

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Olivier Blanchard
Conseiller économique

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

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

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

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

En conséquence, les risques de dégradation continuent de planer : c'est une caractéristique récurrente des récentes éditions des *Perspectives de l'économie mondiale*. Malheureusement, certains risques recensés précédemment se sont matérialisés, et les projections de la présente édition ne sont que légèrement plus favorables que celles d'un scénario défavorable antérieur¹. La préoccupation la plus immédiate reste la suivante : une nouvelle escalade de la crise dans la zone euro provoquera une fuite du risque bien plus généralisée. Selon ce scénario, qui est analysé en détail dans la présente édition, la production mondiale et celle de la zone euro pourraient reculer, respectivement, de 2 % et de 3½ % sur deux ans par rapport aux projections des PEM. Selon une autre hypothèse, l'incertitude géopolitique pourrait entraîner une forte hausse des cours du pétrole : une augmentation des cours du pétrole d'environ 50 % réduirait la production mondiale de 1¼ %. Les effets sur la production pourraient être bien plus marqués si les tensions s'accompagnaient d'une forte volatilité sur les marchés financiers et d'une perte de confiance. Par ailleurs, des politiques macroéconomiques excessivement rigoureuses pourraient plonger un autre des grands pays dans une période de déflation soutenue ou une période prolongée d'activité très faible. En outre, parmi les risques latents figure une déstabilisation des marchés mondiaux d'obligations et de change, du fait du niveau élevé du déficit budgétaire et de la dette au Japon et aux États-Unis, ainsi que d'un net ralentissement de l'activité dans certains pays émergents. Cependant, la croissance pourrait aussi être plus élevée que prévu si les politiques économiques continuent de s'améliorer, si les conditions de financement s'assouplissent davantage et si les tensions géopolitiques s'atténuent.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

accordant des subventions uniquement aux ménages les plus vulnérables.

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

liorerait leurs perspectives, ainsi que celles du reste du monde.

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

DISTRIBUTION PRÉLIMINAIRE
Avril 2012

Chapitres 1 et 2 des
Perspectives de l'économie mondiale

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



Évolution récente

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

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

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

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

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

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

	Sur un an								
	2010	2011	Projections		Différence par rapport aux projections de janvier 2012		4 ^e trimestre à 4 ^e trimestre		
			2012	2013	2012	2013	Estimations	Projections	
							2011	2012	2013
Production mondiale¹	5,3	3,9	3,5	4,1	0,2	0,1	3,2	3,7	4,1
Pays avancés	3,2	1,6	1,4	2,0	0,2	0,1	1,2	1,6	2,2
États-Unis	3,0	1,7	2,1	2,4	0,3	0,2	1,6	2,0	2,6
Zone euro	1,9	1,4	-0,3	0,9	0,2	0,1	0,7	-0,2	1,4
Allemagne	3,6	3,1	0,6	1,5	0,3	0,0	2,0	0,9	1,6
France	1,4	1,7	0,5	1,0	0,3	0,0	1,3	0,5	1,4
Italie	1,8	0,4	-1,9	-0,3	0,2	0,3	-0,4	-2,0	0,7
Espagne	-0,1	0,7	-1,8	0,1	-0,2	0,4	0,3	-2,5	1,3
Japon	4,4	-0,7	2,0	1,7	0,4	0,1	-0,6	2,0	1,8
Royaume-Uni	2,1	0,7	0,8	2,0	0,2	0,0	0,5	1,5	2,3
Canada	3,2	2,5	2,1	2,2	0,3	0,2	2,2	2,0	2,3
Autres pays avancés ²	5,8	3,2	2,6	3,5	0,0	0,1	2,5	3,6	2,9
Nouvelles économies industrielles d'Asie	8,5	4,0	3,4	4,2	0,1	0,1	3,1	4,8	3,1
Pays émergents et en développement³	7,5	6,2	5,7	6,0	0,2	0,1	5,8	6,3	6,4
Europe centrale et orientale	4,5	5,3	1,9	2,9	0,8	0,5	3,8	1,6	3,6
Communauté des États indépendants	4,8	4,9	4,2	4,1	0,5	0,3	3,7	3,8	4,0
Russie	4,3	4,3	4,0	3,9	0,7	0,4	3,7	3,9	4,1
Russie non comprise	6,0	6,2	4,6	4,6	0,2	-0,1	...	...	...
Asie, pays en développement d'	9,7	7,8	7,3	7,9	0,0	0,1	7,2	8,1	7,7
Chine	10,4	9,2	8,2	8,8	0,1	0,0	8,9	8,4	8,4
Inde	10,6	7,2	6,9	7,3	-0,1	0,0	6,1	6,9	7,2
ASEAN-5 ⁴	7,0	4,5	5,4	6,2	0,2	0,6	2,5	8,5	5,5
Amérique latine et Caraïbes	6,2	4,5	3,7	4,1	0,2	0,1	3,6	3,9	4,8
Brésil	7,5	2,7	3,0	4,1	0,1	0,1	1,4	4,7	3,4
Mexique	5,5	4,0	3,6	3,7	0,1	0,2	3,7	3,6	3,8
Moyen-Orient et Afrique du Nord	4,9	3,5	4,2	3,7	0,6	-0,2	...	...	...
Afrique subsaharienne	5,3	5,1	5,4	5,3	-0,1	0,0	...	...	...
Afrique du Sud	2,9	3,1	2,7	3,4	0,1	0,0	2,6	3,0	3,7
<i>Pour mémoire</i>									
Union européenne	2,0	1,6	0,0	1,3	0,1	0,1	0,9	0,2	1,7
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	4,2	2,8	2,7	3,3	0,3	0,1	2,3	2,7	3,4
Volume du commerce mondial (biens et services)	12,9	5,8	4,0	5,6	0,2	0,2	...	...	...
Importations									
Pays avancés	11,5	4,3	1,8	4,1	-0,2	0,2	...	...	...
Pays émergents et en développement	15,3	8,8	8,4	8,1	1,3	0,4	...	...	...
Exportations									
Pays avancés	12,2	5,3	2,3	4,7	-0,1	0,0	...	...	...
Pays émergents et en développement	14,7	6,7	6,6	7,2	0,5	0,2	...	...	...
Cours des matières premières (en dollars)									
Pétrole ⁵	27,9	31,6	10,3	-4,1	15,2	-0,5	20,8	10,8	-6,2
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de matières premières)	26,3	17,8	-10,3	-2,1	3,7	-0,4	-6,4	0,1	-2,4
Prix à la consommation									
Pays avancés	1,5	2,7	1,9	1,7	0,3	0,4	2,8	1,7	1,6
Pays émergents et en développement ³	6,1	7,1	6,2	5,6	0,0	0,1	6,5	5,5	4,5
Taux du LIBOR à six mois (pourcentage)⁶									
Dépôts en dollars	0,5	0,5	0,7	0,8	-0,2	-0,1	...	...	...
Dépôts en euros	0,8	1,4	0,8	0,8	-0,3	-0,4	...	...	...
Dépôts en yen	0,4	0,3	0,6	0,1	0,0	-0,1	...	...	...

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent aux niveaux observés entre le 13 février et le 12 mars 2012. Lorsque les pays ne sont pas classés par ordre alphabétique, ils le sont sur la base de la taille de leur économie. Les données trimestrielles agrégées sont corrigées des variations saisonnières.

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

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

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

⁴Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Vietnam.

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

⁶Taux à six mois pour le dollar et le yen. Taux à trois mois pour l'euro.

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

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

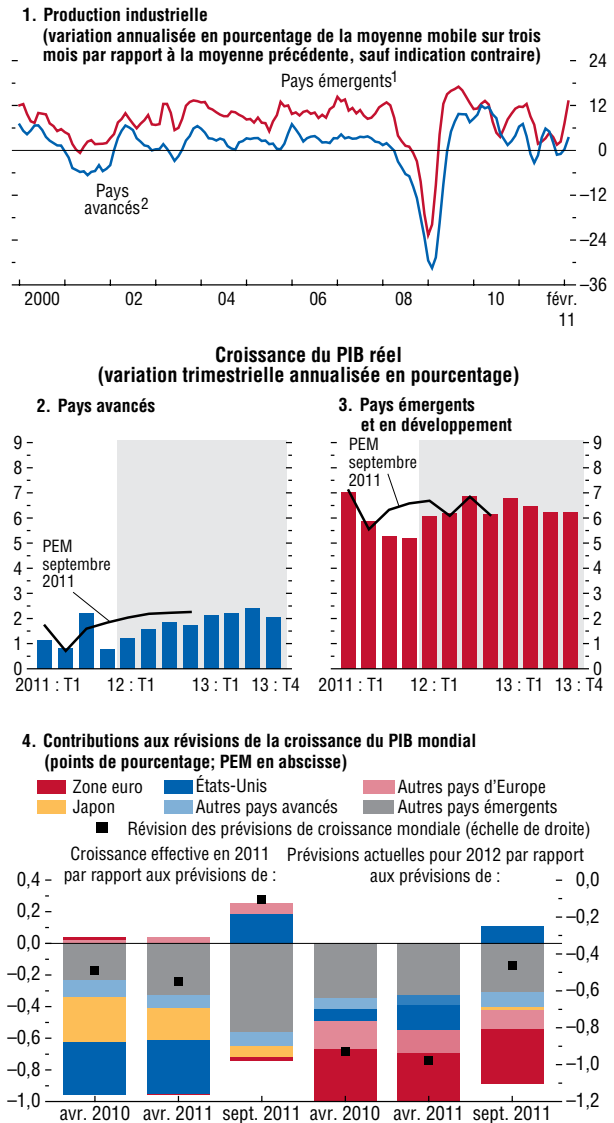
D'où viennent les problèmes dans la zone euro?

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

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

Graphique 1.1. Indicateurs mondiaux

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



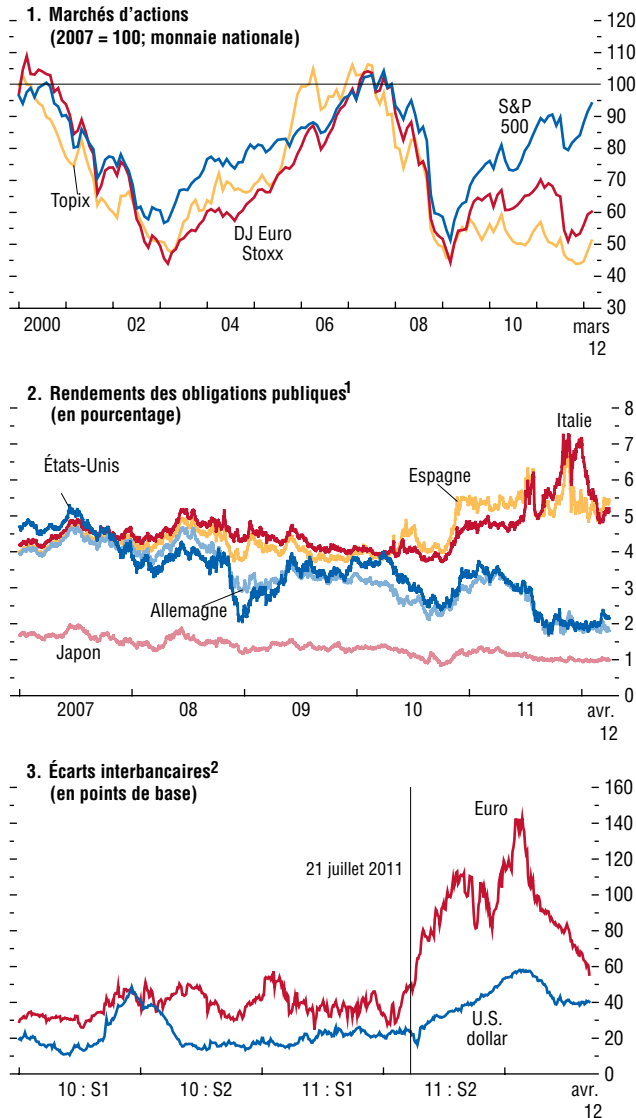
Source : estimations des services du FMI.

¹Afrique 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.

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

Graphique 1.2. Évolution récente des marchés financiers

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



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

¹Obligations publiques à dix ans.

²Taux interbancaire offert à Londres à trois mois moins taux des titres publics à trois mois.

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

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

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

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

Perspectives

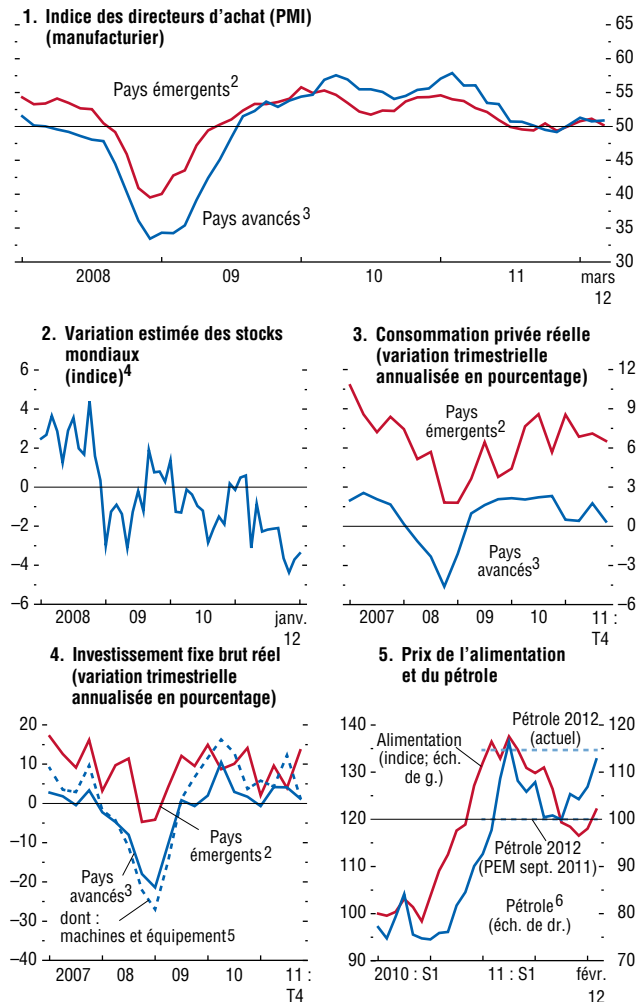
Les perspectives de l'économie mondiale s'améliorent lentement de nouveau, mais restent très fragiles. La croissance du PIB réel devrait se redresser progressivement en 2012-13 après le creux atteint au premier trimestre de 2012 (tableau 1.1; graphique 1.1, pages 2 et 3). L'amélioration des conditions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

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

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

Graphique 1.3. Indicateurs courants et avancés de la croissance

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



Sources : Haver Analytics; calculs des services du FMI.

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

²Afrique 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.

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

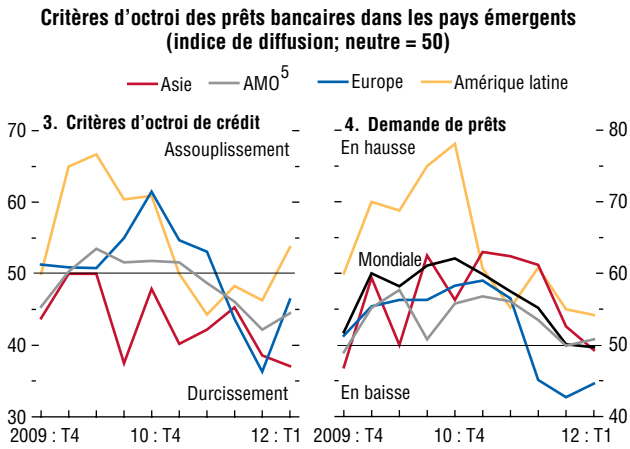
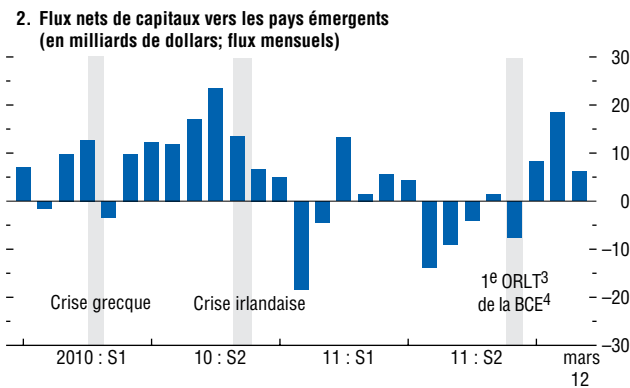
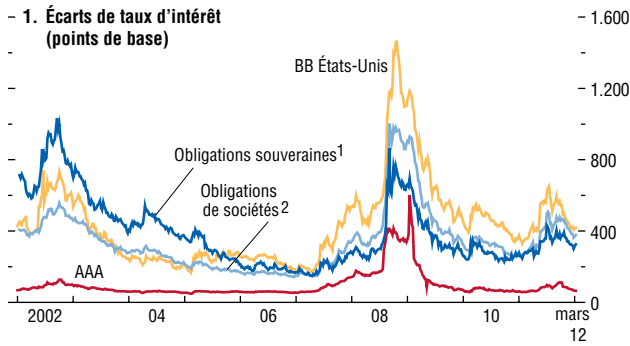
⁴Sur la base des écarts par rapport à une relation estimée (cointégration) entre la production industrielle et les ventes de détail.

⁵Moyennes pondérées par la parité de pouvoir d'achat des produits métalliques et des machines pour la zone euro, des usines et du matériel pour le Japon, des usines et des machines pour le Royaume-Uni, et du matériel et des logiciels pour les États-Unis.

⁶Dollars le baril : moyen simple des cours au comptant du UK Brent, du Dubai Fateh et du West Texas Intermediate.

Graphique 1.4 Conditions de financement des pays émergents

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



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

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

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

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

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

fortement baissé, resteront probablement très faibles (graphique 1.5, page 1), car les banques chercheront à renforcer leurs bilans en vue d'éviter une intervention des pouvoirs publics et à retrouver l'accès aux marchés¹. Dans les pays du cœur de la zone euro, les conditions de financement resteront probablement bien moins restrictives que dans les pays de la périphérie. Néanmoins, même si l'incertitude est considérable, il ressort des calculs d'un scénario fondé sur les «politiques actuelles» dans l'édition d'avril 2012 du GFSR, la réduction du levier d'endettement pourrait entraîner une baisse appréciable des prêts dans l'ensemble de la zone euro, et principalement dans les pays de la périphérie.

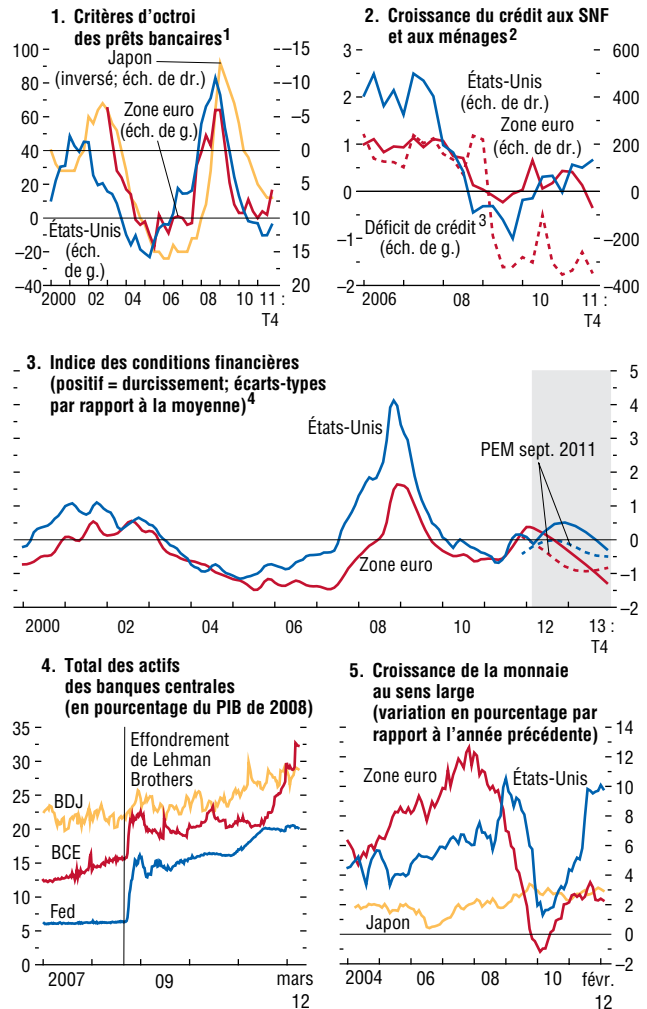
Les répercussions de la crise dans la zone euro auront probablement des effets limités sur l'activité économique en dehors de l'Europe aussi longtemps que la crise est contenue, comme il est supposé dans les projections. Les principales voies de transmission sont une baisse de la confiance, une diminution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

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

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

Graphique 1.5. Évolution du marché du crédit

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



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

¹Pourcentage des participants selon lesquels les critères d'octroi de prêts bancaires ont été durcis «considérablement» ou «un peu» moins pourcentage des participants selon lesquels ils ont été assouplis «considérablement» ou «un peu» ces trois derniers mois. Enquête sur les variations des critères d'octroi de prêts ou lignes de crédit aux entreprises pour la zone euro; moyenne des enquêtes sur les variations des critères d'octroi de prêts commerciaux/industriels et immobiliers commerciaux pour les États-Unis; indice de diffusion «accommodant» moins «strict», enquête Tankan auprès des établissements financiers pour le Japon.

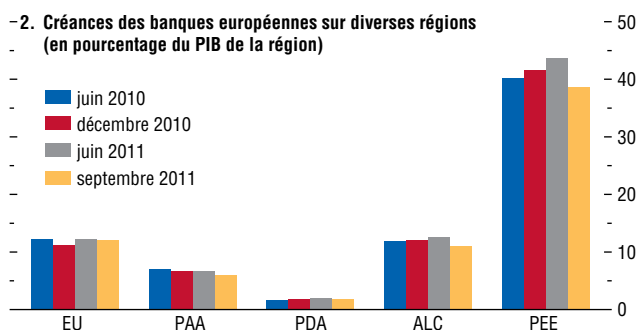
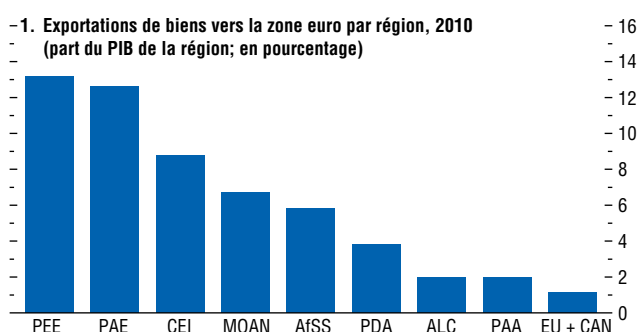
²SNF : sociétés non financières. Variation des encours en milliards d'unités de monnaie locale.

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

⁴Les données rétrospectives sont mensuelles et les prévisions sont trimestrielles.

Graphique 1.6. Répercussions de la crise dans la zone euro¹

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



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

¹AfSS : Afrique subsaharienne; ALC : Amérique latine et Caraïbes; CAN : Canada; CEI : Communauté des États indépendants; EU : États-Unis; MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord; PAA : pays avancés d'Asie; PAE : pays avancés d'Europe; PDA : pays en développement d'Asie; PEE : pays émergents d'Europe.

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

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

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

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

Un assouplissement modeste des conditions monétaires à l'échelle mondiale

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

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

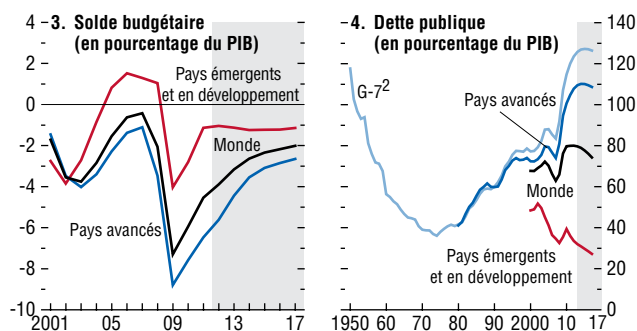
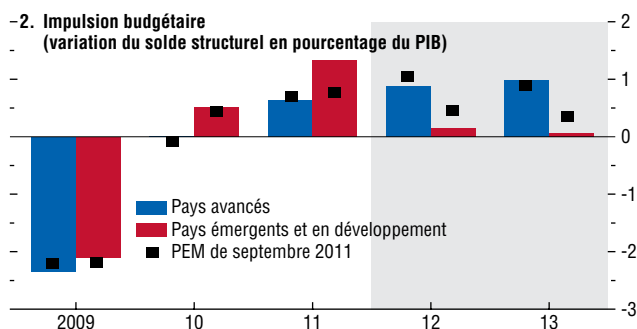
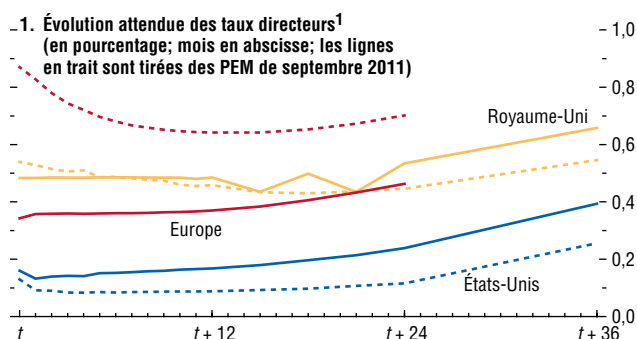
Poursuite du durcissement de la politique budgétaire

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

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

Graphique 1.7. Politiques monétaires et budgétaires

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



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

¹ Les anticipations reposent sur le taux des fonds fédéraux pour les États-Unis, le taux interbancaire moyen au jour le jour de la livre sterling pour le Royaume-Uni et le taux interbancaire à terme de l'euro pour l'Europe; mise à jour le 3 avril 2012.

² G-7 : Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni.

