvaise récolte, d'un ralentissement des échanges et de la stagnation des envois de fonds. Elle a fortement diminué en République kirghize, à la suite d'une baisse de la production d'or, tandis qu'au Kazakhstan, c'est un fléchissement temporaire de la production pétrolière qui est à l'origine du ralentissement de la croissance du PIB.

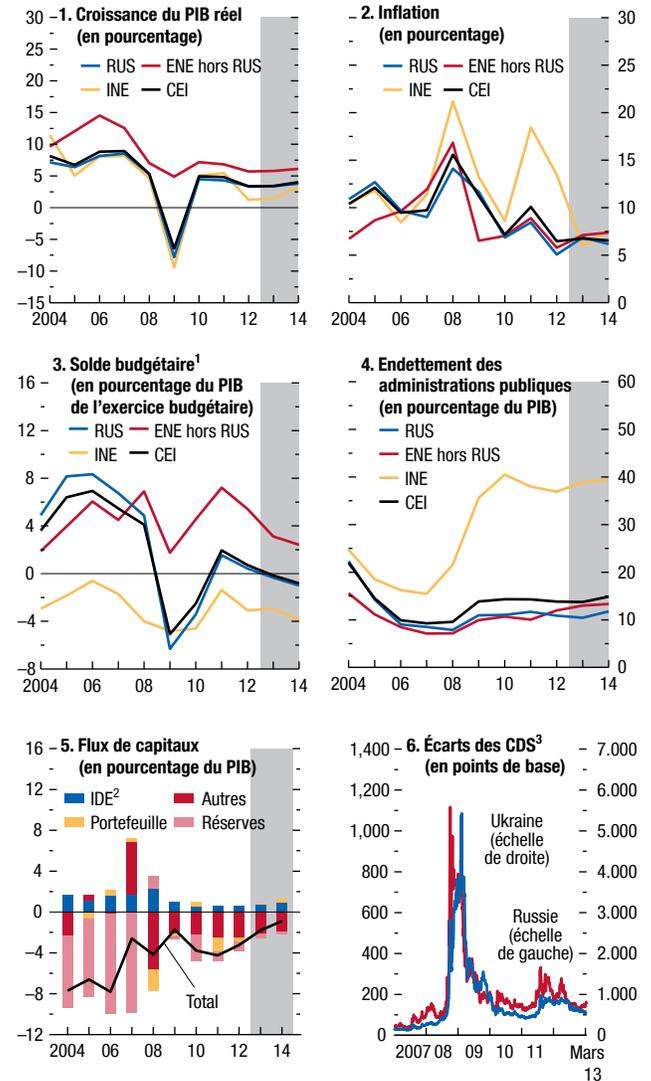
La croissance dans la CEI devrait rester à 3½ % en 2013 et passer à 4 % en 2014 grâce à la reprise progressive de l'économie mondiale et à la stabilité des prix des produits de base (tableau 2.6), auxquelles s'ajoute l'amélioration des conditions financières. Depuis le milieu de 2012, la réduction des risques extrêmes dans la zone euro a contribué à réduire notablement les écarts sur les contrats d'échange du risque de défaillance dans la région et facilité l'accès aux marchés internationaux des capitaux. Dans le Caucase et en Asie centrale, la croissance devrait rester proche de 6 % en 2013–14, soit un taux nettement supérieur à celui enregistré dans l'ensemble de la CEI. Elle continuera d'y être soutenue par la vigueur des envois de fonds en provenance de Russie et par le niveau élevé des prix des produits de base (produits énergétiques et minéraux).

- D'après les projections, la croissance devrait se maintenir à 3½ en Russie, cette année, du fait que l'écart de production y est pratiquement comblé et que la croissance y est proche de son potentiel.
- Après avoir été pratiquement nulle en 2012 en raison d'une détérioration des termes de l'échange, la croissance du PIB risque de rester modérée en Ukraine, en 2013, si les politiques suivies ne sont pas modifiées.
- La croissance va se ralentir en Arménie et s'établir aux alentours de 4¼ % en 2013–14, contre plus de 7 % en 2012, des conditions climatiques plus normales, un ralentissement de l'expansion du crédit et la poursuite du rééquilibrage budgétaire devant rapprocher le pays de son taux de croissance tendanciel.
- Au Turkménistan, la croissance, tirée par l'expansion des exportations de gaz vers la Chine et des dépenses publiques d'investissement, avoisinera 8 % en 2013–14. L'inflation devrait rester proche des niveaux actuels en 2013. En Russie, elle sera en moyenne d'environ 7 %. En Ukraine, elle devrait rester à ½ % en 2013. Il est à craindre qu'un relâchement prématuré de l'action menée ne compromette la désinflation au Bélarus. L'inflation, soutenue par la hausse des prix réglementés, restera probablement à deux chiffres en Ouzbékistan en 2013.

Reflétant la balance des risques qui pèsent sur les perspectives au niveau mondial, la balance des risques,

**Graphique 2.14. Communauté des États indépendants : de meilleures perspectives avec une vulnérabilité au ralentissement mondial**

La croissance devrait reprendre légèrement sous l'effet d'une amélioration progressive du contexte extérieur et de la stabilisation des cours du pétrole à des niveaux élevés. La reconstitution des marges de manœuvre budgétaires reste une priorité importante pour plusieurs pays de la CEI. Le recul des risques extrêmes dans la zone euro a permis de réduire les écarts des couvertures de défaillance (CDS) dans la région et facilité l'accès aux marchés internationaux des capitaux.



Sources : Thomson Reuters Datastream et estimations des services du FMI.  
 Note : Exportateurs nets d'énergie (ENE) : Azerbaïdjan, Kazakhstan, Ouzbékistan, Russie (RUS), Turkménistan. Importateurs nets d'énergie (INE) : Arménie, Bélarus, Géorgie, Moldova, République kirghize, Tadjikistan, Ukraine. ENE hors RUS = exportateurs nets d'énergie à l'exclusion de la Russie.

<sup>1</sup>Prêts/emprunts nets des administrations publiques sauf pour les INE, où il s'agit du solde global.

<sup>2</sup>IDE = Investissement direct étranger.

<sup>3</sup>Données sur la période comprise entre janvier 2007 et la fin de mars 2013.

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

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
<b>Communauté des États indépendants (CEI)</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>3,2</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>	...	...	...
<b>Exportateurs nets d'énergie</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>5,2</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>4,5</b>	<b>2,9</b>	<b>1,9</b>	...	...	...
Russie	3,4	3,4	3,8	5,1	6,9	6,2	4,0	2,5	1,6	6,0	5,5	5,5
Kazakhstan	5,0	5,5	5,6	5,1	7,2	6,4	4,6	4,0	2,2	5,4	5,3	5,3
Ouzbékistan	8,0	7,0	6,5	12,1	10,9	11,0	2,7	3,5	4,2	0,2	0,2	0,2
Azerbaïdjan	2,2	4,1	5,8	1,1	3,4	6,7	20,3	10,6	6,0	6,0	6,0	6,0
Turkménistan	11,0	7,7	7,9	4,9	5,6	5,5	1,7	2,5	2,8	...	...	...
<b>Importateurs nets d'énergie</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,2</b>	<b>13,5</b>	<b>6,0</b>	<b>7,5</b>	<b>-7,3</b>	<b>-7,3</b>	<b>-7,2</b>	...	...	...
Ukraine	0,2	0,0	2,8	0,6	0,5	4,7	-8,2	-7,9	-7,8	8,0	8,2	7,9
Bélarus	1,5	2,1	2,6	59,2	20,5	15,5	-2,9	-5,2	-5,5	0,6	0,6	0,6
Géorgie <sup>4</sup>	6,5	6,0	6,0	-0,9	1,0	4,6	-12,0	-10,0	-8,4	14,6	14,0	13,3
Arménie	7,2	4,3	4,1	2,5	4,2	4,0	-10,6	-9,6	-8,2	19,0	18,5	18,0
Tadjikistan	7,5	7,0	6,0	5,8	7,7	7,0	-1,9	-2,2	-2,4	...	...	...
République kirghize	-0,9	7,4	7,5	2,8	8,6	7,2	-12,7	-7,6	-6,1	7,7	7,6	7,6
Moldova	-0,8	4,0	4,0	4,7	4,6	5,0	-9,4	-10,0	-9,7	5,5	6,2	5,7
<i>Pour mémoire</i>												
Caucase et Asie centrale <sup>5</sup>	5,7	5,8	6,1	5,2	6,7	7,1	5,4	3,8	2,4	...	...	...
Pays à faible revenu de la CEI <sup>6</sup>	6,5	6,4	6,1	7,5	8,0	8,4	-3,3	-2,1	-1,1	...	...	...
Exportateurs nets d'énergie hors Russie	5,7	5,8	6,1	5,8	7,1	7,4	7,1	5,1	3,3	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter à la section consacrée aux informations par pays dans la base de données en ligne sur les PEM, consultable sur le site Web du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)), pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

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

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

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

<sup>4</sup>La Géorgie, qui n'est pas membre de la Communauté des États indépendants, est incluse dans ce groupe pour des raisons de géographie et de similitude de structure économique.

