

Études économiques et financières

# Perspectives de l'économie mondiale

Octobre 2015

Distribution préliminaire  
Avant-propos, résumé analytique et chapitre 1

## **L'ajustement au repli des prix des produits de base**

.....



Six années après que l'économie mondiale est sortie de sa récession la plus large et la plus profonde de l'après-guerre, un retour à une expansion mondiale robuste et synchronisée continue de se dérober. Les prévisions révisées de la présente édition des *Perspectives de l'économie mondiale* soulignent les difficultés auxquelles tous les pays sont confrontés. En dépit de différences considérables dans les perspectives de chaque pays, la révision à la baisse des taux de croissance attendus à court terme, quoique légère, est presque généralisée. Par ailleurs, les risques de dégradation de l'économie mondiale semblent plus prononcés qu'ils ne l'étaient il y a quelques mois seulement.

La croissance économique à court terme semble encore plus vigoureuse dans les pays avancés par rapport au passé récent, mais plus faible dans les pays émergents et les pays en développement qui représentent une part croissante de la production mondiale et représenteront encore la majeure partie de la croissance mondiale. Parmi les pays avancés, la disparition progressive des séquelles des crises récentes, conjuguée au soutien prolongé des politiques monétaires et à un retour à des politiques budgétaires neutres, a conduit de manière générale à une accélération de la production et à une chute du chômage, même s'il subsiste des tensions déflationnistes. La reprise est la plus avancée aux États-Unis et au Royaume-Uni, où il est probable que la politique monétaire sera bientôt durcie, mais elle est plus hésitante dans la zone euro et au Japon. Dans les pays autres que les pays avancés, les raisons du ralentissement de la croissance sont diverses, allant des reculs des prix des produits de base (qui affectent aussi quelques pays avancés) aux excès liés à la croissance rapide du crédit par le passé, en passant par des turbulences politiques. Bien entendu, les pays où se conjuguent de multiples raisons sont ceux en plus mauvaise posture, et certains sont aussi confrontés à une inflation plus élevée. Pour l'ensemble des pays émergents et des pays en développement, nous prévoyons que 2015 marquera la cinquième année consécutive de fléchissement de la croissance.

Qu'est-ce qui justifie les prévisions d'un ralentissement de la croissance? Premièrement, la faible croissance de la productivité donne à penser que la croissance de

la production potentielle à terme a peut-être baissé globalement dans tous les pays. La faiblesse persistante de l'investissement explique les gains limités sur le plan de la productivité du travail et des salaires, bien que la productivité conjointe de tous les facteurs de production, et pas seulement du travail, ait été lente aussi. Le bas niveau de la demande globale décourage l'investissement, comme l'a montré la dernière édition des *Perspectives de l'économie mondiale*. L'anticipation d'une faible croissance potentielle elle-même pèse sur la demande globale, ce qui freine davantage l'investissement : c'est un cercle vicieux. Le vieillissement de la population entrave aussi l'investissement dans plusieurs pays; dans d'autres pays, des carences institutionnelles ou l'instabilité politique ont des effets dissuasifs. Sous leurs formes plus extrêmes, les conflits politiques ont créé à l'échelle mondiale un large ensemble de personnes déplacées, au sein des pays et par-delà les frontières. Les coûts économiques et sociaux sont immenses.

Le chapitre 1 indique que les récessions ont peut-être un effet négatif permanent non seulement sur le niveau tendanciel de la productivité, mais aussi sur la croissance tendancielle de la productivité. En vertu de ce mécanisme, les prévisions actuelles d'une faible productivité seraient en partie le produit des turbulences de l'après-2007. Certains historiens spécialisés en économie sont d'avis que la croissance mondiale de l'après-guerre est liée dans une large mesure aux rendements décroissants le long de la marge extensive de l'innovation technologique, ponctuée temporairement par l'entrée de la Chine et des pays de l'ex-Union soviétique dans l'économie de marché mondiale, ainsi que par la révolution des technologies de l'information et de la communication. D'autres répliquent que l'innovation transformatrice se poursuit dans de nombreux domaines, de la robotique au génie biologique. Mais comme l'électrification il y a plus de cent ans, il faudra peut-être des décennies pour que ces progrès soient intégrés dans les processus de production commerciale dont les résultats sont mesurés dans le revenu national. Seul le temps nous dira qui a raison.

Pour les pays qui exportent du pétrole et d'autres produits de base, les variations des prix influent à la fois

sur l'écart de production et la production potentielle elle-même, si bien que les fluctuations récentes des prix des produits de base ont aussi une incidence sur les prévisions de production à court terme et à long terme. Ces fluctuations ont été spectaculaires, en partie à cause des changements qui s'opèrent dans l'économie chinoise, et touchent particulièrement les pays exportateurs de produits de base à faible revenu. La Chine, qui est aujourd'hui le plus gros importateur de métaux au monde, a maintenu une croissance très rapide entre 2000 et 2011; parallèlement à la montée des prix des produits de base, les pays exportateurs ont beaucoup investi dans les capacités de production, ce qui a alimenté la croissance intérieure. Cependant, les dirigeants chinois se sont fixé récemment pour objectif un taux de croissance plus bas : ils cherchent à rééquilibrer leur économie tributaire des exportations et de l'investissement au profit de la consommation, y compris des services. Comme l'indiquent les chapitres 1 et 2, les prix réels de beaucoup de produits de base, notamment des métaux, ont diminué après les records atteints en 2011 : la baisse a été particulièrement prononcée au cours des dernières semaines de volatilité financière, à compter de la mi-août. À l'heure où le présent rapport est publié, il est malaisé de déterminer si ces reculs récents représentent une surréaction à la baisse, mais les effets des replis antérieurs apparaissent déjà dans la croissance des pays exportateurs de produits de base. Selon le chapitre 2, environ un tiers du ralentissement de la croissance qui en résulte est, en moyenne, attribuable à la composante structurelle de la croissance, principalement par l'intermédiaire d'une baisse de l'investissement.

Les pays exportateurs de produits de base en particulier ont vu leur monnaie se déprécier fortement, mais une tendance générale à la baisse des entrées de capitaux dans les pays émergents a entraîné une dépréciation plus généralisée par rapport au dollar américain, à l'euro et au yen. Selon le chapitre 3, ces variations des taux de change devraient aller de pair avec une augmentation des exportations nettes des pays connaissant une dépréciation monétaire, un développement qui fait partie du processus d'ajustement naturel aux taux de croissance variables que des taux de change flexibles encouragent. Bien qu'il puisse en résulter une augmentation du déficit des transactions courantes de quelques pays avancés dont la croissance est relativement élevée, il est important que ces ajustements des taux de change soient considérés comme les amortisseurs naturels de chocs qu'ils sont généralement plutôt que comme des actes intentionnels de «guerre monétaire». En fait, les

efforts déployés par le passé par des pays émergents pour ajuster leur taux de change face à des sorties massives de capitaux ont eu des conséquences assez négatives pour la stabilité financière mondiale.

Les fortes dépréciations de monnaies risquent d'avoir des effets négatifs sur les bilans. Les emprunts offshore en monnaies étrangères par des entreprises de pays émergents constituent une éventuelle source de tension notable. Des volants de réserves considérables, une hausse du financement externe par augmentation de capital et une tendance croissante des prêts onshore à être libellés en monnaies nationales amortissent ces risques. Bien entendu, d'autres risques subsistent : un regain d'inquiétude en ce qui concerne le potentiel de croissance de la Chine, l'avenir de la Grèce dans la zone euro, l'impact de la forte baisse des prix du pétrole et des effets de contagion pourraient accroître la volatilité des marchés. Dans les pays avancés et en Chine, les tensions déflationnistes, qui continuent de ralentir l'ajustement des bilans, n'ont pas totalement disparu.

Aucun ensemble de prescriptions ne convient à chaque pays qui cherche à accélérer sa croissance ou à renforcer sa résilience. Néanmoins, quelques principes généraux familiers continuent de s'appliquer étant donné les problèmes communs que les pays rencontrent. Les pays émergents et les pays en développement doivent se préparer à la normalisation de la politique monétaire américaine. Les pays avancés doivent continuer de faire face aux séquelles de la crise là où elles persistent. Par ailleurs, la politique monétaire doit rester accommodante dans les pays où les écarts de production sont négatifs et être complétée par des mesures budgétaires lorsque l'espace budgétaire le permet. En particulier, il semble impératif d'investir dans les infrastructures tandis que les taux d'intérêt réels à long terme sont très bas. L'investissement est un moyen d'accélérer la croissance de la production potentielle, mais des réformes structurelles ciblées peuvent aussi jouer un rôle important à cet égard. Ces réformes contribuent non seulement à rehausser la croissance future, mais aussi à en accroître la résilience. Elles peuvent aider les pays à faible revenu à diversifier leurs secteurs exportateurs. Dans tous les pays, le renforcement permanent des dispositifs microprudentiels et macroprudentiels accroîtra la résilience aux chocs économiques, qu'ils soient d'origine interne ou externe.

Maurice Obstfeld  
*Conseiller économique*

*La croissance mondiale devrait s'établir à 3,1 % en 2015, soit 0,3 point de moins qu'en 2014 et 0,2 point au-dessous des prévisions de la Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale (PEM) de juillet 2015. Les perspectives des principaux pays et régions demeurent inégales. Par rapport à l'an dernier, la reprise dans les pays avancés devrait s'accélérer légèrement, tandis que l'activité dans les pays émergents et les pays en développement devrait ralentir pour la cinquième année consécutive, principalement en raison d'une dégradation des perspectives de quelques-uns des grands pays émergents et des pays exportateurs de pétrole. Étant donné la baisse des prix des produits de base, la diminution des flux de capitaux vers les pays émergents et les tensions sur leurs monnaies, ainsi que l'augmentation de la volatilité sur les marchés financiers, les risques de dégradation des perspectives ont augmenté, en particulier pour les pays émergents et les pays en développement.*

La croissance mondiale reste modérée, et de nouveau plus modérée que prévu il y a quelques mois. Bien que des chocs et des développements au niveau des pays jouent un rôle, la persistance d'une reprise modeste dans les pays avancés et la cinquième année consécutive de ralentissement de la croissance dans les pays émergents semblent indiquer que des forces communes à moyen et long terme jouent aussi un rôle important. Il s'agit de la faible croissance de la productivité depuis la crise, des séquelles de la crise dans quelques pays avancés (dette publique et privée élevée, secteur financier fragile, investissement faible), de la transition démographique, de l'ajustement en cours dans de nombreux pays émergents après la forte expansion du crédit et de l'investissement qui a suivi la crise, d'un rééquilibrage de la croissance en Chine (avec des répercussions internationales importantes) et d'un recul des prix des produits de base dû à un affaiblissement de la demande et à une augmentation des capacités de production. Le chapitre 2 du présent rapport et le dossier spécial du chapitre 1 sur les produits de base examinent en détail les causes et les implications du recul des prix des produits de base, tandis que l'édition d'octobre 2015 du *Moniteur des finances publiques* s'intéresse au rôle de la politique budgétaire et des cadres de politique budgétaire dans la gestion de la volatilité des prix des produits de base.

La volatilité des marchés financiers a augmenté brutalement en août, après la dépréciation du renminbi, avec une hausse de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale, un affaiblissement des monnaies de nombreux pays émergents et une forte correction des cours boursiers dans le monde entier. Auparavant, les négociations sur la dette grecque, ainsi que la forte correction boursière en Chine et les mesures prises en réaction par les autorités chinoises en juin et en juillet, étaient allées de pair avec une hausse temporaire de la volatilité. Comme le premier relèvement des taux directeurs américains s'approche et que les perspectives mondiales se détériorent, les conditions financières des pays émergents se sont durcies depuis le printemps, en particulier ces dernières semaines : les écarts de taux sur les obligations en dollars et les rendements des obligations en monnaie locale à long terme ont augmenté de 50 à 60 points de base en moyenne, et les cours des actions se sont repliés, tandis que les monnaies se sont dépréciées ou ont été mises sous pression. Par contre, les conditions financières dans les pays avancés restent accommodantes, et les taux d'intérêt réels demeurent faibles alors même que le relèvement du taux directeur est proche aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Les prix des produits de base ont reculé, en particulier ces dernières semaines. Les cours du pétrole ont augmenté au printemps après avoir atteint un plancher en janvier, puis ils ont diminué fortement, du fait de la résilience de l'offre, des perspectives d'une augmentation future de la production après l'accord nucléaire avec la République islamique d'Iran et d'un affaiblissement de la demande mondiale. Les prix des métaux ont baissé aussi du fait des craintes entourant la demande mondiale, en particulier le ralentissement de l'investissement à forte intensité de produits de base et de l'activité manufacturière en Chine, mais aussi à cause des augmentations de l'offre après la forte expansion de l'investissement minier.

Pour de nombreux pays exportateurs de produits de base qui appliquent un régime de change flexible, la baisse des prix de ces produits a provoqué une forte dépréciation de la monnaie. Mais les monnaies des pays émergents de manière plus générale se sont nettement dépréciées depuis le printemps, en particulier en août, tandis que les fluctuations des taux de change entre les monnaies des

principaux pays avancés ont été relativement modestes ces derniers mois par rapport à la période allant d'août 2014 à mars 2015. Ces réalignements entre les monnaies à taux flottant reflètent dans une large mesure l'évolution des paramètres économiques fondamentaux : les pays dont les perspectives de croissance et les termes de l'échange se détériorent sont confrontés à des forces poussant à la dépréciation de leur monnaie dans le cadre d'un ajustement à l'échelle mondiale. Comme noté au chapitre 3, les pays dont le taux de change fluctue de manière prononcée et persistante enregistreront probablement des variations notables de leur demande extérieure nette.

Ces facteurs à l'échelle mondiale, ainsi que des évolutions propres à chaque pays, laissent entrevoir une reprise un peu plus faible que prévu pour 2015 et 2016, ainsi qu'une augmentation des risques de dégradation.

La croissance dans les pays avancés devrait s'accélérer de manière modeste cette année et l'an prochain. Pour cette année, cela s'explique principalement par un affermissement de la reprise modeste dans la zone euro et un retour à une croissance positive au Japon, grâce à la baisse des prix du pétrole, à des politiques monétaires accommodantes et, dans certains cas, à des dépréciations monétaires. L'accélération dans les pays avancés est atténuée par le ralentissement de la croissance dans les pays exportateurs de produits de base, en particulier le Canada et la Norvège, et en Asie en dehors du Japon (en particulier en Corée et dans la province chinoise de Taiwan). Le chômage est en baisse, mais la croissance de la productivité demeure faible, y compris aux États-Unis, où la reprise est plus solidement établie. Les perspectives à moyen terme sont donc plus préoccupantes. Une accélération de la croissance est prévue en 2016 (surtout en Amérique du Nord), mais les perspectives à moyen terme demeurent en demi-teinte, du fait d'une combinaison d'une chute de l'investissement, d'une évolution démographique défavorable et d'une faible croissance de la productivité. La nouvelle baisse récente des prix du pétrole, ainsi que d'autres produits de base, devrait soutenir la demande dans la majorité des pays avancés qui sont des pays importateurs nets de produits de base, mais le ralentissement dans les pays émergents entraînera une baisse des exportations.