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

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

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

Volatilité ou baisse des cours des produits de base

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

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

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

Prévisions pour 2012–13

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

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

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

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

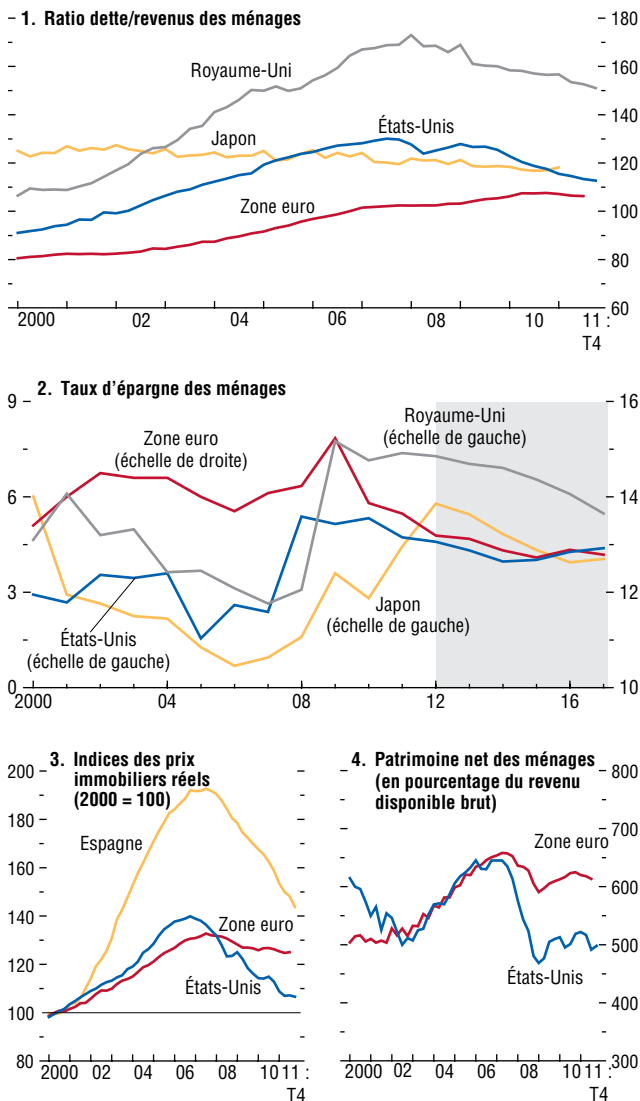
La montée de l'incertitude, l'accélération du désendettement des banques dans la zone euro et le resserrement du crédit dans certains pays émergents semblent indiquer que la croissance de l'investissement fixe va probablement ralentir (graphique 1.3, page 4). L'investissement (y compris les stocks) pourrait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

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

Graphique 1.8. Bilans et taux d'épargne

(Pourcentage, sauf indication contraire)

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



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

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

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

Perspectives à moyen terme et déséquilibres mondiaux

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

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

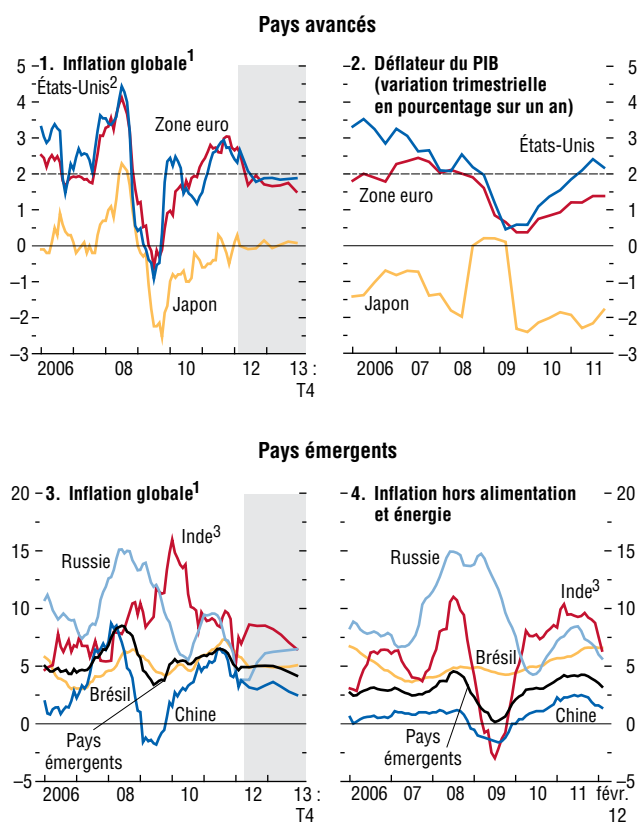
Selon les dernières projections des PEM, les déséquilibres mondiaux ne devraient plus se creuser, du fait principalement de la baisse de l'excédent du Japon et des pays exportateurs de pétrole, ainsi que de la baisse du déficit des États-Unis et d'autres pays (graphique 1.11, page 3). Comme la forte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

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

Graphique 1.9. Inflation mondiale

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

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



Sources : Haver Analytics; calculs des services du FMI.

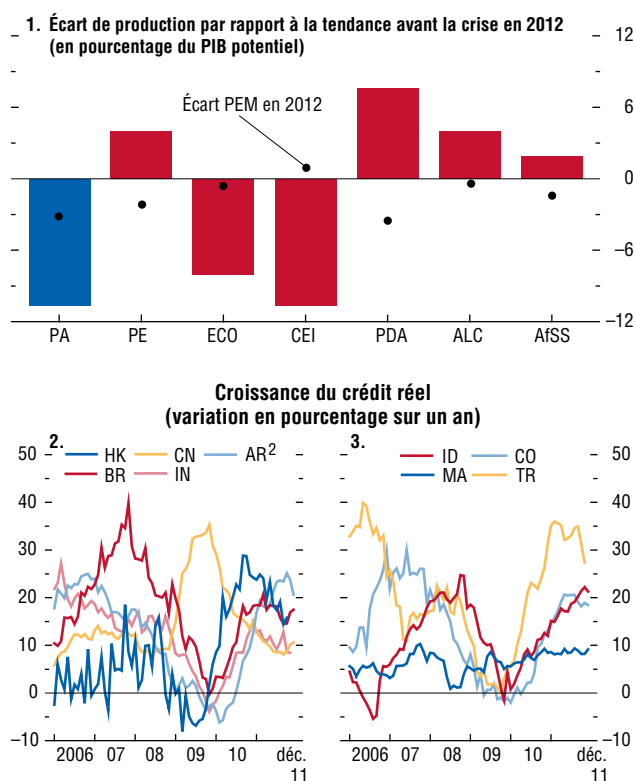
¹Les données rétrospectives sont mensuelles et les prévisions sont trimestrielles.

²Déflateur des dépenses de consommation des ménages.

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

Graphique 1.10. Pays émergents¹

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



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

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

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

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

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

Risques

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

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

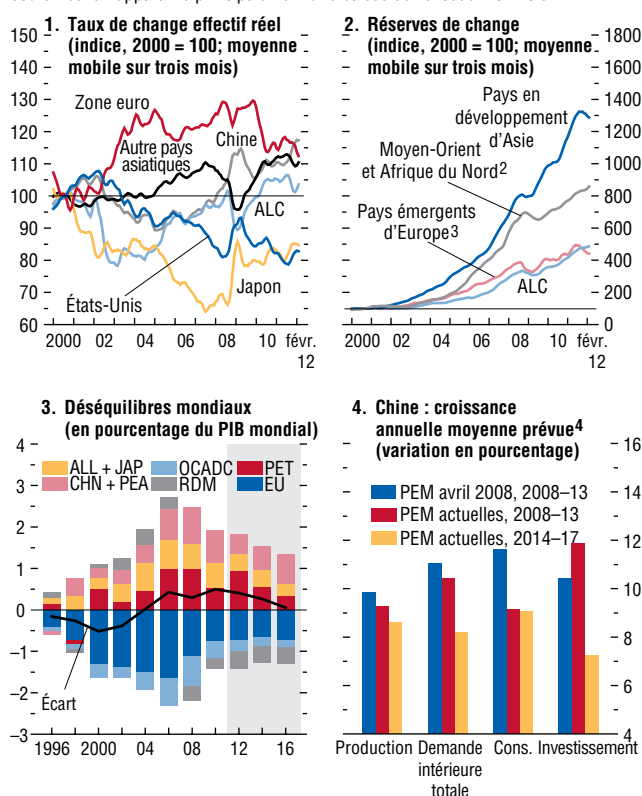
- **Écart entre les taux longs et courts** : selon les *Consensus Forecasts* pour les taux d'intérêt, la croissance a des chances d'être révisée à la hausse en 2012.
- **S&P 500** : les prix des options indiquent que la croissance a des chances d'être révisée à la hausse en 2012.
- **Inflation** : pour 2012, il existe un risque de hausse de l'inflation mondiale, ce qui, sur la base du graphique en éventail, signifie un risque de révision à la baisse de la croissance mondiale².
- **Marché pétrolier** : jusqu'en 2013, il existe un risque de hausse des cours du pétrole et donc de révision à la baisse pour la croissance mondiale.

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

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

Graphique 1.11. Déséquilibres mondiaux¹

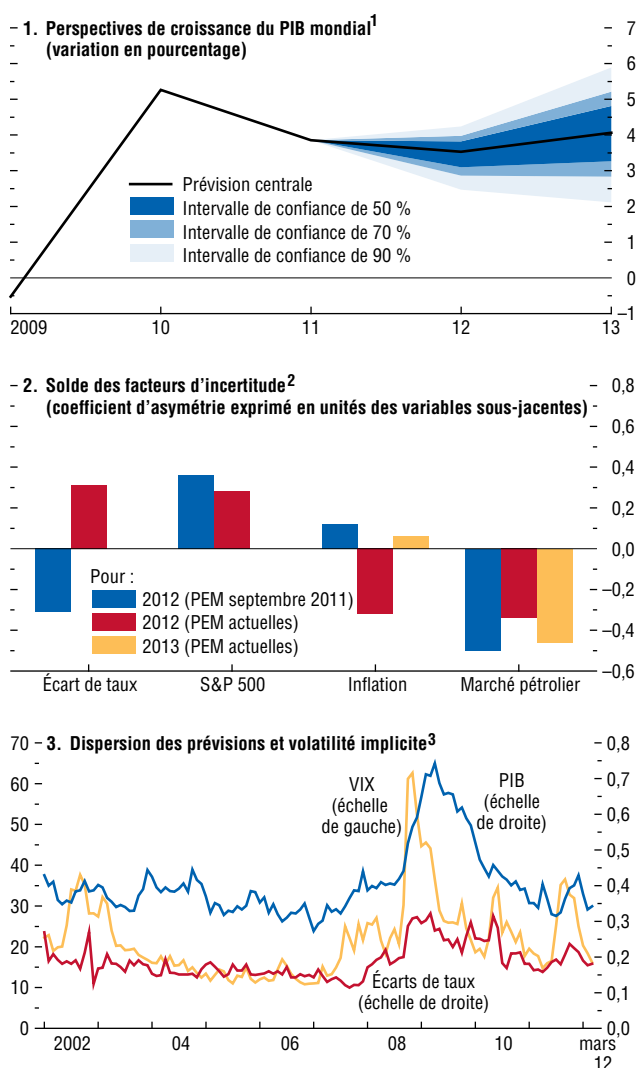
Récemment, le dollar américain, le yen et le renminbi se sont appréciés en valeur effective réelle, alors que la plupart des autres monnaies se sont dépréciées. Les principaux pays émergents, à l'exception de la Chine, ont continué d'accumuler des réserves de change. Les déséquilibres mondiaux ne devraient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



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

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

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



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

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

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

³Dispersion des prévisions du PIB pour les pays du G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni), le Brésil, la Chine, l'Inde et le Mexique. VIX : indice de volatilité du marché des options de Chicago. L'écart de taux mesure la dispersion des écarts entre taux longs et courts implicites dans les prévisions des taux d'intérêt pour l'Allemagne, les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni.

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

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

Augmentation des tensions bancaires et souveraines dans la zone euro

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

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

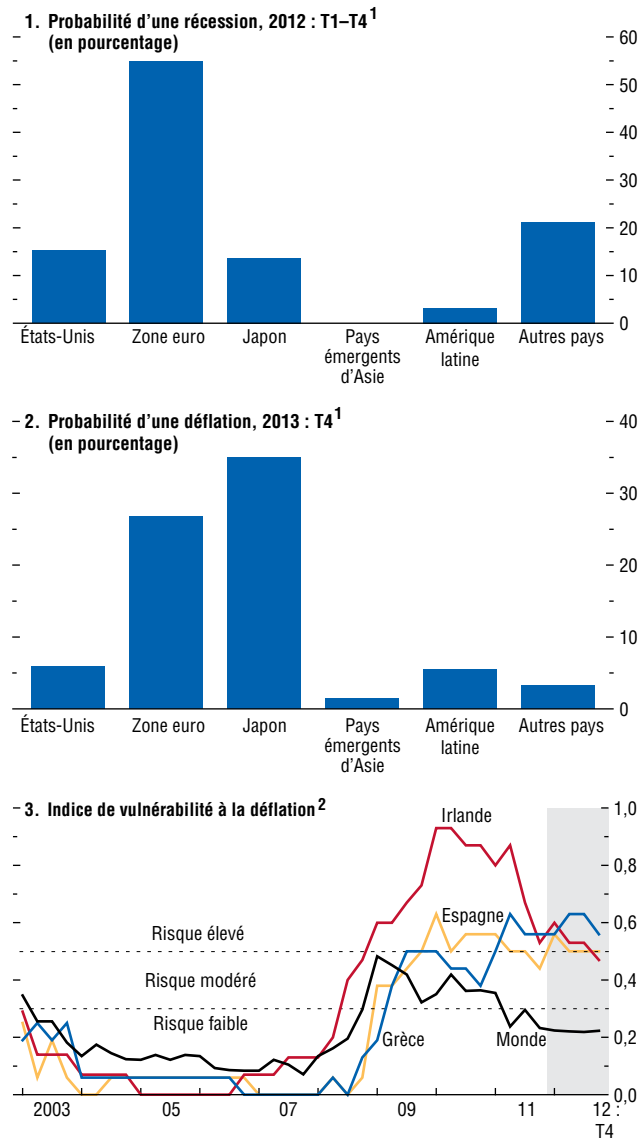
qualité des actifs bancaires, en raison de l'augmentation des pertes sur les titres de dette souveraine, et une hausse des prêts improductifs au secteur privé, d'où un nouveau durcissement des normes d'octroi de prêts, etc. Dans la simulation, l'investissement privé recule de près de 15 % (par rapport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

Choc pétrolier

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

Graphique 1.13. Récession et risques de déflation

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



Source : estimations des services du FMI.

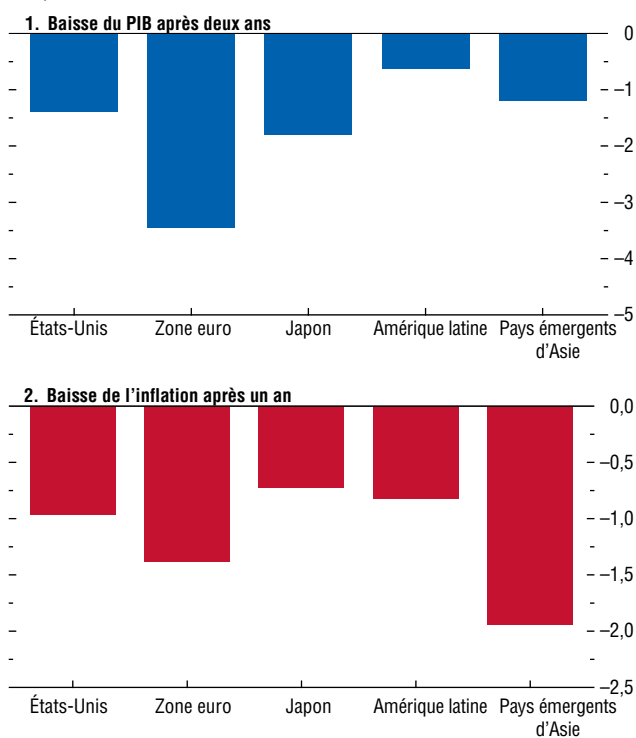
¹Amérique latine : Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou; Autres pays : Afrique du Sud, Argentine, Australie, Bulgarie, Canada, Danemark, Estonie, Israël, Nouvelle-Zélande, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Russie, Suède, Suisse, Turquie et Venezuela; Pays émergents d'Asie : Chine, Corée,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

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

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

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

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



Source : simulations du GEM.

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

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

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

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

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

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

Risques extrêmes

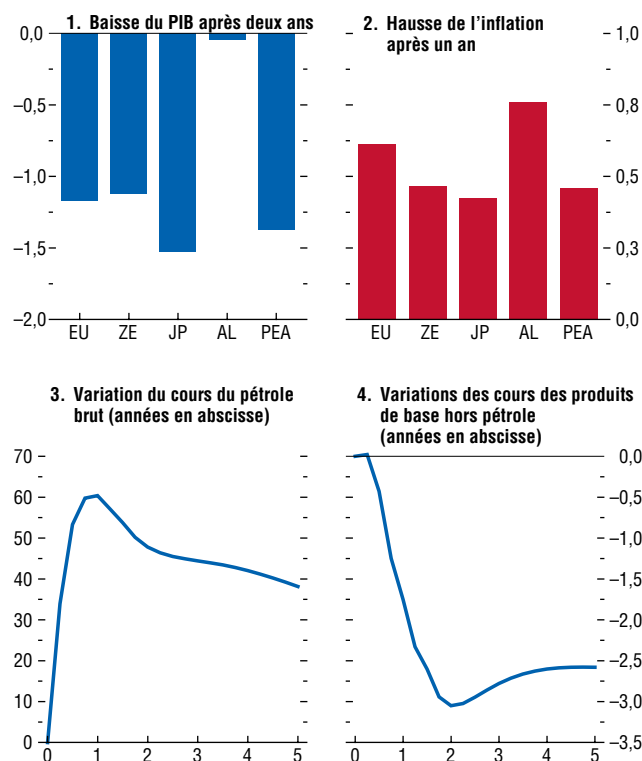
Plusieurs risques extrêmes sont difficiles à quantifier, mais ils méritent qu'on y prête attention :

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

Graphique 1.15. Scénario défavorable des PEM en cas de perturbation de l'offre mondiale de pétrole¹

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

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

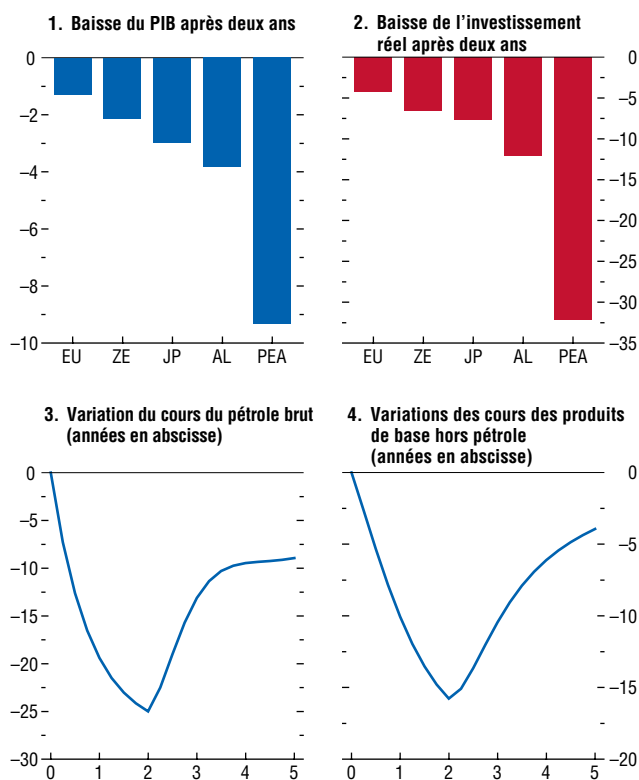


Source : simulations du GEM.
¹EU : États-Unis; ZE : zone euro; JP : Japon; AL : Amérique latine; PEA : pays émergents d'Asie.

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

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

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



Source : simulations du GEM.

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

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

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

Enjeux

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

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

Action dans les pays avancés

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

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

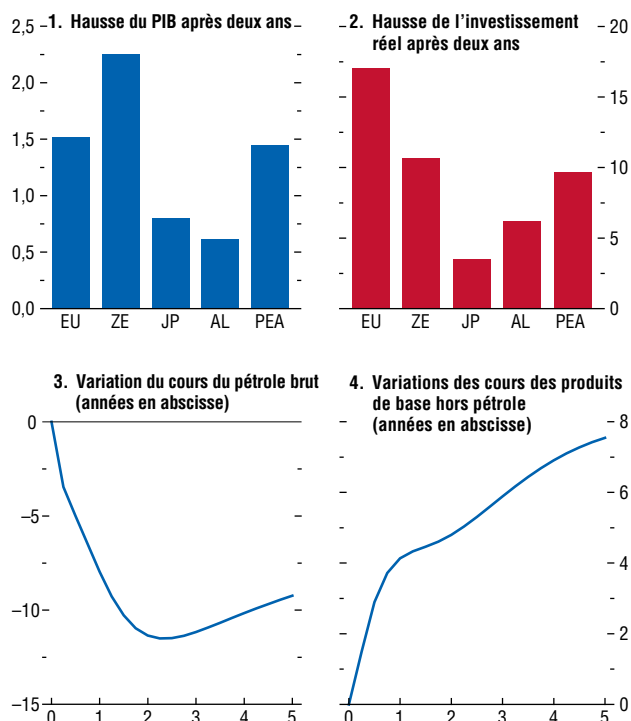
Assurer la viabilité des finances publiques

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

Graphique 1.17. Scénario favorable des PEM¹

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

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



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

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

- Étant donné les craintes concernant la marge de manœuvre budgétaire, une expansion budgétaire avec un budget équilibré pourrait soutenir l'activité et l'emploi tout en maintenant les programmes de rééquilibrage sur la bonne voie. Par exemple, des hausses d'impôts temporaires contrebalancées par des augmentations des achats publics, pour des infrastructures essentielles, pourraient entraîner une augmentation presque égale de la production⁴. Des dépenses publiques en faveur des ménages en difficulté qui dépendent tout leur revenu disponible aboutiront à une hausse similaire de la production. On pourrait aussi réduire les dépenses à faible effet multiplicateur et augmenter celles à effet multiplicateur élevé. En soutenant l'activité, une expansion budgétaire avec un budget équilibré pourrait aussi favoriser la réduction ciblée des ratios dette publique/PIB.
- L'édition d'avril 2012 du *Moniteur des finances publiques* souligne les avantages d'un renforcement des institutions budgétaires, de l'adoption et du respect de règles budgétaires saines, ainsi que de la réforme des programmes de droits à prestation (par exemple, lier l'âge de la retraite à l'espérance de vie et améliorer les incitations dans le secteur des soins de santé). Les réformes des programmes des droits à prestation semblent être l'option la plus prometteuse, parce qu'elles démontrent la capacité d'action des dirigeants. En fonction de leur conception, ces réformes peuvent réduire les engagements publics hors bilan en ayant seulement des effets négatifs limités à court terme sur la production. À cet égard, plusieurs pays avancés s'attaquent énergiquement à la réforme de leurs systèmes de retraite et de santé, qui offre de loin les plus gros avantages potentiels⁵. L'amélioration des règles budgétaires et de la gouvernance a mieux progressé, mais les marchés

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

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

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

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

Renforcer le secteur financier

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

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

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

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

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

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

Maintenir une politique monétaire accommodante

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

- La BCE dispose d'une certaine marge de manœuvre pour encore abaisser son taux directeur, car l'inflation devrait tomber sensiblement au-dessous de son objectif d'une inflation «proche mais inférieure» à 2 % à moyen terme et les risques d'une deuxième vague d'effets des cours élevés du pétrole ou des hausses des impôts et des prix administratifs semblent faibles; selon les projections des PEM, l'inflation globale mesurée par l'indice des prix à la consommation tomberait à environ 1½ % d'ici 2013, soit en deçà de l'objectif de la BCE⁶. Le faible niveau de l'inflation intérieure peut entraver l'amélioration indispensable des bilans des débiteurs et faire obstacle à des ajustements indispensables de la compétitivité. La BCE doit continuer d'appliquer

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

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

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

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

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

nable. Pour éviter d'en arriver là, les banques centrales doivent conserver l'indépendance leur permettant de chercher à atteindre un objectif de faible inflation, et les budgets publics doivent être viables à terme, pour ce qui est de leur faisabilité politique et de la taille prévue du déficit⁷. Plus la politique budgétaire fait face avec succès à ce problème intertemporel, plus la politique monétaire est en mesure de jouer un rôle de soutien.

Affronter la crise dans la zone euro

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

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

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

tivité⁸. Par ailleurs, les autorités bancaires nationales devraient collaborer avec les autorités de contrôle des pays d'accueil pour surveiller et limiter le désendettement de leurs banques à l'intérieur du pays et à l'étranger. Les autorités de contrôle bancaire doivent faire tout leur possible pour éviter un désendettement excessivement rapide qui réduit le crédit à l'économie réelle. À cette fin, des fonds propres supplémentaires doivent être injectés dans les banques de la zone euro. Il faudra peut-être utiliser des fonds publics, y compris par exemple du FESF/MES.

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

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

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

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

crise budgétaire et financière coûteuse pour toute la région.