<sup>5</sup>Inclut l'Arménie, l'Azerbaïdjan, la Géorgie, le Kazakhstan, l'Ouzbékistan, la République kirghize, le Tadjikistan et le Turkménistan.

<sup>6</sup>Les pays à faible revenu de la CEI sont l'Arménie, la Géorgie, la Moldova, l'Ouzbékistan, la République kirghize et le Tadjikistan.

au niveau régional, continue de pencher à la baisse. Dans le cadre de plusieurs scénarios, comme ceux d'un ralentissement de l'investissement dans les pays émergents et d'une dégradation de la situation dans la zone euro, examinés au chapitre 1, la baisse des cours du pétrole aurait des répercussions négatives sur la Russie et le Kazakhstan, qui auraient, à leur tour, des effets secondaires dans l'ensemble de la CEI. Les échanges commerciaux, les flux d'IDE et les envois de fonds sont d'autres canaux de transmission importants entre la Russie et les autres pays de la CEI — par exemple, les envois de fonds des immigrants travaillant en Russie sont un moteur essentiel de l'activité économique en Arménie, en République kirghize et au Tadjikistan. En ce qui concerne les risques du système financier, les bilans bancaires restent affaiblis dans les pays où le volume des prêts improductifs est important (Kazakhstan, Tadjikistan).

La reconstitution des marges de manœuvre budgétaire reste une priorité essentielle pour plusieurs pays de la CEI. Dans les pays importateurs d'énergie, la réduction des déficits budgétaires permettra d'assurer la viabilité de la dette publique (République kirghize, Tadjikistan) et de réduire les gros déficits extérieurs courants (Géorgie). Le

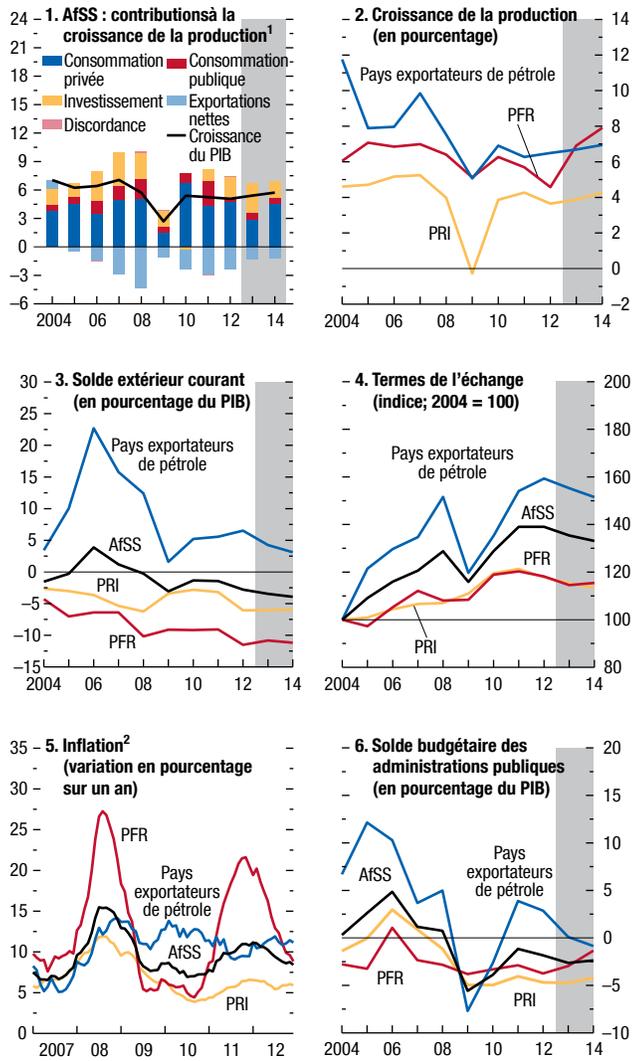
rééquilibrage budgétaire est aussi important pour l'Azerbaïdjan, dont la situation budgétaire hors pétrole dépasse de beaucoup le niveau soutenable à long terme.

La région doit intensifier les réformes structurelles pour hausser sa croissance potentielle. Cela implique, pour la Russie et le Kazakhstan, de respecter leurs engagements d'améliorer le climat des affaires et de diversifier les activités économiques. La réforme du secteur du gaz s'impose depuis longtemps en Ukraine. En République kirghize et au Tadjikistan, la croissance pourrait être stimulée par des investissements dans les infrastructures, classés par ordre de priorité et financés avec prudence. La libération des prix, la réforme des entreprises et la privatisation doivent être des objectifs prioritaires pour le Bélarus. Les pays européens de la CEI doivent en outre maintenir un régime de change flexible; le Bélarus et l'Ukraine doivent s'attaquer à leurs déséquilibres macro-économiques, le Bélarus en poursuivant la désinflation et l'Ukraine en réduisant ses importants déficits budgétaires et extérieurs courants. Les mesures qui s'imposent pourront être plus facilement mises en œuvre avec succès dans la région si le renforcement et le développement des institutions sont poursuivis.



**Graphique 2.16. Afrique subsaharienne : une capacité de résistance non démentie**

L'Afrique subsaharienne (AfSS) devrait continuer d'enregistrer un fort taux de croissance en 2013-14 grâce à la vigueur de la demande intérieure. Une certaine détérioration de la balance courante est attendue sous l'effet de la détérioration prévue des termes de l'échange. L'inflation s'est ralentie. Les volants budgétaires doivent être renforcés dans beaucoup de pays de la région.



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

Note : PFR : pays à faible revenu (AfSS); PRI : pays à revenu intermédiaire (AfSS).

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

<sup>2</sup>Les pays suivants sont exclus faute de données suffisantes : la Guinée équatoriale parmi les pays exportateurs de pétrole; le Cameroun, la Côte d'Ivoire et la Zambie parmi les PRI; le Burkina Faso, les Comores, la République démocratique du Congo, l'Érythrée, la Gambie, la Guinée, le Mozambique, la République centrafricaine, São Tomé-et-Principe, le Soudan du Sud et le Zimbabwe parmi les PFR.

l'Afrique du Sud devrait, selon les prévisions, connaître une croissance timide avec un taux de 2¾ % sous l'effet du manque de dynamisme de la production minière et de la faiblesse de la demande émanant de la zone euro, son principal marché extérieur.

Les projections envisagent une croissance économique régionale d'environ 6 % en 2014 sous l'effet principalement de l'intensification de l'activité qui devrait résulter, en Afrique du Sud et dans d'autres pays à revenu intermédiaire, de l'amélioration du contexte extérieur. Certains pays à faible revenu et fragiles, y compris ceux qui sont actuellement en proie à des conflits internes, devraient aussi voir leurs résultats s'améliorer.

Une détérioration des soldes extérieurs courants est attendue à court terme dans plusieurs pays en raison principalement de la détérioration escomptée des termes de l'échange, surtout dans les pays exportateurs de pétrole. Dans les pays à faible revenu, certains des investissements qui ont entraîné une augmentation de la demande finale devraient accroître, à moyen terme, les capacités dans les secteurs des biens échangeables.