Les nouveaux reculs des prix des produits de base orienteront de nouveau à la baisse l'inflation globale dans les pays avancés dans les mois à venir et pourraient retarder l'accélération attendue de l'inflation hors alimentation et énergie à mesure que la reprise progresse. Si l'inflation hors alimentation et énergie est restée plus stable, elle demeure en général largement inférieure aux objectifs fixés par les banques centrales. Il est prévu que l'inflation

reste modérée, en dépit de la baisse du chômage et du potentiel de croissance à moyen terme.

Les perspectives de croissance dans les pays émergents sont très différentes selon les pays et les régions, mais, de manière générale, les perspectives se détériorent, et la croissance devrait ralentir pour la cinquième année consécutive. Ce ralentissement tient à une combinaison de différents facteurs : un affaiblissement de la croissance dans les pays exportateurs de pétrole, un ralentissement en Chine avec un recours moindre à des investissements à forte intensité d'importations, un ajustement après les fortes expansions du crédit et de l'investissement, une détérioration des perspectives pour les pays exportateurs d'autres produits de base, y compris en Amérique latine, après les reculs des prix des autres produits de base, ainsi que des tensions géopolitiques et des troubles internes dans un certain nombre de pays.

Pour la plupart des pays émergents, les conditions extérieures deviennent plus difficiles. Si les dépréciations des monnaies contribueront aux exportations nettes, l'impulsion en provenance des pays avancés sera un peu plus modeste que prévu précédemment, étant donné la faiblesse de leur reprise et leurs perspectives modérées de croissance à moyen terme. Les flux de capitaux vers les pays émergents ont ralenti au cours des derniers trimestres, et le relèvement des taux directeurs aux États-Unis, qui abandonneront la borne du zéro, ira probablement de pair avec un durcissement des conditions financières extérieures. Par ailleurs, si le ralentissement de la croissance en Chine est jusqu'à présent conforme aux prévisions, ses répercussions internationales semblent plus marquées que prévu, comme en témoignent le repli des prix des produits de base (en particulier des métaux) et la baisse des exportations vers la Chine (en particulier pour quelques pays d'Asie de l'Est).

La croissance dans les pays émergents et les pays en développement devrait rebondir en 2016. Ce rebond s'explique principalement par une récession moins profonde ou une normalisation partielle de la situation dans les pays qui ont connu des difficultés économiques en 2015 (y compris le Brésil, la Russie et quelques pays d'Amérique latine et du Moyen-Orient), les répercussions de l'accélération plus vive de l'activité dans les pays avancés et l'assouplissement des sanctions imposées à la République islamique d'Iran. La croissance chinoise devrait continuer de ralentir, quoique de manière graduelle.

La mollesse des prix des produits de base, la croissance mondiale plus lente que prévu et les perspectives d'un durcissement des conditions financières mondiales pèsent sur les perspectives des pays à faible revenu.

Quelques-uns de ces pays dégagent un déficit élevé des transactions courantes, en profitant d'un accès facile à l'épargne extérieure et de l'abondance de l'investissement direct étranger, en particulier pour les pays riches en ressources naturelles, et ils sont donc particulièrement vulnérables aux chocs financiers externes.

Le solde des aléas reste orienté à la baisse. Le recul des prix du pétrole et d'autres produits de base pourrait accroître la demande dans les pays importateurs de produits de base, mais il complique les perspectives des pays exportateurs de ces produits, dont certains sont déjà confrontés à une situation initiale délicate. Les autorités chinoises font face à des arbitrages difficiles sur le plan de leurs objectifs, à savoir passer à une croissance davantage tirée par la consommation sans ralentir excessivement l'activité, mais aussi en réduisant la vulnérabilité financière et en opérant des réformes qui renforcent le rôle des forces du marché dans l'économie. Les pays émergents restent vulnérables à court terme à de nouvelles baisses des prix des produits de base et à une forte appréciation du dollar américain, qui pourrait exercer de fortes pressions supplémentaires sur les bilans des entreprises dans certains pays. La volatilité accrue des marchés financiers peut poser des problèmes pour la stabilité financière dans les pays avancés (par exemple si elle va de pair avec une baisse soudaine des primes de risque), ce qui aurait des répercussions considérables sur les pays émergents, notamment sous forme d'un durcissement des conditions financières et d'une inversion des flux de capitaux.

Pour les pays avancés, le principal risque à moyen terme est un nouveau fléchissement d'une croissance déjà faible, qui signifierait une quasi-stagnation, en particulier si la demande mondiale continue de baisser tandis que les perspectives se détériorent pour les pays émergents et les pays en développement. Dans ce contexte, une inflation qui reste inférieure à l'objectif fixé pourrait devenir plus tenace. Dans les pays émergents, les risques à moyen terme ont trait aux répercussions d'un «atterrissage brutal» ou d'un ralentissement bien plus marqué de la croissance potentielle en Chine, ou à un fléchissement de la croissance potentielle de manière plus générale.

Il reste prioritaire d'accroître la production effective et potentielle en soutenant la demande et en opérant des réformes structurelles. Dans les pays avancés, il demeure essentiel de mener une politique monétaire accommodante, en la complétant par des mesures macroprudentielles visant à limiter les risques dans le secteur financier selon les besoins. Les pays qui disposent d'un espace budgétaire et qui affichent un écart de production considérable, ou qui sont largement tributaires de la demande extérieure nette,

devraient relâcher leur politique budgétaire à court terme, en particulier en investissant davantage dans les infrastructures. En fait, dans la mesure où le soutien de la demande peut accroître la confiance et l'investissement, qui est à la traîne dans de nombreux pays avancés, cela contribuerait aussi à accroître la production potentielle. Le programme des réformes structurelles est propre à chaque pays, mais il s'agit principalement de relever le taux d'activité et l'emploi tendanciel, de faciliter l'ajustement du marché du travail, de s'attaquer au surendettement hérité de la crise et de réduire les obstacles à l'entrée sur les marchés de produits, en particulier dans les services.

Les pays émergents et les pays en développement sont confrontés à un arbitrage difficile : ils doivent soutenir leur demande sur fond de ralentissement de la croissance (effective et potentielle) tout en réduisant leur vulnérabilité dans un environnement extérieur plus défavorable. De nombreux pays ont assoupli leur politique macroéconomique. Cependant, les possibilités d'assouplissement supplémentaire varient considérablement d'un pays à l'autre, étant donné les différences qui existent sur le plan des taux de croissance, de la situation macroéconomique et de la sensibilité aux chocs sur les prix des produits de base, ainsi que de la vulnérabilité extérieure, financière et budgétaire.

- Dans les pays importateurs de pétrole, la baisse des prix du pétrole a réduit les tensions sur les prix et la vulnérabilité extérieure, ce qui atténuera la pression exercée sur la politique monétaire. Cependant, ces effets positifs sont compensés dans les pays importateurs de pétrole qui exportent d'autres produits de base par le recul des prix des exportations et la dépréciation monétaire qui en résulte.
- Dans les pays exportateurs de pétrole sans espace budgétaire, la diminution des recettes pétrolières exige de réduire les dépenses publiques. Les pays qui disposent d'un espace budgétaire doivent ajuster graduellement leur position budgétaire, mais ils doivent formuler et engager leurs plans d'ajustement à moyen terme de manière à maintenir la crédibilité de leur action.
- Dans les pays exportateurs de produits de base qui appliquent un régime de change flexible, la dépréciation de la monnaie peut contribuer à atténuer l'impact de la détérioration des termes de l'échange sur la demande, mais, dans certains pays, une forte variation du taux de change peut accroître la vulnérabilité liée au niveau élevé de l'endettement des entreprises et des engagements en monnaies étrangères.
- Dans beaucoup de pays, il est urgent d'opérer des réformes structurelles visant à accroître la productivité et à éliminer les obstacles à la production.

*La croissance mondiale a fléchi au premier semestre de 2015, en raison d'un nouveau ralentissement dans les pays émergents et d'un affaiblissement de la reprise dans les pays avancés. Une croissance mondiale de 3,1 % est maintenant prévue pour l'ensemble de 2015, soit légèrement au-dessous de 2014 et 0,2 point en deçà des prévisions figurant dans la Mise à jour de juillet 2015 des Perspectives de l'économie mondiale (PEM). Les perspectives restent inégales parmi les principaux pays et régions. Par rapport à l'an dernier, la croissance dans les pays avancés devrait s'accélérer légèrement, alors qu'elle devrait fléchir dans les pays émergents et les pays en développement. Du fait du recul des cours des produits de base, de la dépréciation des monnaies de pays émergents et de la hausse de la volatilité sur les marchés financiers, les risques de révision à la baisse des perspectives ont augmenté, en particulier pour les pays émergents et les pays en développement.*

*L'activité mondiale devrait s'accélérer quelque peu en 2016. Dans les pays avancés, la reprise modeste qui a débuté en 2014 devrait s'affermir. Dans les pays émergents et les pays en développement, les perspectives devraient s'améliorer : en particulier, même si la croissance dans les pays qui ont connu des difficultés économiques en 2015 (dont le Brésil, la Russie et quelques pays d'Amérique latine et du Moyen-Orient) restera faible ou négative, elle devrait être plus élevée l'an prochain, ce qui fera plus que compenser le ralentissement progressif qui est attendu en Chine.*

## Évolution récente et perspectives

L'évolution des perspectives de l'économie mondiale au cours des derniers mois s'explique à la fois par des facteurs à court terme et des forces à plus long terme.

### L'économie mondiale au cours des derniers mois

La croissance est restée modeste dans les pays avancés au premier semestre de 2015. Pour la plupart des pays émergents, les conditions extérieures deviennent plus difficiles. La volatilité sur les marchés financiers a augmenté nettement pendant l'été, avec une baisse des cours des produits de base et des pressions à la baisse sur les monnaies de nombreux pays émergents. Les entrées de capitaux ont ralenti, et le décollage des taux directeurs

américains de la borne du zéro annonce probablement un nouveau durcissement des conditions financières extérieures. Par ailleurs, si le ralentissement de la croissance en Chine correspond jusqu'à présent plus ou moins aux prévisions, ses répercussions internationales semblent plus marquées que prévu, comme en témoignent le repli des cours des produits de base (en particulier des métaux) et la faiblesse des exportations vers la Chine.

### Ralentissement de l'activité mondiale, inflation modérée

Selon des données préliminaires, la croissance mondiale s'est établie à 2,9 % au premier semestre de 2015, soit environ 0,3 point au-dessous des prévisions d'avril dernier (graphique 1.1). La croissance a été inférieure aux prévisions tant dans les pays avancés que dans les pays émergents.

- Aux États-Unis, la croissance a été plus faible que prévu, en dépit d'un solide deuxième trimestre. Cela s'explique par une baisse de l'activité au premier trimestre, causée par des facteurs ponctuels, notamment un hiver rude et des fermetures de ports, ainsi que par une forte baisse des dépenses d'équipement dans le secteur pétrolier. En dépit du ralentissement de la croissance, le taux de chômage est tombé à 5,1 % fin août, soit 0,4 point au-dessous de son niveau de février (et 1 point au-dessous du niveau d'il y a un an). La baisse des dépenses d'équipement dans le secteur pétrolier a aussi largement contribué au ralentissement observé au Canada, où l'activité économique s'est légèrement contractée pendant les deux premiers trimestres de 2015.
- Dans la zone euro, la reprise a été plus ou moins conforme aux prévisions d'avril : une croissance plus vigoureuse que prévu en Italie et surtout en Irlande et en Espagne (grâce au redressement de la demande intérieure) a compensé une croissance inférieure aux prévisions en Allemagne.
- Au Royaume-Uni, le PIB a progressé à un taux annualisé de 2¼ % au premier trimestre de 2015, et le taux de chômage a maintenant presque retrouvé son niveau moyen d'avant la crise, à savoir environ 5½ %.
- Au Japon, un solide rebond au premier trimestre a été suivi par une baisse de l'activité au deuxième trimestre.