- Il est nécessaire aussi d'établir un mécanisme de partage des risques du secteur privé qui repose sur un système financier plus intégré dans la zone euro⁹. On pourrait à cet effet progresser vers un modèle commun de contrôle et de règlement des défaillances, y compris une ligne de liquidité et une assurance des dépôts partagées; une responsabilité conjointe en matière de contrôle va de pair avec une responsabilité conjointe en matière d'aide financière. L'absence d'un système commun de ce type à l'heure actuelle fausse la politique monétaire et la concurrence dans le système financier : les banques saines dans les pays de la périphérie peuvent se financer sur les marchés uniquement à un coût bien plus élevé que leurs homologues dans les pays du cœur de la zone (voire pas du tout) en raison de la fragilité de leur pays. Les opérations de refinancement à long terme de la BCE contribuent à corriger ce problème, mais seulement à titre temporaire.
- Il faut mieux s'ajuster aux déséquilibres réels, ainsi que budgétaires et financiers. Une accélération de l'achèvement du marché unique des biens et services et des réformes des marchés du travail pourraient stimuler la croissance et l'ajustement. Plusieurs pays de la périphérie de la zone euro sont en train d'exécuter des réformes d'envergure, en particulier de leur marché du travail. On ne peut exagérer l'importance des progrès dans ces domaines pour le bon fonctionnement de l'union monétaire.

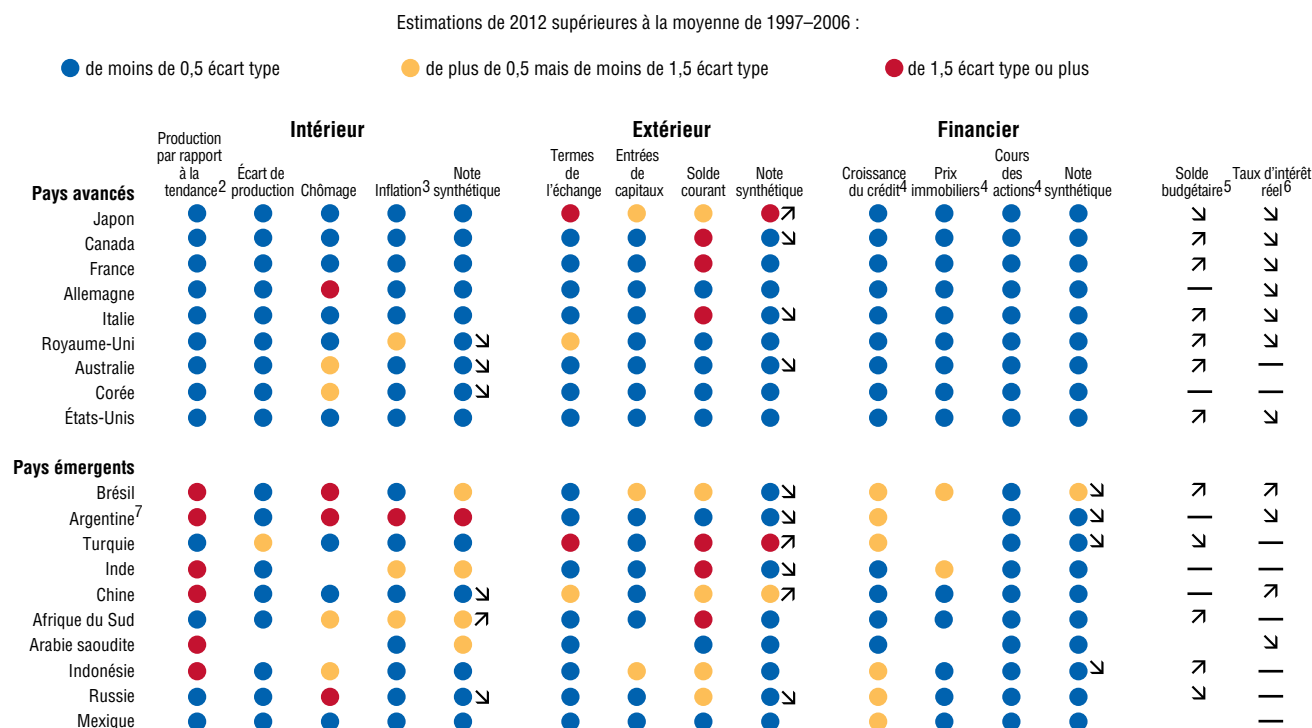
Action dans les pays émergents et les pays en développement

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

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

Graphique 1.18. Indicateurs de surchauffe pour les pays du G-20¹

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



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

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

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

³Pour les pays qui ciblent l'inflation ci-après, le taux d'inflation fixé comme objectif a été utilisé au lieu de la moyenne de 1997–2006 pour calculer l'indicateur d'inflation : Afrique du Sud, Australie, Brésil, Canada, Corée, Indonésie, Mexique, Turquie, Royaume-Uni. Pour les pays qui ne ciblent pas l'inflation, un signal rouge est attribué si l'inflation est d'environ 10 % ou plus, jaune si elle se situe environ entre 5 % et 9 %, et bleu si elle est inférieure à 5 %.

⁴Les indicateurs du crédit, des prix immobiliers et des cours des actions sont les dernières valeurs de 2012 par rapport à la croissance moyenne de la production en 1997–2006.

⁵Les flèches dans la colonne du solde budgétaire représentent la variation des prévisions du solde structurel en pourcentage du PIB sur la période 2011–12. Une hausse de plus de 0,5 % du PIB est indiquée par une flèche vers le haut et une baisse de plus de 0,5 % du PIB par une flèche vers le bas.

⁶Des 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.

⁷Les calculs reposent sur les données officielles relatives au PIB de l'Argentine. Le FMI a demandé à l'Argentine d'améliorer la qualité de ses données officielles sur le PIB. Les services du FMI utilisent aussi d'autres mesures de la croissance du PIB aux fins de la surveillance macroéconomique, notamment des données établies par des analystes privés, selon lesquelles la croissance du PIB réel est bien plus faible que celle ressortant des données officielles depuis 2008. Les variables nominales sont déflatées à l'aide des estimations de l'inflation provinciale moyenne des services du FMI.

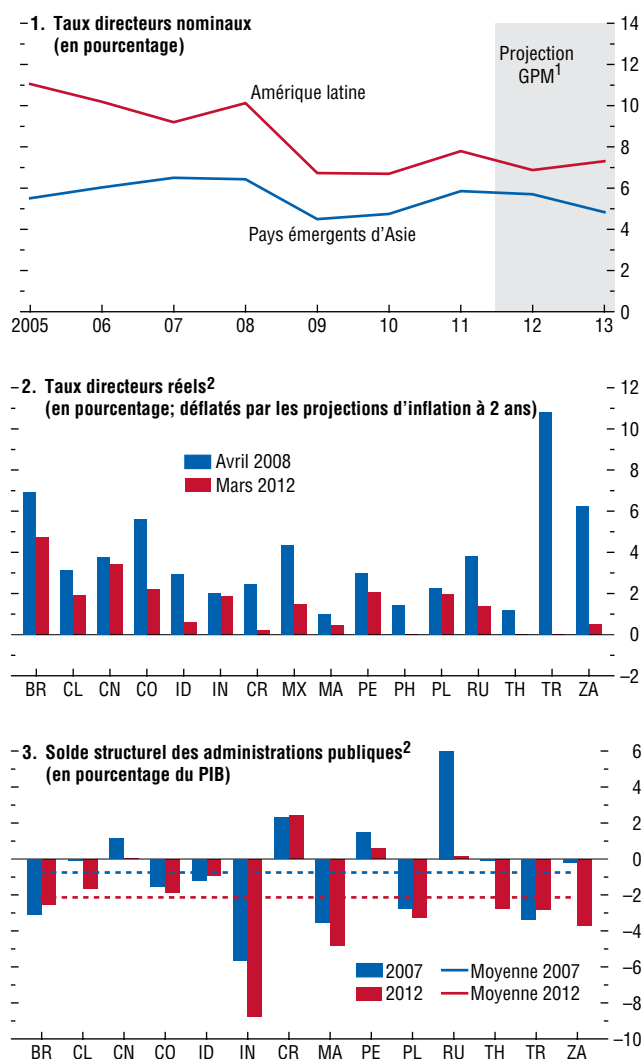
mais cela pourrait changer rapidement parce que les flux de capitaux reprennent. Les pouvoirs publics ne devront pas réagir partout de la même manière. Pour les pays qui ont normalisé dans une large mesure leur politique macroéconomique, la priorité à court terme devrait être de réagir à la modération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

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

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

Graphique 1.19. Impératifs dans les pays émergents

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



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

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

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

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

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

Dossier spécial : les marchés des produits de base

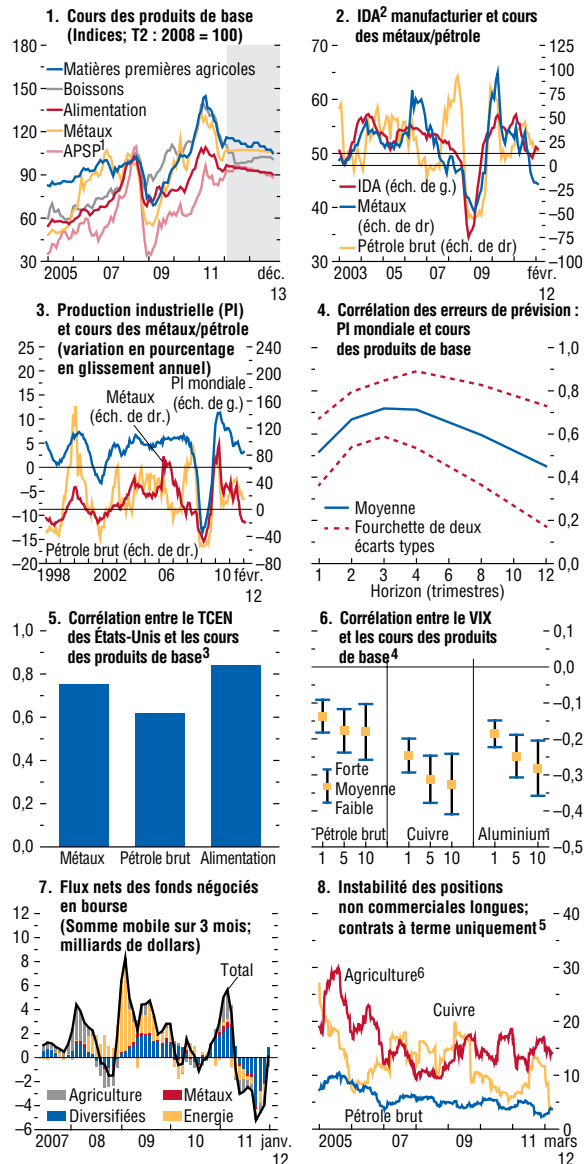
Les marchés mondiaux des produits de base ont quelque peu perdu de leur éclat en 2011. S'ils sont restés élevés en termes réels, les cours de ces produits ont reculé pendant la majeure partie de l'année (graphique 1.DS.1, page 1), à l'exception de ceux du pétrole brut qui ont réagi de plus en plus aux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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

⁵Écarts-types glissants sur 26 semaines des variations hebdomadaires des positions.

⁶Somme des données sur le maïs, le blé et le soja.

Tableau 1.DS.1. Part de la variance des cours des produits de base associée à des facteurs statiques communs¹*(Calculée à partir d'un nombre optimal de facteurs communs)*

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

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

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

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

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

Cours des produits de base et économie mondiale

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

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

Le facteur commun agrégé des cours des produits de base est étroitement lié aux fluctuations de la production industrielle mondiale (variable de substitution de l'activité économique mondiale). Cette relation étroite se reflète dans la synchronisation des cycles des cours des produits de base et de l'activité mondiale (graphique 1.DS.1, page 2). En fait, les cours des produits de base et l'activité économique mondiale s'inversent en général en même temps¹¹. La production industrielle mondiale a aussi une valeur prévisionnelle pour les cours des produits de base de l'échantillon et, parfois, même en dehors de l'échantillon (voir, par exemple, Alquist, Kilian et Vigfusson, 2011, pour le pétrole brut; graphique 1.DS.1, page 3). À l'inverse, il existe une relation forte et positive entre les erreurs de prévision de la production industrielle mondiale et le facteur commun des cours des produits de base (graphique 1.DS.1, page 4).

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

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

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

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

Il existe aussi une corrélation en général négative entre toute évolution non anticipée de l'instabilité des marchés financiers et les cours mondiaux des produits de base, ainsi qu'entre les chocs sur le VIX, variable indicative largement utilisée pour l'instabilité des marchés financiers, et ces cours (graphique 1.DS.1, page 6). Cette seconde corrélation peut s'expliquer en partie par le fait que, lorsque le VIX augmente, les incertitudes quant aux perspectives économiques à moyen terme s'aggravent¹². Ces incertitudes se répercutent aussi sur les conditions financières qui sont alors resserrées. Par la suite, la hausse parallèle des primes de risque a des effets sur les marchés des produits de base. Sur les marchés des dérivés de produits de base, les investisseurs non commerciaux demandent des primes de risque plus élevées, ce qui augmente les frais de couverture¹³. Sous l'effet conjugué de cette augmentation et des hausses des primes de risque sur le crédit lié aux produits de base, les coûts de stockage augmentent également. Les incertitudes relatives à l'activité future étant plus fortes et les incitations à la détention de stocks plus faibles, les cours au comptant ont tendance à diminuer.

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

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

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

Ralentissement de la croissance et cycle des stocks en Chine

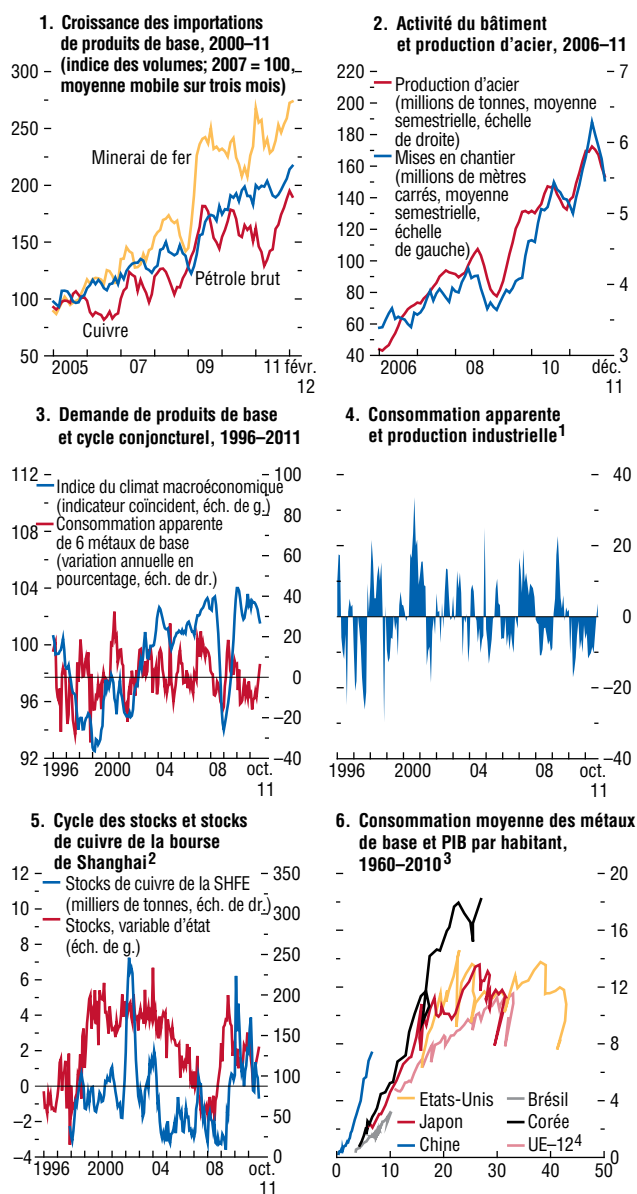
En Chine, la croissance fléchit depuis le milieu de 2011 et, pour l'instant, on ne voit guère de signes annonçant une forte correction du secteur immobilier, potentiellement en surchauffe, et de la plupart des activités connexes, malgré la crainte généralisée d'un atterrissage brutal (graphique 1.DS.2,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

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

¹² Voir, entre autres, Bloom (2009).

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

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



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

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

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

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

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

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

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

obtenus à l'aide d'un modèle à quatre variables qui intègre l'indicateur macroéconomique coïncident de la Chine (production industrielle, emploi et autres variables sur l'activité), les importations et la consommation apparente de six métaux de base et les stocks de cuivre entreposés dans les magasins généraux de la bourse des marchés à terme de Shanghai¹⁴. Cet indicateur final est plus étroit que les autres, du fait en partie de la disponibilité des données. Par hypothèse, ces variables sont fonction de deux variables non observées (latentes) qui sont interprétées comme étant le cycle conjoncturel et celui des stocks. En particulier, le cycle conjoncturel est censé avoir un effet sur les quatre variables, tandis que le cycle des stocks n'influe que sur les indicateurs de la demande et des stocks propres aux métaux de base. En Chine, les fluctuations enregistrées dans les secteurs-clés sont aussi de nature à contribuer sensiblement, et indépendamment du cycle conjoncturel au sens large, aux variations de la demande de métaux de base, notamment ceux qui sont liés aux secteurs du bâtiment et de l'immobilier. Ces effets ne sont pas explicitement identifiés dans le modèle à cause du manque de données¹⁵.

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

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

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

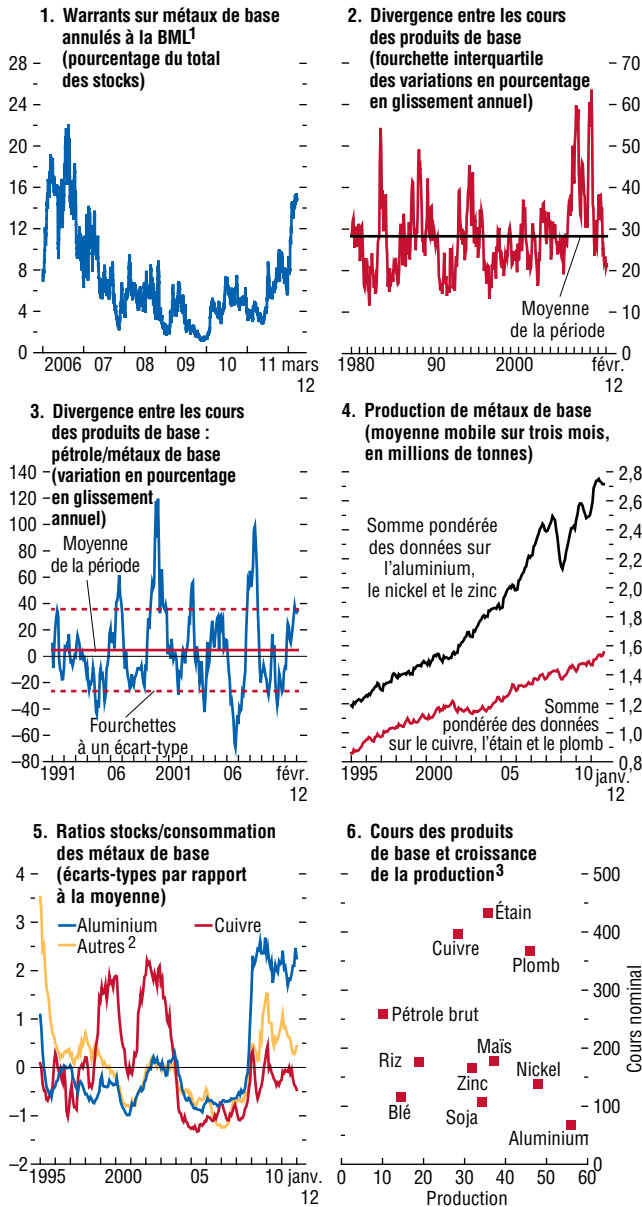
accessibles au public (graphique 1.DS.2, page 5). En particulier, la variable sur l'état des stocks a un cycle de durée plus long et s'est, par le passé, inversée avant celles sur les stocks des bourses. Dans la période qui a précédé la crise financière mondiale, la Chine a, semble-t-il, réduit sensiblement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

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

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

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

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



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

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

BML = Bourse des métaux de Londres.

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

³ Variation cumulée en pourcentage de 2003 à 2011.

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

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

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

durant le second semestre de 2011. La divergence entre les cours des métaux de base et ceux du pétrole brut (des produits cycliques) est particulièrement remarquable (graphique 1.DS.3, page 3).

La réduction généralisée de la divergence entre les cours des produits de base s'inscrit dans la logique d'une situation où les facteurs propres aux produits de base sont devenus relativement moins importants que les facteurs communs. À court et à moyen terme, les facteurs spécifiques sont en général des faits ou des évolutions liés à l'offre¹⁷. En ce qui concerne les marchés mondiaux des denrées alimentaires, les résultats de la dernière campagne et l'anticipation de meilleures récoltes encore pendant la campagne en cours ont bel et bien permis de neutraliser en un an (comme c'est en général le cas) le choc sur l'offre subi par les marchés mondiaux des céréales en 2010. Par contre, les cours du pétrole sont restés élevés, reflétant les conditions matérielles tendues du marché, imputables essentiellement aux chocs sur les approvisionnements observés pendant la majeure partie de 2011 et aux risques géopolitiques.

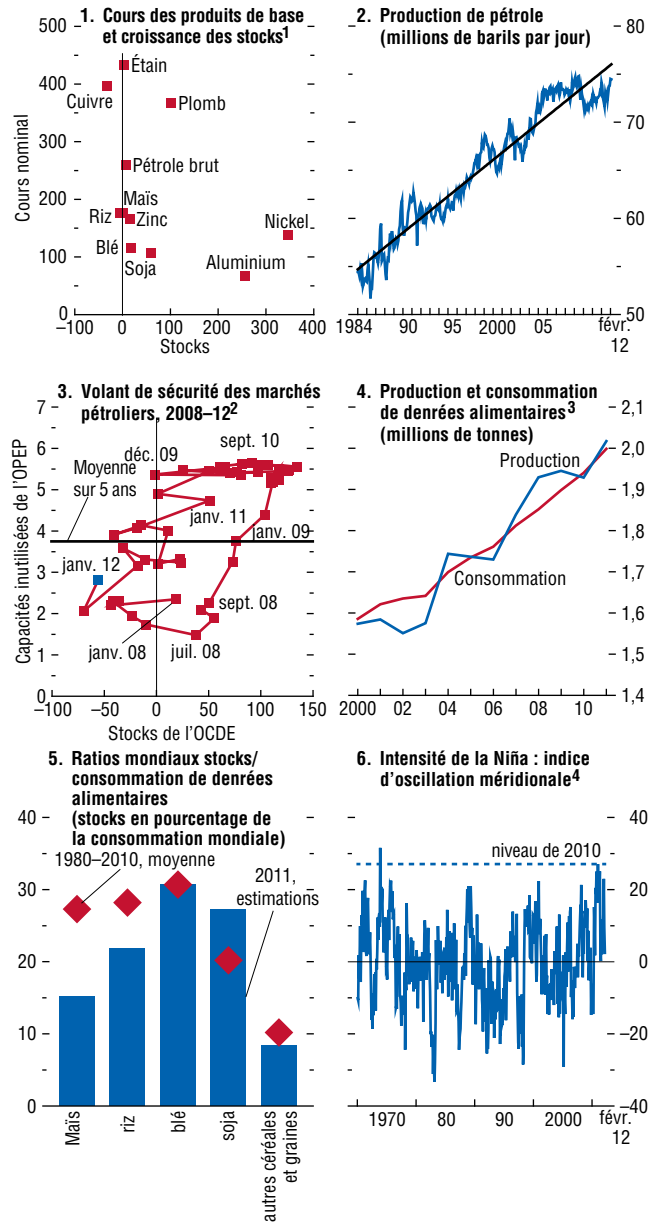
Les différences dans les réactions de l'offre et des stocks correspondent aussi aux divergences entre les cours à moyen terme. Entre 2003 et 2011, les hausses cumulées des cours de l'aluminium et du nickel ont été inférieures à celles des autres métaux de base, sous l'effet d'une augmentation des volants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

Offre mondiale de pétrole et risques géopolitiques

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

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

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



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

¹Variation cumulée en pourcentage de 2003 à 2011.

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

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

⁴Des valeurs positives élevées correspondent souvent aux périodes de la Niña.