L'inflation s'est ralentie dans la région, tombant de 10 % à la fin de 2011 à moins de 8 % à la fin de 2012, tendance qui devrait se poursuivre en l'absence de nouvelles flambées des prix des carburants et des produits alimentaires. L'amélioration a été particulièrement marquée en 2012 en Afrique de l'Est grâce au durcissement des politiques monétaires et à la baisse des prix alimentaires liée à une reprise de la production locale. Des freins temporaires à ces tendances d'évolution ont été observés dans les pays qui ont engagé des réformes des subventions énergétiques et où les prix ont accusé des hausses ponctuelles (Nigéria) ainsi qu'au Malawi, où des répercussions de la dépréciation se font sentir. Globalement, l'inflation devrait encore diminuer et tomber à 7 %, en 2013, en Afrique subsaharienne.

Les principaux risques qui pèsent sur les perspectives, dans cette région, sont d'origine extérieure même si les risques politiques et les risques liés à la sécurité intérieure ne doivent pas être ignorés. Au moins deux des scénarios baissiers examinés au chapitre 1 poseraient des problèmes pour la région — celui d'une dégradation de la situation dans la zone euro, dans le cadre duquel les pays d'Afrique subsaharienne à revenu intermédiaire seraient particulièrement affectés, et celui de la réduction de l'investissement dans les pays émergents (y compris l'Afrique du Sud), qui entraînerait une baisse des prix des principaux produits de base et toucherait les pays exportateurs de produits minéraux. Les pays

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

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections		2012	Projections	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>9,1</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,9</b>	...	...	...
<b>Pays exportateurs de pétrole<sup>4</sup></b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>	<b>10,9</b>	<b>9,5</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	...	...	...
Nigeria	6,3	7,2	7,0	12,2	10,7	8,2	6,6	5,5	4,8	...	...	...
Angola	8,4	6,2	7,3	10,3	9,4	8,4	9,6	3,5	1,3	...	...	...
Guinée équatoriale	2,0	-2,1	-0,8	5,5	5,0	5,4	-14,7	-11,2	-11,9	...	...	...
Gabon	6,2	6,1	6,8	3,0	3,0	3,0	12,6	10,5	7,1	...	...	...
République du Congo	3,8	6,4	5,8	5,0	4,5	3,0	3,6	2,8	-0,1	...	...	...
<b>Pays à revenu intermédiaire<sup>5</sup></b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,3</b>	<b>-6,1</b>	<b>-6,1</b>	<b>-5,9</b>	...	...	...
Afrique du Sud	2,5	2,8	3,3	5,7	5,8	5,5	-6,3	-6,4	-6,5	25,2	25,7	25,9
Ghana	7,0	6,9	6,8	9,2	8,4	8,2	-12,6	-11,6	-10,1	...	...	...
Cameroun	4,7	5,4	5,5	3,0	3,0	2,5	-4,4	-3,5	-3,4	...	...	...
Côte d'Ivoire	9,8	8,0	8,0	1,3	3,1	2,5	-1,8	-2,7	-3,3	...	...	...
Botswana	3,8	4,1	4,2	7,5	7,2	6,9	4,9	3,9	3,3	...	...	...
Sénégal	3,5	4,0	4,6	1,1	1,5	1,6	-9,8	-8,5	-7,8	...	...	...
<b>Pays à faible revenu<sup>6</sup></b>	<b>4,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,9</b>	<b>12,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>	<b>-11,5</b>	<b>-10,8</b>	<b>-11,2</b>	...	...	...
Éthiopie	7,0	6,5	6,5	22,8	8,3	9,6	-5,8	-7,5	-6,5	...	...	...
Kenya	4,7	5,8	6,2	9,4	5,2	5,0	-9,1	-7,4	-8,1	...	...	...
Tanzanie	6,9	7,0	7,2	16,0	9,0	5,9	-15,8	-14,8	-13,3	...	...	...
Ouganda	2,6	4,8	6,2	14,1	5,5	5,0	-10,9	-12,9	-14,8	...	...	...
République démocratique du Congo	7,1	8,3	6,4	9,3	6,8	8,0	-12,4	-12,0	-13,3	...	...	...
Mozambique	7,5	8,4	8,0	2,1	5,4	5,6	-26,1	-25,4	-40,6	...	...	...
Pour mémoire												
Afrique subsaharienne hors Soudan du Sud	5,1	5,4	5,7	8,9	7,2	6,3	-2,8	-3,5	-4,1	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter à la section consacrée aux informations par pays dans la base de données en ligne sur les PEM, consultable sur le site Web du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)), pour une liste complète des périodes de référence pour chaque pays.

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

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

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

<sup>4</sup>Ce groupe comprend en outre le Tchad.

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

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

qui réglementent les prix des produits alimentaires et des carburants devraient faire face à des pressions budgétaires en cas de flambée des prix de ces produits. Relativement peu d'élections sont prévues pour 2013, mais des troubles pourraient éclater dans certains cas; les problèmes de sécurité dans la région du Sahel menacent aussi l'activité dans les pays concernés.

L'orientation des politiques macroéconomiques suivies est dans l'ensemble appropriée dans la plupart des pays de la région. Dans les pays à croissance rapide où les marges de manœuvre doivent être rétablies, les autorités nationales devraient envisager d'adopter des mesures permettant de renforcer les positions budgétaires, y compris en s'attaquant aux subventions aux prix,

inefficaces et mal ciblées. Les choix budgétaires sont plus difficiles à opérer là où la croissance est déficiente du fait des arbitrages à effectuer entre le soutien de l'activité économique et la limitation de l'endettement. En cas de ralentissement de la croissance, les pays devraient laisser jouer les stabilisateurs automatiques et éviter une contraction budgétaire procyclique. Le succès de la réduction de l'inflation a créé l'espace nécessaire à un assouplissement progressif de la politique monétaire dans plusieurs pays. Les gouvernants devraient également s'efforcer de rendre la croissance plus inclusive à l'aide notamment de réformes en faveur de la diversification économique et de l'emploi, consolider le secteur financier et s'attaquer aux insuffisances des infrastructures.

## Dossier spécial : répercussions de l'incertitude entourant les politiques économiques aux États-Unis et en Europe

Il est communément admis que la forte incertitude régnant de façon générale et, plus particulièrement, celle entourant les politiques économiques ont freiné l'investissement et la croissance de la production au niveau mondial, au cours des deux dernières années. L'incertitude concernant les politiques économiques est en grande partie venue des États-Unis avec le différend sur le plafond de la dette, en août 2011, et les négociations sur le «précipice budgétaire», en décembre 2012. Elle a aussi été importante en Europe, surtout après l'annonce, par George Papandréou, le Premier ministre grec, d'un référendum sur le plan de sauvetage de son pays (suivie de sa démission), en novembre 2011, et pendant les négociations sur une réponse paneuropéenne à la crise, pendant la majeure partie de l'année 2012. Les dirigeants et les chefs d'entreprise du monde entier s'inquiètent des conséquences du climat d'incertitude qui règne, de ce fait, aux États-Unis et en Europe, les deux plus grands ensembles économiques de la planète.

Les effets de l'incertitude qui entoure les politiques économiques peuvent se faire sentir de plusieurs façons. Les échanges peuvent être affectés si la montée des incertitudes a des effets négatifs sur l'activité économique et la demande d'importations aux États-Unis et en Europe. L'incertitude concernant les politiques économiques pourrait aussi accroître l'aversion pour le risque au niveau mondial et provoquer ainsi de fortes corrections sur les marchés financiers et des sorties de capitaux à partir des marchés émergents.

Ce dossier spécial vise à quantifier l'effet, sur d'autres régions, de l'incertitude qui entoure les politiques économiques américaines et européennes<sup>9</sup>. Il cherche,

plus précisément à répondre aux questions suivantes : Qu'entend-on par cette incertitude? Jusqu'à quel point peut-elle être mesurée avec exactitude? Comment a-t-elle évolué aux États-Unis et en Europe au cours des dernières décennies? Quelle est l'ampleur de ses répercussions sur l'activité économique dans d'autres régions?

L'analyse effectuée fait apparaître que les épisodes de forte montée de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines et européennes ont momentanément provoqué une baisse plus ou moins importante de l'investissement et de la production dans d'autres régions du monde. Elle permet de penser que, si cette incertitude diminuait fortement dans un proche avenir, l'investissement et la production au niveau mondial pourraient s'en trouver stimulés.