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

	2014	Projections		Différence par rapport à la Mise à jour des PEM de juillet 2015 <sup>1</sup>		Différence par rapport aux PEM d'avril 2015 <sup>1</sup>	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016
<b>Production mondiale</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>
États-Unis	2,4	2,6	2,8	0,1	-0,2	-0,5	-0,3
Zone euro	0,9	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0	0,0
Allemagne	1,6	1,5	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
France	0,2	1,2	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Italie	-0,4	0,8	1,3	0,1	0,1	0,3	0,2
Espagne	1,4	3,1	2,5	0,0	0,0	0,6	0,5
Japon	-0,1	0,6	1,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2
Royaume-Uni	3,0	2,5	2,2	0,1	0,0	-0,2	-0,1
Canada	2,4	1,0	1,7	-0,5	-0,4	-1,2	-0,3
Autres pays avancés <sup>2</sup>	2,8	2,3	2,7	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4
<b>Pays émergents et pays en développement</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
Communauté des États indépendants	1,0	-2,7	0,5	-0,5	-0,7	-0,1	0,2
Russie	0,6	-3,8	-0,6	-0,4	-0,8	0,0	0,5
Russie non comprise	1,9	-0,1	2,8	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4
Pays émergents et en développement d'Asie	6,8	6,5	6,4	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Chine	7,3	6,8	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Inde <sup>3</sup>	7,3	7,3	7,5	-0,2	0,0	-0,2	0,0
ASEAN-5 <sup>4</sup>	4,6	4,6	4,9	-0,1	-0,2	-0,6	-0,4
Pays émergents et en développement d'Europe	2,8	3,0	3,0	0,1	0,1	0,1	-0,2
Amérique latine et Caraïbes	1,3	-0,3	0,8	-0,8	-0,9	-1,2	-1,2
Brésil	0,1	-3,0	-1,0	-1,5	-1,7	-2,0	-2,0
Mexique	2,1	2,3	2,8	-0,1	-0,2	-0,7	-0,5
Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan	2,7	2,5	3,9	-0,1	0,1	-0,4	0,1
Arabie saoudite	3,5	3,4	2,2	0,6	-0,2	0,4	-0,5
Afrique subsaharienne	5,0	3,8	4,3	-0,6	-0,8	-0,7	-0,8
Nigéria	6,3	4,0	4,3	-0,5	-0,7	-0,8	-0,7
Afrique du Sud	1,5	1,4	1,3	-0,6	-0,8	-0,6	-0,8
<i>Pour mémoire</i>							
Union européenne	1,5	1,9	1,9	0,0	-0,1	0,1	0,0
Pays en développement à faible revenu	6,0	4,8	5,8	-0,3	-0,4	-0,7	-0,2
Moyen-Orient et Afrique du Nord	2,6	2,3	3,8	-0,1	0,1	-0,4	0,1
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	2,7	2,5	3,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2
<b>Volume du commerce mondial (biens et services)</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>
Importations							
Pays avancés	3,4	4,0	4,2	-0,5	-0,3	0,7	-0,1
Pays émergents et pays en développement	3,6	1,3	4,4	-2,3	-0,3	-2,2	-1,1
Exportations							
Pays avancés	3,4	3,1	3,4	-0,5	-0,6	-0,1	-0,7
Pays émergents et pays en développement	2,9	3,9	4,8	-1,1	0,1	-1,4	-0,9
<b>Cours des matières premières (en dollars)</b>							
Pétrole <sup>5</sup>	-7,5	-46,4	-2,4	-7,6	-11,5	-6,8	-15,3
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de matières premières)	-4,0	-16,9	-5,1	-1,3	-3,4	-2,8	-4,1
<b>Prix à la consommation</b>							
Pays avancés	1,4	0,3	1,2	0,3	0,0	-0,1	-0,2
Pays émergents et pays en développement	5,1	5,6	5,1	0,1	0,3	0,2	0,3
<b>Taux du LIBOR (pourcentage)</b>							
Dépôts en dollars (6 mois)	0,3	0,4	1,2	0,0	0,0	-0,3	-0,7
Dépôts en euros (3 mois)	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts en yen (6 mois)	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent aux niveaux observés entre le 27 juillet 2015 et le 24 août 2015. Les pays sont classés sur la base de la taille de leur économie. Les données trimestrielles agrégées sont corrigées des variations saisonnières. Les données relatives à la Lituanie sont incluses dans les agrégats de la zone euro, mais étaient exclues dans les PEM d'avril 2015.

<sup>1</sup>Écart basé sur les chiffres arrondis pour les prévisions actuelles, ainsi que celles de la *Mise à jour des PEM* de juillet 2015 et des PEM d'avril 2015.

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

<sup>3</sup>Pour l'Inde, les données et les prévisions sont présentées sur la base de l'exercice budgétaire, et le PIB, à compter de 2011, est basé sur le PIB aux prix du marché avec l'exercice 2011/12 comme année de référence.



	Sur un an				4 <sup>e</sup> trimestre à 4 <sup>e</sup> trimestre <sup>6</sup>			
	2013	2014	Projections		2013	2014	Projections	
			2015	2016			2015	2016
<b>Production mondiale</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
États-Unis	1,5	2,4	2,6	2,8	2,5	2,5	2,5	2,8
Zone euro	-0,3	0,9	1,5	1,6	0,6	0,9	1,5	1,7
Allemagne	0,4	1,6	1,5	1,6	1,3	1,5	1,6	1,6
France	0,7	0,2	1,2	1,5	1,0	0,1	1,5	1,5
Italie	-1,7	-0,4	0,8	1,3	-0,9	-0,4	1,2	1,5
Espagne	-1,2	1,4	3,1	2,5	0,0	2,0	3,2	2,2
Japon	1,6	-0,1	0,6	1,0	2,3	-0,8	1,3	1,3
Royaume-Uni	1,7	3,0	2,5	2,2	2,4	3,4	2,2	2,2
Canada	2,0	2,4	1,0	1,7	2,7	2,5	0,5	2,0
Autres pays avancés <sup>2</sup>	2,2	2,8	2,3	2,7	2,7	2,6	2,5	2,6
<b>Pays émergents et pays en développement</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>
Communauté des États indépendants	2,2	1,0	-2,7	0,5	2,3	-0,6	-3,3	0,3
Russie	1,3	0,6	-3,8	-0,6	1,9	0,3	-4,6	0,0
Russie non comprise	4,2	1,9	-0,1	2,8	...	...	...	...
Pays émergents et en développement d'Asie	7,0	6,8	6,5	6,4	6,8	6,8	6,4	6,4
Chine	7,7	7,3	6,8	6,3	7,5	7,1	6,7	6,3
Inde <sup>3</sup>	6,9	7,3	7,3	7,5	6,9	7,6	7,3	7,5
ASEAN-5 <sup>4</sup>	5,1	4,6	4,6	4,9	4,6	4,8	4,4	5,2
Pays émergents et en développement d'Europe	2,9	2,8	3,0	3,0	3,9	2,6	3,2	4,2
Amérique latine et Caraïbes	2,9	1,3	-0,3	0,8	1,7	1,1	-1,5	1,7
Brésil	2,7	0,1	-3,0	-1,0	2,1	-0,2	-4,4	1,3
Mexique	1,4	2,1	2,3	2,8	1,0	2,6	2,3	2,9
Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan	2,3	2,7	2,5	3,9	...	...	...	...
Arabie saoudite	2,7	3,5	3,4	2,2	4,9	1,6	3,9	1,6
Afrique subsaharienne	5,2	5,0	3,8	4,3	...	...	...	...
Nigéria	5,4	6,3	4,0	4,3	...	...	...	...
Afrique du Sud	2,2	1,5	1,4	1,3	2,8	1,3	0,7	1,7
<i>Pour mémoire</i>								
Union européenne	0,2	1,5	1,9	1,9	1,1	1,5	1,8	2,1
Pays en développement à faible revenu	6,1	6,0	4,8	5,8	...	...	...	...
Moyen-Orient et Afrique du Nord	2,1	2,6	2,3	3,8	...	...	...	...
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	2,4	2,7	2,5	3,0	2,8	2,5	2,4	3,0
<b>Volume du commerce mondial (biens et services)</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	...	...	...	...
Importations								
Pays avancés	2,0	3,4	4,0	4,2	...	...	...	...
Pays émergents et pays en développement	5,2	3,6	1,3	4,4	...	...	...	...
Exportations								
Pays avancés	2,9	3,4	3,1	3,4	...	...	...	...
Pays émergents et pays en développement	4,4	2,9	3,9	4,8	...	...	...	...
<b>Cours des matières premières (en dollars)</b>								
Pétrole <sup>5</sup>	-0,9	-7,5	-46,4	-2,4	2,6	-28,7	-38,0	13,6
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de matières premières)	-1,2	-4,0	-16,9	-5,1	-2,9	-7,5	-16,1	-0,3
<b>Prix à la consommation</b>								
Pays avancés	1,4	1,4	0,3	1,2	1,2	1,0	0,5	1,4
Pays émergents et pays en développement	5,8	5,1	5,6	5,1	5,6	5,1	6,7	5,7
<b>Taux du LIBOR (pourcentage)</b>								
Dépôts en dollars (6 mois)	0,4	0,3	0,4	1,2	...	...	...	...
Dépôts en euros (3 mois)	0,2	0,2	0,0	0,0	...	...	...	...
Dépôts en yen (6 mois)	0,2	0,2	0,1	0,1	...	...	...	...

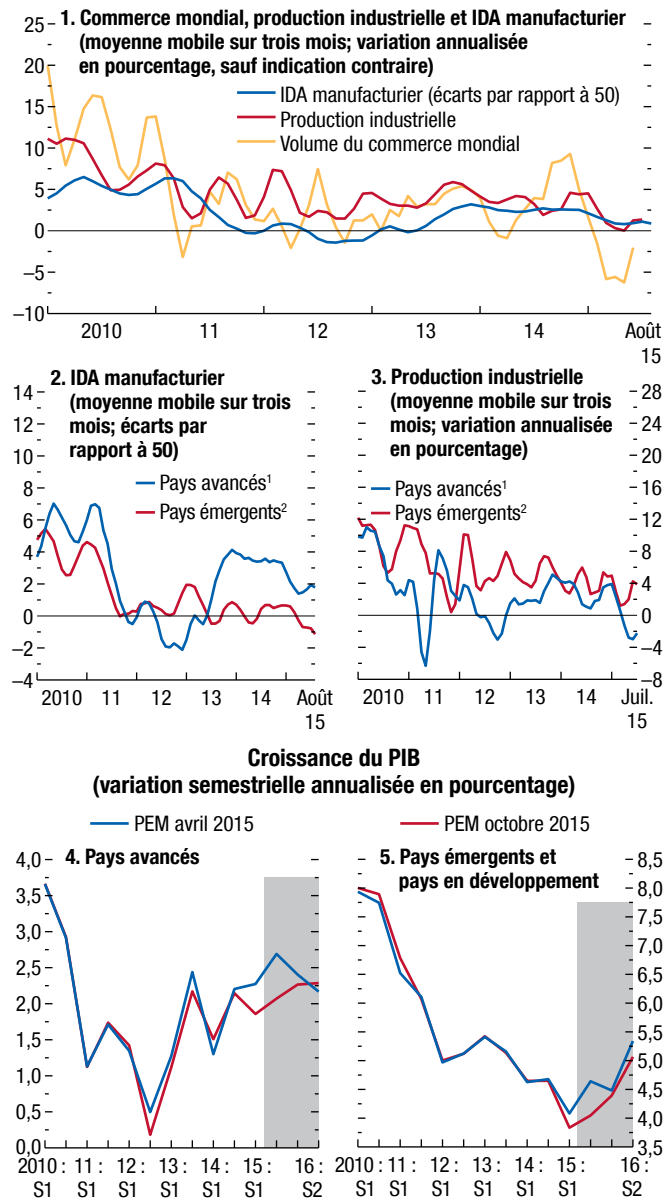
<sup>4</sup>Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Viet Nam.

<sup>5</sup>Moyenne simple des cours U.K. Brent, Dubaï et West Texas Intermediate. Le cours moyen du pétrole en 2014 était de 96,25 dollars le baril; hypothèses, sur la base des marchés à terme, pour 2015 : 51,62 dollars le baril, et pour 2016 : 50,36 dollars le baril.

<sup>6</sup>Pour la production mondiale, les estimations et projections trimestrielles représentent environ 90 % de la production mondiale annuelle en parité de pouvoir d'achat. Pour les pays émergents et les pays en développement, les estimations et prévisions trimestrielles représentent environ 80 % de la production en parité de pouvoir d'achat.

### Graphique 1.1. Indicateurs de l'activité mondiale

La croissance mondiale s'est modérée au premier semestre de 2015, et la production industrielle mondiale et le volume du commerce mondial ont fortement ralenti. L'activité mondiale devrait s'accélérer en 2016. Dans les pays avancés, les projections font état d'un affermissement généralisé de la croissance au deuxième semestre de 2015 et au début de 2016. Dans les pays émergents et les pays en développement, la reprise en 2016 tient principalement à une amélioration graduelle dans les pays qui ont connu des difficultés économiques en 2015.



Source : Bureau néerlandais de l'analyse de la politique économique CPB; Haver Analytics; Markit Economics; estimations des services du FMI.  
 Note : IDA = indice des directeurs d'achat; PI = production industrielle.  
<sup>1</sup>Australie, Canada, Corée, Danemark, États-Unis, RAS de Hong Kong (PI seulement), Israël, Japon, Norvège (PI seulement), Nouvelle-Zélande, République tchèque, Royaume-Uni, Singapour, Suède (PI seulement), Suisse, province chinoise de Taiwan et zone euro.  
<sup>2</sup>Afrique du Sud, Argentine (PI seulement), Brésil, Bulgarie (PI seulement), Chili (PI seulement), Chine, Colombie (PI seulement), Hongrie, Inde, Indonésie, Lettonie (PI seulement), Lituanie (PI seulement), Malaisie (PI seulement), Mexique, Pakistan (PI seulement), Pérou (PI seulement), Philippines (PI seulement), Pologne, Roumanie (PI seulement), Russie, Thaïlande (PI seulement), Turquie, Ukraine (PI seulement) et Venezuela (PI seulement).

- Pendant le premier semestre de l'année, la consommation a été inférieure aux prévisions, de même que les exportations nettes. Les exportations ont diminué considérablement au deuxième trimestre.
- En Chine, la croissance a été plus ou moins conforme aux prévisions. La croissance de l'investissement ralentit par rapport à l'an dernier et les importations se sont contractées, mais la croissance de la consommation est restée stable. Si les exportations ont été inférieures aux prévisions aussi, elles ont diminué dans de moindres proportions que les importations, et les exportations nettes ont contribué à la croissance. Les cours des actions ont reculé nettement depuis juillet, après avoir progressé fortement pendant un an. Si les autorités sont intervenues pour rétablir l'ordre sur les marchés, la volatilité des marchés est restée élevée jusqu'à fin août.
- Dans quelques pays avancés ou émergents de l'Asie de l'Est, tels que la Corée, la province chinoise de Taiwan et les pays membres de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN), l'activité a été un peu plus faible que prévu aussi, en raison de la baisse des exportations, mais aussi d'un ralentissement de la demande intérieure.
- En Amérique latine, le ralentissement au Brésil a été plus marqué que prévu, et, du fait de la baisse des cours des produits de base, l'économie continue de s'essouffler dans les autres pays de la région. La croissance a été plus faible que prévu aussi au Mexique, en raison du ralentissement de la croissance aux États-Unis, mais aussi d'une demande intérieure médiocre.
- En Russie, la baisse du PIB au premier semestre de 2015 a été un peu plus forte que prévu, et en Ukraine, la récession a été plus marquée que prévu, du fait du conflit en cours dans la région.
- En Afrique subsaharienne et au Moyen-Orient, où les séries de données trimestrielles sur le PIB ne sont pas globalement disponibles, les indicateurs macroéconomiques montrent que l'activité a été inférieure aux prévisions aussi, à cause de la baisse des prix du pétrole, du recul des cours des autres produits de base, ainsi que de troubles géopolitiques et internes dans un petit nombre de pays.