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

(Millions de barils par jour)

	2009	2010	2011 Proj.	Variation en pourcentage en glissement annuel									
				2010 : 2011 :		2004-06			2011			2010 : 2011 :	
				Sem. 2	Sem. 1	Moyenne	2007	2008	2009	2010	Proj.	Sem. 2	Sem. 1
Demande													
Pays avancés	45,7	45,1	44,7	44,9	45,2	-0,1	-3,5	-3,9	1,5	-1,3	-0,8	-0,6	-2,0
<i>Dont :</i>													
États-Unis	19,5	19,2	19,1	19,3	19,1	-0,1	-5,9	-3,7	2,2	-1,5	-0,5	-0,1	-2,9
Zone euro	10,6	10,3	10,0	10,2	10,3	-0,4	-0,4	-5,6	-0,2	-2,9	-2,4	-2,0	-3,7
Japon	4,5	4,5	4,5	4,4	4,6	-1,8	-4,9	-8,2	1,3	0,8	0,9	-1,3	2,7
Nouvelles économies industrielles d'Asie	4,8	4,7	4,8	4,7	4,8	2,7	-2,7	3,3	3,9	-1,2	0,7	-1,9	-0,6
Pays émergents et en développement	42,6	44,0	45,2	43,5	44,5	3,9	2,9	2,1	5,1	3,2	2,7	3,7	2,6
<i>Dont :</i>													
Communauté des États indépendants	4,5	4,7	4,8	4,5	4,8	2,3	2,3	-1,2	6,8	5,1	1,9	4,1	6,0
Asie, en développement	24,8	25,8	26,7	26,0	25,7	3,5	1,5	4,6	5,9	4,1	3,3	5,1	3,1
Chine	9,1	9,5	9,9	9,5	9,5	5,4	2,2	4,1	12,5	4,9	3,9	7,8	2,2
Inde	3,3	3,5	3,6	3,5	3,4	4,9	4,0	4,7	2,4	4,2	3,3	3,5	5,0
Moyen-Orient et Afrique du Nord	9,3	9,4	9,7	9,2	9,6	5,2	5,0	3,6	3,2	1,1	2,8	1,3	1,0
Hémisphère occidental	5,9	6,1	6,3	6,0	6,2	4,4	4,9	0,0	5,3	3,0	2,6	3,4	2,7
Monde	88,3	89,1	89,9	88,4	89,7	1,6	-0,7	-1,2	3,2	0,8	0,9	1,5	0,2
Production													
OPEP (composition actuelle) ^{1,2}	34,8	35,8	36,2	35,5	36,1	1,7	3,3	-5,7	2,2	2,7	1,3	2,9	2,6
<i>Dont :</i>													
Arabie saoudite	9,8	10,7	...	10,4	11,1	-0,2	4,9	-9,5	3,1	9,9	...	8,3	11,5
Nigéria	2,5	2,6	...	2,6	2,6	-1,9	-7,6	-0,4	15,7	3,9	...	8,7	-0,3
Venezuela	2,7	2,7	...	2,8	2,7	1,8	0,8	-3,6	-4,6	-0,3	...	1,8	-2,4
Irak	2,4	2,7	...	2,7	2,8	2,0	14,3	2,5	-2,2	13,3	...	13,7	12,9
Hors OPEP ²	52,6	52,7	53,6	52,5	52,9	0,4	-0,2	1,8	2,1	0,2	...	0,3	0,1
<i>Dont :</i>													
Amérique du Nord	14,1	14,5	15,0	14,3	14,8	-1,2	-3,6	2,1	3,5	3,1	...	2,3	3,8
Mer du Nord	3,8	3,4	3,4	3,5	3,3	-7,0	-4,7	-5,3	-8,6	-9,8	...	-10,7	-8,8
Russie	10,5	10,6	10,7	10,5	10,6	2,5	-0,7	2,0	2,4	1,2	...	1,2	1,3
Autres pays de l'ex URSS	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	9,9	3,1	8,7	1,3	-1,7	...	-0,3	-2,9
Autres pays hors OPEP	21,2	21,1	21,5	21,1	21,2	1,4	3,0	2,0	3,4	-0,2	...	0,8	-1,1
Monde	87,4	88,5	89,9	88,0	89,0	0,9	1,2	-1,4	2,2	1,2	...	1,3	1,1
Demande nette⁴	0,9	0,6	...	0,5	0,7	0,5	-0,2	0,0	1,0	0,7	...	0,5	0,8

Sources : Agence internationale de l'énergie, *Oil Market Report* (août 2011); calculs des services du FMI.¹OPEP : Organisation des pays exportateurs de pétrole, y compris l'Angola (sous réserve des contingents imposés en janvier 2007) et Équateur, qui a réintégré l'OPEP après avoir suspendu son adhésion de décembre 1992 à octobre 2007.²Pétrole brut + condensats + liquides de gaz naturel + pétrole de sources non conventionnelles.³Azerbaïdjan, Belarus, Géorgie, Kazakhstan, Ouzbékistan, République kirghize, Tadjikistan, Turkménistan et Ukraine.⁴Différence entre la demande et la production. Dans les colonnes de variation en pourcentage, les chiffres représentent la part de la demande mondiale.

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

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

Tableau 1.DS.3. Moyenne et écart-type de la production de pétrole

(À partir des variations mensuelles de la production)

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

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

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

de coopération et de développement économiques) et les capacités inutilisées de l'OPEP sont parallèlement tombés en deçà des moyennes sur cinq ans — les repères fréquemment utilisés dans le secteur (graphique 1.DS.4, page 3). En même temps, les risques géopolitiques ont recommencé à s'aggraver, ce qui a accru la demande de stocks à des fins de précaution, dans un contexte mondial marqué par une pénurie de pétrole, la production restant en deçà de son niveau tendanciel¹⁸.

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

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

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

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

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

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

Les risques géopolitiques d'origine iranienne qui pèsent sur l'offre de pétrole ne se limitent pas à la réduction de la production et des exportations de pétrole qui semble déjà se préparer et que les marchés ont intégrée. Comme l'Iran borde le détroit d'Ormuz, point de passage obligé d'environ 40 % des exportations mondiales de pétrole (25 % de la production mondiale) et se trouve à proximité d'autres grands pays producteurs, il existe un risque majeur, probablement sans précédent, de rupture des approvisionnements en cas de conflit militaire ou de tentative de fermeture du détroit²⁰. Étant donné la faible réactivité à court terme de la demande mondiale de pétrole aux variations des cours, une telle rupture exigerait une réaction très forte des cours pour maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande mondiales.

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

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

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

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

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

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

Encadré 1.1. La part du travail en Europe et aux États-Unis pendant et après la Grande Récession¹

Ces derniers temps, l'inégalité suscite quelque préoccupation en raison de ses liens avec la durabilité de la croissance (Berg et Ostry, 2011) et de ses effets sur la cohésion sociale. L'évolution de la part du travail (c'est-à-dire la part de la rémunération du travail dans le PIB) est couramment utilisée comme indicateur de l'inégalité¹. Dans de nombreux pays avancés, la part du travail est en diminution depuis le début des années 80, phénomène que l'on a imputé à divers facteurs. On a notamment invoqué la prime aux études supérieures (autrement dit, l'avantage salarial dont bénéficient les titulaires d'une licence), l'effet superstar (qui aboutit à des rémunérations disproportionnées pour les personnes composant le 1 % supérieur de l'échelle des revenus) et l'effritement de la classe moyenne consécutif à la redéfinition des qualifications induite par le changement technologique ou à la délocalisation des emplois semi-qualifiés (Rajan, 2010; Atkinson, Piketty et Saez, 2011; Acemoglu et Autor, 2011). Nous nous bornerons ici à examiner l'évolution cyclique de la part du travail, en particulier pendant la Grande Récession et la reprise qui a suivi. L'ajustement a-t-il pesé plus lourdement sur les travailleurs pendant la Grande Récession? Les travailleurs ont-ils été laissés pour compte de la reprise? La part du travail a-t-elle évolué différemment par rapport aux épisodes de reprise antérieurs?

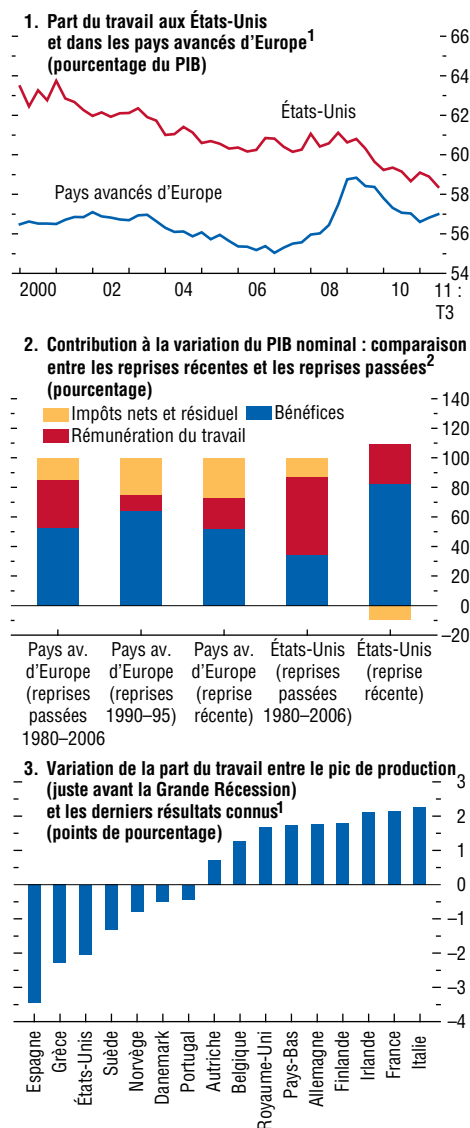
La théorie

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

L'auteur principal de cet encadré est Florence Jaumotte, avec le concours de Jair Rodriguez.

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

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



Sources : Eurostat; Organisation de coopération et de développement économiques; Bureau de statistique du travail des États-Unis; calculs des services du FMI.

¹La «part du travail» est la rémunération du travail en proportion du PIB.

²Les pics et les creux de production sont déterminés à l'aide de la version Harding et Pagan (2002) de l'algorithme de Bry et Boschan. Par «reprise», on entend quatre trimestres d'amélioration après le creux.

Encadré 1.1. (suite)

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

Que s'est-il passé cette fois-ci?

D'après les données dont on dispose, la part du travail a suivi une évolution anticyclique : elle a augmenté en proportion du revenu national pendant la Grande Récession et elle a diminué (ou s'est stabilisée) pendant la reprise (graphique 1.1.1)². Au cours de la récession, c'est la composante «bénéfices» qui a contribué le plus souvent à la baisse du revenu. Dans la plupart des économies, la rémunération du travail a même progressé, sauf en Espagne, aux États-Unis, en Grèce et en Irlande. La part du travail ne s'est accrue que très modérément pendant la récession aux États-Unis et en Espagne³. Pendant la reprise, toutes les composantes du PIB ont augmenté, mais ce sont les bénéfices qui ont rebondi le plus fortement dans la plupart des économies, ce qui a entraîné une diminution de la part du travail. La rémunération du travail a recommencé à augmenter dans tous les pays, à l'exception du Portugal et de l'Espagne.

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

semble correspondre à peu près à ce qui s'est passé pendant les autres périodes de reprise entre 1980 et 2006 : les bénéfices ont enregistré une forte augmentation par rapport aux revenus du travail⁴.

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

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

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

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

⁴ Nous avons utilisé deux définitions du terme «reprise» : 1) quatre trimestres d'amélioration après le creux (illustré au graphique 1.1.1; 2) la période comprise entre le creux et le trimestre au cours duquel la production retrouve son niveau maximal d'avant la crise (disponible sur demande). Les résultats sont à peu près les mêmes pour les deux définitions. Il existe une autre définition du terme «reprise», qui n'est pas utilisée ici, à savoir la période entre le creux et le trimestre au cours duquel la production retrouve son niveau tendanciel.

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

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

Par reprise mondiale, on entend la période (généralement les trois premières années) d'accélération de l'activité économique qui suit une récession mondiale. Nous considérons ici les reprises qui ont suivi les récessions mondiales de 1975, 1982, 1991 et 2009, lesquelles se sont toutes accompagnées d'une baisse du PIB réel mondial par habitant⁵. L'épisode

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

⁵Les dates de ces récessions mondiales sont définies en appliquant au niveau mondial les deux méthodes utilisées habituellement pour déterminer la date des pics et des creux des cycles économiques des différents pays, à savoir des procédures statistiques et des méthodes discrétionnaires telles que celles qu'utilise le Bureau national d'études économiques des États-Unis. Les deux méthodes produisent les mêmes dates de retournement de l'activité mondiale (Kose, Loungani et Terrones, 2009). L'utilisation du PIB mondial par habitant permet de tenir compte de l'hétérogénéité des taux de croissance démographique des pays; en particulier, les pays émergents et en développement enregistrent en général une croissance plus forte de leur PIB que les pays avancés, mais la croissance démographique y est aussi plus rapide.

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

Quelles similitudes? Quelles différences?

La reprise mondiale en cours présente plusieurs similitudes avec les reprises passées, mais elle en diffère aussi par certains aspects importants. Au niveau mondial, le PIB réel, les échanges commerciaux, le crédit ainsi que les prix de l'immobilier et les cours boursiers n'ont pas évolué de façon atypique pendant la reprise actuelle (graphique 1.2.1). Le PIB, la consommation et l'investissement ont même rebondi avec plus de vigueur qu'après la plupart des récessions mondiales antérieures. Cela dit, les baisses ont été beaucoup plus marquées en 2009 et la reprise actuelle a été soutenue par le caractère expansionniste sans précédent de la politique macroéconomique (graphique 1.2.2)⁶. Malgré le vigoureux rebond de l'activité économique mondiale, le niveau du chômage est resté beaucoup plus élevé qu'au cours des épisodes précédents. Ces observations globales masquent toutefois des différences importantes entre les reprises qu'ont connues les pays avancés, d'une part, et les pays émergents, d'autre part.

La reprise actuelle a ceci de particulier qu'elle est inégale. Comme l'explique l'encadré 1.1 de l'édition d'octobre 2010 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les pays émergents sont plus performants qu'au cours des épisodes de reprise antérieurs. Ce sont même eux qui, grâce essentiellement à la demande intérieure, au dynamisme des marchés d'actifs, à l'afflux massif de capitaux et à des politiques expansionnistes, contribuent pour la plus grande part à la croissance mondiale depuis 2009⁷. Les résultats

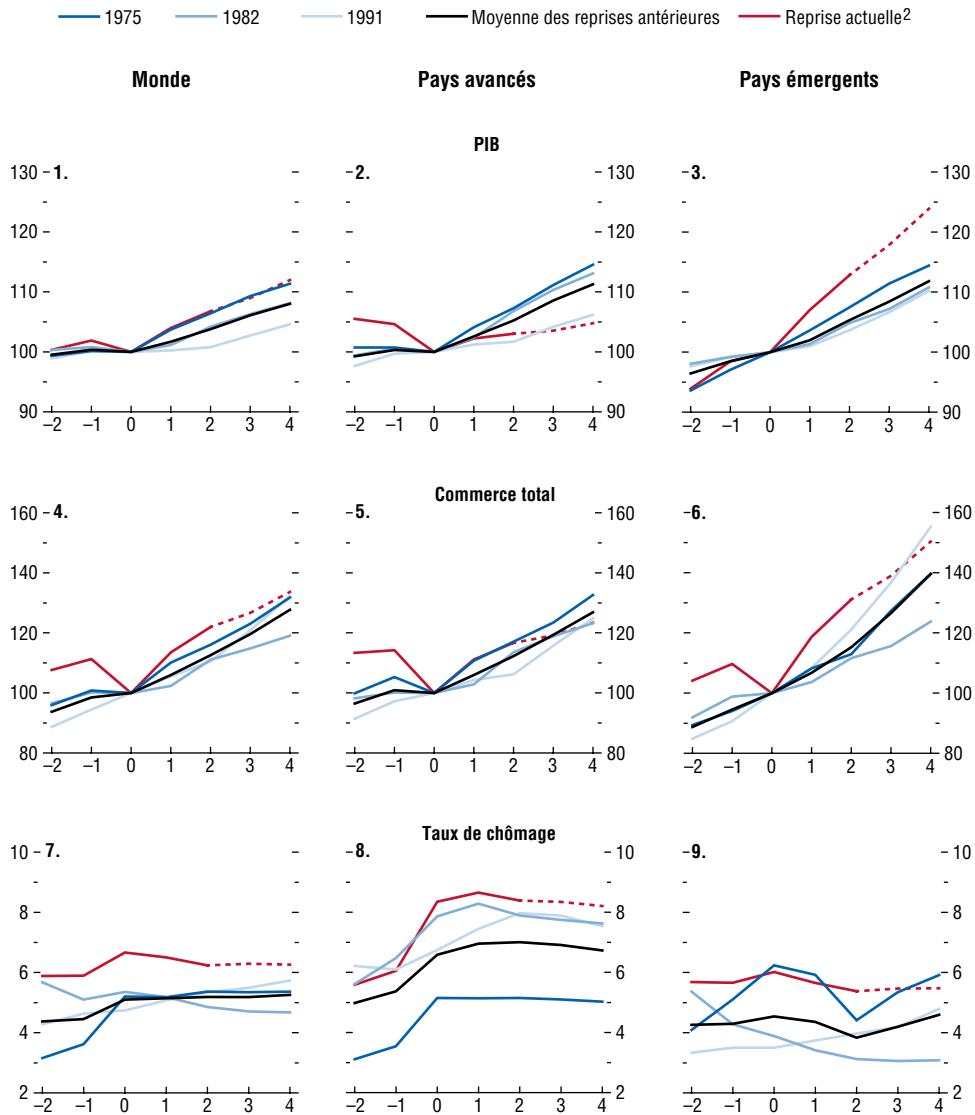
⁶Pour une étude du caractère expansionniste des politiques macroéconomiques au lendemain de la récente récession mondiale, voir Dao et Loungani (2010).

⁷Kose, Otrok et Prasad (à paraître) expliquent en détail de nombreuses différences entre les performances cycliques des pays avancés et celles des pays émergents ces dernières années.

Encadré 1.2. (suite)

Graphique 1.2.1. Dynamique des reprises mondiales : principales variables¹

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



(suite du graphique ci-dessous)

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

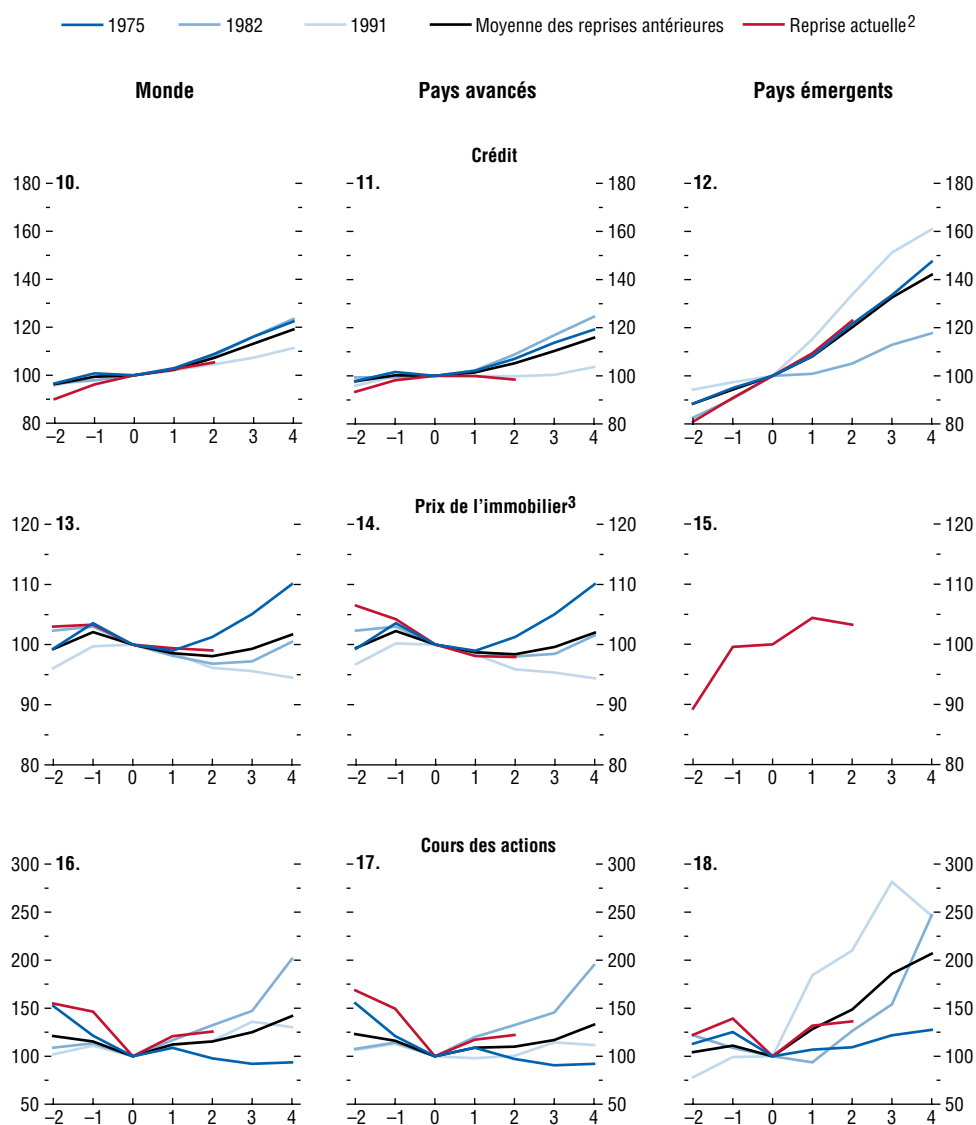
plus efficaces. Les exceptions notables sont les pays émergents d'Europe, qui ont subi un choc financier comparable qualitativement à celui qui a frappé de nombreux pays avancés.

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

Encadré 1.2. (suite)

Graphique 1.2.1. Dynamique des reprises mondiales : principales variables¹ (fin)

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



Source : estimations des services du FMI.

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

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

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

Encadré 1.2. (suite)

aux retombées de la crise financière mondiale, en particulier à l'assainissement nécessaire des bilans des ménages et du secteur financier⁸⁸. Plus précisément, si les prévisions pour l'activité économique en 2012 se réalisaient, cela signifierait que la reprise actuelle est la plus faible de l'après-guerre pour les pays avancés. Dans plusieurs d'entre eux, la production n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant la récession, le chômage reste bien supérieur aux niveaux historiques et la croissance cumulée de la consommation de l'investissement est beaucoup plus modeste.

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

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

Pays avancés : une répétition du début des années 90?

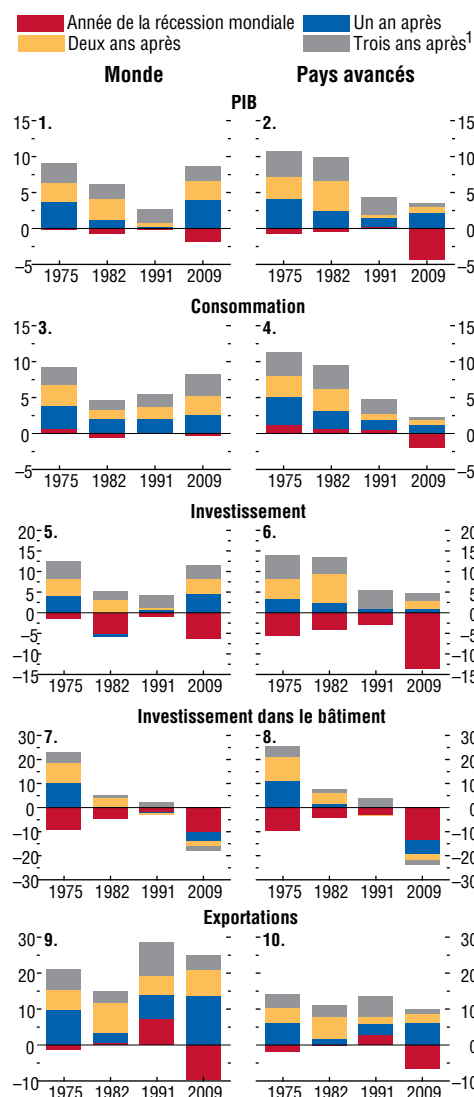
Bien que la Grande Récession ait été nettement plus profonde que la récession mondiale de 1991, les causes fondamentales de ces deux épisodes ainsi que l'évolution de l'activité au cours des reprises qui ont suivi sont éminemment similaires dans le cas des pays avancés.

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

⁸⁸À de nombreux égards, ce résultat n'a rien de surprenant. Par exemple, Claessens, Kose et Terrones (à paraître) présentent des éléments tendant à démontrer que les reprises consécutives à des turbulences sur les marchés financiers sont en général plus modestes. Ces auteurs constatent aussi que les reprises faisant suite à une croissance rapide du crédit et des prix immobiliers sont souvent plus vigoureuses.

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

(Variation annuelle en pourcentage; en termes réels)



Encadré 1.2. (fin)

pays avancés⁹. En particulier, la récession de 1991 a fait suite à des perturbations sur les marchés du crédit et des actifs aux États-Unis et au Japon. De même, la Grande Récession est survenue à la suite de graves problèmes sur les marchés du crédit et de l'immobilier aux États-Unis et dans plusieurs autres pays avancés, dont l'Irlande, l'Espagne et le Royaume-Uni.

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

⁹Avant la crise financière mondiale de 2008–09 et la crise du MCE, les pays avancés ont connu des expansions du crédit hautement synchronisées (Mendoza et Terrones, à paraître).

par la perte de compétitivité de certaines économies. Les deux épisodes sont aussi marqués par un chômage obstinément élevé¹⁰. Cela dit, compte tenu de l'effondrement de la production en 2009, la progression du chômage a été plus limitée. Cela est particulièrement vrai en Europe et pourrait bien être dû à des politiques salariales plus favorables à l'emploi et à une accentuation de la thésaurisation du travail dans certains de ces pays.

Conclusions

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

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

¹⁰Loungani (2012) présente des éléments soutenant la théorie selon laquelle la baisse de la production sous l'effet de l'évolution de la demande globale explique en grande partie la montée du chômage dans les pays avancés. Dans le cas des États-Unis, le manque de dynamisme du marché du travail tient peut-être davantage à la baisse persistante du rapport emploi/population.

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

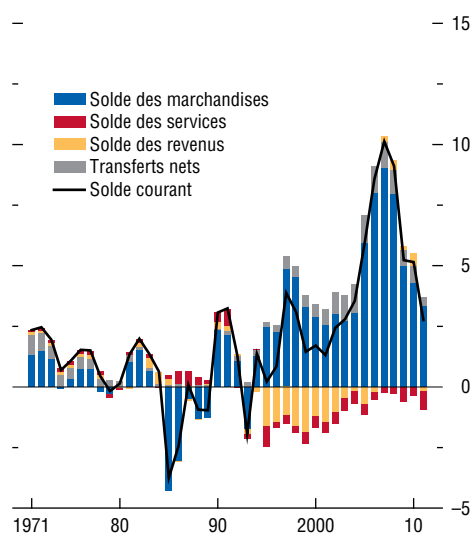
L'excédent courant de la Chine est tombé du pic de 10,1 % du PIB en 2007 avant la crise à 2,8 % du PIB en 2011, soit un ralentissement plus profond et plus persistant que prévu. Pendant longtemps, il a été difficile de prévoir le solde courant chinois, étant donné les mutations structurelles rapides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

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

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

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

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



Source : calculs des services du FMI.