### Incertitude et activité économique

L'idée que l'incertitude peut avoir un effet négatif sur l'activité économique remonte à John Maynard Keynes (1936), qui a soutenu que l'investissement est la composante la plus instable de l'activité globale parce qu'il dépend de points de vue sur l'avenir qui sont très incertains. Cette idée a été formalisée dans plusieurs modèles théoriques, depuis celui élaboré par Bernanke (1983) jusqu'à celui de Bloom (2009). Il convient de différer l'investissement en cas de montée momentanée de l'incertitude parce qu'il est impossible ou coûteux de l'annuler ou de le modifier. L'investissement reprend généralement dès que l'incertitude se dissipe, et il peut réagir de manière excessive si la demande a été contenue. Il en va de même pour la consommation de biens durables, qui est soumise aux mêmes forces.

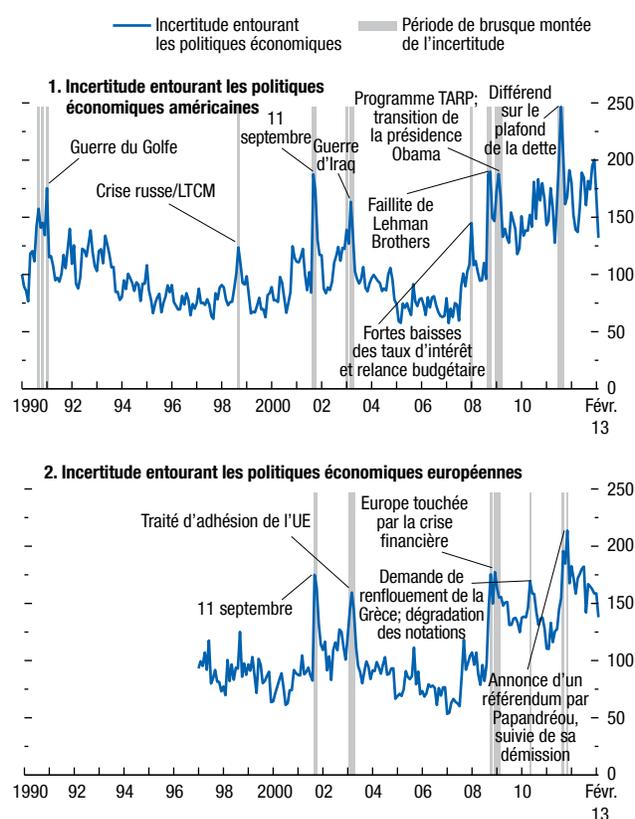
Deux écueils importants doivent être évités lorsqu'on essaie d'estimer les répercussions de l'incertitude concernant les politiques économiques. Premièrement, il faut s'assurer que le lien de causalité ne joue pas dans le sens inverse — c'est-à-dire que l'incertitude qui entoure les politiques économiques aux États-Unis et en Europe ne résulte pas d'évolutions de l'activité économique survenant ailleurs. C'est une hypothèse essentiellement plausible — les pics d'incertitude relative aux politiques économiques sont souvent associés à des événements économiques et politiques internes, ou à des événements géopolitiques mondiaux qui peuvent être considérés comme

Ce dossier spécial a été rédigé par Abdul Abiad avec le concours de Nadia Lepeshko et Katherine Pan.

<sup>9</sup>Plusieurs études empiriques ont analysé les effets de l'incertitude sur l'activité économique locale uniquement. Elles incluent les travaux de Bloom, Bond et van Reenen (2007), Bloom (2009), Bekaert, Hodrick et Zhang (2010), Baker, Bloom et Davis (2012), ainsi que l'encadré 1.3 de l'édition d'octobre 2012 des *Perspectives de l'économie mondiale*. L'étude de Carrière-Swallow et Céspedes (à paraître) constitue une exception à cet égard puisqu'elle examine les effets de l'incertitude (mesurée par la volatilité implicite du marché boursier aux États-Unis) sur l'activité économique de quelques pays émergents. Dans ce dossier spécial, l'analyse est menée dans le même esprit que celle de Carrière-Swallow et Céspedes (à paraître), mais en considérant plus particulièrement l'incertitude relative aux politiques économiques et en examinant ses effets sur toutes les régions du monde.

### Graphique 2.DS.1. Incertitude entourant les politiques économiques aux États-Unis et en Europe

L'incertitude qui entoure les politiques économiques a tendance à augmenter fortement sous l'effet d'événements économiques, financiers et géopolitiques identifiables.



Sources : Baker, Bloom et Davis (2012) et Haver Analytics.

Note : Les épisodes de brusque montée de l'incertitude sont définis comme des périodes pendant lesquelles l'incertitude épurée de la tendance dépasse sa moyenne de plus de 1,65 écart-type. LTCM = Long Term Capital Management; TARP = Troubled Assets Relief Program.

exogènes pour la plupart des pays (graphique 2.DS.1). Certains événements étant susceptibles de se traduire par une inversion du lien de causalité (par exemple, la crise russe et la faillite de Long Term Capital Management — LTCM — en 1998 ont provoqué une forte montée de l'incertitude entourant les politiques économiques), l'analyse vérifie que les résultats restent valables même lorsque ces événements ne sont pas pris en compte.

Le deuxième écueil à éviter est de ne pas imputer à l'incertitude liée aux politiques économiques les effets d'autres facteurs, comme l'incertitude économique de nature plus générale, les variations de la confiance des consommateurs ou des chefs d'entreprise, ou les fluctuations de l'activité économique. Pour cela, les effets de ces variables sont neutralisés, ce qui est important parce que celles-ci ont tendance à évoluer ensemble — l'incertitude a tendance à augmenter et la confiance à diminuer en période de ralentissement de l'activité économique. Autrement dit, diverses mesures de l'incertitude pourraient refléter l'évolution effective des perspectives économiques, et non pas simplement l'incertitude entourant ces perspectives.

### Mesure de l'incertitude entourant les politiques économiques

L'analyse s'appuie, au départ, sur les mesures de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines et européennes qui ont été élaborées par Baker, Bloom et Davis (2012). Ces mesures utilisent des indicateurs de l'incertitude économique liée à l'action publique qui reposent sur les informations publiées dans la presse (fréquence relative de la mention des termes «incertitude», «économie» et «action publique» dans les articles de journaux), le nombre de dispositions fiscales venant à expiration et la dispersion des prévisions économiques relatives aux niveaux des dépenses publiques et de l'inflation<sup>10</sup>. Ces mesures sont combinées pour construire des indices mensuels de l'incertitude concernant les politiques économiques qui remontent à 1985, dans le cas des États-Unis, et à 1997, dans celui de l'Europe.

Cette façon de mesurer l'incertitude entourant les politiques économiques n'est pas sans poser de problèmes. Premièrement, la composante reposant sur les informations publiées dans la presse est un indicateur indirect,

<sup>10</sup>Dans le cas de l'Europe, seuls sont utilisés l'indicateur de l'incertitude économique liée à l'action publique, reposant sur les informations publiées dans la presse, et la dispersion des prévisions économiques du fait de l'absence de données sur les dispositions fiscales venant à expiration.

et il est difficile de déterminer s'il mesure correctement l'incertitude en question. Deuxièmement, beaucoup des dispositions du code des impôts qui viennent à expiration sont régulièrement reconduites et ont peu de chances de constituer une source majeure d'incertitude. Enfin, les composantes de la dispersion des prévisions pourraient évoluer à la hausse en raison d'autres facteurs — la dispersion des prévisions d'inflation pourrait augmenter du fait de l'incertitude entourant les prix du pétrole et de l'alimentation, par exemple, et non de l'incertitude concernant la politique monétaire.

Pour résoudre ce premier problème, Baker, Bloom et Davis (2012) proposent plusieurs tests permettant d'établir la « validité du concept ». Ils élaborent, par exemple, une mesure de l'incertitude financière reposant également sur les informations publiées dans la presse en cherchant des articles contenant les termes « incertitude », « économie » et « marché boursier », et ils montrent que l'indice ainsi construit suit de près l'indice de volatilité du marché des options de Chicago (VIX). Ils font aussi observer que leur mesure de l'incertitude relative aux politiques économiques présente une étroite corrélation avec d'autres mesures de cette incertitude, comme celles de Fernández-Villaverde et autres (2011) et Born et Pfeifer (2011), qui font appel à des méthodes très différentes<sup>11</sup>. Quant aux deuxième et troisième problèmes, les résultats indiqués plus loin résistent à l'exclusion des composantes concernant l'expiration des dispositions fiscales et la dispersion des prévisions ainsi qu'à l'utilisation exclusive des informations publiées dans la presse.