La production industrielle mondiale est restée faible jusqu'à fin 2004, parallèlement à la vigueur inégale de la demande dans les principaux pays et groupes de pays, et a ralenti nettement pendant le premier semestre de 2015, en raison de la constitution de stocks fin 2014 et début 2015, mais aussi d'un ralentissement de la croissance de l'investissement. Le volume du commerce mondial a ralenti aussi au premier semestre de 2015. La faiblesse de l'investissement dans le monde entier, en particulier

dans le secteur minier, ainsi que les répercussions sur le commerce du passage à un nouveau modèle de croissance en Chine ont probablement contribué à ce fléchissement. Cependant, il est difficile de mesurer l'ampleur du ralentissement du commerce dans le contexte actuel, étant donné les fortes variations des prix des produits de base et des taux de change, et les chiffres dépendent de la mesure utilisée. Les estimations fondées sur les comptes nationaux font état d'une modération de la croissance du volume du commerce mondial, tandis que celles qui reposent sur les statistiques internationales du commerce de marchandises, qui figurent à la première page du graphique 1.1, indiquent une contraction pure et simple.

L'inflation globale a fléchi dans les pays avancés (graphique 1.2), du fait pour l'essentiel de la baisse des prix du pétrole et d'autres produits de base, alors que l'inflation hors alimentation et énergie est restée stable. En ce qui concerne les pays émergents, la diminution des prix du pétrole et d'autres produits de base (y compris de produits alimentaires, qui occupent une place plus importante dans l'indice des prix à la consommation des pays émergents et des pays en développement) a généralement contribué à un repli de l'inflation, sauf dans les pays dont la monnaie s'est dépréciée considérablement, comme la Russie.

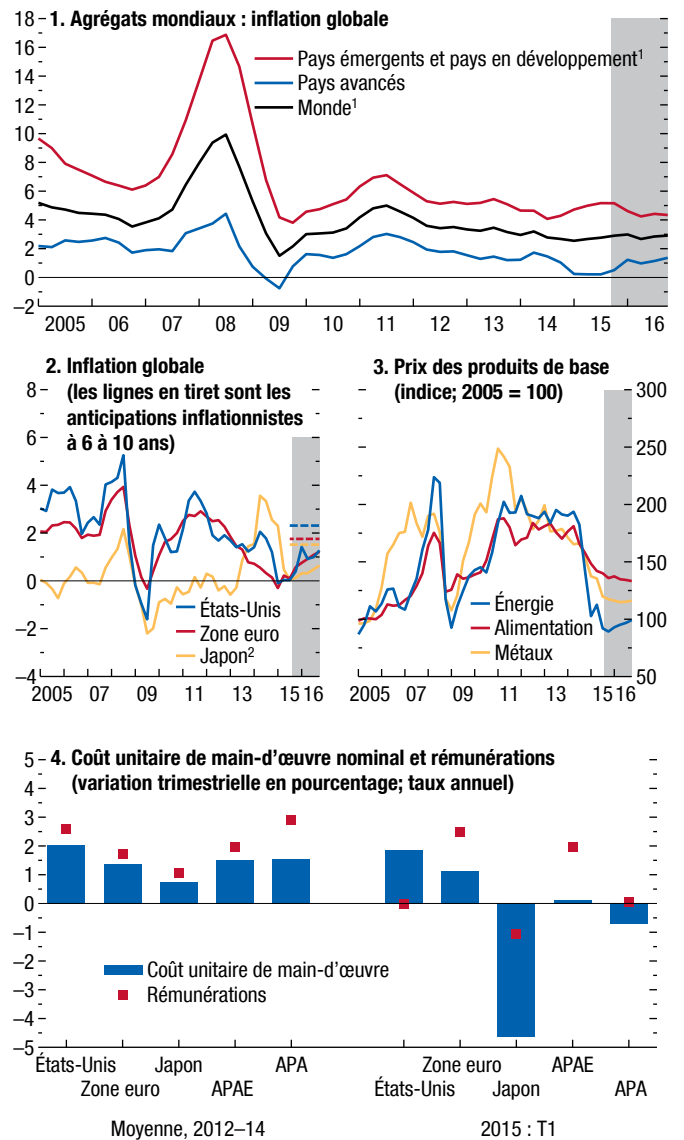
**Baisse des prix des produits de base**

Après être restés plus ou moins stables au deuxième trimestre de 2015, les prix du pétrole ont reculé pendant une bonne partie du troisième trimestre (graphique 1.3). Le niveau plus faible que prévu de l'activité mondiale a joué un rôle, mais l'offre a été plus élevée que prévu aussi, en raison de la vigueur de la production dans les pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole, ainsi qu'aux États-Unis et en Russie. Par ailleurs, l'offre devrait à terme profiter d'une augmentation de la production dans la République islamique d'Iran, après l'accord nucléaire récemment conclu avec le groupe P5+1<sup>1</sup>.

Il ressort de l'évolution récente qu'il faudra plus de temps au marché du pétrole pour s'ajuster à l'excédent actuel de l'offre, et il est maintenant prévu que les prix du pétrole resteront inférieurs au niveau attendu il y a quelques mois jusqu'en 2020. L'offre est restée plus résiliente que prévu, et l'activité mondiale a été plus faible. La baisse des prix du pétrole a soutenu la demande dans les pays importateurs, mais d'autres chocs ont compensé en partie les effets et ont empêché jusqu'à présent un redressement généralisé de l'activité, qui aurait favorisé un rééquilibrage du marché pétrolier. La baisse des prix du pétrole a

**Graphique 1.2. Inflation mondiale**  
(Variation en pourcentage sur un an, sauf indication contraire)

L'inflation globale a fléchi dans les pays avancés, principalement du fait de la baisse des prix du pétrole et d'autres produits de base. L'inflation hors alimentation et énergie est restée plus stable, mais elle se situe généralement au-dessous des objectifs fixés par les banques centrales; il en va de même pour les coûts unitaires de main-d'œuvre nominaux. Dans les pays émergents, le recul des prix des produits de base a contribué aussi à un fléchissement de l'inflation globale, mais des dépréciations monétaires considérables ont compensé cette baisse dans certains pays.



Sources : Consensus Economics; FMI, système des cours des produits de base; estimations des services du FMI.

Note : APA : autres pays avancés; APAE : autres pays avancés européens.

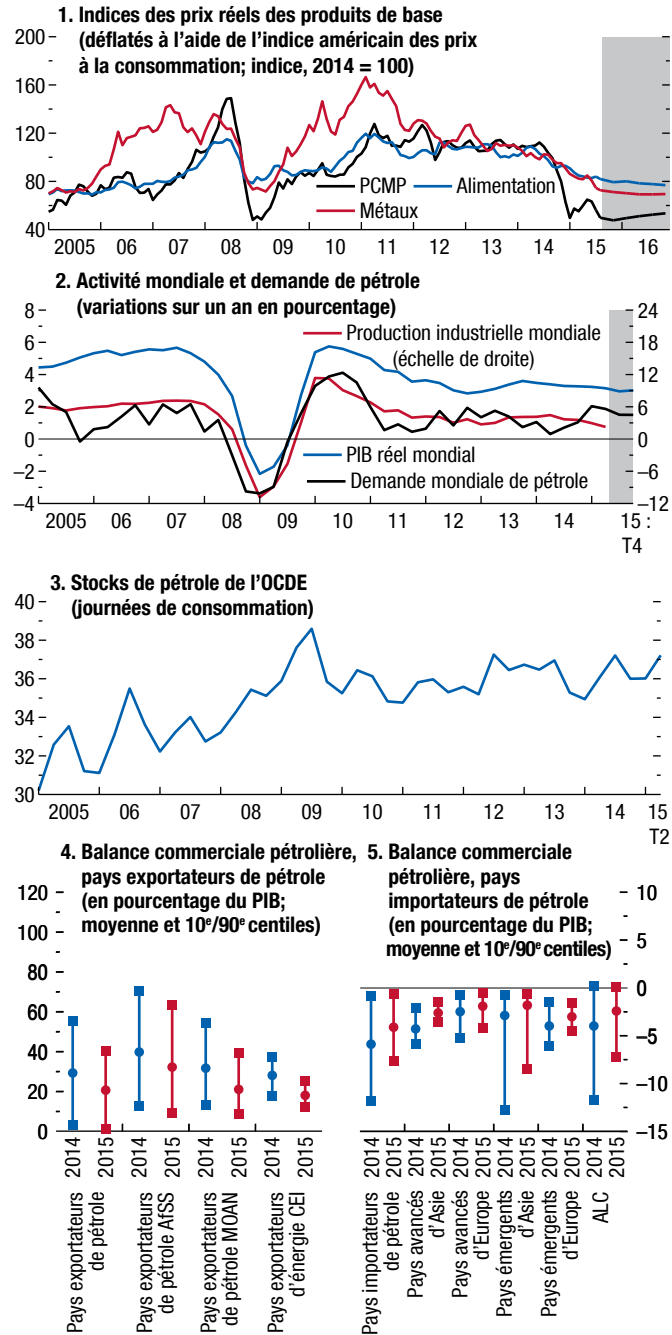
<sup>1</sup>Hors Venezuela.

<sup>2</sup>Au Japon, l'accélération de l'inflation en 2014 s'explique dans une large mesure par le relèvement de la taxe sur la consommation.

<sup>1</sup>Groupe composé des cinq membres permanents du Conseil de sécurité des Nations Unies et de l'Allemagne.

**Graphique 1.3. Marchés des produits de base et du pétrole**

Sur le marché mondial du pétrole, les prix au comptant ont diminué de nouveau alors qu'ils avaient rebondi après les planchers atteints en janvier 2015. Une offre plus résiliente, y compris en Amérique du Nord, et un affaiblissement de l'activité mondiale sont probablement les principaux facteurs qui expliquent cette nouvelle baisse. L'ajustement à un excédent de l'offre devrait prendre plus de temps, et les prix devraient rester inférieurs aux niveaux supposés il y a quelques mois.



Sources : Agence internationale de l'énergie; FMI, système des cours des produits de base; Organisation de coopération et de développement économiques; estimations des services du FMI.

Note : AfSS = Afrique subsaharienne; ALC = Amérique latine et Caraïbes; CEI = Communauté des États indépendants; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord; OCDE = Organisation de coopération et de développement économiques; PCMP = prix au comptant moyen du pétrole.

conduit à une hausse de la consommation privée dans les pays avancés, plus ou moins comme prévu, sauf aux États-Unis, où un hiver rude et d'autres facteurs temporaires ont affaibli quelque peu la réaction de la consommation, et au Japon, où la consommation a été freinée par des retards dans la répercussion de la baisse des prix et la modération salariale. Mais l'investissement n'a pas réagi de manière générale, en partie en raison d'une contraction plus forte de l'investissement dans le secteur pétrolier. Dans les pays émergents, l'activité économique a été plus faible que prévu, en particulier dans les pays exportateurs de pétrole, comme indiqué plus haut.

Comme noté plus en détail dans le Dossier spécial, les prix des produits de base hors carburants, en particulier des métaux de base, ont baissé nettement ces dernières semaines. La dynamique est similaire à celle de l'ajustement récent du marché pétrolier. Le niveau élevé des prix a généralement entraîné une accumulation des capacités qui ont été mises en exploitation tandis que la demande commençait à ralentir. Cependant, l'évolution en Chine joue un rôle bien plus important sur le marché des métaux de base que sur le marché pétrolier. La part de la Chine dans la consommation mondiale des métaux de base est passée de 10–20 % au début de la première décennie 2000 à plus de 50 % aujourd'hui. Une partie de cette augmentation tient au rôle de centre manufacturier que la Chine joue, mais aussi à l'expansion de l'investissement dans les infrastructures et de la construction pendant la période 2009–13 après la crise financière mondiale. Le passage à un nouveau modèle de croissance en Chine et le ralentissement de l'expansion de l'investissement à forte intensité de métaux ont conduit à un recul des prix des métaux de base, et cette tendance devrait persister pendant la transition en Chine. Comme la croissance de la demande devrait rester relativement faible selon les projections de référence, il est supposé que les prix stagneront à court terme.

Les implications macroéconomiques mondiales de la baisse des prix du pétrole ont été examinées en détail dans l'édition d'avril 2015 des PEM. Dans les pays exportateurs de produits de base, les perspectives à court terme se sont détériorées du fait du recul des prix du pétrole et des produits de base de manière plus générale. Le chapitre 2 analyse plus en détail les implications des fluctuations des termes de l'échange des produits de base pour le PIB réel dans les pays exportateurs de produits de base. Toutes autres choses étant égales, les hypothèses actuelles des PEM pour les prix des produits de base impliquent que, en 2015–17, les taux de croissance moyens des pays exportateurs de produits de base seront inférieurs de presque 1 point à ceux de la période 2012–14, avec un fléchissement plus prononcé pour les pays expor-

tateurs de carburants et de métaux (environ 2¼ points). Bien entendu, l'impact dépendra aussi d'autres facteurs, notamment de la politique macroéconomique qui sera menée en réaction, comme indiqué dans le Moniteur des finances publiques d'octobre 2015.

### Évolution des taux de change

Le recul des prix des produits de base s'est traduit par une forte dépréciation de la monnaie de nombreux pays exportateurs de produits de base qui ont un régime de change flexible. Mais les monnaies des pays émergents de manière plus générale se sont vivement dépréciées depuis le printemps, et en particulier depuis juillet. Les variations des taux de change des principaux pays avancés ont été plutôt relativement modestes ces derniers mois, après les fortes variations enregistrées entre août 2014 et mars 2015. En valeur effective réelle, l'euro s'est apprécié de 3,7 % et le dollar américain de 2,3 % entre mars et août 2015, tandis que le yen s'est affaibli légèrement. La volatilité des taux de change a augmenté en août, en particulier après la dépréciation du renminbi liée à l'annonce de l'assouplissement du taux de change. En dépit de son ajustement de 4 % par rapport au dollar américain, le renminbi reste supérieur d'environ 10 % à sa moyenne de 2014 en valeur effective réelle. De manière plus générale, au cours de l'année écoulée, les fluctuations des taux de change flottants ont reflété dans une large mesure les fortes variations des paramètres économiques fondamentaux, tels que la croissance attendue de la demande intérieure et dans les partenaires commerciaux, les baisses des prix des produits de base et les chocs propres aux pays concernés. Par exemple, les pays dont les perspectives de croissance et les termes de l'échange se détériorent sont confrontés à des forces poussant à la dépréciation dans le cadre d'un ajustement à l'échelle mondiale. Et, comme indiqué au chapitre 3, les pays qui font face à des fluctuations des taux de change prononcées et persistantes enregistreront probablement des variations notables de leur demande extérieure nette.