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

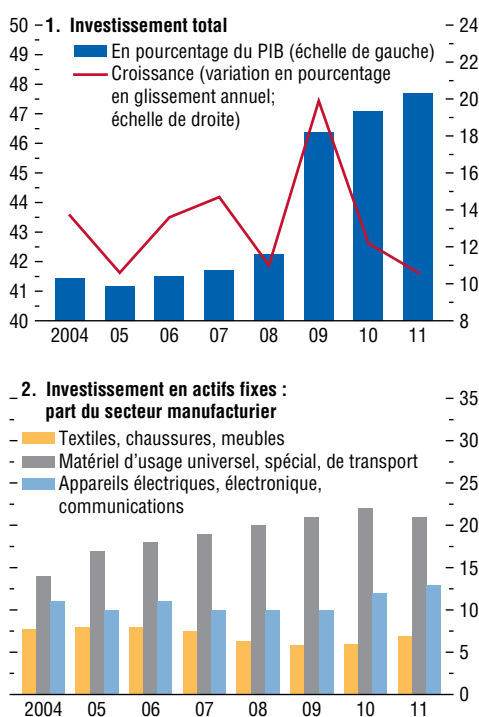
La dégradation amorcée il y a longtemps des termes de l'échange de la Chine est une autre cause du ralentissement de l'excédent courant¹. La forte hausse des dépenses d'investissement s'est traduite par une progression des importations, en particulier de produits de base et de minéraux dont l'offre mondiale est relativement peu élastique et dont les cours augmentent. En même temps, le matériel et l'outillage, dont l'offre mondiale est aussi relativement peu élastique, qui font l'objet d'une vive concurrence et dont les prix relatifs sont en baisse, occupent une place de plus en plus importante dans

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

Encadré 1.3. (suite)

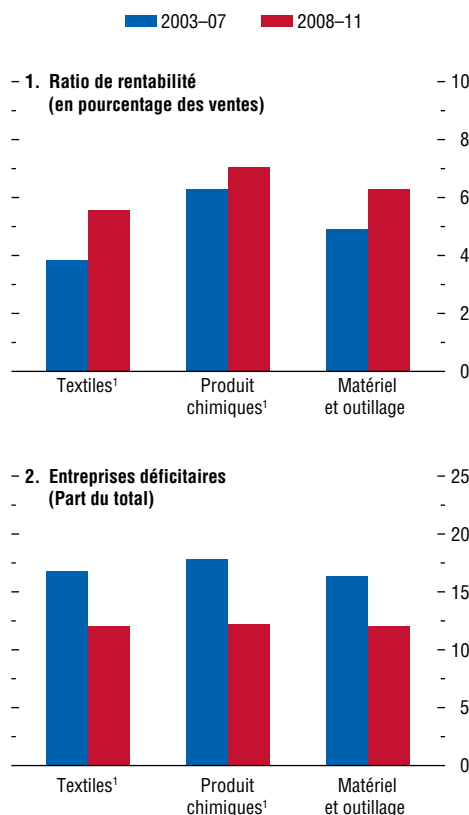
Graphique 1.3.2. Chine : investissement en actifs fixes, 2004–11

(En pourcentage, sauf indication contraire)



Source : calculs des services du FMI.

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



Source : calculs des services du FMI.
¹Et produits connexes.

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

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

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

Encadré 1.3. (suite)**Tableau 1.3.1. Contributions au recul du solde courant de la Chine (estimations), 2007–11¹***(En pourcentage du PIB)*

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

Source : calculs des services du FMI.

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

Dans quelle mesure ces facteurs ont-ils contribué au recul observé de l'excédent courant chinois? La réponse à cette question n'est pas simple, car tous les facteurs sont étroitement liés et influencés par d'autres éléments. La contribution de chacun d'entre eux est donc difficile à cerner avec précision. Néanmoins, les calculs effectués à titre indicatif par les services du FMI, à l'aide d'hypothèses simplificatrices, peuvent apporter quelques éclaircissements. Ils comparent l'évolution effective des quatre variables clés par rapport à un scénario hypothétique et deux approches différentes sont utilisées pour obtenir les élasticités pertinentes². Dans ce scénario, la croissance des partenaires commerciaux de la Chine reste à son niveau potentiel en 2007–11, le taux de change réel est constant et les termes de l'échange et le ratio investissement/PIB demeurent à leur niveau de 2007. Les calculs semblent indiquer que le recul des termes de l'échange contribue à hauteur de un à deux cinquièmes à la baisse de l'excédent courant ces quatre dernières années (tableau 1.3.1). L'accélération de l'investissement a

²Voir de nouveau Ahuja *et al.* (à paraître).

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

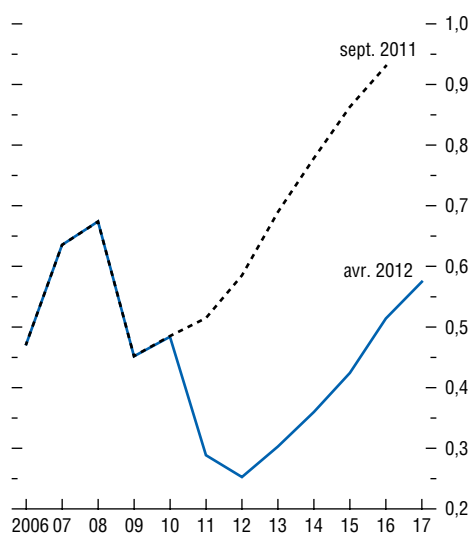
Les prévisions publiées dans la présente version des *Perspectives de l'économie mondiale* font état d'une nouvelle hausse de l'excédent courant de la Chine, qui sera tout au plus de l'ordre de 4 % à 4½ % du PIB d'ici à 2017, soit un déséquilibre extérieur beaucoup plus faible que celui indiqué dans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

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

Encadré 1.3. (fin)

Graphique 1.3.4. Chine : ratio solde courant/PIB mondial, 2006–17

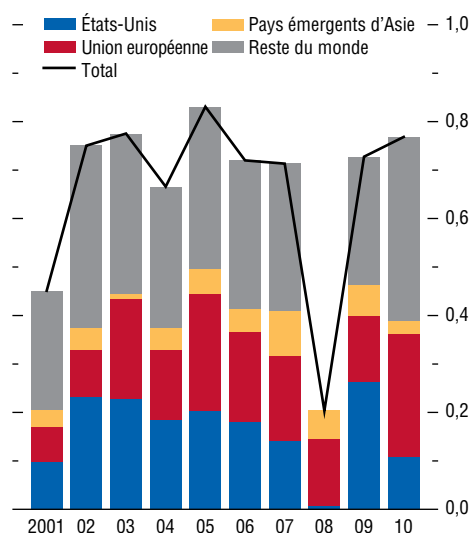
(En pourcentage du PIB nominal mondial)



Source : estimations des services du FMI.

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

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



Source : calculs des services du FMI.
Note : les 27 pays de l'UE sont énumérés au tableau C de l'appendice statistique.

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

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

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

Bibliographie

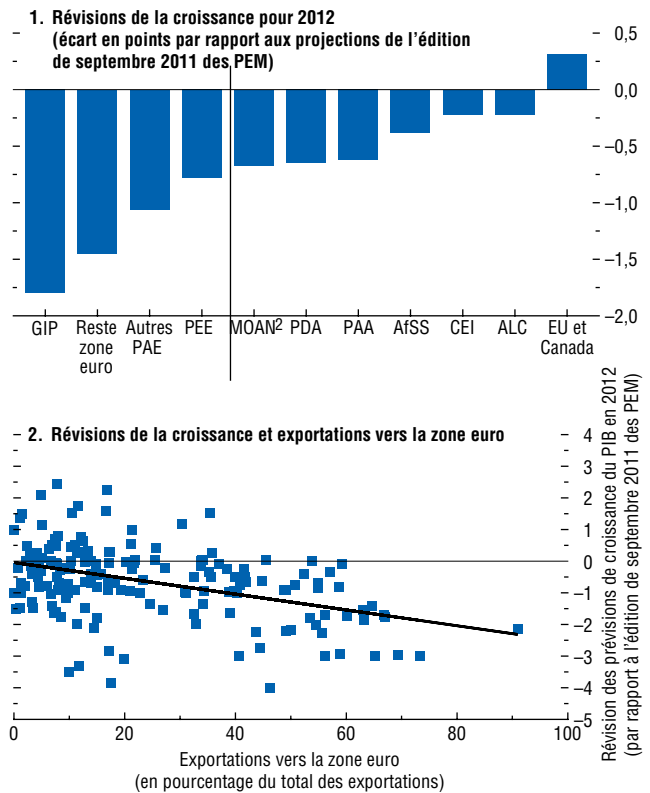
- Acemoglu, Daron, and David Autor, 2011, "Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings," in *Handbook of Labor Economics*, Vol. 4, ed. by Orley Ashenfelter and David E. Card (Amsterdam: Elsevier).
- Acharya, Viral, Lars Lochstoer, and Tarun Ramadorai, 2010, "Limits to Arbitrage and Hedging: Evidence from Commodity Markets" (non publié; New York: New York University).
- Ahuja, Ashvin, Rudolf Bems, Nigel Andrew Chalk, Malhar Nabar, Papa M'B. P. N'Diaye, and Nathaniel John Porter, à paraître, "An End to Global Imbalances? A View from China," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Alquist, Ron, Lutz Kilian, and Robert Vigfusson, 2011, "Forecasting the Price of Oil," Working Paper No. 2011-15 (Ottawa: Bank of Canada).
- Asdrubali, Pierfederico, Bent Sorensen, and Oved Yosha, 1996, "Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–90," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, p. 1081–110.
- Atkinson, Tony, Thomas Piketty, and Emmanuel Saez, 2011, "Top Incomes in the Long Run of History," *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, No. 1, p. 3–71.
- Bai, Jushan, and Serena Ng, 2002, "Determining the Number of Factors in Approximate Factor Models," *Econometrica*, Vol. 70, No. 1, p. 191–221.
- , 2007, "Determining the Number of Primitive Shocks in Factor Models," *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 25, p. 52–60.
- Berg, Andrew, and Jonathan Ostry, 2011, "Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin?" IMF Staff Discussion Note No. 11/08 (Washington: International Monetary Fund).
- Bloom, Nicholas, 2009, "The Impact of Uncertainty Shocks," *Econometrica*, Vol. 77, No. 3, p. 623–85.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, à paraître, "How do Business and Financial Cycles Interact?" *Journal of International Economics*.
- Coenen, Günter, Christopher J. Erceg, Charles Freedman, Davide Fercheri, Michael Kumhof, René Lalonde, Douglas Laxton, Jesper Lindé, Annabelle Mourougane, Dirk Muir, Susanna Mursula, Carlos de Resende, John Roberts, Werner Roeger, Stephen Snudden, Mathias Trabandt, and Jan in 't Veld, 2012, "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models," *American Economic Journal*, Vol. 4, No. 1, p. 22–68.
- Dao, Mai, and Prakash Loungani, 2010, "The Human Cost of Recessions: Assessing It, Reducing It," IMF Staff Position Note No. 10/17 (Washington: International Monetary Fund).
- Decressin, Jörg, and Douglas Laxton, 2009, "Gauging Risks for Deflation," IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Elektdag, Selim, and Prakash Kannan, 2009, "Incorporating Market Information into the Construction of the Fan Chart," IMF Working Paper No. 09/178 (Washington: International Monetary Fund).
- Etula, Erkki, 2009, "Broker-Dealer Risk Appetite and Commodity Returns," Staff Report No. 406 (New York: Federal Reserve Bank).
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, No. 2, p. 365–81.
- Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani et Marco E. Terrones, 2009, «Une récession extraordinaire», *Finances & Développement*, Vol. 46, No. 2, p. 25–28.
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok, and Eswar Prasad, à paraître, "Global Business Cycles: Convergence or Decoupling?" *International Economic Review*.
- Kumar, Manmohan S., 2003, *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: International Monetary Fund).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: International Monetary Fund).
- Loungani, Prakash, 2012, "Unemployment through the Prism of the Great Recession," *IMF Research Bulletin* (March).
- Mendoza, Enrique, and Marco E. Terrones, à paraître, "An Anatomy of Credit Booms and Their Demise," ed. by Carmen Reinhart and Miguel Fuentes, *Capital Mobility and Monetary Policy*.
- Rajan, Raghuram G., 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

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

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

Graphique 2.1. Révisions des projections de croissance des Perspectives de l'économie mondiale (PEM) et liens commerciaux avec l'Europe¹

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

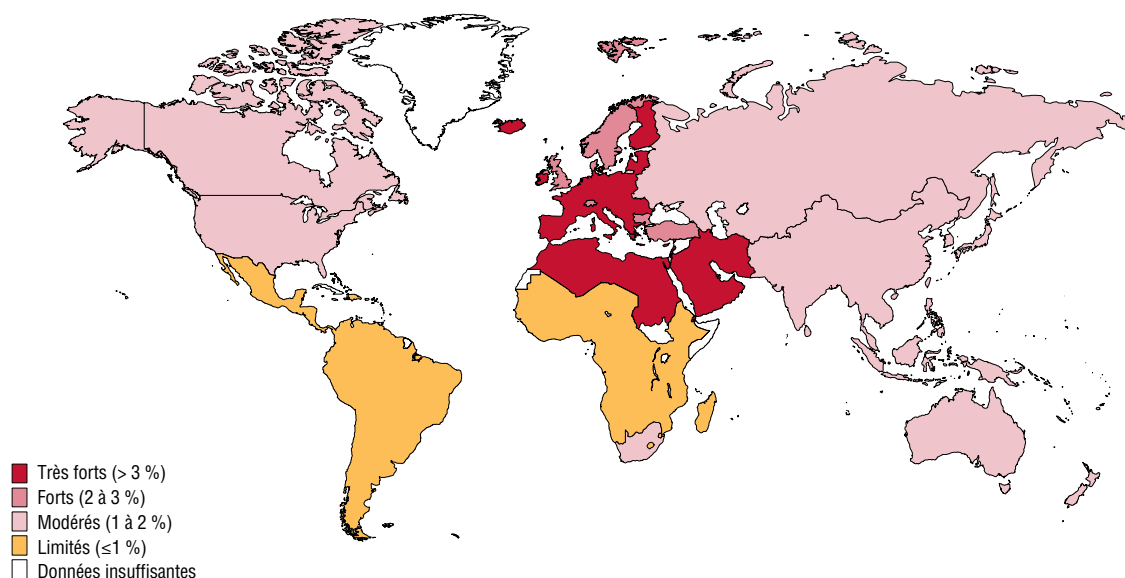


Sources : FMI, *Direction of Trade Statistics*; estimations des services du FMI.

¹AfSS : Afrique subsaharienne; ALC : Amérique latine et Caraïbes; Autres PAE : autres pays avancés d'Europe (Danemark, Islande, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède et Suisse); CEI : Communauté des États indépendants; GIP : Grèce, Irlande et Portugal; MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord; PAA : pays avancés d'Asie; PDA : pays en développement d'Asie; PEE : pays émergents d'Europe; reste zone euro : Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Éthiopie, Finlande, France, Italie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, République slovaque et Slovaquie.

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

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



Source : estimations des services du FMI.

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

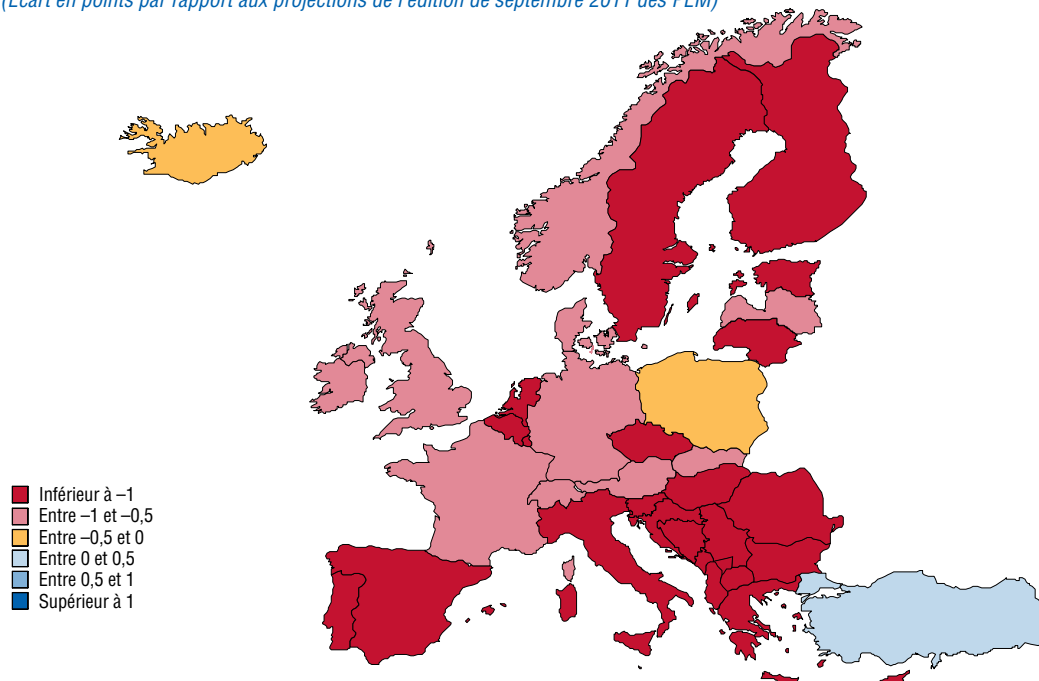
crise dans la zone euro considéré au chapitre 1 sur chacune des régions examinées dans le présent chapitre. Ce scénario modélise les effets probables d'une intensification de la crise dans la zone euro, à savoir une chute brutale de l'appétit pour le risque, des prix des actifs et des produits de base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

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

Europe : crise, récession et contagion

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

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



Source : estimations des services du FMI.

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

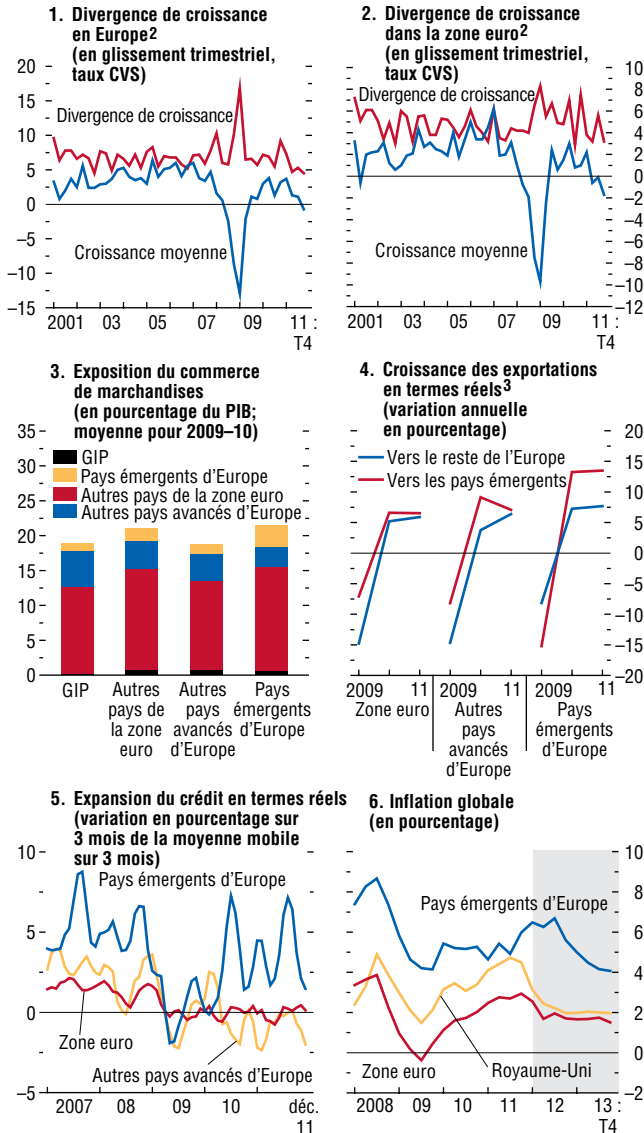
Le ralentissement étonnamment prononcé de l'activité a été notamment provoqué par une forte montée des risques perçus quant aux perspectives de croissance, à la compétitivité et à la solvabilité des États dans les pays périphériques de la région touchés par la crise et en Italie. Le secteur bancaire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

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

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

Graphique 2.4. Europe : retour à la récession¹

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Europe	2,0	0,2	1,4	3,2	2,7	2,2	0,5	0,6	0,8	...	...	...
Pays avancés	1,4	-0,1	1,1	2,8	2,1	1,7	1,1	1,3	1,5	9,4	10,0	9,9
Zone euro ^{4,5}	1,4	-0,3	0,9	2,7	2,0	1,6	-0,3	0,7	1,0	10,1	10,9	10,8
Allemagne	3,1	0,6	1,5	2,5	1,9	1,8	5,7	5,2	4,9	6,0	5,6	5,5
France	1,7	0,5	1,0	2,3	2,0	1,6	-2,2	-1,9	-1,5	9,7	9,9	10,1
Italie	0,4	-1,9	-0,3	2,9	2,5	1,8	-3,2	-2,2	-1,5	8,4	9,5	9,7
Espagne	0,7	-1,8	0,1	3,1	1,9	1,6	-3,7	-2,1	-1,7	21,6	24,2	23,9
Pays-Bas	1,3	-0,5	0,8	2,5	1,8	1,8	7,5	8,2	7,8	4,5	5,5	5,5
Belgique	1,9	0,0	0,8	3,5	2,4	1,9	-0,1	-0,3	0,4	7,2	8,0	8,3
Autriche	3,1	0,9	1,8	3,6	2,2	1,9	1,2	1,4	1,4	4,2	4,4	4,3
Grèce	-6,9	-4,7	0,0	3,1	-0,5	-0,3	-9,7	-7,4	-6,6	17,3	19,4	19,4
Portugal	-1,5	-3,3	0,3	3,6	3,2	1,4	-6,4	-4,2	-3,5	12,7	14,4	14,0
Finlande	2,9	0,6	1,8	3,3	2,9	2,1	-0,7	-1,0	-0,3	7,8	7,7	7,8
Irlande	0,7	0,5	2,0	1,1	1,7	1,2	0,1	1,0	1,7	14,4	14,5	13,8
République slovaque	3,3	2,4	3,1	4,1	3,8	2,3	0,1	-0,4	-0,4	13,4	13,8	13,6
Slovénie	-0,2	-1,0	1,4	1,8	2,2	1,8	-1,1	0,0	-0,3	8,1	8,7	8,9
Luxembourg	1,0	-0,2	1,9	3,4	2,3	1,6	6,9	5,7	5,6	6,0	6,0	6,0
Estonie	7,6	2,0	3,6	5,1	3,9	2,6	3,2	0,9	-0,3	12,5	11,3	10,0
Chypre	0,5	-1,2	0,8	3,5	2,8	2,2	-8,5	-6,2	-6,3	7,8	9,5	9,6
Malte	2,1	1,2	2,0	2,4	2,0	1,9	-3,2	-3,0	-2,9	6,4	6,6	6,5
Royaume-Uni ⁵	0,7	0,8	2,0	4,5	2,4	2,0	-1,9	-1,7	-1,1	8,0	8,3	8,2
Suède	4,0	0,9	2,3	1,4	2,5	2,0	6,7	3,0	2,9	7,5	7,5	7,7
Suisse	1,9	0,8	1,7	0,2	-0,5	0,5	14,0	12,1	11,6	3,1	3,4	3,6
République tchèque	1,7	0,1	2,1	1,9	3,5	1,9	-2,9	-2,1	-1,9	6,7	7,0	7,4
Norvège	1,7	1,8	2,0	1,3	1,5	2,0	14,6	14,8	13,7	3,3	3,6	3,5
Danemark	1,0	0,5	1,2	2,8	2,6	2,2	6,2	4,8	4,5	6,1	5,8	5,5
Islande	3,1	2,4	2,6	4,0	4,8	3,5	-6,5	-2,8	-1,5	7,4	6,3	6,0
Pays émergents⁶	5,3	1,9	2,9	5,3	6,2	4,5	-6,0	-5,6	-5,5	...	...	...
Turquie	8,5	2,3	3,2	6,5	10,6	7,1	-9,9	-8,8	-8,2	9,9	10,3	10,5
Pologne	4,3	2,6	3,2	4,3	3,8	2,7	-4,3	-4,5	-4,3	9,6	9,4	9,1
Roumanie	2,5	1,5	3,0	5,8	2,9	3,1	-4,2	-4,2	-4,7	7,2	7,2	7,1
Hongrie	1,7	0,0	1,8	3,9	5,2	3,5	1,6	3,3	1,2	11,0	11,5	11,0
Bulgarie	1,7	0,8	1,5	3,4	2,1	2,3	1,9	2,1	1,6	12,5	12,5	12,0
Serbie	1,8	0,5	3,0	11,2	4,1	4,3	-9,1	-8,6	-7,9	23,7	23,9	23,6
Croatie	0,0	-0,5	1,0	2,3	2,2	2,4	0,9	0,4	-0,2	13,2	13,5	12,7
Lituanie	5,9	2,0	2,7	4,1	3,1	2,5	-1,7	-2,0	-2,3	15,5	14,5	13,0
Lettonie	5,5	2,0	2,5	4,2	2,6	2,2	-1,2	-1,9	-2,5	15,6	15,5	14,6

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

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Enjeux pour les pouvoirs publics

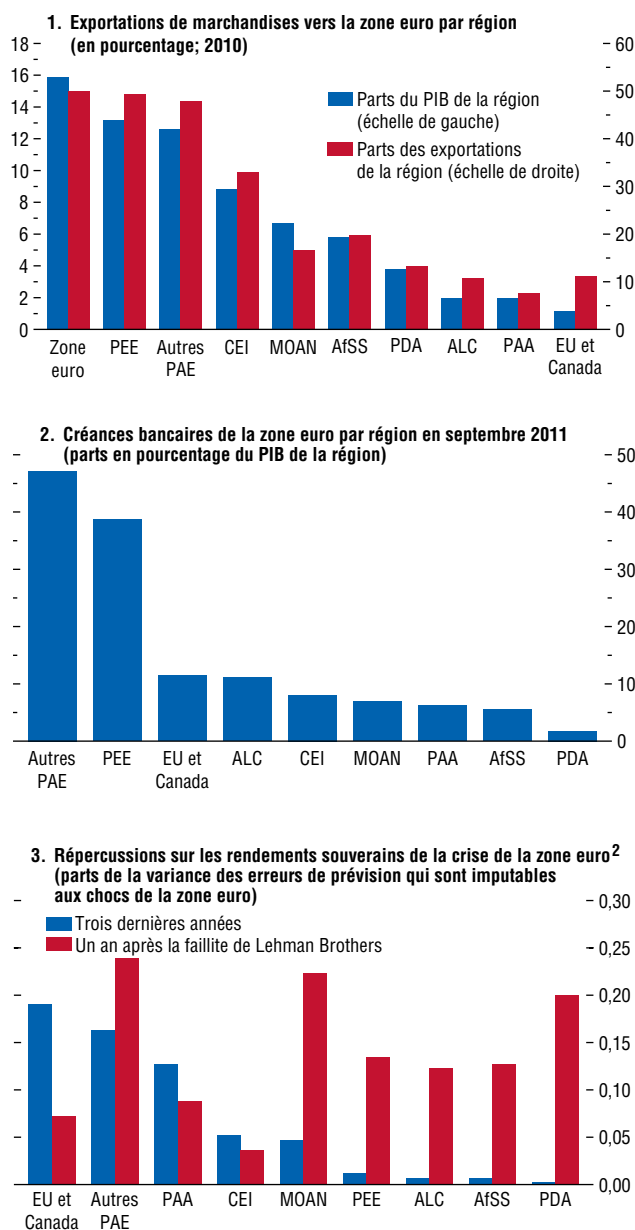
La première priorité pour les pouvoirs publics en Europe est d'empêcher une nouvelle aggravation de la crise de la croissance et de la dette souveraine dans la

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

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

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

Graphique 2.5. Liens commerciaux et financiers avec la zone euro¹



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

¹AfSS : Afrique subsaharienne; ALC : Amérique latine et Caraïbes; Autres PAE : autres pays avancés d'Europe (Danemark, Islande, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède et Suisse); CEI : Communauté des États indépendants; MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord; PAA : pays avancés d'Asie; PDA : pays en développement d'Asie; PEE : pays émergents d'Europe.