### L'évolution de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines et européennes

L'incertitude entourant les politiques économiques a tendance à augmenter fortement en réaction à des événements économiques, financiers et géopolitiques identifiables (graphique 2.DS.1). Les épisodes de brusque montée de l'incertitude entourant les politiques économiques, indiqués par des lignes verticales dans le graphique 2.DS.1, sont définis comme des périodes pendant lesquelles la valeur de l'indice, épurée de la tendance à l'aide du filtre de Hodrick-Prescott, dépasse sa moyenne de plus de 1,65 écart-type, qui est la définition adoptée par

Carrière-Swallow et Céspedes (à paraître). Comme Baker, Bloom et Davis (2012) l'ont indiqué, les pics observés dans l'incertitude concernant les politiques économiques sont souvent liés à des événements identifiables. Par exemple, l'incertitude entourant la politique économique américaine a fortement augmenté après le déclenchement de la guerre du Golfe en août 1990, les attaques terroristes du 11 septembre 2001 et la période précédant la guerre d'Iraq, début 2003. Plus récemment, de fortes montées de l'incertitude concernant la politique américaine ont été associées à des événements économiques et financiers comme l'assouplissement des politiques monétaire et budgétaire provoqué par la récession en janvier 2008, la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, le différend d'août 2011 sur le plafond de la dette et les négociations sur le précipice budgétaire de la fin de 2012.

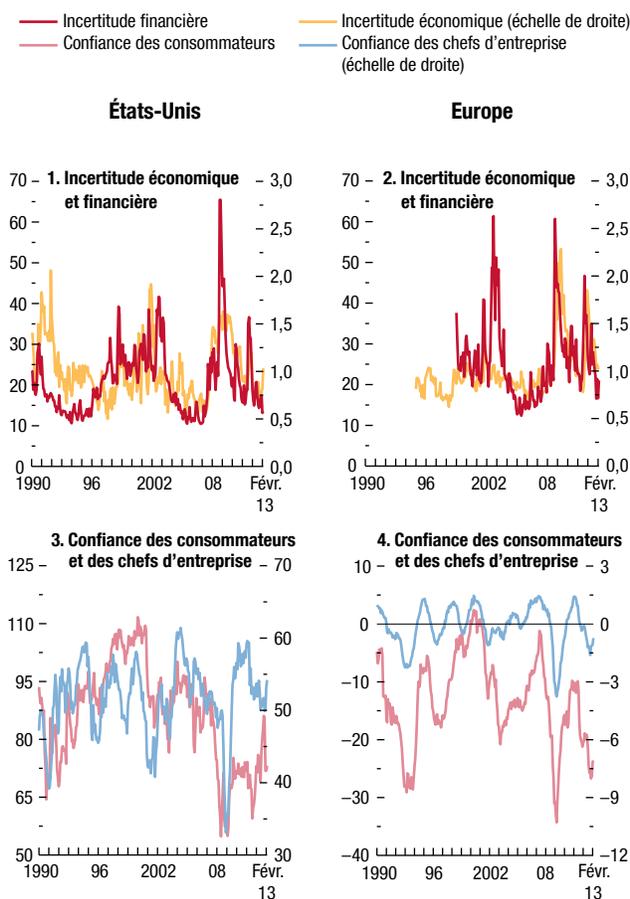
L'incertitude relative aux politiques économiques européennes a aussi fortement augmenté après les attaques du 11 septembre, puis début 2003, avec la signature du Traité d'adhésion de l'Union européenne (l'expansion la plus importante de l'UE), qui a amplifié les incertitudes liées à la guerre d'Iraq. Parmi les autres événements associés à une forte incertitude entourant les politiques économiques européennes, on peut citer la demande de renflouement de la Grèce en mai 2010, l'annonce d'un référendum sur le plan de sauvetage de la Grèce en novembre 2011 et les discussions sur la réponse de l'ensemble de l'UE à l'extension de la crise en 2012.

Ces événements ont non seulement augmenté l'incertitude concernant les politiques économiques, mais ils ont aussi accentué plus généralement l'incertitude financière et économique et provoqué une baisse de confiance — ce qui rend indispensable de neutraliser les effets de ces autres corrélats. L'incertitude qui entoure les politiques économiques a tendance à évoluer avec l'incertitude économique générale — mesurée par les indicateurs de l'incertitude financière (comme les volatilités implicites des marchés boursiers) ou de l'incertitude économique (comme la dispersion des prévisions de PIB établies par les économistes; graphique 2.DS.2, pages 1 et 2). On observe toutefois des divergences. L'incertitude économique générale a notamment diminué après avoir culminé en 2008, alors que l'incertitude entourant les politiques économiques est restée forte et a même augmenté. La corrélation entre les indicateurs de la confiance (graphique 2.DS.2, pages 3 et 4) et l'incertitude relative aux politiques économiques est aussi évidente, mais imparfaite, ce qui permet de les inclure dans l'analyse en tant que variables de contrôle.

<sup>11</sup>Fernández-Villaverde et autres (2011) ainsi que Born et Pfeifer (2011) s'appuient sur des séries chronologiques pour estimer la variabilité dans le temps de l'instabilité de la fiscalité et des dépenses publiques.

## Graphique 2.DS.2. Incertitude générale et indice de confiance aux États-Unis et en Europe

L'incertitude entourant les politiques économiques est corrélée avec des mesures de l'incertitude financière ou économique plus générale et avec des indicateurs de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, mais des divergences sont observées. Par exemple, l'incertitude relative aux politiques économiques est restée élevée ces dernières années même quand l'incertitude économique et financière générale a diminué.



Sources : Bloomberg Financial Markets; *Consensus Forecasts*; Haver Analytics.  
Note : L'incertitude financière est mesurée par la volatilité implicite des marchés des actions (Chicago Board Options Exchange Volatility Index), tandis que l'incertitude économique est mesurée par la dispersion des prévisions économiques.

## Répercussions de l'incertitude entourant les politiques économiques

Il est procédé à une régression des brusques montées de l'incertitude entourant les politiques économiques aux États-Unis et en Europe par rapport à l'évolution de la production et de l'investissement dans d'autres régions. Cette méthode ressemble à celles utilisées, entre autres, par Cerra et Saxena (2008) et Romer et Romer (2010). Plus précisément, une régression de la croissance du PIB réel et de la croissance de l'investissement réel (mesurées toutes deux en différences logarithmiques) est effectuée par rapport à leurs valeurs retardées, pour saisir la dynamique normale du processus de croissance, et par rapport aux valeurs contemporaines et retardées d'une variable indicatrice qui est égale à 1 pendant les brusques montées de l'incertitude décrites plus haut et à zéro autrement<sup>12,13</sup>. L'inclusion de retards permet de couvrir la possibilité d'effets décalés de l'incertitude entourant les politiques économiques sur d'autres pays. La spécification inclut également une série complète de variables indicatrices par pays pour tenir compte des différences entre les taux de croissance normaux, mais il est impossible d'inclure des variables indicatrices temporelles du fait que la variable qui retient l'attention est une variable globale, commune à tous les pays.