### Taux d'intérêt à long terme et conditions financières

La volatilité des marchés financiers est montée en flèche en août, du fait de l'augmentation de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale qui s'explique par les craintes concernant les perspectives de l'économie chinoise, de l'incertitude entourant la mise en œuvre du nouveau régime de change en Chine et des perspectives des pays émergents de manière plus générale. Cette hausse de la volatilité s'est accompagnée d'un repli des cours des actions, d'une hausse des écarts de taux d'intérêt, d'une diminution des rendements des actifs sûrs, ainsi que, comme noté plus haut, de fortes baisses des prix des produits de base et de dépré-

ciations de monnaies pour la plupart des pays émergents. Les rendements des obligations souveraines à long terme sont aujourd'hui supérieurs d'environ 30 points de base à leur niveau d'avril aux États-Unis et sont en hausse de 45–80 points de base dans la zone euro (hors Grèce) pour la même période (graphique 1.4). En dépit d'augmentations des marges des obligations de sociétés (modestes pour les entreprises de la catégorie investissement et plus prononcées pour les obligations à rendement plus élevé), les conditions financières pour les entreprises et les ménages qui souhaitent emprunter sont restées plus ou moins favorables : le crédit aux ménages a augmenté vigoureusement aux États-Unis, et les conditions d'emprunt s'améliorent progressivement dans la zone euro (graphique 1.5).

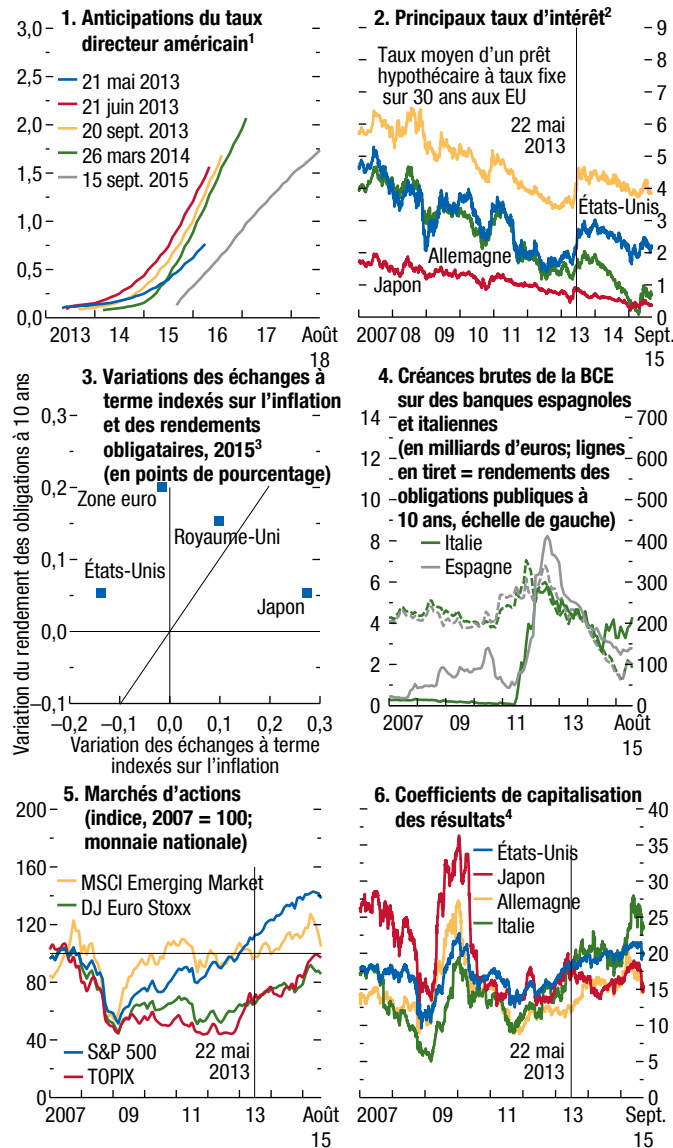
La hausse des rendements tient en partie à l'accélération de l'activité économique et au plancher atteint par l'inflation globale; dans la zone euro, elle s'explique aussi par une correction après que les rendements sont tombés à des niveaux extrêmement bas en réaction à l'augmentation des achats d'obligations par la Banque centrale européenne (BCE). En ce qui concerne les taux directeurs, les États-Unis et le Royaume-Uni s'approchent d'un relèvement, mais un certain nombre d'autres pays relâchent leur politique monétaire. Les taux directeurs ont été abaissés dans des pays exportateurs de produits de base (Australie, Canada, Nouvelle-Zélande) et en Corée, et la Suède a adopté des mesures d'assouplissement quantitatif, qu'elle a ensuite amplifiées.

Le bas niveau des taux d'intérêt à long terme, la détente du crédit et la persistance de faibles écarts de taux dans les pays avancés soutiennent la reprise et ont un impact favorable sur la dynamique de la dette. Mais ils suscitent aussi des inquiétudes, comme indiqué dans l'édition d'octobre 2015 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*, GFSR) et dans la section «Aléas» du présent chapitre. Les anticipations inflationnistes, en particulier dans la zone euro et au Japon, restent faibles, et elles risquent de s'orienter à la baisse si l'inflation persiste à rester faible. Les craintes concernant la stabilité financière qui sont liées au bas niveau persistant des taux d'intérêt restent d'actualité, surtout dans les pays avancés où le sous-emploi des ressources est modeste. Les compagnies d'assurance et les caisses de retraite sont confrontées à des difficultés à cet égard. Le faible niveau des primes d'échéance implique un risque de forte hausse des taux à long terme, qui aurait des répercussions importantes sur les pays émergents.

Les conditions financières se sont par contre durcies dans la plupart des pays émergents et des pays en développement, quoique de manière très différente selon les pays et les régions (graphique 1.6). Les écarts de taux sur obliga-

**Graphique 1.4. Conditions financières dans les pays avancés**  
(En pourcentage, sauf indication contraire)

La volatilité des marchés financiers est montée en flèche en août après une augmentation de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale, qui fait suite aux craintes concernant les perspectives de croissance de la Chine et les perspectives des pays émergents de manière plus générale. Mais les conditions financières sont restées favorables dans les pays avancés. La légère hausse des rendements des obligations à long terme s'explique principalement par un affermissement de l'activité et le plancher atteint par l'inflation globale.



Sources : Banque d'Espagne; Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; Thomson Reuters Datastream; calculs des services du FMI.

Note : DJ = Dow Jones; BCE = Banque centrale européenne; MSCI = Morgan Stanley Capital International; S&P = Standard & Poor's; TOPIX = indice des cours des actions à Tokyo.

<sup>1</sup>Les anticipations reposent sur les contrats à terme sur le taux des fonds fédéraux pour les États-Unis.

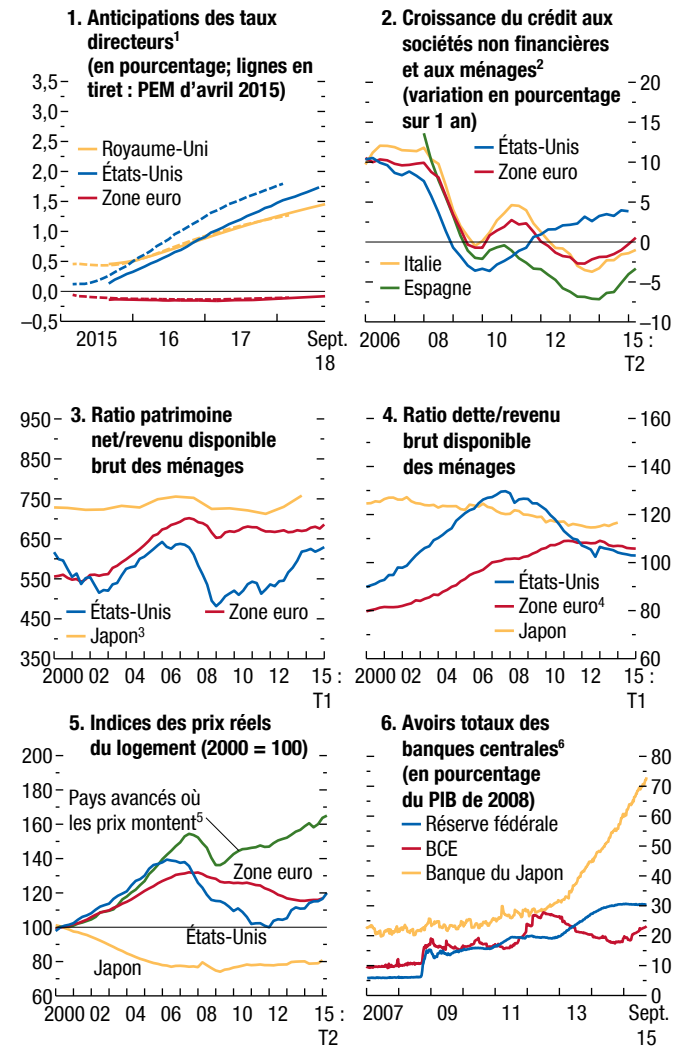
<sup>2</sup>Les taux d'intérêt sont les rendements des obligations publiques à 10 ans, sauf indication contraire. Les données vont jusqu'au 11 septembre 2015.

<sup>3</sup>Les variations sont calculées du début de 2015 jusqu'au 15 septembre 2015. Les taux d'intérêt sont les rendements des obligations publiques à 10 ans. L'inflation à moyen terme attendue est mesurée par le taux implicite des échanges indexés sur l'inflation à 5 ans.

<sup>4</sup>Les données vont jusqu'au 14 septembre 2015.

**Graphique 1.5. Conditions monétaires dans les pays avancés**

Les marchés continuent de s'attendre à un relèvement du taux directeur américain à la fin de 2015, mais les relèvements ultérieurs du taux devraient être graduels. Étant donné les conditions monétaires plus accommodantes dans la zone euro, la contraction du crédit privé a commencé à s'inverser. Aux États-Unis, le patrimoine net des ménages s'est stabilisé à un niveau plus élevé, et l'endettement des ménages continue de diminuer.



Sources : Banque d'Angleterre; Banque centrale européenne (BCE); Banque d'Espagne; Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; Organisation de coopération et de développement économiques; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Les anticipations reposent sur le taux des fonds fédéraux pour les États-Unis, le taux des swaps indexés sur le taux à un jour de la livre sterling pour le Royaume-Uni et le taux interbancaire à terme de l'euro pour la zone euro; mise à jour le 15 septembre 2015.

<sup>2</sup>Des données sur les flux de fonds sont utilisées pour la zone euro, l'Espagne et les États-Unis. Les prêts des banques italiennes aux résidents italiens sont corrigés de manière à tenir compte des titrisations.

<sup>3</sup>Interpolé à partir du patrimoine net annuel en pourcentage du revenu disponible.

<sup>4</sup>La zone euro inclut le sous-secteur employeurs (y compris les travailleurs à leur propre compte).

<sup>5</sup>Pays où l'indice de vulnérabilité de l'immobilier résidentiel est supérieur à la médiane des pays avancés : Australie, Autriche, Belgique, Canada, France, Israël, Nouvelle-Zélande, Norvège, Portugal, RAS de Hong Kong, Royaume-Uni et Suède.

<sup>6</sup>Les données vont jusqu'au 11 septembre 2015. Les calculs de la BCE reposent sur l'état financier hebdomadaire de l'Eurosystème.

tions en dollars des entreprises et des pays ont augmenté de 40 à 50 points de base en moyenne depuis le printemps, et les rendements des obligations en monnaie locale à long terme, de près de 60 points de base en moyenne. Les cours des actions ont reculé, et les monnaies se sont dépréciées ou ont été mises sous pression, surtout dans les pays exportateurs de produits de base. L'évolution des taux directeurs a différé aussi d'une région à l'autre ces derniers mois, en raison de différences relatives aux tensions inflationnistes, à d'autres conditions macroéconomiques intérieures et à l'environnement extérieur (graphique 1.7). Les taux directeurs nominaux ont été abaissés en Chine et dans d'autres pays émergents d'Asie (notamment en Inde) ainsi qu'en Russie, après l'augmentation très forte de décembre 2014. Par contre, en raison de la montée de l'inflation, les taux directeurs ont encore été relevés au Brésil, tandis que, dans le reste de la région, ils sont stables ou en baisse, du fait de la faiblesse de la demande intérieure.

**Facteurs à plus long terme**

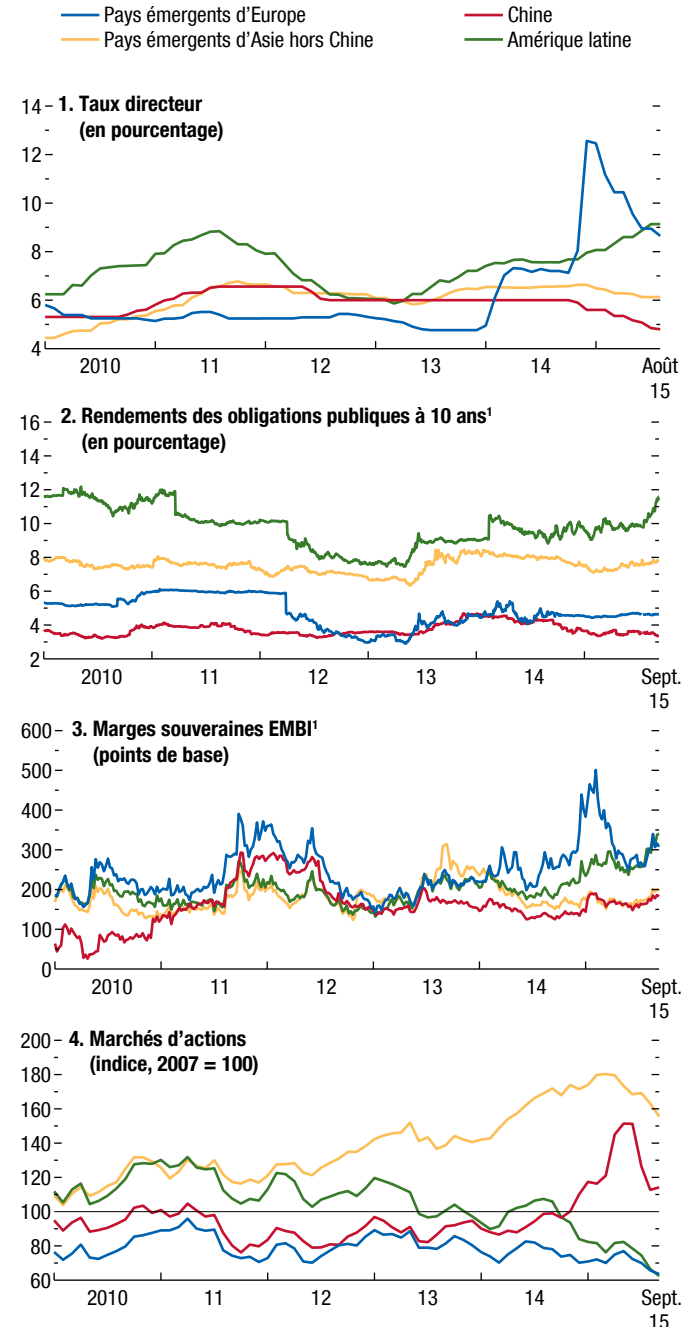
*Croissance de la productivité dans les pays avancés*

Comme indiqué dans des éditions précédentes des PEM, la croissance a été inférieure aux prévisions au cours des quatre dernières années. Une comparaison de la croissance de la production dans les pays avancés pour la période 2011–14 avec les prévisions de l'édition d'avril 2011 des PEM fait état d'une surestimation agrégée d'environ 1 point sur l'horizon en question. Cependant, la surestimation de la croissance de l'emploi (0,3 point) est bien plus faible. Et pour une série de pays, parmi lesquels l'Allemagne, le Japon, la Corée et le Royaume-Uni, la surestimation de la croissance de la production est plutôt allée de pair avec une sous-estimation de la croissance de l'emploi. En d'autres termes, la productivité du travail s'est inscrite largement en deçà des prévisions.