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

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

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

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

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

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

États-Unis et Canada : amorce d'une reprise

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

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

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

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

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

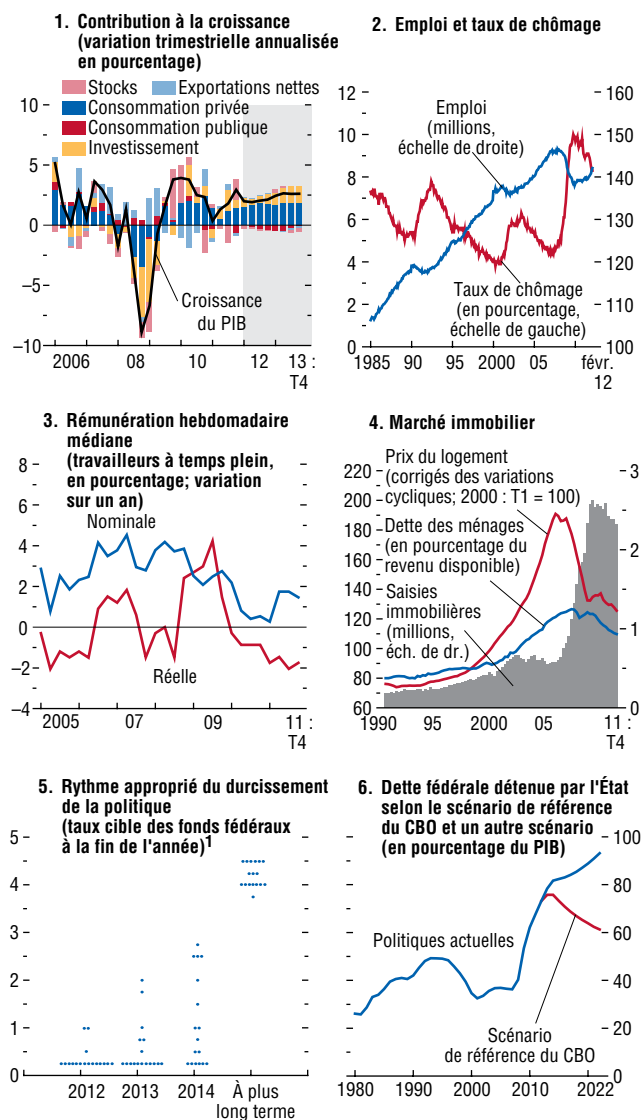
Au Canada, par contre, les facteurs déterminants de la croissance sont aussi bien externes qu'internes : dans le premier cas, il s'agit des cours mondiaux des prix des produits de base et de la demande émanant des États-Unis et, dans le second, du resserrement envisagé de la politique budgétaire et du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

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



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

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



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

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

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

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

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

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

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Pays avancés	1,6	1,4	2,0	2,7	1,9	1,7	-0,2	-0,4	-0,2	7,9	7,9	7,8
États-Unis	1,7	2,1	2,4	3,1	2,1	1,9	-3,1	-3,3	-3,1	9,0	8,2	7,9
Zone euro ^{4,5}	1,4	-0,3	0,9	2,7	2,0	1,6	-0,3	0,7	1,0	10,1	10,9	10,8
Japon	-0,7	2,0	1,7	-0,3	0,0	0,0	2,0	2,2	2,7	4,5	4,5	4,4
Royaume-Uni ⁴	0,7	0,8	2,0	4,5	2,4	2,0	-1,9	-1,7	-1,1	8,0	8,3	8,2
Canada	2,5	2,1	2,2	2,9	2,2	2,0	-2,8	-2,7	-2,7	7,5	7,4	7,3
Autres pays avancés ⁶	3,2	2,6	3,5	3,0	2,5	2,5	4,9	3,4	3,1	4,5	4,5	4,5
<i>Pour mémoire</i>												
Nouvelles économies industrielles d'Asie	4,0	3,4	4,2	3,6	2,9	2,7	6,5	5,9	5,7	3,6	3,5	3,5

¹Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les variations de décembre à décembre sont indiquées dans le tableau A6 de l'appendice statistique.²En pourcentage du PIB.³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.⁴Sur la base de l'indice harmonisé des prix à la consommation d'Eurostat.⁵Après correction pour tenir compte des discordances dans les données sur les opérations intérieures à la zone.⁶Hors pays du G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni) et de la zone euro.

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

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

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

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

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

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

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

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

Asie : ralentissement de la croissance

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

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

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

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

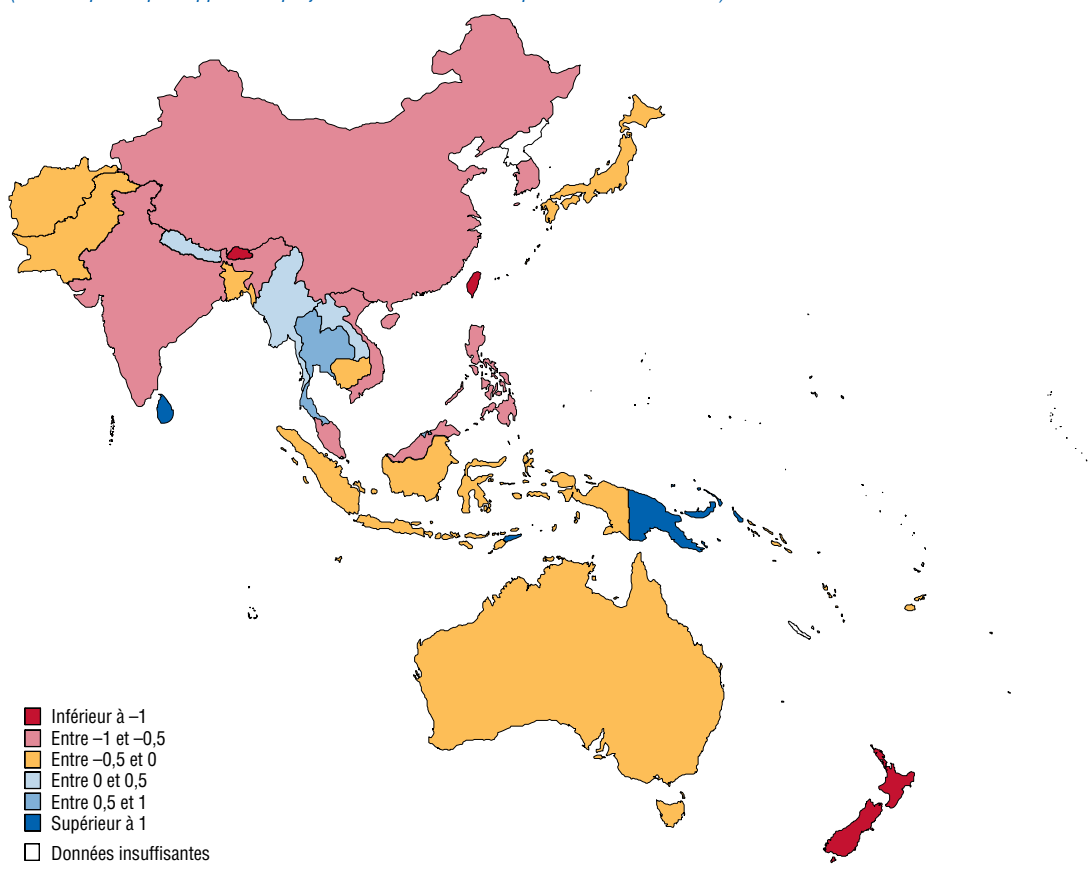
Dans les pays émergents d'Asie, les évolutions négatives des marchés ont été corrélées avec le degré de dépendance des pays à l'égard des banques de la zone euro (quatrième plage du graphique 2.9). Comme il est exposé de manière plus approfondie dans la section du présent chapitre consacrée aux répercussions extérieures, les banques de la zone euro ont déjà commencé à réduire leurs opérations transnationales de crédit. Les banques asiatiques sont financièrement saines dans l'ensemble, et les plus grandes d'entre elles sont souvent en mesure de renforcer leurs opérations de prêt². Les banques de la zone euro gèrent toutefois

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

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

Graphique 2.8. Asie : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012

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



Source : estimations des services du FMI.

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

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

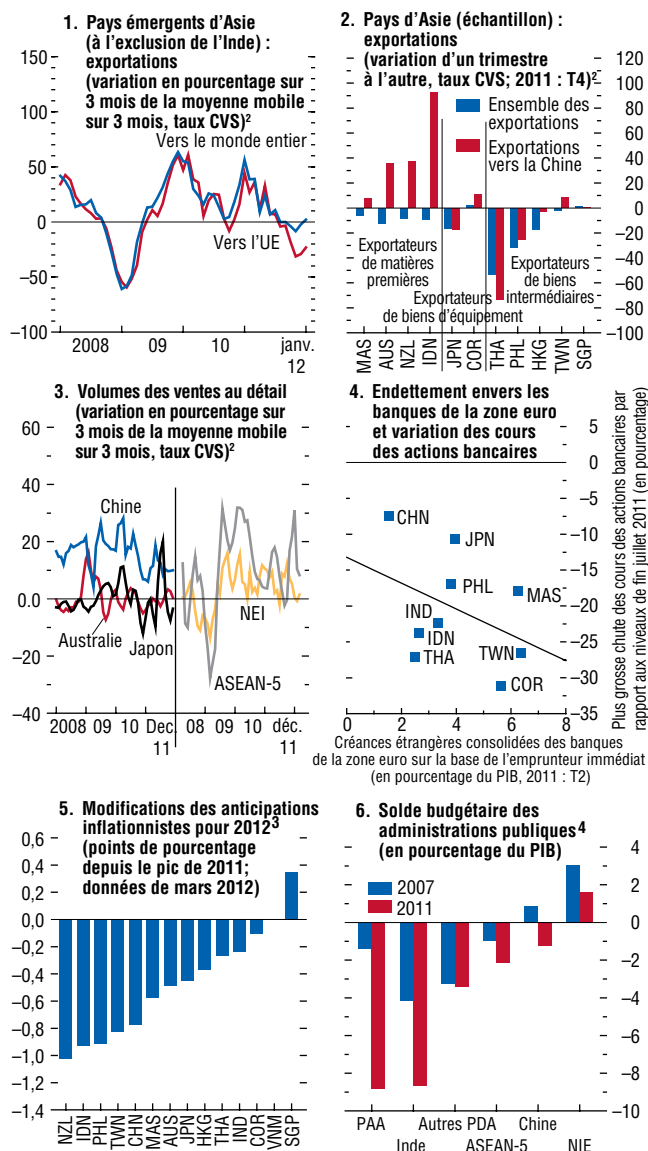
- En Chine, même avec le ralentissement provoqué par la demande extérieure, le taux de croissance devrait dépasser 8 % en 2012 et 2013, car la consommation et l'investissement devraient rester vigoureux.
- En Inde, si la baisse attendue du taux de croissance à 7 % en 2012 est en partie conjoncturelle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

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

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

Graphique 2.9. Asie : ralentissement de la croissance¹

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



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

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

- Les exportations du groupe ASEAN-5³ ont été particulièrement touchées, mais la vigueur de la demande intérieure a permis de compenser le ralentissement extérieur, surtout en Indonésie. En Thaïlande, la reprise qui est attendue au premier semestre de 2012, après les inondations de l'année dernière, sera soutenue par un assouplissement de la politique monétaire et l'important ensemble de mesures budgétaires adopté pour faire face aux inondations.

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

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

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

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

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

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Asie	5,9	6,0	6,5	5,0	3,9	3,6	2,0	1,4	1,7	...	...	...
Pays avancés d'Asie	1,3	2,6	2,8	1,6	1,4	1,4	2,2	1,8	2,0	4,3	4,3	4,2
Japon	-0,7	2,0	1,7	-0,3	0,0	0,0	2,0	2,2	2,7	4,5	4,5	4,4
Australie	2,0	3,0	3,5	3,4	2,7	3,0	-2,2	-4,6	-5,1	5,1	5,2	5,2
Nouvelle-Zélande	1,4	2,3	3,2	4,0	2,1	2,4	-4,1	-5,4	-6,3	6,5	6,0	5,4
Nouvelles écon. industrielles d'Asie	4,0	3,4	4,2	3,6	2,9	2,7	6,5	5,9	5,7	3,6	3,5	3,5
Corée	3,6	3,5	4,0	4,0	3,4	3,2	2,4	1,9	1,5	3,4	3,3	3,3
Province chinoise de Taiwan	4,0	3,6	4,7	1,4	1,3	1,8	8,8	8,0	8,4	4,4	4,4	4,3
Hong Kong (RAS)	5,0	2,6	4,2	5,3	3,8	3,0	4,1	3,2	3,5	3,4	3,5	3,5
Singapour	4,9	2,7	3,9	5,2	3,5	2,3	21,9	21,8	21,3	2,0	2,1	2,1
Pays en développement d'Asie	7,8	7,3	7,9	6,5	5,0	4,6	1,8	1,2	1,4	...	...	...
Chine	9,2	8,2	8,8	5,4	3,3	3,0	2,8	2,3	2,6	4,0	4,0	4,0
Inde	7,2	6,9	7,3	8,6	8,2	7,3	-2,8	-3,2	-2,9	...	...	...
ASEAN-5	4,5	5,4	6,2	5,9	5,4	4,7	2,8	1,7	1,4	...	...	...
Indonésie	6,5	6,1	6,6	5,4	6,2	6,0	0,2	-0,4	-0,9	6,6	6,4	6,3
Thaïlande	0,1	5,5	7,5	3,8	3,9	3,3	3,4	1,0	1,4	0,7	0,7	0,7
Malaisie	5,1	4,4	4,7	3,2	2,7	2,5	11,5	10,8	10,4	3,2	3,1	3,0
Philippines	3,7	4,2	4,7	4,8	3,4	4,1	2,7	0,9	1,0	7,0	7,0	7,0
Viet Nam	5,9	5,6	6,3	18,7	12,6	6,8	-0,5	-1,6	-1,4	4,5	4,5	4,5
Autres pays en développement d'Asie⁴	4,6	5,0	5,0	10,6	9,7	9,2	-0,7	-2,0	-2,0	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Pays émergents d'Asie ⁵	7,3	6,8	7,4	6,1	4,7	4,3	2,5	1,9	2,0	...	...	...

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

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

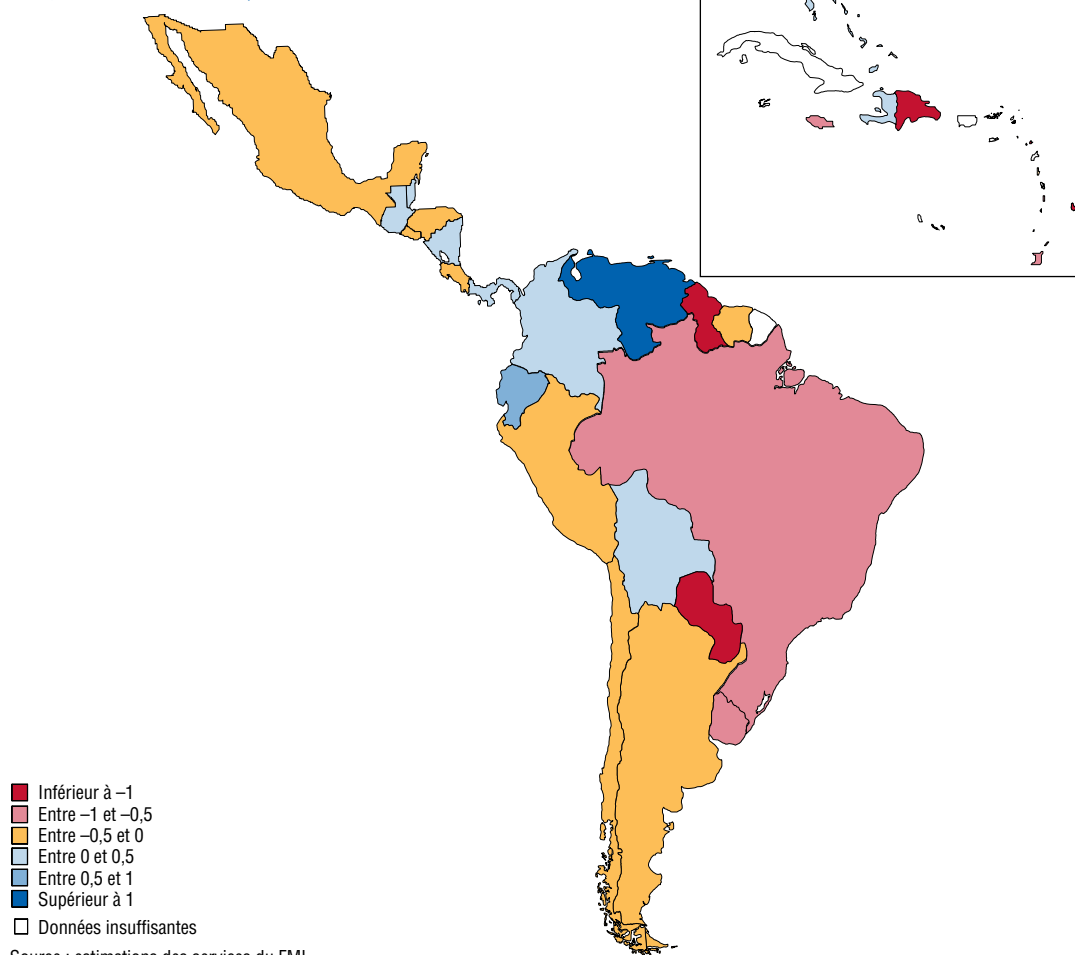
Les effets de contagion se sont fait sentir, ces derniers mois, dans la région par les circuits commerciaux, financiers et bancaires, mais en n'affectant l'activité que de façon limitée. Comme on peut le déduire de ce qui précède, ceux affectant les échanges commerciaux ont principalement concerné les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

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

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

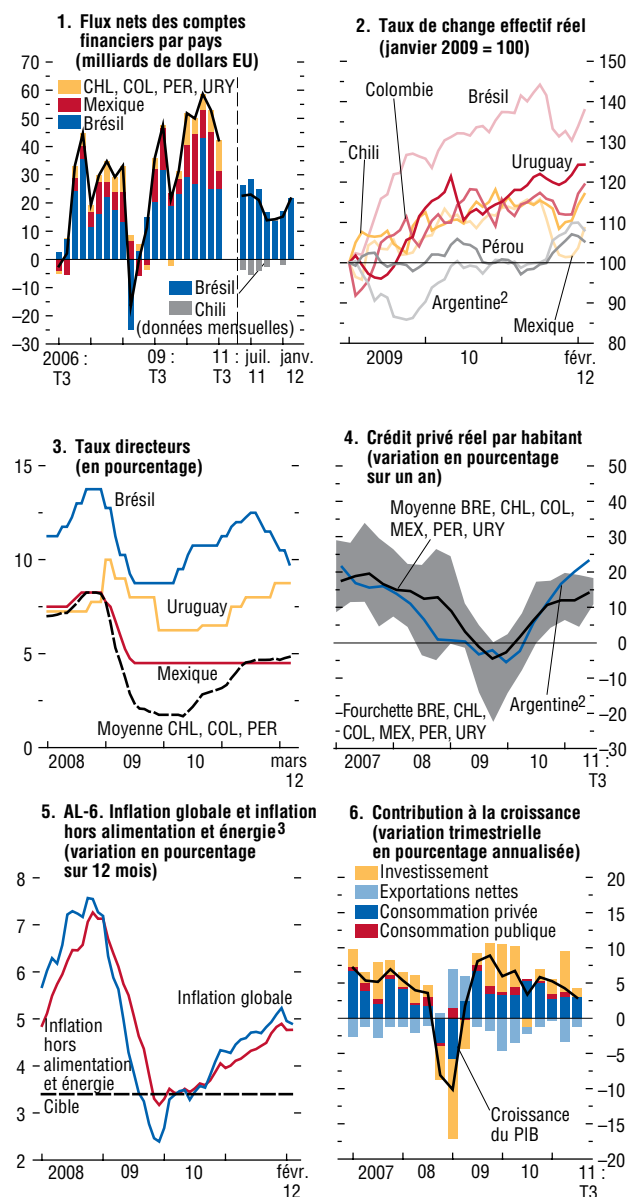
Graphique 2.10. Amérique latine et Caraïbes : révisions des prévisions de croissance du PIB pour 2012

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



Graphique 2.11. Amérique latine : attention aux courants baissiers¹

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



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

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

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

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

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

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Amérique du Nord	2,0	2,2	2,5	3,1	2,3	2,0	-3,0	-3,1	-2,9	...	...	...
États-Unis	1,7	2,1	2,4	3,1	2,1	1,9	-3,1	-3,3	-3,1	9,0	8,2	7,9
Canada	2,5	2,1	2,2	2,9	2,2	2,0	-2,8	-2,7	-2,7	7,5	7,4	7,3
Mexique	4,0	3,6	3,7	3,4	3,9	3,0	-0,8	-0,8	-0,9	5,2	4,8	4,6
Amérique du Sud⁴	4,8	3,8	4,3	7,8	7,4	7,0	-1,0	-1,9	-2,0	...	...	...
Brésil	2,7	3,0	4,1	6,6	5,2	5,0	-2,1	-3,2	-3,2	6,0	6,0	6,5
Argentine ⁵	8,9	4,2	4,0	9,8	9,9	9,9	-0,5	-0,7	-1,1	7,2	6,7	6,3
Colombie	5,9	4,7	4,4	3,4	3,5	3,1	-2,8	-2,7	-2,4	10,8	11,0	10,5
Venezuela	4,2	4,7	3,2	26,1	31,6	28,8	8,6	7,4	5,6	8,1	8,0	8,1
Pérou	6,9	5,5	6,0	3,4	3,3	2,6	-1,3	-2,0	-1,9	7,5	7,5	7,5
Chili	5,9	4,3	4,5	3,3	3,8	3,0	-1,3	-2,4	-2,4	7,1	6,6	6,9
Équateur	7,8	4,5	3,9	4,5	5,7	4,8	-0,3	0,5	0,6	6,0	5,8	6,2
Uruguay	5,7	3,5	4,0	8,1	7,4	6,6	-2,2	-3,6	-3,2	6,1	6,0	6,0
Bolivie	5,1	5,0	5,0	9,9	4,9	4,5	2,2	1,6	1,1	...	...	...
Paraguay	3,8	-1,5	8,5	6,6	5,0	5,0	-1,2	-3,5	-1,4	5,6	5,8	5,5
Amérique centrale⁶	4,7	4,0	4,0	5,6	5,3	5,2	-6,9	-6,9	-6,7	...	...	...
Caraïbes⁷	2,8	3,5	3,6	7,2	5,5	5,2	-3,5	-3,6	-3,7	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Amérique latine et Caraïbes ⁸	4,5	3,7	4,1	6,6	6,4	5,9	-1,2	-1,8	-2,0	...	...	...
Union monétaire des Caraïbes orientales ⁹	-0,2	1,5	2,2	3,4	3,5	2,4	-19,9	-21,4	-20,5	...	...	...

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

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

⁴Inclut également le Guyana et le Suriname.

⁵Les chiffres reposent sur les données officielles de l'Argentine relatives à son PIB et à l'indice des prix à la consommation (IPC) du Grand Buenos Aires (GBA). Les services du FMI ont demandé aux autorités argentines de prendre des mesures pour améliorer la qualité des données officielles relatives au PIB et à l'IPC-GBA. Ils utilisent aussi d'autres indicateurs de la croissance du PIB et de l'inflation pour la surveillance macroéconomique, notamment des données produites par des analystes privés qui indiquent une croissance du PIB réel sensiblement inférieure aux données officielles à partir de 2008 et des données produites par des offices statistiques provinciaux et des analystes privés qui indiquent une inflation considérablement plus élevée que les chiffres officiels à partir de 2007.