Le modèle est estimé par région à l'aide de données trimestrielles désaisonnalisées sur 43 pays pour les années 1990 à 2012, mais l'échantillon est très déséquilibré du fait que la disponibilité de données trimestrielles sur le PIB est très variable<sup>14</sup>. Les effets des brusques montées

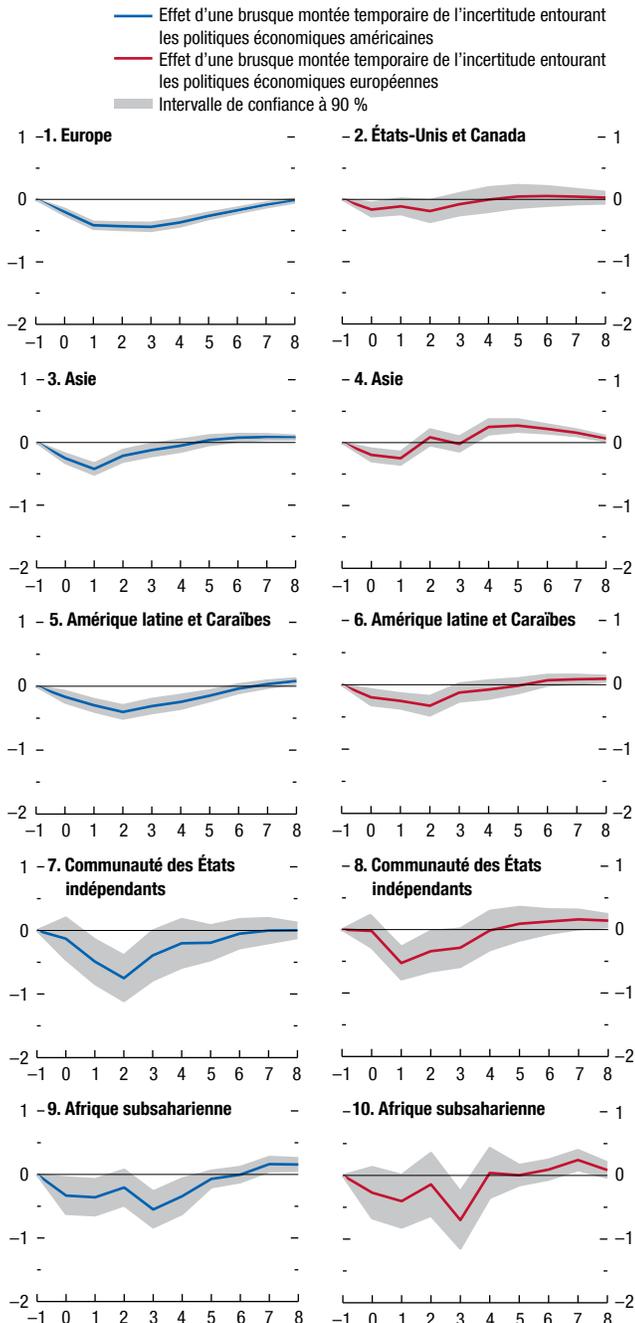
<sup>12</sup>On obtient des résultats similaires en utilisant le niveau de la variable de l'incertitude concernant les politiques économiques ou d'une variable hybride qui fait interagir la variable indicatrice égale à 0 ou 1 avec le niveau. L'exclusion des brusques montées d'incertitude entourant les politiques économiques qui trouvent leur origine ailleurs qu'aux États-Unis et en Europe ne modifie en outre pas sensiblement les résultats.

<sup>13</sup>La régression est estimée à l'aide des taux de croissance du fait que les niveaux logarithmiques du PIB et de l'investissement réels ne sont pas stationnaires. Les réactions estimées à partir de la régression sont cumulées pour obtenir l'effet sur le niveau de la production ou de l'investissement d'une brusque montée de l'incertitude entourant les politiques économiques. Les erreurs types des réponses impulsionnelles sont calculées à l'aide de la méthode delta.

<sup>14</sup>La définition des régions reprend celle utilisée au chapitre 2. Aucune estimation des répercussions n'est indiquée pour le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord, faute de données trimestrielles sur le PIB. Les données trimestrielles pour l'Afrique subsaharienne n'incluant que l'Afrique du Sud et le Botswana, les estimations fournies doivent être considérées comme reflétant les répercussions de l'incertitude uniquement sur les pays de cette région à revenu intermédiaire, dotés d'une économie ouverte.

**Graphique 2.DS.3. Effet sur le PIB réel d'autres régions d'une brusque montée de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines ou européennes**  
(Trimestres sur l'axe des x, variation en pourcentage du PIB réel sur l'axe des y)

Les brusques montées de l'incertitude aux États-Unis et en Europe ont un effet négatif sur l'activité réelle dans d'autres régions, dont l'ampleur, la durée et la signification statistique varient d'une région à l'autre. Les fortes hausses de l'incertitude entourant les politiques économiques ont, dans l'ensemble, un effet légèrement plus marqué et plus durable quand elles sont observées aux États-Unis que quand elles le sont en Europe, et elles affectent en outre celle-ci davantage que ce n'est le cas dans le sens inverse.



Source : calculs des services du FMI.  
Note : Les épisodes de brusque montée de l'incertitude sont définis comme des périodes pendant lesquelles l'incertitude épurée de la tendance dépasse sa moyenne de plus de 1,65 écart-type.

de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines et européennes sont estimés séparément, car ils sont fortement corrélés; les effets estimés doivent donc être considérés comme un maximum puisqu'il est probable qu'ils se renforcent mutuellement.

Le graphique 2.DS.3 montre l'effet estimé, sur le PIB réel des pays de diverses régions, d'une très forte montée momentanée de l'incertitude concernant les politiques économiques — d'ampleur comparable à celles signalées dans le graphique 2.DS.1. Les réponses impulsives sont indiquées pour une période de huit trimestres en ombrant les intervalles de confiance à 90 % qui entourent les estimations. L'impact sur la croissance annuelle est non négligeable. Les brusques montées de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines se sont traduites, l'année suivante, par une baisse momentanée, d'au maximum un demi-point, de la croissance du PIB dans les autres régions (graphique 2.DS.4, page 1). Celles concernant les politiques économiques européennes y ont provoqué une plus faible réduction temporaire de la croissance du PIB (graphique 2.DS.4, page 2)<sup>15</sup>.

L'incertitude qui entoure les politiques économiques affecte l'activité économique dans d'autres régions notamment en faisant reculer l'investissement. Le graphique 2.DS.5 montre les résultats d'un exercice similaire dans lequel l'investissement réel constitue la variable dépendante. Toutes les régions, à l'exception de l'Afrique subsaharienne, enregistrent une baisse notable de l'investissement, le recul le plus important étant observé dans la Communauté des États indépendants (CEI)<sup>16</sup>. Les brusques montées de l'incertitude concernant les politiques économiques européennes ont, dans l'ensemble, un effet similaire ou légèrement moindre à celui de l'accentuation de l'incertitude relative aux politiques économiques américaines (graphique 2.DS.4, pages 3 et 4). Elles ont en outre tendance à avoir un moindre effet sur les États-Unis que celui observé dans le sens inverse.

<sup>15</sup>L'effet sur l'activité aux États-Unis et en Europe n'est pas estimé du fait que la question de l'endogénéité se pose alors avec beaucoup plus d'acuité — l'incertitude entourant les politiques économiques y étant affectée par l'activité intérieure. Mais, aux fins de comparaison, Baker, Bloom et Davis (2012) suivent une approche vectorielle autorégressive et concluent qu'une montée de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines d'ampleur comparable à celle observée entre 2006 et 2011 réduirait la production américaine de jusqu'à 3,2 % et l'investissement privé de 16 %.

<sup>16</sup>Le recul de l'investissement est plus important si l'échantillon pour l'Afrique subsaharienne n'inclut que l'Afrique du Sud (c'est-à-dire si le Botswana en est exclu).

## Comment se font sentir les répercussions de l'incertitude qui entoure les politiques économiques

L'analyse pare à l'éventualité de la prise en compte des effets d'autres variables par la mesure de l'incertitude qui entoure les politiques économiques en neutralisant les effets de l'incertitude générale, d'une baisse de confiance ou d'un ralentissement de l'activité économique aux États-Unis ou en Europe. Il convient de noter que les résultats peuvent être interprétés de deux façons :