Le graphique 1.8 examine cette question plus en détail. Les deux premières pages indiquent la relation moyenne entre la croissance de la production et la croissance de l'emploi dans les pays, avant et après la crise. Une comparaison de ces deux pages montre que tant la croissance de la production que la croissance de l'emploi ont été bien plus faibles pendant la période 2008–14 que pendant la période d'avant la crise (1995–2007). Il en ressort aussi que, en moyenne, le même taux de croissance de la production est lié depuis la crise à une croissance plus élevée de l'emploi, mais, avec des taux bien plus faibles de croissance de la production, la croissance de l'emploi depuis la crise a néanmoins été plus faible qu'avant la crise. Si les variations des heures travaillées sont prises en compte dans le calcul de la croissance de l'emploi, les résultats sont les mêmes.

**Graphique 1.6. Conditions financières dans les pays émergents**

Dans un environnement extérieur plus difficile, les conditions financières dans les pays émergents se sont durcies depuis l'édition d'avril 2015 des *Perspectives de l'économie mondiale*.



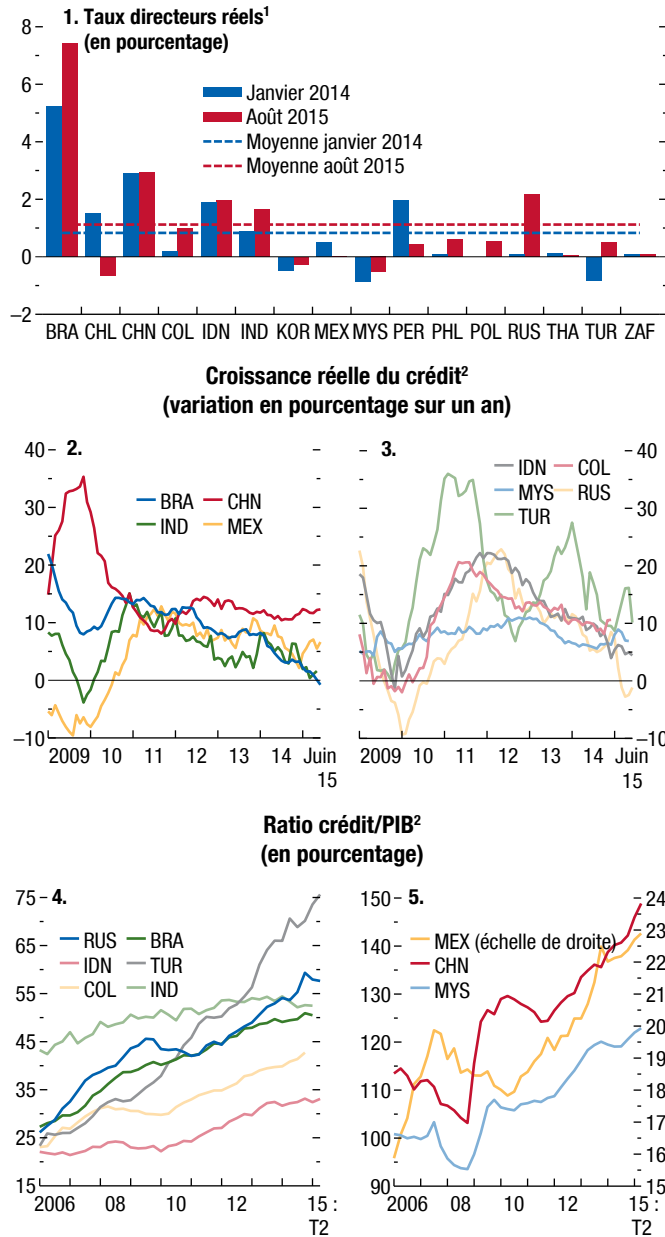
Sources : Bloomberg, L.P.; EPFR Global; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.

Note : EMBI = JP Morgan Emerging Markets Bond Index; pays émergents d'Asie hors Chine : Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande; pays émergents d'Europe : Pologne, Roumanie (entrées de capitaux seulement), Russie, Turquie; Amérique latine : Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou.

<sup>1</sup>Les données vont jusqu'au 11 septembre 2015.

### Graphique 1.7. Politique monétaire et crédit dans les pays émergents

Les conditions monétaires restent généralement accommodantes dans beaucoup de pays émergents. Les taux directeurs réels sont bas, tandis que les monnaies se sont dépréciées en valeur effective réelle. Cependant, dans plusieurs pays émergents qui subissent des tensions inflationnistes ou qui sont vulnérables sur le plan extérieur, la banque centrale a relevé le taux directeur. La croissance réelle du crédit a ralenti dans beaucoup de pays émergents après une forte expansion du crédit et une augmentation rapide des ratios crédit/PIB.



Sources : Haver Analytics; FMI, base de données des *International Financial Statistics* (IFS); calculs des services du FMI.

Note : Les codes pays de l'Organisation internationale de normalisation sont utilisés.

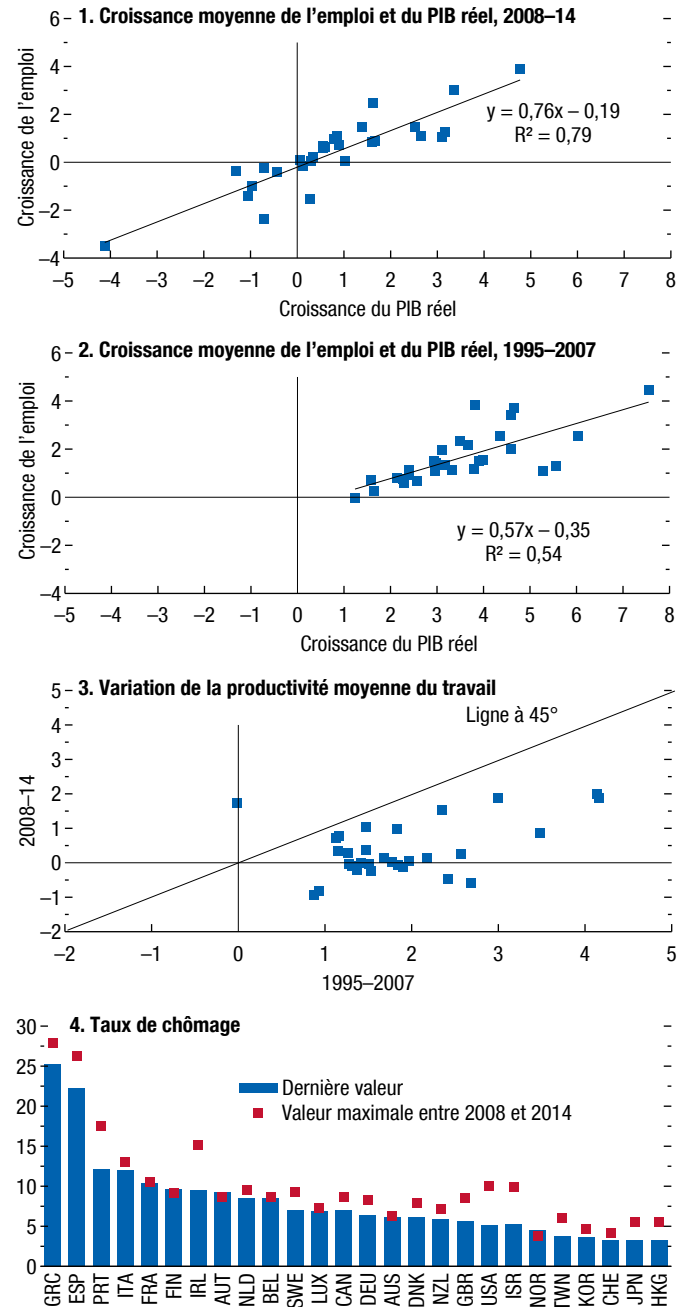
<sup>1</sup>Déflatés par les projections d'inflation à 2 ans des PEM.

<sup>2</sup>Le crédit est constitué des créances des autres institutions de dépôts sur le secteur privé (selon les IFS), sauf dans le cas du Brésil, pour lequel le crédit au secteur privé est tiré du rapport publié par la banque centrale sur la politique monétaire et les opérations de crédit du système financier.

### Graphique 1.8. Croissance, emploi et productivité du travail dans les pays avancés

(En pourcentage)

La croissance de la productivité du travail dans les pays avancés est bien plus faible depuis la crise financière mondiale. D'un autre côté, depuis la crise, le même taux de croissance de la production va de pair en moyenne avec une croissance plus élevée de l'emploi (comme en témoigne un coefficient de pente plus élevé pour la tendance). L'intensité en emplois de la croissance étant relativement plus élevée, le chômage a diminué notablement dans les pays qui ont enregistré une reprise soutenue de la croissance.



Sources : FMI, base de données Global Data Source; calculs des services du FMI.

Note : Les nuages de points excluent l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, la République slovaque, la République tchèque et la Slovaquie. Les codes pays de l'Organisation internationale de normalisation sont utilisés.



La troisième plage du graphique compare la croissance de la productivité du travail dans les pays avancés (mesurée de manière approchée par la différence entre la croissance de la production et la croissance de l'emploi) pendant les périodes 1995–2007 et 2008–14. Elle montre que, si la croissance de la productivité du travail continue de varier considérablement d'un pays à l'autre, un ralentissement est observé dans presque tous les pays, la seule exception étant l'Espagne (seul point au-dessus de la ligne à 45°), en raison de variations importantes en particulier dans les emplois temporaires et moins productifs sur la durée du cycle. De nouveau, si les variations des heures travaillées sont prises en compte dans le calcul de la croissance de l'emploi, les résultats sont pratiquement identiques.

La quatrième plage du graphique compare le niveau de l'emploi en 2014 avec le niveau maximum pendant la période 2008–14. Bien que le niveau récemment élevé de «l'intensité en emplois» de la croissance ait contribué à réduire le chômage dans plusieurs pays, la faible croissance de la production implique que le chômage reste élevé et que les écarts de production sont considérables dans plusieurs pays avancés.

Comment expliquer la baisse de la productivité du travail? Il est clair que la faiblesse de l'investissement après la crise joue un rôle, mais comme l'indique le chapitre 3 de l'édition d'avril 2015 des PEM, le ralentissement de la croissance de la productivité totale des facteurs dans tous les grands pays avancés semble jusqu'à présent être le facteur d'explication le plus important dans la plupart des cas. Les raisons du ralentissement de la croissance de la productivité totale des facteurs dans les pays avancés demeurent mal comprises (voir par exemple OCDE, 2015), mais elles incluent probablement le ralentissement de l'accumulation de capital humain, un déplacement de la composition du PIB au profit des services et, du moins pour les États-Unis, un déclin progressif des effets positifs de la révolution des technologies de l'information et des communications sur la productivité (Fernald, 2014; Gordon, 2014)<sup>2</sup>.

Une question importante consiste à savoir si le ralentissement prolongé de la croissance et la faiblesse de la croissance de la productivité pourraient aussi tenir à la nature de la crise récente, étant donné les études consacrées à la faiblesse des reprises qui ont suivi de graves difficultés financières. L'encadré 1.1 traite de cette question en examinant plus de 100 récessions dans 23 pays avancés depuis les années 60. Il est noté que deux tiers des récessions sont

suivies d'une production inférieure à la tendance d'avant la récession. Plus surprenant encore, presque la moitié de ces récessions sont suivies non seulement par une production plus faible, mais aussi par une croissance de la production plus lente que la tendance d'avant la récession. Les résultats examinés dans l'encadré soulèvent des questions importantes pour l'action des pouvoirs publics, par exemple la question de savoir dans quelle mesure ces effets s'expliquent par des chocs sur l'offre ou l'érosion de la production potentielle résultant d'une baisse prolongée de la demande intérieure. Selon les services du FMI, ces deux facteurs expliquent une baisse de la croissance potentielle, et, en dépit d'une baisse de la croissance potentielle, la demande reste largement insuffisante dans plusieurs pays avancés (comme indiqué, par exemple, à la quatrième plage du graphique 1.8).

### *Un ralentissement prolongé dans les pays émergents*

Après avoir vigoureusement rebondi à presque 7½ % au lendemain de la crise financière mondiale, la croissance du PIB réel dans les pays émergents et les pays en développement est tombée d'environ 6,3 % en 2011 à 4,6 % en 2014. En 2015, elle devrait encore ralentir, pour s'établir à 4 %. Avec ce fléchissement, la croissance pour l'ensemble du groupe en 2014 a été inférieure d'environ 1 point à la croissance moyenne enregistrée pendant la période 1995–2007.

Des écarts plus marqués par rapport à la moyenne dans les principaux pays émergents ont fortement influé sur les chiffres du groupe, qui sont calculés à l'aide de coefficients de pondération du PIB. Par ailleurs, parmi les pays émergents et les pays en développement, le ralentissement n'a pas été universel : pour presque 40 % de ces pays, la croissance pendant la période 2011–14 a été supérieure à la moyenne de la période 1995–2007<sup>3</sup>. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant qu'un peu plus de la moitié de la variation observée dans l'évolution de la croissance dans les pays émergents et les pays en développement pendant la période 2011–14 semble résulter de facteurs propres à chaque pays. Ces facteurs, y compris par exemple des goulets d'étranglement de l'offre et des changements dans les politiques structurelles, ont été examinés en détail dans des éditions antérieures des PEM. De l'autre côté, un peu moins de la moitié de la variation peut être liée à un ensemble de conditions initiales et de facteurs extérieurs.