⁶Belize, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua et Panama.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

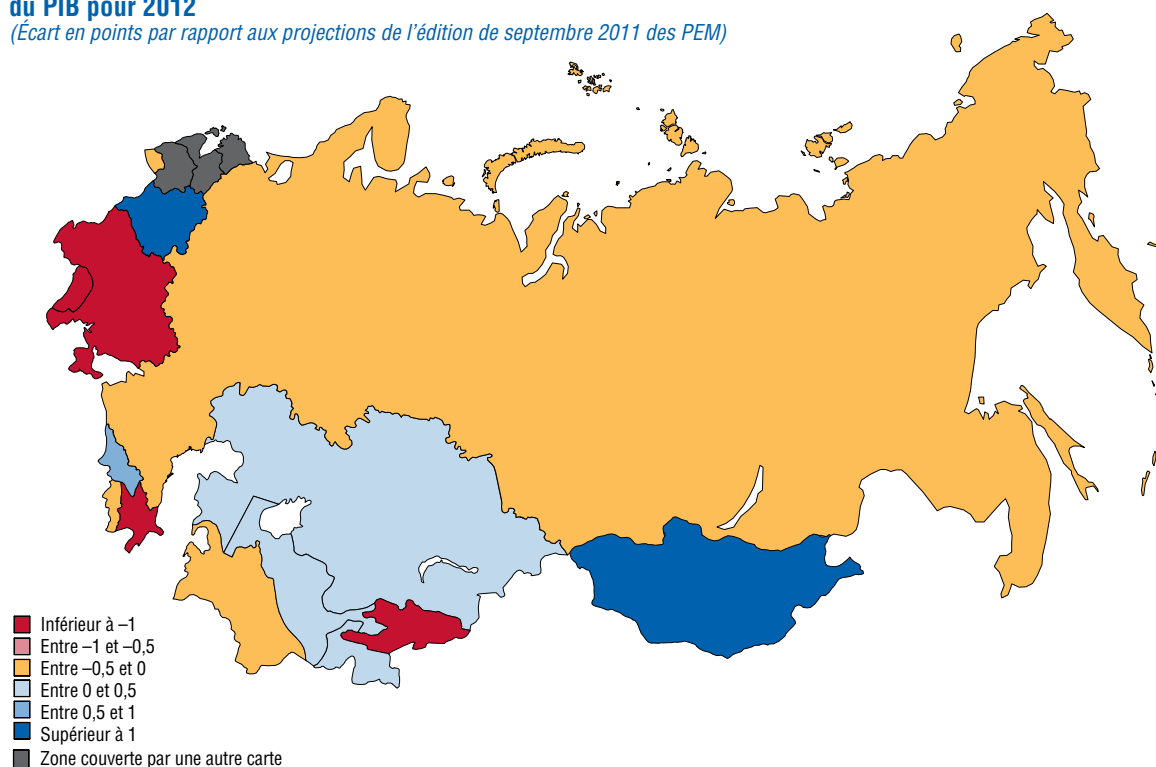
croissance dans la Communauté des États indépendants (CEI) (graphique 2.12) malgré la bonne tenue attendue des prix des produits de base. Si la crise de la zone euro s'intensifie, la chute de la demande mondiale, jointe à la baisse des prix des produits de base qui l'accompagnera, pèsera notablement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

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

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

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

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



Source : estimations des services du FMI.

Note : La Géorgie et la Mongolie sont incluses.

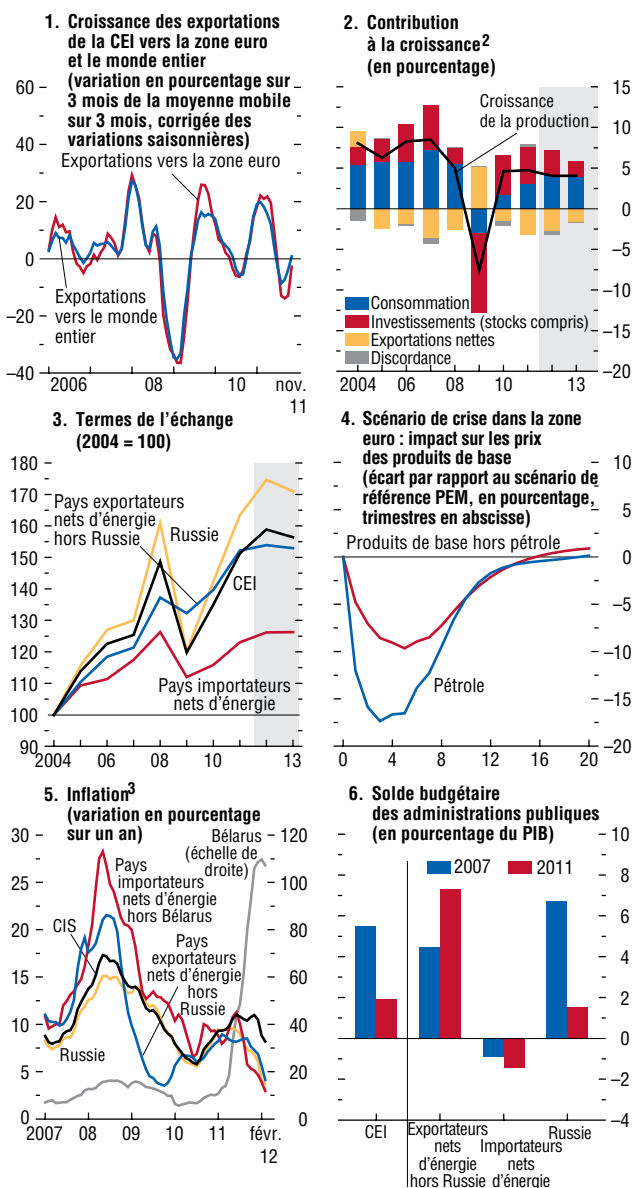
de monnaies régionales, dont le rouble russe. L'entrée en récession de la zone euro s'est traduite par un affaiblissement des exportations et un ralentissement de la production industrielle dans les grands pays de la région.

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

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

Graphique 2.13. La Communauté des États indépendants, soutenue par les prix des produits de base, mais secouée par les turbulences de la zone euro¹

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



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

¹ Exportateurs nets d'énergie : Azerbaïdjan, Kazakhstan, Ouzbékistan, Russie et Turkménistan. Importateurs nets d'énergie : Arménie, Bélarus, Géorgie, Moldova, Mongolie, République kirghize, Tadjikistan et Ukraine.

² L'Azerbaïdjan, la Géorgie, le Tadjikistan, le Turkménistan et l'Ouzbékistan sont exclus en raison du manque de données.

³ En raison du manque de données, l'Ouzbékistan et le Turkménistan sont exclus du groupe des pays exportateurs nets d'énergie hors Russie, et la Mongolie, la République kirghize et le Tadjikistan sont exclus du groupe des pays importateurs nets d'énergie hors Bélarus.

Tableau 2.5. Communauté des États indépendants : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

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

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

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

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

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

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

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

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

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

de fonds et augmenter les risques de crise du secteur bancaire en Russie⁴. Dans le cas des pays exportateurs de produits énergétiques de la CEI, le risque est qu'un regain de tension au Moyen-Orient provoque une nouvelle hausse des prix pétroliers.

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

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

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

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

⁴Voir FMI (2011).

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

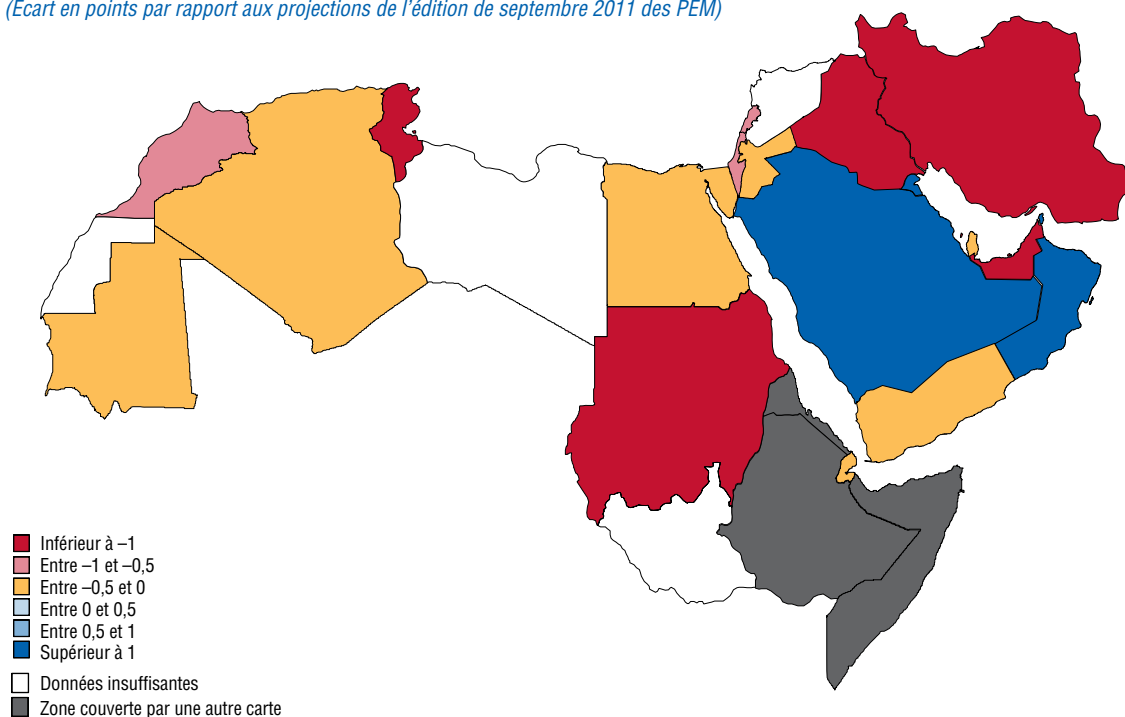
La croissance dans la région MOAN a été inférieure à son niveau potentiel en 2011, surtout pour des raisons propres aux pays qui composent cette région⁵. Dans les pays exportateurs de pétrole, la vigueur des prix pétroliers a contribué, en 2011, à une croissance de 4 %, qui a été freinée par les moins bons résultats enregistrés par la République islamique d'Iran sous l'effet d'une récolte médiocre et de la réforme des subventions. Dans les pays importateurs de pétrole, la croissance a été de 2 %, même sans les données de la République arabe syrienne. Ce faible taux de croissance est une conséquence directe de l'agitation sociale. En dehors des effets qu'ils ont eus sur les prix pétroliers, les facteurs mondiaux et la situation en Europe ont eu un impact relativement minime sur la région jusqu'à présent — les révisions apportées aux prévisions tiennent principalement à l'évolution intervenue au niveau régional (graphique 2.14).

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

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

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

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



Source : estimations des services du FMI.

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

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

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

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

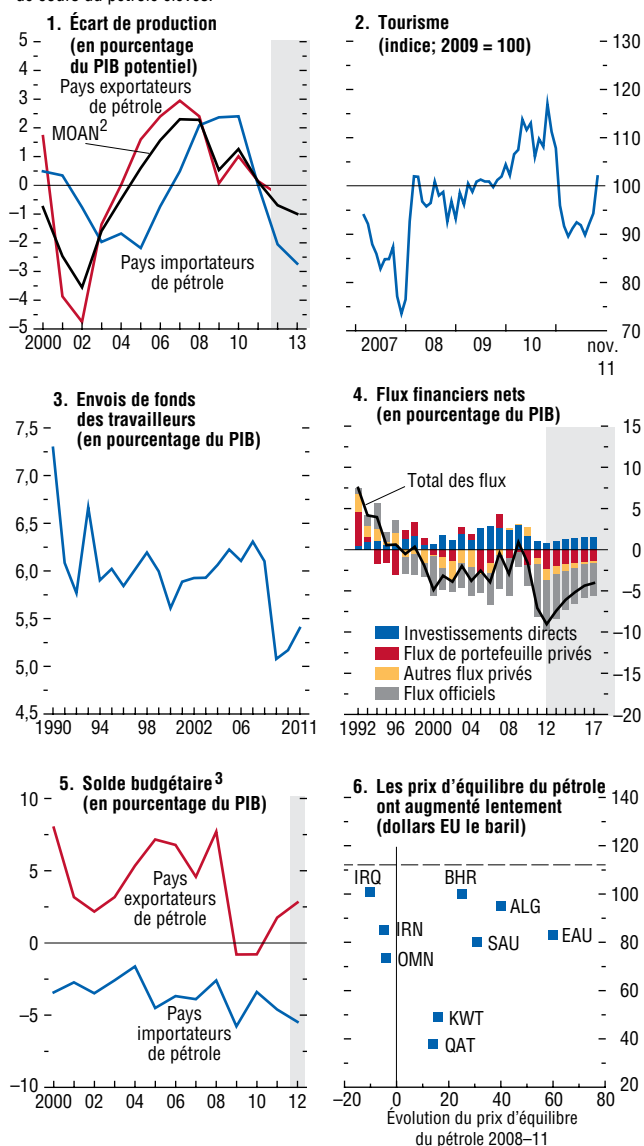
récession en Europe pourrait ébranler encore davantage le secteur du tourisme déjà chancelant, ce qui aurait des répercussions sur le reste de l'économie. Dans le cas des pays exportateurs de pétrole, les risques tournent autour du prix du pétrole — qui, dans le cadre d'un scénario baissier, est surtout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

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

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

Graphique 2.15. Moyen-Orient et Afrique du Nord : une période très troublée¹

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



Sources : Haver Analytics; autorités nationales; estimations des services du FMI.
¹Pays exportateurs de pétrole : Algérie (ALG), Arabie saoudite (SAU), Bahreïn (BHR), Émirats arabes unis (EAU), République islamique d'Iran (IRN), Iraq (IRQ), Koweït (KWT), Libye, Oman (OMN), Qatar, (QAT), Soudan et République du Yémen. Pays importateurs de pétrole : Djibouti, Égypte, Jordanie, Liban, Maroc, Mauritanie, République arabe syrienne et Tunisie. Les données excluent la République arabe syrienne à partir de 2011 et le Soudan du Sud à partir du 9 juillet 2011.
²MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord.
³Les données excluent la Libye.

Tableau 2.6. Pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (échantillon) : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage*(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Moyen-Orient et Afrique du Nord	3,5	4,2	3,7	9,6	9,5	8,7	13,2	14,5	12,7	...	...	...
Pays exportateurs de pétrole⁴	4,0	4,8	3,7	10,3	10,3	8,8	16,9	18,2	16,0	...	...	...
Iran, Rép. islamique d'	2,0	0,4	1,3	21,3	21,8	18,2	10,7	6,6	5,1	15,1	16,7	18,1
Arabie saoudite	6,8	6,0	4,1	5,0	4,8	4,4	24,4	27,9	22,7	...	...	...
Algérie	2,5	3,1	3,4	4,5	5,5	4,5	10,3	10,0	7,9	10,0	9,7	9,3
Émirats arabes unis	4,9	2,3	2,8	0,9	1,5	1,7	9,2	10,3	10,4	...	...	...
Qatar	18,8	6,0	4,6	2,0	4,0	4,0	28,4	31,5	29,0	...	...	...
Koweït	8,2	6,6	1,8	4,7	3,5	4,0	41,8	46,2	41,9	2,1	2,1	2,1
Iraq	9,9	11,1	13,5	6,0	7,0	6,0	7,9	9,1	10,8	...	...	...
Soudan ⁵	-3,9	-7,3	-1,5	18,1	23,2	26,0	2,1	-4,6	-4,0	12,0	10,8	9,6
Pays importateurs de pétrole⁶	2,0	2,2	3,6	7,5	6,9	8,4	-5,3	-5,3	-4,9	...	...	...
Égypte	1,8	1,5	3,3	11,1	9,5	12,1	-2,0	-2,6	-2,1	10,4	11,5	11,3
Maroc	4,3	3,7	4,3	0,9	2,0	2,5	-7,4	-5,9	-6,0	9,0	8,9	8,8
Tunisie	-0,8	2,2	3,5	3,5	5,0	4,0	-7,4	-7,1	-7,1	18,9	17,0	16,0
Liban	1,5	3,0	4,0	5,0	4,0	3,3	-14,4	-14,2	-13,4	...	...	...
Jordanie	2,5	2,8	3,0	4,4	4,9	5,6	-9,5	-8,3	-6,8	12,9	12,9	12,9
<i>Pour mémoire</i>												
Israël	4,7	2,7	3,8	3,4	2,0	2,0	0,1	-0,9	0,0	5,6	6,0	5,8
Maghreb ⁷	-1,7	11,0	5,9	3,9	4,0	3,0	2,7	5,3	6,2	...	...	...
Mashreq ⁸	1,8	1,8	3,4	10,0	8,6	10,8	-4,3	-4,7	-4,1	...	...	...

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

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

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

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

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

⁷Algérie, Libye, Maroc, Mauritanie et Tunisie.

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

à moyen terme. Un meilleur ciblage des subventions — et une réforme des subventions aux combustibles notamment — permettra d'alléger ces tensions⁶.

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

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

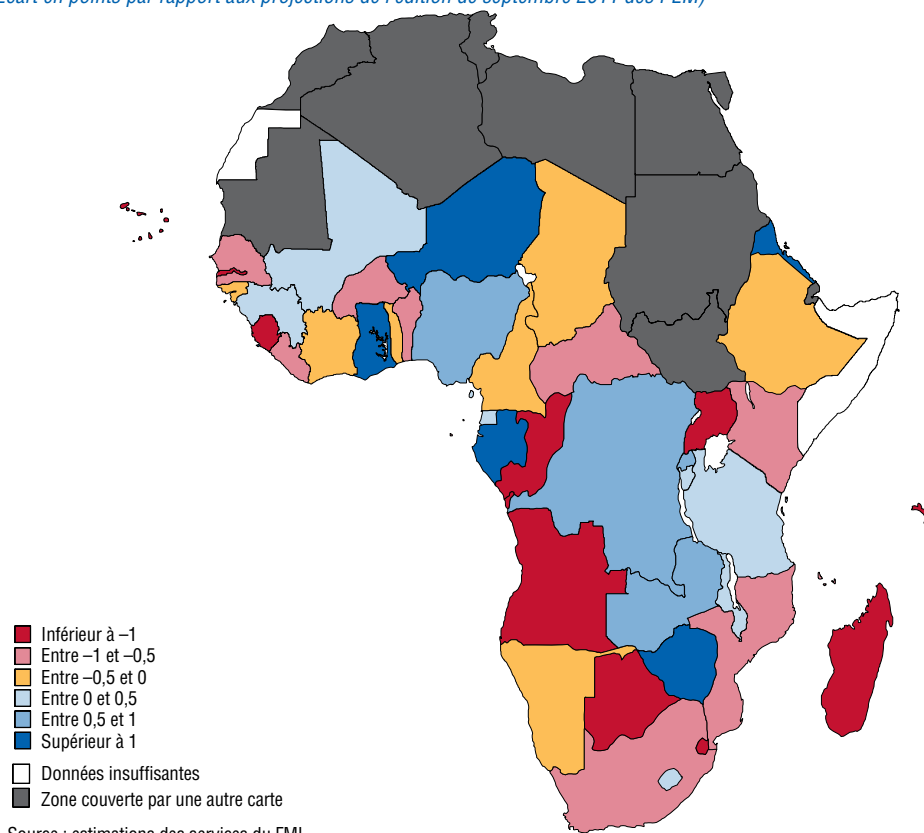
⁶Voir l'annexe 3.2 de l'édition d'avril 2011 des *Perspectives économiques régionales : Moyen-Orient et Asie centrale* et Coady et autres (2010) pour un examen de ces questions.

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

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

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

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



plages du graphique 2.5) a contribué à la protéger des turbulences de la fin de l'année 2011, à l'exception notable de l'Afrique du Sud, où celles-ci ont provoqué une dépréciation du rand et une volatilité des cours boursiers. La diversification des exportations vers les pays émergents à croissance rapide a en outre rendu la région moins tributaire de l'Europe pour ses échanges commerciaux⁷. Les exportations vers la zone euro ne représentent plus qu'un cinquième des exportations de la région alors qu'elles en constituaient les deux cinquièmes au début des années 90 (première plage du graphique 2.5 et quatrième plage du graphique 2.17). Les exportateurs de produits de base ont aussi bénéficié du niveau élevé de leurs cours qui a, par ailleurs, stimulé l'investissement dans l'extraction de ressources naturelles. Enfin, l'orientation de la politique économique reste relativement accommodante dans beaucoup de pays de la région.

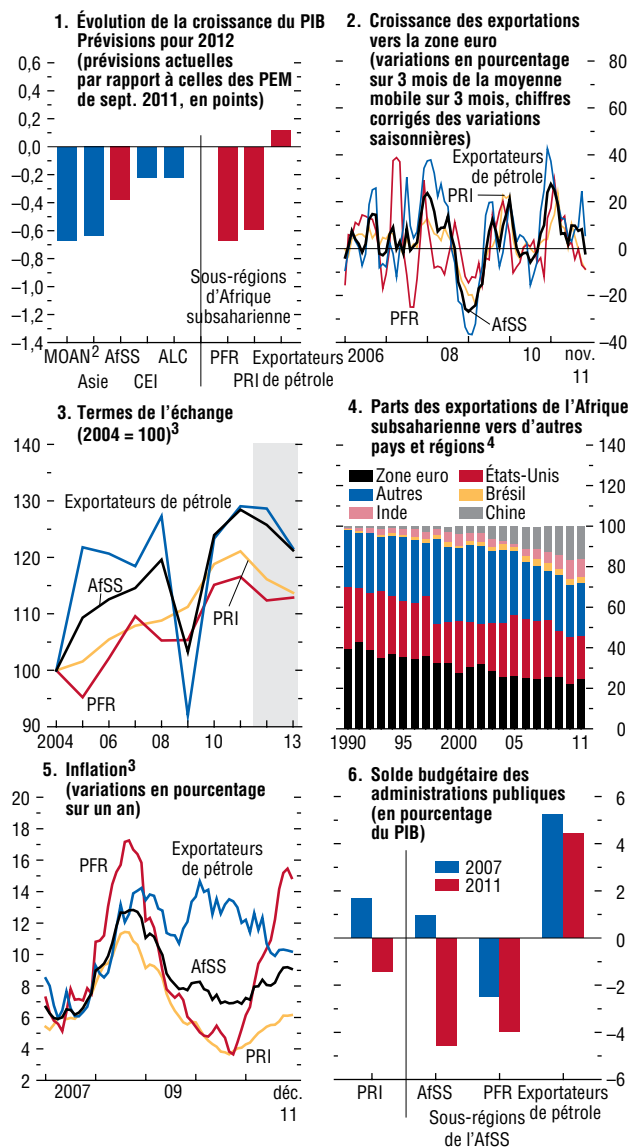
⁷Voir le chapitre 3 de l'édition d'octobre 2011 des *Perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne*.

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

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

Graphique 2.17. Afrique subsaharienne : une capacité de résistance inentamée¹

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



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

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

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

³Exclut le Libéria et le Zimbabwe faute de données suffisantes.

⁴La valeur pour 2011 repose sur les données de janvier à novembre.

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

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

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

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

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

	PIB réel			Prix à la consommation ¹			Solde extérieur courant ²			Chômage ³		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Afrique subsaharienne	5,1	5,4	5,3	8,2	9,6	7,5	-1,8	-2,0	-2,6	...	...	...
Pays exportateurs de pétrole	6,2	7,3	6,2	10,2	10,2	8,7	5,6	6,9	4,9	...	...	...
Nigéria	7,2	7,1	6,6	10,8	11,2	9,7	6,2	7,3	5,3	23,9	...	...
Angola	3,4	9,7	6,8	13,5	11,1	8,3	8,1	9,7	6,2	...	...	...
Guinée équatoriale	7,1	4,0	6,8	7,3	7,0	7,0	-9,7	-9,0	-6,6	...	...	...
Gabon	5,8	5,6	2,3	1,3	2,3	2,6	12,0	11,7	7,5	...	...	...
Tchad	1,6	6,9	0,1	1,9	5,5	3,0	-17,7	-10,0	3,3	...	...	...
République du Congo	4,5	3,1	5,4	1,9	2,7	2,9	6,2	4,3	3,8	...	...	...
Pays à revenu intermédiaire⁴	3,9	3,8	4,2	5,4	5,8	5,4	-3,8	-4,9	-5,2	...	...	...
Afrique du Sud	3,1	2,7	3,4	5,0	5,7	5,3	-3,3	-4,8	-5,5	24,5	23,8	23,6
Ghana	13,6	8,8	7,4	8,7	9,6	8,9	-10,0	-6,9	-6,0	...	...	...
Cameroun	4,1	4,1	4,5	2,9	3,0	3,0	-3,5	-4,8	-3,3	...	...	...
Côte d'Ivoire	-4,7	8,1	6,2	4,9	2,0	2,5	6,7	-2,8	-3,0	...	...	...
Botswana	4,6	3,3	4,6	8,5	7,8	6,7	-6,8	-4,1	-1,4	...	...	...
Sénégal	2,6	3,8	4,5	3,4	3,0	2,2	-8,3	-10,0	-10,7	...	...	...
Pays à faible revenu⁵	5,8	5,9	5,9	10,6	15,5	9,6	-9,7	-11,1	-9,9	...	...	...
Éthiopie	7,5	5,0	5,5	18,1	33,9	23,1	-0,2	-8,4	-7,6	...	...	...
Kenya	5,0	5,2	5,7	14,0	10,6	5,2	-11,8	-9,6	-8,4	...	...	...
Tanzanie	6,7	6,4	6,7	7,0	17,4	9,5	-9,7	-12,3	-11,2	...	...	...
Ouganda	6,7	4,2	5,4	6,5	23,4	7,6	-11,1	-12,5	-10,7	...	...	...
République démocratique du Congo	6,9	6,5	6,7	15,5	12,7	9,4	-8,7	-7,8	-6,5	...	...	...
Mozambique	7,1	6,7	7,2	10,4	7,2	5,6	-13,0	-12,7	-12,4	...	...	...

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

²En pourcentage du PIB.

³En pourcentage. Les définitions nationales du chômage peuvent varier.