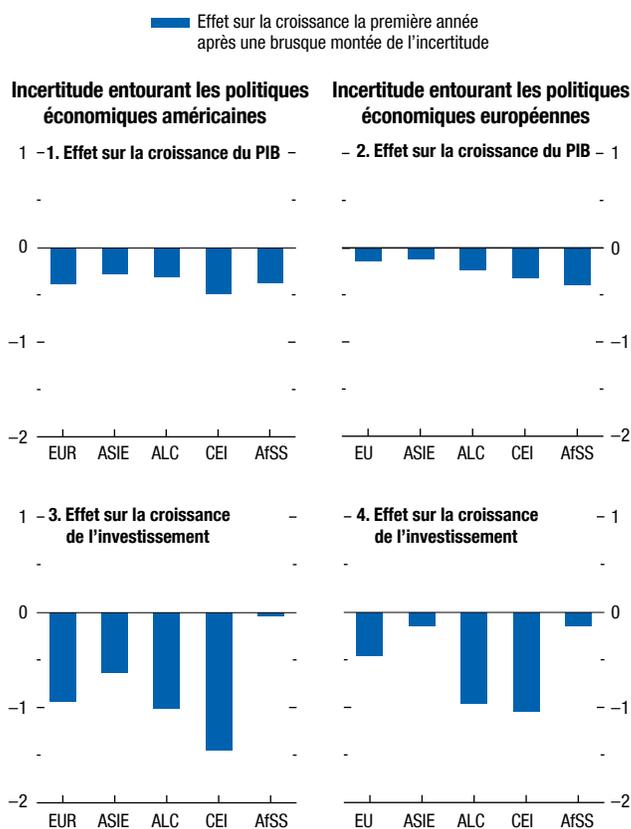
- On peut considérer que la variable de contrôle ajoutée — par exemple l'incertitude économique générale — affecte l'incertitude entourant les politiques économiques américaines ou européennes ainsi que l'activité économique dans d'autres pays. Dans ce cas, l'adjonction de la variable de contrôle améliore l'estimation des répercussions de l'incertitude qui entoure les politiques économiques.
- On peut aussi estimer que la variable de contrôle est une variable *médiatrice* par laquelle l'incertitude entourant les politiques économiques est en fait transmise — par exemple, une plus forte incertitude dans ce domaine augmente l'incertitude générale, qui, à son tour, affecte l'activité ailleurs. Dans ce cas, l'adjonction de la variable de contrôle élimine tout effet de l'incertitude relative aux politiques économiques qui a été transmis par cette variable médiatrice, ce qui se traduit par une sous-estimation des répercussions globales.

Le scénario le plus probable est que les deux interprétations sont valables — c'est-à-dire que l'incertitude qui entoure les politiques économiques affecte et est affectée par les variables de contrôle (incertitude générale, confiance et activité). De ce fait, l'ampleur réelle des répercussions de l'incertitude relative aux politiques économiques se situe très probablement quelque part entre l'effet de base indiqué dans les graphiques 2.DS.3 et 2.DS.5 et les effets estimés à l'aide des variables de contrôle indiquées dans le graphique 2.DS.6.

Le graphique 2.DS.6 indique l'effet maximal non seulement sur le PIB réel et l'investissement réel, mais aussi sur la consommation réelle. Les barres bleu foncé indiquent l'effet maximal en l'absence de variables de contrôle autres que celle de l'incertitude concernant les politiques économiques : elles correspondent aux valeurs minimales des fonctions des réponses impulsives indiquées dans les graphiques 2.DS.3 et 2.DS.5. Les barres rouges indiquent l'effet maximal de l'incertitude concernant les politiques économiques quand les brusques

### Graphique 2.DS.4. Effet sur la croissance des brusques montées de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines et européennes (En points de pourcentage)

Les brusques montées de l'incertitude entourant les politiques économiques observées aux États-Unis ont tendance à réduire la croissance du PIB dans d'autres régions de 0,2 à 0,5 point. Celles observées en Europe ont un moindre impact. Les premières affectent davantage l'Europe que ce n'est le cas dans le sens inverse.



Source : calculs des services du FMI.

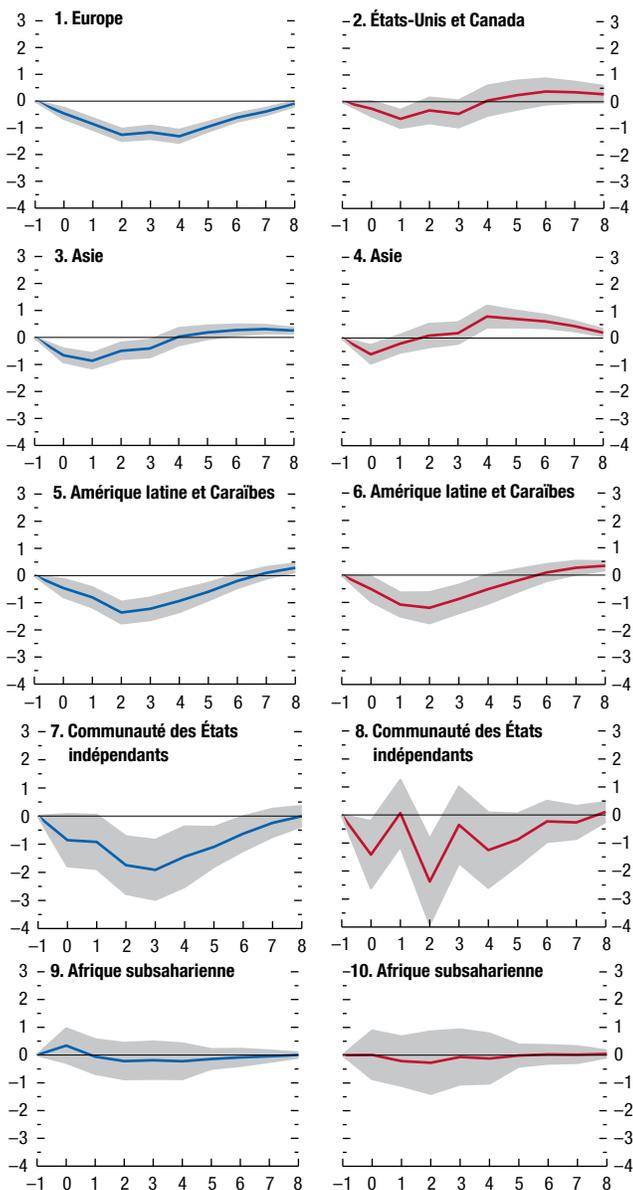
Note : AfSS = Afrique subsaharienne; ALC = Amérique latine et Caraïbes; CEI = Communauté des États indépendants; EU = États-Unis; EUR = Europe.

**Graphique 2.DS.5. Effet d'une brusque montée de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines et européennes sur l'investissement réel dans d'autres régions**

(Trimestres sur l'axe des x, variation en pourcentage de l'investissement réel sur l'axe des y)

Les brusques montées de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines et européennes affectent l'activité réelle dans d'autres régions notamment en y faisant baisser l'investissement. Comme dans le cas de la production, l'ampleur, la durée et la signification statistique de cet effet varient d'une région à l'autre. Les fortes hausses de l'incertitude entourant les politiques économiques ont, dans l'ensemble, un effet légèrement plus marqué et plus durable quand elles sont observées aux États-Unis que quand elles le sont en Europe, et elles affectent en outre celle-ci davantage que ce n'est le cas dans le sens inverse.

— Effet d'une brusque montée temporaire de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines  
 — Effet d'une brusque montée temporaire de l'incertitude entourant les politiques économiques européennes  
 ■ Intervalle de confiance à 90 %



Source : calculs des services du FMI.

Note : Les épisodes de brusque montée de l'incertitude sont définis comme des périodes pendant lesquelles l'incertitude épurée de la tendance dépasse sa moyenne de plus de 1,65 écart-type. La baisse de l'investissement est plus marquée si l'échantillon utilisé pour l'Afrique subsaharienne n'inclut que l'Afrique du Sud (c'est-à-dire si le Botswana en est exclu).

montées de l'incertitude financière — mesurées par l'indice VXO — sont ajoutées comme variable de contrôle dans la régression<sup>17</sup>. Dans l'ensemble, l'ampleur de l'effet de l'incertitude entourant les politiques économiques ne s'écarte guère du niveau de base. Il en va de même quand la confiance des chefs d'entreprise ou le niveau du marché boursier sont utilisés comme variables de contrôle dans les régressions (graphique 2.DS.6, barres jaunes et grises).

Les barres colorées en rose dans le graphique 2.DS.6 montrent que la neutralisation des effets de la croissance des importations aux États-Unis ou en Europe réduit l'effet estimé de l'incertitude qui entoure les politiques économiques dans certaines parties, mais non dans la totalité, des régions<sup>18</sup>. Cela peut tenir au fait que l'incertitude relative aux politiques économiques américaines ou européennes a un effet négatif sur l'activité dans ce pays ou cet ensemble de pays, qui, à son tour, affecte l'activité ailleurs en entraînant une baisse de la demande d'importations. La réduction observée de l'effet de l'incertitude concernant les politiques économiques serait, dans ce cas, révélatrice de l'importance de cette voie de transmission. Pour la CEI, par exemple, les effets de l'incertitude diminuent dans le cas des politiques économiques européennes, mais non dans celui des politiques américaines. Dans le cadre de cette interprétation, l'incertitude qui entoure les politiques économiques européennes affecte la CEI principalement par le biais des échanges commerciaux alors que l'effet de l'incertitude qui entoure les politiques économiques américaines se fait sentir par d'autres voies.