Une caractéristique intéressante du ralentissement de la croissance est que, pendant les deux premières années, en 2011–12, des facteurs extérieurs, notamment l'affaiblisse-

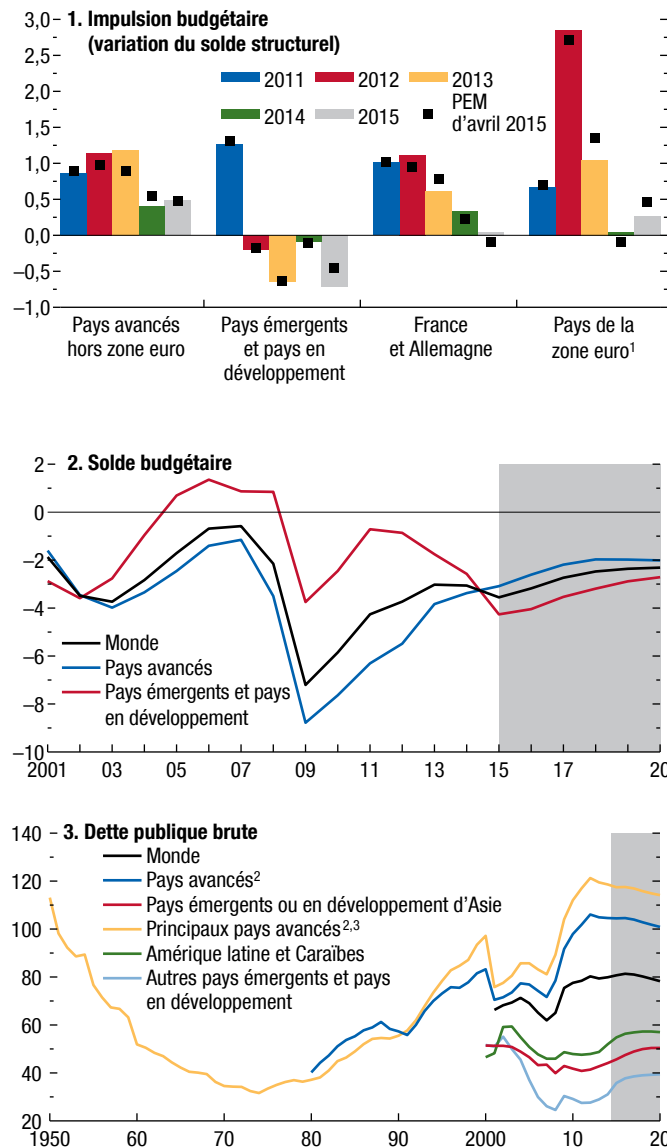
<sup>2</sup>Certains estiment que, en raison des progrès technologiques rapides, surtout dans le secteur des technologies de l'information et des communications, les statistiques conventionnelles sur le revenu national sous-estiment de plus en plus le véritable niveau des revenus, mais ce point de vue n'est pas largement accepté.

<sup>3</sup>L'analyse des erreurs de prévision donne des résultats similaires, comme indiqué à l'encadré 1.3 de l'édition d'octobre 2014 des PEM.

### Graphique 1.9. Politique budgétaire

(En pourcentage du PIB, sauf indication contraire)

L'assainissement des finances publiques devrait se modérer dans la plupart des pays avancés sur l'horizon des prévisions. Cependant, dans les pays du cœur de la zone euro, la politique budgétaire sera légèrement plus restrictive que prévu dans l'édition d'avril 2015 des PEM, alors que, dans quelques autres pays de la zone euro, elle a été assouplie par rapport aux projections antérieures. Dans les pays émergents et les pays en développement, la politique budgétaire devrait s'assouplir en 2015, mais avec des différences considérables d'un pays à l'autre.



Source : estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>Pays de la zone euro (Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal) affichant un écart de taux d'emprunt élevé pendant la crise de la dette souveraine de 2010–11.

<sup>2</sup>Les données jusqu'à 2000 excluent les États-Unis.

<sup>3</sup>Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni.

ment de la croissance dans les pays partenaires, semblent avoir joué un rôle plus important que par la suite en 2013–14<sup>4</sup>. L'évolution de la croissance dans tous les pays partenaires semble avoir été un facteur plus important que l'évolution dans les pays avancés partenaires uniquement, ce qui témoigne peut-être d'une intensification des échanges commerciaux au sein du groupe des pays émergents et des pays en développement. Si le niveau de l'exposition commerciale directe à la Chine ne semble pas être un facteur d'explication important des écarts internationaux observés dans le ralentissement de la croissance, le fait d'être un pays exportateur net de produits de base semble être un facteur important : ces pays ont enregistré un ralentissement de la croissance relativement plus prononcé, toutes autres choses étant égales. Néanmoins, comme indiqué au chapitre 2, l'impact des fluctuations des termes de l'échange de produits de base sur la croissance effective et potentielle (à moyen terme) dépend de plusieurs facteurs, tels que le niveau initial de développement financier, l'effet d'atténuation ou d'aggravation du cycle qui est exercé par la politique budgétaire, ainsi que les régimes de change.

De manière générale, les pays exportateurs dont le taux de change est plus flexible ont enregistré un ralentissement de la croissance moins marqué pendant la période 2011–14, ce qui fut vrai aussi pour les autres pays émergents.

Le ralentissement de la croissance semble correspondre à une correction après des années de croissance exceptionnellement rapide pendant la première décennie 2000. Les pays qui ont affiché une croissance largement supérieure à la moyenne à long terme aux environs de la crise financière mondiale ont enregistré un ralentissement plus marqué pendant la période 2011–14 («réversion moyenne»). Cela donne à penser que les ralentissements prolongés pourraient aussi en partie être liés à un ajustement à diverses séquelles éventuelles de l'expansion, y compris un surinvestissement et une hausse de l'endettement du secteur des entreprises après des augmentations rapides du crédit, comme indiqué au chapitre 3 du GFSR d'octobre 2015.

### Les prévisions

#### Hypothèses concernant l'action des pouvoirs publics

L'assainissement des finances publiques devrait se modérer dans les pays avancés sur l'horizon des prévisions (graphique 1.9). Dans les pays émergents, la politique budgétaire devrait devenir plus expansionniste afin d'at-

<sup>4</sup>Le chapitre 4 de l'édition d'avril 2014 des PEM note aussi le rôle important joué par les chocs extérieurs dans les phases initiales du ralentissement.

ténuer le ralentissement, quoique avec des différences marquées d'un pays et d'une région à l'autre. Sur le front monétaire, les taux directeurs américains devraient augmenter à partir de fin 2015 (graphique 1.5). Au Royaume-Uni, la politique monétaire devrait commencer à se normaliser en 2016 (conformément aux attentes des marchés). Une politique monétaire très accommodante devrait rester en place plus longtemps au Japon et aussi dans la zone euro, où les achats mensuels d'obligations publiques ont débuté le 9 mars. De manière générale, il est prévu que les taux directeurs restent inchangés dans plusieurs pays émergents jusqu'à ce que les taux commencent à monter aux États-Unis.

### *Autres hypothèses*

Il est supposé que les conditions financières mondiales resteront accommodantes : il y aura un durcissement progressif qui se traduira entre autres par une hausse des rendements des bons du Trésor américain à 10 ans à mesure que s'approche la date attendue pour l'abandon de la borne du zéro aux États-Unis. Il est supposé que la politique monétaire aux États-Unis et au Royaume-Uni se normalisera graduellement, sans augmentation prononcée et prolongée de la volatilité sur les marchés financiers, ni variation brutale des taux d'intérêt à long terme. Néanmoins, les conditions financières dans les pays émergents seront plus rigoureuses qu'au cours des derniers mois, du fait de la hausse récente des écarts de taux et de la baisse des cours des actions, avec de nouvelles hausses des taux à long terme en raison de la montée des rendements à 10 ans dans les pays avancés. Les prix du pétrole devraient augmenter progressivement sur l'horizon des prévisions, d'une moyenne de 52 dollars le baril en 2015 à environ 55 dollars le baril en 2017. Par contre, les prix des produits de base hors carburants devraient se stabiliser à des niveaux plus bas après les chutes récentes des prix des produits alimentaires et des métaux. Il est supposé que les tensions géopolitiques resteront élevées : la situation en Ukraine devrait rester difficile et les troubles devraient persister dans quelques pays du Moyen-Orient. Ces tensions devraient généralement s'atténuer, ce qui permettrait une reprise graduelle dans les pays les plus touchés en 2016–17.

### *Perspectives de l'économie mondiale pour 2015–16*

La croissance mondiale devrait tomber de 3,4 % en 2014 à 3,1 % en 2015, avant de remonter à 3,6 % en 2016 (tableau 1.1). Le fléchissement de la croissance cette année tient à un nouveau ralentissement dans les pays émergents, qui est compensé en partie par un redressement modeste de l'activité dans les pays avancés, en particulier dans la zone euro. Ce redressement, favorisé

par la baisse des prix du pétrole (graphique 1.3) et des politiques monétaires accommodantes, réduira légèrement les écarts de production.

Le fléchissement de la croissance dans les pays émergents, pour la cinquième année consécutive, s'explique par une combinaison de facteurs : un affaiblissement de la croissance dans les pays exportateurs de pétrole, un ralentissement en Chine, où la croissance devient moins tributaire de l'investissement, et une dégradation des perspectives pour les pays exportateurs d'autres produits de base, notamment des pays d'Amérique latine, à la suite des baisses des prix. Dans les pays émergents importateurs de pétrole, une répercussion plus limitée de la baisse des prix du pétrole sur les consommateurs, conjuguée à une dépréciation considérable de la monnaie dans certains cas, a atténué l'impulsion donnée à la croissance, car la baisse des prix a profité en partie aux pouvoirs publics (par exemple sous forme d'économies résultant de la diminution des subventions énergétiques, comme indiqué dans l'édition d'avril 2015 du *Moniteur des finances publiques*).

L'accélération sensible de la croissance qui est attendue en 2016 tient aux meilleures performances à la fois des pays émergents et des pays avancés. Dans les pays émergents et les pays en développement, la croissance dans les pays qui ont connu des difficultés économiques en 2015 (dont le Brésil, la Russie et quelques pays d'Amérique latine et du Moyen-Orient) devrait être plus élevée qu'en 2015, même si elle devrait rester faible ou négative, et la demande intérieure en Inde devrait rester vigoureuse. Cela fera plus que compenser le ralentissement qui devrait persister en Chine. Dans les pays avancés, l'accélération de la croissance tient à un affermissement de la reprise au Japon, aux États-Unis et dans la zone euro, avec une réduction progressive des écarts de production.

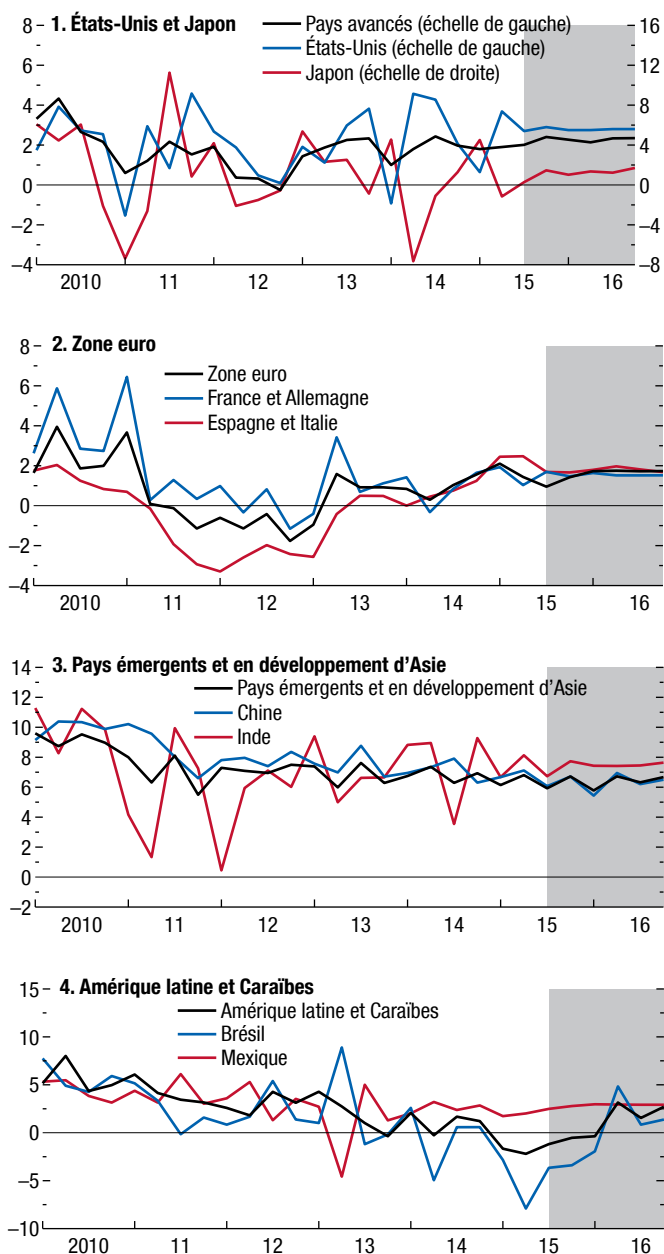
Les perspectives sont moins favorables que celles figurant dans la *Mise à jour des PEM* de juillet 2015 tant pour les pays avancés que pour les pays émergents. Par rapport à l'édition d'avril 2015 des PEM, la croissance mondiale a été révisée à la baisse de 0,4 point en 2015 et de 0,2 point en 2016.

### *Perspectives de l'économie mondiale à moyen terme*

La croissance mondiale devrait s'accélérer au-delà de 2016, grâce à la poursuite de la reprise dans les pays émergents et les pays en développement. Cette reprise tient à deux facteurs. Premièrement, il est supposé que la croissance retrouve progressivement son taux tendanciel dans les pays et régions qui sont en difficulté ou dont la croissance se situe bien en deçà du potentiel en 2015–16 (par exemple Brésil et reste de l'Amérique latine, Russie et certains pays du Moyen-Orient).

### Graphique 1.10. Prévisions de croissance du PIB (Variation trimestrielle annualisée en pourcentage)

Dans les pays avancés, la croissance devrait rester robuste et supérieure à la tendance jusqu'à fin 2016 et contribuer à réduire l'écart de production. La reprise dans la zone euro devrait être généralisée. En Inde, la croissance devrait être plus élevée que dans les autres principaux pays émergents. En Amérique latine et dans les Caraïbes, l'activité devrait rebondir en 2016 après une récession en 2015.



Source : estimations des services du FMI.

Deuxièmement, le poids dans l'économie mondiale de pays à croissance rapide tels que la Chine et l'Inde augmente graduellement, ce qui accroît encore leur importance en tant que moteurs de la croissance mondiale.