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

⁵Ce groupe comprend en outre les pays suivants : Bénin, Burkina Faso, Burundi, Comores, Érythrée, Gambie, Guinée, Guinée-Bissau, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Niger, République centrafricaine, Rwanda, São Tomé-et-Príncipe, Sierra Leone, Togo et Zimbabwe.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

simulations du désendettement des banques de la zone euro semblent indiquer que celui-ci pourrait n'avoir qu'un faible impact sur la croissance dans certaines régions. Bien que les projections du dernier scénario de référence des *Perspectives de l'économie mondiale* incluent déjà une part de désendettement, les effets supplémentaires, même modérés, qu'aurait sur la croissance un niveau de désendettement plus élevé que prévu seraient préoccupants dans le contexte actuel marqué par la fragilité de la reprise mondiale et l'assainissement des finances publiques entrepris⁹. Ces effets pourraient, certes, être en partie compensés par d'autres sources de financement, mais il n'en reste pas moins que les tensions financières et l'impact sur l'activité économique risquent d'être plus prononcés, surtout si le désendettement des banques européennes provoque un large et net accroissement de l'aversion pour le risque.

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

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

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

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

Le désendettement des banques peut avoir des conséquences indésirables pour l'activité économique et la stabilité financière. Une réduction des crédits bancaires conduit à un durcissement des conditions de financement et à un affaiblissement de la croissance économique. L'impact sur l'activité réelle tient au fait que les banques jouent un rôle spécial dans l'intermédiation entre les épargnants et les emprunteurs (Adrian, Colla et Shin, 2012). Quand une banque réduit ses avoirs et ses engagements, les investisseurs qui lui consentaient des prêts jusque-là peuvent faire bénéficier l'économie réelle de ces fonds autrement (par exemple, en achetant des obligations de sociétés). Mais les investisseurs exigent généralement de meilleurs rendements parce qu'il leur est plus difficile de résoudre les problèmes d'asymétrie d'information, qu'ils ont une plus grande aversion pour le risque et qu'ils n'exploitent pas comme les banques leur potentiel d'emprunt pour accorder des crédits moins coûteux¹⁰. Pour ce qui est de la stabilité financière, une réduction des financements accordés par les banques aux autres institutions financières peut provoquer des difficultés de financement. Le bradage d'actifs peut gagner l'ensemble des banques et initier un cercle vicieux de baisse des prix de vente. D'importantes cessions d'actifs par des filiales étrangères peuvent faire sensiblement baisser les cours des actions des institutions financières, comme cela a été le cas récemment en Amérique latine. Enfin, les ventes d'obligations souveraines pourraient aggraver les problèmes de financement des États, ce qui aurait des effets en retour négatifs pour les banques et l'économie réelle.

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

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

les informations provenant du marché (voir l'édition d'avril 2012 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde)¹¹. C'est par le biais du retrait de leurs créances sur l'étranger par les banques de la zone euro que se feront tout d'abord sentir directement les effets de contagion transnationaux. Des effets secondaires pourraient suivre cependant si la perte du financement de la zone euro contraint des banques étrangères, notamment des banques britanniques et américaines actives au niveau international, à réduire aussi leur voilure. Suivant l'ampleur de la réduction des moyens de financement, le processus de désendettement pourrait saper la confiance au niveau mondial et avoir ainsi des effets plus étendus. L'aversion mondiale pour le risque augmentant, les marchés émergents pâtiraient probablement d'une fuite généralisée des capitaux, alors que les pays jouissant d'une monnaie de réserve internationale ou de marchés financiers nationaux profonds (Japon, États-Unis) pourraient, en raison de l'effet de valeur refuge, connaître un afflux de capitaux provoquant une appréciation de leur monnaie. Dans ce cas, l'indicateur pertinent du degré d'exposition n'est pas simplement le niveau des créances de la zone euro sur un pays, mais l'ensemble des créances sur l'étranger. Enfin, les exportations des pays étrangers pourraient être affectées négativement si le désendettement des banques de la zone euro au niveau de chaque État membre réduit la croissance dans l'ensemble de la zone¹².

Types d'exposition et de vulnérabilité

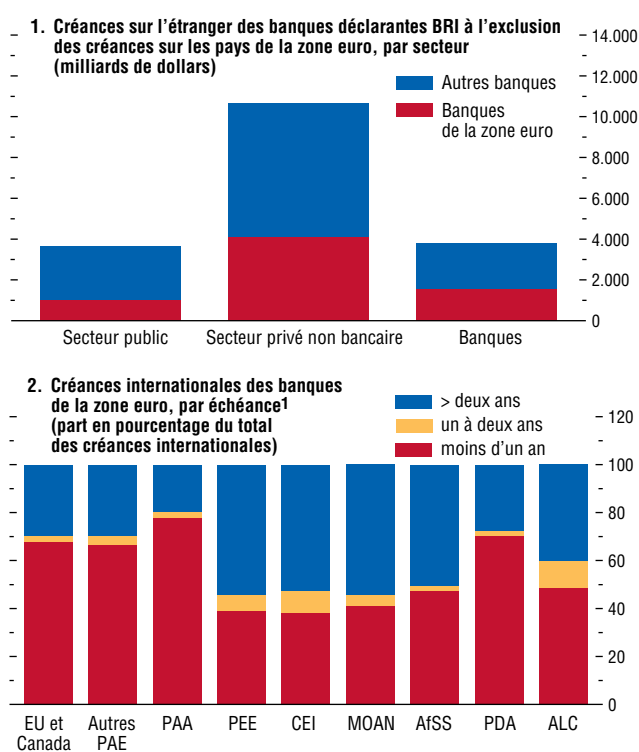
L'importance du rôle joué par les banques de la zone euro dans le crédit au niveau mondial justifie les inquiétudes que suscitent leur désendettement et les effets qu'il pourrait avoir ailleurs. D'après les données

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

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

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

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



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

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

de la Banque des règlements internationaux (BRI), les banques de la zone euro occupent une place importante dans les créances bancaires sur l'étranger en général et pour chaque secteur de prêt, avec des parts comprises entre 25 et 40 % (même en excluant les prêts aux autres pays de la zone euro — graphique 2.EC.1). En outre, les créances sur l'étranger des banques de la zone euro sont, dans une assez large proportion, d'une durée inférieure à un an, ce qui facilite leur dénouement. Les crédits commerciaux pourraient être particulièrement vulnérables : ils sont généralement de courte durée et les banques de la zone euro jouent un rôle important sur ce marché dans toutes les régions¹³.

Les régions les plus exposées aux créances sur l'étranger des banques de la zone euro sont celles des autres pays avancés et des pays émergents d'Europe (graphique 2.EC.2)^{14, 15}. Les centres financiers du monde entier sont aussi très exposés. Le Japon et les pays en développement d'Asie sont les moins exposés. Les pays émergents d'Europe et les autres pays avancés d'Europe restent les régions les plus exposées même lorsque l'on considère qu'une partie des créances sur l'étranger est financée par les dépôts locaux dans les filiales, ce qui réduit les risques de retrait (Cerutti, Claessens et McGuire, 2011), ou que l'on tient compte des différences de degré de financiarisation entre les régions¹⁶. Les régions qui sont directement exposées

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

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

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

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

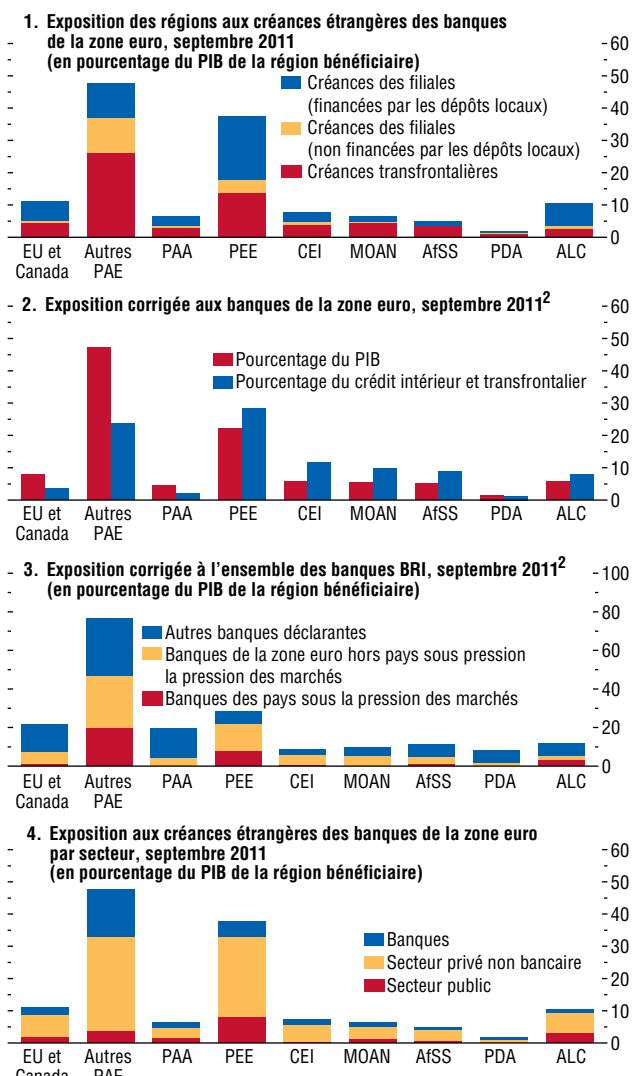
aux banques de pays faibles de la zone euro comme la Belgique, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie et le Portugal, par opposition au reste de la zone euro, pourraient être plus vulnérables. La plupart des régions sont surtout exposées aux banques des pays du noyau dur de la zone euro. Mais les banques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

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

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

Graphique 2.EC.2. Exposition des régions aux créances aux créances étrangères des banques¹

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



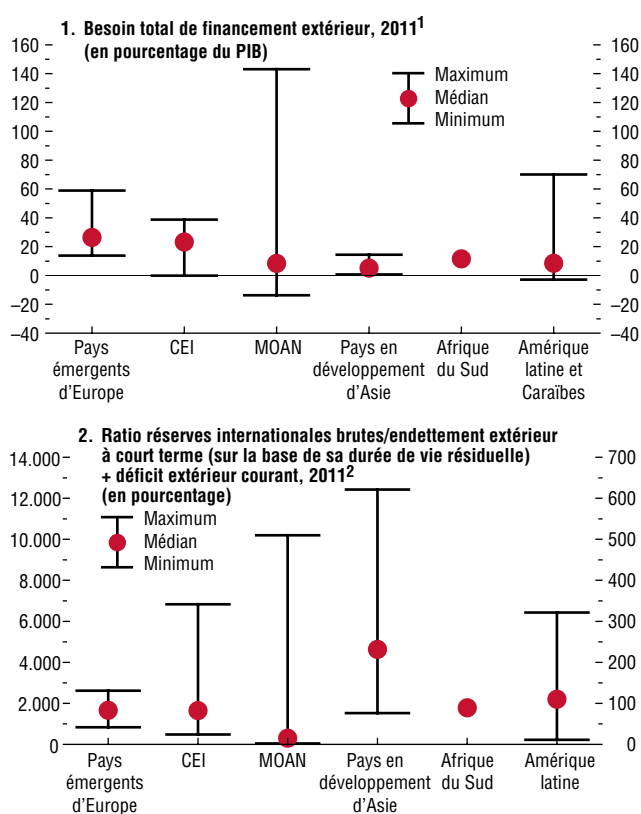
Sources : Banque des règlements internationaux (BRI); Cerutti, Claessens et McGuire (2011); estimations des services du FMI.

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

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

Graphique 2.EC.3. Vulnérabilités régionales

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



Source : calculs des services du FMI.

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

²MOAN sur l'échelle de gauche; autres pays et régions sur l'échelle de droite.

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

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

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

D'après les données consolidées de la BRI qui rendent compte du désendettement international des banques, les établissements bancaires de la zone euro ont réduit leurs créances (ajustées) sur l'étranger de 3 % au troisième trimestre de 2011 (dernière période pour laquelle on dispose de données). Globalement, les créances étrangères des banques n'ont diminué que de ½ % grâce à une compensation partielle par les banques d'Amérique du Nord et du Japon (graphique 2.EC.4)¹⁷. Le désengagement global est faible jusqu'à présent par rapport à ce qui a été observé lors de la crise de 2008, quand les créances sur l'étranger ont diminué globalement d'environ 20 % (même si ce repli s'est effectué sur plusieurs trimestres). Mais, depuis juin 2011, la réduction des créances sur l'étranger a affecté davantage de régions extérieures à la zone euro, en particulier les pays émergents d'Europe, l'Amérique latine et les Caraïbes, l'Afrique subsaharienne et les pays avancés d'Asie¹⁸. Outre la réduction des créances bancaires de la zone euro, plusieurs pays émergents ont eu à déplorer des sorties de fonds de banques extérieures à la zone euro au profit des pays avancés, ce qui peut être le signe d'une montée de l'aversion mondiale pour le risque¹⁹. Le total des créances bancaires sur l'étranger

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

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

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

a diminué de 2 points de PIB dans les pays émergents d'Europe et de 0,6 point de PIB en Amérique latine et aux Caraïbes et dans les pays avancés d'Asie²⁰.

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

La situation générale du crédit (compte tenu du désendettement des banques nationales) s'est sensiblement détériorée dans les pays émergents aux troisième et quatrième trimestres de 2011. Les contractions les plus prononcées ont été observées dans les pays émergents d'Europe, en Afrique et au Moyen-Orient. Les données sur la croissance du crédit réel au secteur privé ne font pas encore apparaître un changement de tendance notable, mais ces données sont enregistrées avec un certain décalage²¹. La détérioration des conditions de financement sur les marchés internationaux explique en grande partie le resserrement du crédit qui a en outre été imputé, au moins partiellement, aux difficultés financières de la zone euro par la majorité des déclarants dans l'ensemble des régions²². Un resserrement du crédit a également été observé dans les grands pays avancés (États-Unis, Japon, Royaume-Uni). Il a été de plus en plus difficile, à partir de l'été, d'obtenir des financements en dollars, mais une certaine amélioration a été constatée dans ce domaine quand six grandes banques centrales ont décidé, en novembre, d'abaisser le taux d'intérêt sur les lignes de crédit réciproques en dollars et de prolonger jusqu'au 1^{er} février 2013 les dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises. À la suite des événements qui ont affecté la zone euro, les écarts des couvertures de défaillance des banques du

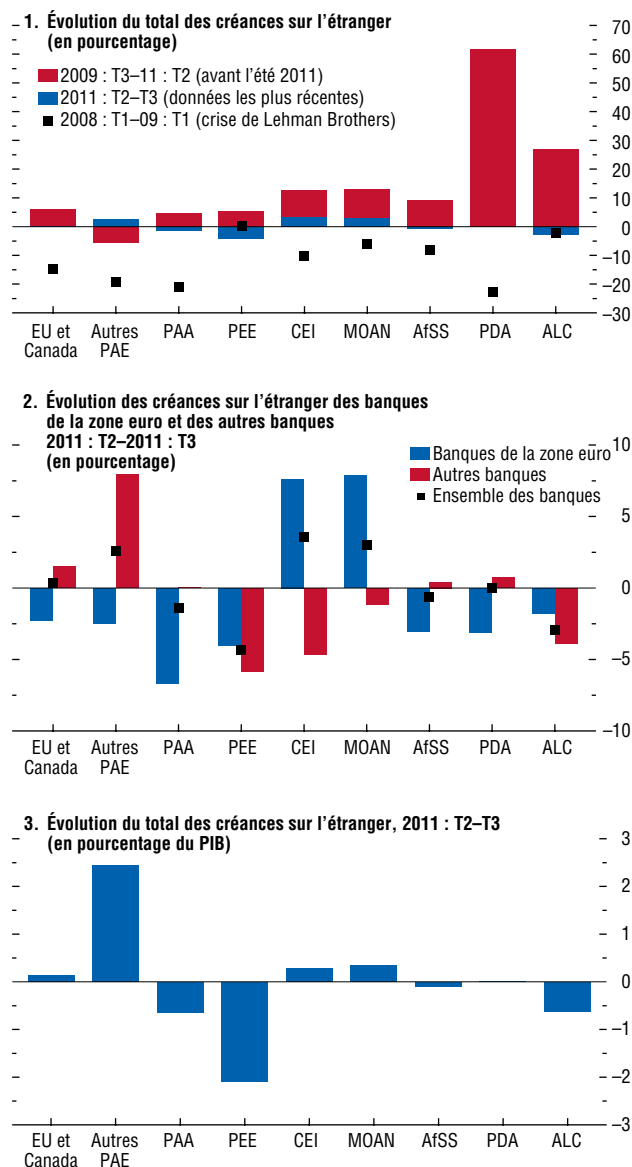
²⁰Ce sont les créances sur le secteur privé non bancaire qui ont le plus diminué. Mais les données étant consolidées par groupe bancaire, elles peuvent refléter une baisse des prêts aux filiales qui étaient utilisés pour l'octroi de crédits au secteur non bancaire. Les créances sur les banques (non affiliées)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

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

²²Institute of International Finance Survey of Emerging Markets Bank Lending Conditions.

Graphique 2.EC.4. Évolution dans le temps des créances bancaires sur l'étranger, corrigées¹

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



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

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

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

Des signes de tension ont aussi été observés dans le domaine des crédits commerciaux, mais les difficultés rencontrées semblent surmontables jusqu'à présent. Les enquêtes menées sur le financement du commerce extérieur font apparaître une détérioration des conditions de l'offre sous l'effet des contraintes financières (raréfaction des crédits ou liquidités disponibles dans les banques contreparties et des crédits offerts par les institutions financières internationales) dues au moins en partie au désendettement des banques de la zone euro²³. Jusqu'à maintenant, toutefois, c'est au niveau de la tarification plutôt qu'en termes de volume que les effets se sont fait sentir du fait que le vide a été comblé par d'autres banques²⁴.

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

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

L'impact de la réduction des crédits bancaires sur la croissance dépend de plusieurs facteurs : 1) le degré auquel les autres sources de financement peuvent remplacer ces crédits, 2) l'évolution de la demande de crédit, et 3) la marge de manœuvre dont disposent les diverses régions pour faire face à un resserrement des financements. Même s'il est peu probable que d'autres sources de financement puissent totalement compenser le manque de crédits (voir plus haut), elles pourraient le réduire notablement. Les systèmes financiers nationaux de beaucoup de pays semblent, dans l'ensemble, bien capitalisés et ils peuvent être en mesure de combler le vide laissé²⁵. D'une manière générale, les pays à

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

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

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

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

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

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

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

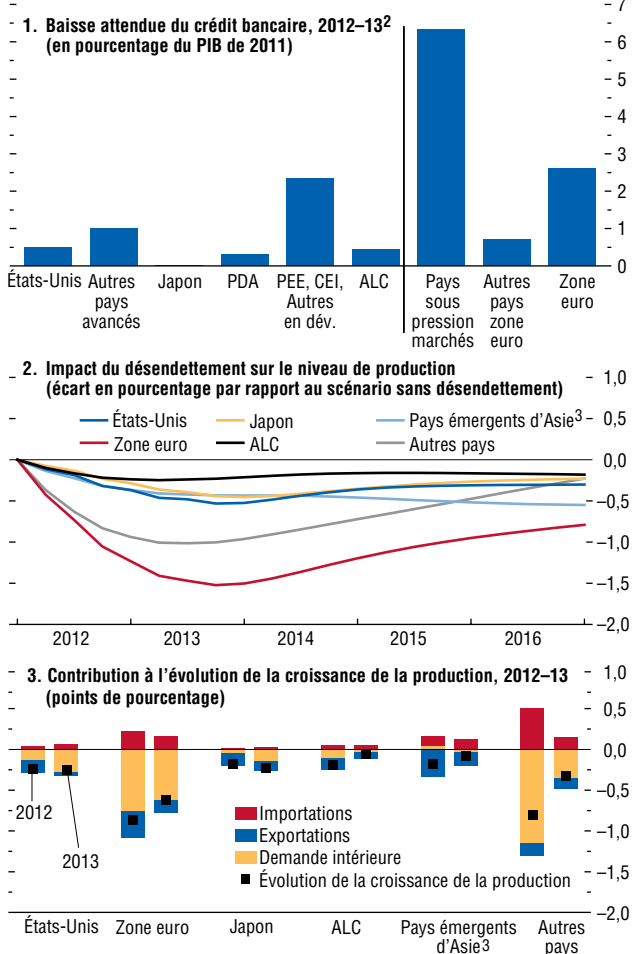
gents d'Europe et les membres de la CEI, par exemple) qui ne disposent pas de l'espace budgétaire nécessaire risquent en fait de devoir durcir leur politique budgétaire en cas de nouveau ralentissement de l'activité économique du fait des tensions qui pèseront sur leurs finances publiques. Les pays avancés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

Simulations des effets du désendettement

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

Graphique 2.EC.5. Impact potentiel sur la croissance du désendettement des banques européennes¹

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



Source : estimations des services du FMI.

¹Sur la base du scénario de référence du GFSR pour le désendettement des banques européennes.

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

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

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

L'impact du désendettement est simulé à l'aide du modèle de l'économie mondiale du FMI qui est un modèle multirégional trimestriel d'équilibre général stochastique et dynamique. Dans cette simulation, la réduction des crédits bancaires régionaux calculée dans le scénario du Rapport sur la stabilité financière dans le monde est calibrée par le biais d'un accroissement de l'écart de rendement des obligations de sociétés de la région²⁶. Il convient de préciser que les simulations du modèle présentent un certain nombre d'insuffisances qui suggèrent que les estimations représentent vraisemblablement les effets maximums probables sur la croissance économique de l'évolution de l'offre de crédit : 1) le modèle ne tient pas compte des effets compensateurs d'autres sources de financement comme les banques nationales, 2) les simulations ne permettent pas de distinguer l'offre de crédit de la demande de crédit, de sorte qu'elles peuvent surestimer l'impact de la modification de l'offre de crédit dans certaines régions, et 3) la réaction de la politique monétaire aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro est limitée par le plancher de zéro appliqué aux taux d'intérêt nominaux et ne tient pas compte de la possibilité d'un nouvel assouplissement quantitatif dans le cadre d'un scénario baissier. C'est dans la zone euro que l'effet du désendettement est le plus important avec une réduction de la croissance de 0,9 et 0,6 point en 2012 et 2013, respectivement. En dehors de la zone euro, les États-Unis, le Japon, les pays émergents d'Asie et l'Amérique latine ne sont que légèrement affectés sous forme principalement

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

d'une réduction de leurs exportations provoquée par la baisse de croissance dans la zone euro. La croissance est plus affectée dans d'autres pays (qui incluent les pays émergents d'Europe et les pays de la CEI, de la région MOAN et de l'Afrique subsaharienne), surtout en 2012 (à hauteur d'environ 0,8 point). Le modèle n'offre pas d'estimations séparées pour les pays émergents d'Europe, mais les estimations par régression suggèrent que l'effet du désendettement sur la croissance pourrait être de 0,7 point pour eux²⁷. L'impact sur la croissance du désendettement des banques de la zone euro serait donc modéré dans l'ensemble, sauf en Europe.

Implications pour l'action publique

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

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

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

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

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

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

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

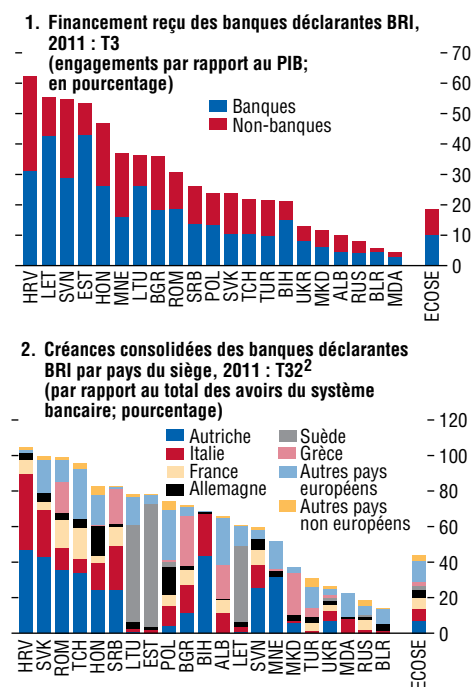
L'intégration économique et financière régionale entre l'Europe de l'Ouest et l'Europe de l'Est s'est intensifiée dans de nombreux domaines. Deux aspects importants à cet égard sont l'intégration réalisée dans le secteur bancaire et l'établissement de chaînes de production dans le cadre d'une plus grande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

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

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

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

Graphique 2.1.1. Europe de l'Est : liens financiers avec l'Europe de l'Ouest¹



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

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

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

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

Encadré 2.1 (suite)

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

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

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

Croissance, commerce et contagion financière

Étant donné l'étroitesse des liens tissés entre les deux régions, il est admis depuis longtemps que des crises survenant en Europe de l'Ouest peuvent affecter les pays d'Europe de l'Est. Mais des effets de contagion s'exerçant en sens inverse peuvent aussi être importants. Si la croissance des exportations de l'Allemagne a été stimulée, avant la crise, par la vigueur de la demande provenant d'Europe de l'Est, la forte contraction de l'activité économique observée en Europe de l'Est en 2009 a aggravé le retournement de conjoncture en Allemagne². Sur les marchés financiers, le creusement des écarts des couvertures de défaillance pour les banques mères autrichiennes début 2009 a reflété leur exposition à la crise dans certains pays d'Europe de l'Est.

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

Divers modèles empiriques confirment que les effets de contagion sur la croissance et les échanges sont quantitativement importants et qu'un choc affectant l'Europe de l'Ouest peut aller jusqu'à toucher l'Europe de l'Est dans les mêmes proportions³. En particulier, un modèle vectoriel autorégressif, qui inclut implicitement les effets de contagion s'exerçant par divers canaux de transmission, suggère que les répercussions peuvent être encore plus importantes. Un choc sur la croissance en Europe de l'Ouest a un effet identique sur la croissance en Europe de l'Est. En revanche, un choc sur la croissance en Europe de l'Est n'a pas d'effet notable sur la croissance en Europe de l'Ouest. Mais les effets d'un choc provenant d'Europe centrale sur la croissance en Europe de l'Ouest sont statistiquement significatifs avec des coefficients de répercussion d'un tiers environ.

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

Répercussions de la crise de la zone euro

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

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

Encadré 2.1 (suite)

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

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

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

Bibliographie

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