On peut mesurer de la même façon jusqu'à quel point les effets de contagion de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines et européennes se traduisent par une montée de l'incertitude dans d'autres pays (mesurée par la dispersion des prévisions). Ces effets de contagion sont réduits dans certains cas, mais pas dans d'autres (graphique 2.DS.6, barres bleu clair), ce qui suggère qu'une montée de l'incertitude peut être une autre voie de transmission. Dans la plupart des régions, l'incertitude qui entoure les politiques économiques semble faire baisser l'investissement par la montée de l'incertitude qu'elle provoque à l'intérieur des pays.

<sup>17</sup>L'indice de volatilité S&P 100 du Chicago Board Options Exchange (indice VXO) est un indicateur de la volatilité implicite du marché boursier similaire à l'indice VIX, plus largement reconnu (avec lequel il est fortement corrélé), mais il couvre une période plus longue qui remonte à 1985.

<sup>18</sup>On obtient des résultats du même ordre en neutralisant les effets de la croissance du PIB américain et européen au lieu des effets de la croissance des importations.

## Conclusion

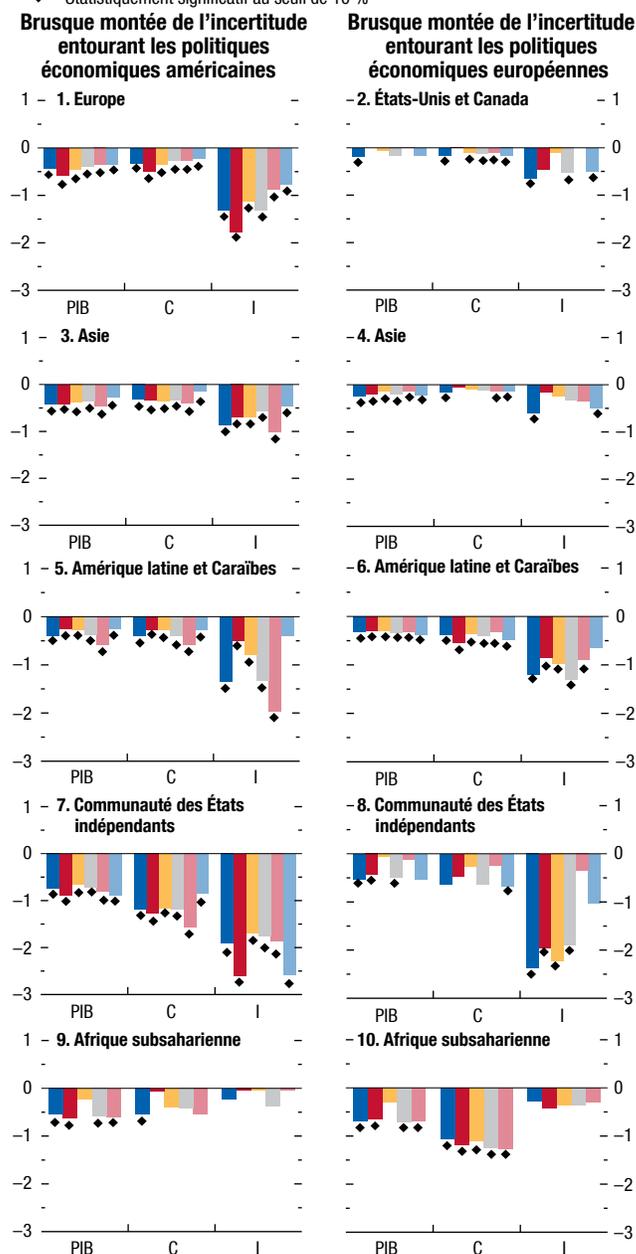
L'analyse qui précède montre l'importance des répercussions sur les autres régions de l'incertitude qui entoure les politiques économiques aux États-Unis et en Europe. Elle constate que de fortes montées de l'incertitude concernant les politiques économiques américaines peuvent faire momentanément baisser l'investissement et la production dans d'autres régions. Les répercussions de l'incertitude qui entoure les politiques économiques européennes sont généralement un peu moins fortes et moins durables, et elles ont tendance à avoir un effet moins important sur l'activité aux États-Unis que ce n'est le cas en sens inverse.

L'incertitude entourant les politiques économiques est restée élevée aux États-Unis et en Europe depuis la Grande Récession — même quand l'incertitude plus générale a diminué et divers indicateurs de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise se sont redressés. Les constatations présentées ici suggèrent que le niveau d'incertitude élevé concernant les politiques économiques a pu contribuer aux séries de résultats décevants et de révisions à la baisse de la croissance de l'investissement et de la production qui ont été enregistrés au cours de cette période. Il est futile d'essayer de séparer les effets de l'incertitude entourant les politiques économiques d'autres variables, mais un certain nombre d'observations suggèrent que, si cette incertitude diminuait dans un proche avenir aux États-Unis et en Europe, l'investissement et la production pourraient s'en trouver stimulés au niveau mondial.

### Graphique 2.DS.6. Effet maximal d'une brusque montée de l'incertitude entourant les politiques économiques américaines ou européennes sur le PIB, la consommation et l'investissement réels dans d'autres régions

L'effet des brusques montées de l'incertitude entourant les politiques économiques sur l'activité économique est atténué, mais reste souvent non négligeable, quand des variables de contrôle sont ajoutées.

- Aucune variable ajoutée
- Neutralisation des effets d'une brusque montée de l'incertitude financière (VXO)
- Neutralisation des effets d'un choc de confiance chez les chefs d'entreprise
- Neutralisation des effets d'un choc sur l'indice S&P 500
- Neutralisation des effets de la croissance des importations aux États-Unis et en Europe
- Neutralisation des effets de l'incertitude économique interne
- ◆ Statistiquement significatif au seuil de 10 %



Source : calculs des services du FMI.

Note : C = consommation; I = investissement; VXO = Indice de volatilité S&P 100 du Chicago Board Options Exchange.

## Bibliographie

- Baker, Scott, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis, 2012, “Measuring Economic Policy Uncertainty” (unpublished). Paper and indices are available at [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).
- Bekaert, Geert, Robert Hodrick, and Xiaoyan Zhang, 2010, “Aggregate Idiosyncratic Uncertainty,” NBER Working Paper No. 16058 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bernanke, Ben, 1983, “Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, No. 1, p. 85–106.
- Bloom, Nicholas, 2009, “The Impact of Uncertainty Shocks,” *Econometrica*, Vol. 77, No. 3, p. 623–85.
- , Stephen Bond, and John van Reenen, 2007, “Uncertainty and Investment Dynamics,” *Review of Economic Studies*, Vol. 74, No. 2, p. 391–415.
- Born, Benjamin, and Johannes Pfeifer, “Policy Risk and the Business Cycle,” Bonn Economics Discussion Paper No. 06/2011 (Bonn: University of Bonn).
- Carrière-Swallow, Yan, and Luis Felipe Céspedes, à paraître, “The Impact of Uncertainty Shocks in Emerging Economies,” *Journal of International Economics*.
- Cerra, Valerie, and Sweta Saxena, 2008, “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery,” *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, p. 439–57.
- Fernández-Villaverde, Jesús, Pablo Guerrón-Quintana, Keith Kuester, and Juan Rubio-Ramírez, 2011, “Fiscal Volatility Shocks and Economic Activity,” Working Paper No. 11–32 (Philadelphia: University of Pennsylvania Press).
- Fonds monétaire international (FMI), 2012, *2012 Spillover Report* (Washington). [www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070912.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070912.pdf).
- Keynes, John Maynard, 1936, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (London: MacMillan).
- Romer, Christina D., and David H. Romer, 2010, “The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks,” *American Economic Review*, Vol. 100, No. 3, p. 763–801.