D'autre part, la croissance dans les pays avancés devrait rester voisine de 2¼ % tandis que les écarts de production se réduisent progressivement, puis tomber au-dessous de 2 %, en raison des effets graduels de l'évolution démographique sur la main-d'œuvre et donc la production potentielle, qui ont été examinés au chapitre 3 de l'édition d'avril 2015 des PEM.

#### Perspectives économiques des pays et des régions

- La reprise devrait se poursuivre aux *États-Unis*, grâce à la baisse des prix de l'énergie, à la réduction du frein budgétaire, au renforcement des bilans et à l'amélioration du marché immobilier (graphique 1.10, page 1). Ces forces devraient plus que compenser le frein exercé par l'affermissement du dollar sur les exportations nettes. En conséquence, la croissance devrait atteindre 2,6 % en 2015 et 2,8 % en 2016. Cependant, les perspectives de croissance à plus long terme sont moins favorables : la croissance potentielle est estimée à environ 2 % seulement, à cause du vieillissement de la population et de la faiblesse de la croissance de la productivité totale des facteurs (qui, selon des révisions récentes des comptes nationaux, a été inférieure aux estimations précédentes pendant la période 2012–14).
- Dans la *zone euro*, la reprise modérée devrait se poursuivre en 2015–16, portée par la baisse des prix du pétrole, l'assouplissement de la politique monétaire et la dépréciation de l'euro (graphique 1.10, page 2). Par ailleurs, la croissance potentielle demeure faible, en raison des séquelles de la crise, mais aussi de l'évolution démographique et d'un ralentissement de la productivité totale des facteurs qui date d'avant la crise (voir chapitre 3). Une croissance et une inflation modérées sont donc attendues. La croissance devrait passer de 0,9 % en 2014 à 1,5 % cette année et à 1,6 % en 2016, comme prévu en avril dernier. La croissance devrait s'accélérer en 2015 et en 2016 en France (1,2 % en 2015 et 1,5 % en 2016), en Italie (0,8 % en 2015 et 1,3 % en 2016) et surtout en Espagne (3,1 % en 2015 et 2,5 % en 2016). En Allemagne, la croissance devrait demeurer voisine de 1½ % (1,5 % en 2015 et 1,6 % en 2016). En ce qui concerne la Grèce, il est bien plus difficile d'établir des perspectives après la période prolongée d'incertitude plus tôt dans l'année.
- Au *Japon*, la croissance du PIB devrait passer de –0,1 % en 2014 à 0,6 % en 2015 et à 1,0 % en 2016 (graphique 1.10, page 1). La reprise progressive s'ex-

plique par l'augmentation des rémunérations réelles et la montée des cours des actions qui résulte de l'assouplissement quantitatif et qualitatif supplémentaire opéré par la Banque du Japon, ainsi que par la baisse des prix du pétrole et des produits de base.

- Dans les autres pays avancés, une croissance solide est généralement attendue, mais elle devrait être plus faible qu'en 2014. Au *Royaume-Uni*, la croissance devrait rester inchangée (2,5 % en 2015 et 2,2 % en 2016), portée par la baisse des prix du pétrole et le redressement continu de la croissance des salaires. En *Suède*, la reprise (croissance de 2,8 % prévue en 2015) est soutenue par la consommation et un investissement immobilier supérieur à 10 %. En *Suisse*, la forte appréciation du taux de change plus tôt dans l'année devrait freiner la croissance à court terme (1,0 % en 2015). Dans les pays exportateurs de produits de base, la baisse des prix de ces produits pèse sur les perspectives en réduisant le revenu disponible et l'investissement dans le secteur des ressources naturelles. Cela se fait particulièrement sentir au *Canada*, où la croissance devrait avoisiner 1 % en 2015, soit 1,2 point en deçà des prévisions d'avril. En *Australie*, la croissance de 2,4 % qui est attendue en 2015, soit un peu moins que prévu en avril, tient à la baisse des prix des produits de base et de l'investissement dans le secteur des ressources naturelles, qui est compensée en partie par une politique monétaire accommodante et un affaiblissement de la monnaie. En *Norvège*, le PIB devrait progresser de 0,9 % cette année : le recul des prix du pétrole se traduit par une stagnation de l'investissement et un fléchissement de la consommation. Dans les pays asiatiques avancés, la croissance est généralement plus basse qu'en 2014, à cause de chocs internes et d'un ralentissement des exportations. Le ralentissement de la croissance par rapport à l'an dernier est surtout notable dans la *province chinoise de Taïwan* (de 3,8 % à 2,2 %), où les exportations ralentissent de manière particulièrement prononcée.
- En *Chine*, la croissance devrait ralentir à 6,8 % cette année et à 6,3 % en 2016, soit des projections inchangées par rapport à avril (graphique 1.10, page 3). Les excès antérieurs dans les domaines de l'immobilier, du crédit et de l'investissement continuent de se résorber, avec une nouvelle modération des taux de croissance de l'investissement, en particulier dans l'immobilier résidentiel. Il est supposé dans les prévisions que les pouvoirs publics chercheront à réduire la vulnérabilité liée à la récente croissance rapide du crédit et de l'investissement, et donc non pas à contrebalancer pleinement la modération de l'activité. L'exécution en cours de réformes structurelles ainsi que la baisse des prix du

pétrole et d'autres produits de base devraient accroître les activités orientées sur la consommation, ce qui compenserait en partie le ralentissement. La baisse des cours boursiers ne devrait avoir qu'un effet modeste sur la consommation (étant donné les avoirs modestes des ménages), et la volatilité actuelle sur les marchés financiers devrait prendre fin sans provoquer de perturbations considérables sur le plan macroéconomique.

- Dans les autres pays émergents ou en développement d'Asie, la croissance devrait s'affermir. En *Inde*, elle devrait passer de 7,3 % cette année et l'an dernier à 7,5 % l'an prochain. La croissance profitera des réformes récentes, d'un redressement de l'investissement et de la baisse des prix des produits de base. Parmi les pays de l'ASEAN-5 (*Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Viet Nam*), la Malaisie et, dans une moindre mesure, l'Indonésie devraient connaître un ralentissement cette année, en raison d'une détérioration des termes de l'échange. Par contre, la croissance devrait s'accroître en Thaïlande, du fait de la baisse de l'incertitude entourant l'action des pouvoirs publics, rester plus ou moins stable aux alentours de 6 % aux Philippines et s'affermir pour atteindre 6,5 % au Viet Nam, grâce au recul des prix du pétrole.
- En *Amérique latine* et dans les *Caraïbes*, l'activité économique continue de ralentir fortement, avec une légère contraction de l'activité en 2015 (graphique 1.10, page 4). Une reprise modeste est prévue pour 2016, mais la croissance devrait rester bien en deçà de la tendance, à 0,8 %. Les projections de croissance ont été révisées à la baisse de plus de 1 point en 2015 et en 2016 par rapport à l'édition d'avril 2015 des PEM. La détérioration des perspectives des prix des produits de base et une situation initiale difficile agissent l'une sur l'autre dans certains pays. Au *Brésil*, la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs continue de baisser en grande partie à cause de la détérioration de la situation politique, l'investissement diminue rapidement et le durcissement nécessaire de la politique macroéconomique pèse sur la demande intérieure. Une contraction de la production de 3 % et de 1 % est maintenant attendue en 2015 et en 2016, respectivement (soit, pour les deux années, 2 points de moins que prévu en avril), avec des répercussions négatives considérables sur la croissance dans de grandes parties de la région, étant donné la taille et l'interconnectivité de l'économie brésilienne. Le *Venezuela* devrait connaître une récession profonde en 2015 et en 2016 (–10 % et –6 %, respectivement), parce que le recul des prix du pétrole depuis la mi-juin 2014 a accentué les déséquilibres macroéconomiques intérieurs et les

tensions sur la balance des paiements. L'inflation devrait dépasser largement 100 % en 2015. Un fléchissement modeste de l'activité est maintenant attendu en *Équateur*, où la croissance pour 2015 a été révisée à la baisse de plus de 2 points, en raison de l'impact de la baisse des prix du pétrole, conjugué à une forte appréciation réelle de la monnaie due à l'affermissement du dollar américain. Un recul supplémentaire des prix des métaux devrait peser sur la reprise au *Chili* et au *Pérou*, tandis que le ralentissement prévu en *Colombie* tient au repli des prix du pétrole.

- Dans les pays de la *Communauté des États indépendants*, les projections restent très pessimistes, du fait de la récession en *Russie*, avec ses conséquences régionales, ainsi que d'une nouvelle contraction très forte en *Ukraine*. Globalement, l'activité devrait se contracter de 2,7 %, après avoir progressé de 1 % en 2014. Les perspectives devraient s'améliorer en 2016, avec un retour à une croissance de 0,5 %. En *Russie*, l'activité devrait se contracter de 3,8 % cette année, à cause de l'interaction de la baisse des prix du pétrole et des sanctions internationales avec les faiblesses structurelles préexistantes. La production devrait encore baisser en 2016. La contraction de 0,1 % qui est attendue dans le reste de la région cette année tient dans une large mesure à la profonde récession en *Ukraine* (−9 %), qui devrait retrouver le chemin de la croissance en 2016, grâce au début de la reconstruction. Ailleurs dans la région, en particulier dans la région du Caucase et de l'Asie centrale, l'activité sera freinée par la baisse des prix des produits de base et les répercussions de la récession en *Russie* (par la voie du commerce, de l'investissement direct étranger et en particulier des envois de fonds), qui interagissent avec les facteurs existants de vulnérabilité structurelle.
- Dans les *pays émergents et en développement d'Europe*, la croissance devrait progresser de manière modeste pour s'établir à 3,0 % en 2015–16. La région profite de la baisse des prix du pétrole et de la reprise graduelle dans la zone euro, mais souffre aussi de la contraction en *Russie* et de l'impact de l'endettement élevé persistant des entreprises sur l'investissement. Ce dernier facteur, conjugué à l'incertitude politique, devrait peser sur la demande intérieure en *Turquie*, où la croissance devrait rester voisine de 3 % en 2015–16. L'expansion reste relativement robuste en Europe centrale et orientale, où la *Hongrie* et la *Pologne* enregistrent une croissance de 3 % ou plus en 2015, mais elle est plus faible en Europe du Sud-Est (à l'exception de la *Roumanie*), avec une croissance inférieure à 2 % en *Bulgarie*, en *Croatie* et en *Serbie*.
- Dans la *région du Moyen-Orient, de l'Afrique du Nord, de l'Afghanistan et du Pakistan*, la croissance devrait rester

modeste en 2015, à 2,5 %, soit légèrement au-dessous du niveau de l'an dernier. Les répercussions des conflits régionaux et la montée des tensions sécuritaires et sociales pèsent sur la confiance et freinent la croissance. Les perspectives des pays exportateurs de pétrole souffrent du bas niveau des prix du pétrole. Dans les pays importateurs de pétrole, la reprise s'affermie. Les vents contraires liés à la faiblesse de la confiance sont compensés par les gains tirés de la baisse des prix du pétrole, des réformes économiques et de l'affermissement de la croissance dans la zone euro. La croissance régionale devrait s'accélérer considérablement en 2016, grâce au rebond de l'activité dans la *République islamique d'Iran*, où l'élimination des sanctions — lorsque le plan d'action conjoint aura force obligatoire et sera mis en œuvre — devrait conduire à un redressement de la production et des exportations de pétrole, ainsi qu'à une amélioration graduelle des perspectives pour les pays durablement touchés par des conflits, tels que l'Iraq, la Libye et le Yémen. Par rapport aux projections d'avril 2015, les perspectives pour 2015 se sont dégradées, du fait de l'effondrement de l'activité du Yémen et d'une nouvelle baisse du PIB en Libye, mais elles semblent plus favorables pour 2016, principalement grâce à l'amélioration des perspectives de la République islamique d'Iran.

- En *Afrique subsaharienne*, la croissance devrait ralentir cette année à 3,8 %, contre 5,0 % en 2014, soit une révision à la baisse de 0,7 point par rapport à avril. Le ralentissement observé en 2015 s'explique principalement par les répercussions de la baisse des prix des produits de base, en particulier du pétrole, ainsi que par le recul de la demande de la Chine, qui est le principal partenaire commercial de l'Afrique subsaharienne, et le durcissement des conditions financières mondiales pour les pays préémergents de la région. Parmi les pays exportateurs de pétrole de la région, la croissance au *Nigeria* devrait s'établir à 4 % en 2015, environ 2¼ points de moins que l'an dernier, et la croissance en *Angola* devrait aussi fléchir, à 3,5 %, contre près de 5 % en 2014. En ce qui concerne les pays importateurs de pétrole de la région, dont la croissance moyenne devrait être de 4 %, une majorité continuera d'enregistrer une croissance vigoureuse, en particulier les pays à faible revenu, où l'investissement dans les infrastructures se poursuit et où la consommation privée demeure vigoureuse. Des pays tels que la *Côte d'Ivoire*, la *République démocratique du Congo*, l'*Éthiopie*, le *Mozambique* et la *Tanzanie* devraient connaître une croissance d'environ 7 % ou plus cette année et l'année prochaine. Mais d'autres pays, comme la *Sierra Leone* et la *Zambie*, souffrent de la baisse des prix de leur principal produit

d'exportation, alors même que la baisse des prix du pétrole allège leurs factures d'importations d'énergie. En *Afrique du Sud*, la croissance devrait être inférieure à 1½ % cette année et l'année prochaine, du fait de délestages et d'autres goulets d'étranglement de l'offre. Au *Ghana*, les pénuries d'électricité et l'assainissement des finances publiques pèsent aussi sur l'activité, qui devrait encore ralentir en 2015, pour atteindre 3,5 %. Pour l'ensemble de la région, la croissance devrait s'accroître à 4,3 % en 2016, grâce à la reprise de l'économie mondiale, qui favorisera un redressement modéré de la demande extérieure, au redressement modeste des prix du pétrole, qui profitera aux pays exportateurs de pétrole, et à l'amélioration des perspectives des pays touchés par l'épidémie Ébola.

- Dans les pays en développement à faible revenu, la croissance devrait ralentir à 4,8 % en 2015, plus de 1 point de moins qu'en 2014, avant de remonter à 5,8 % en 2016. Ces projections sont orientées par les perspectives des pays de l'Afrique subsaharienne, en particulier le Nigéria, la croissance résiliente dans les pays en développement à faible revenu d'Asie, en particulier le *Bangladesh* et le *Viet Nam*, et, pour 2015, l'effondrement de l'activité dû à des conflits internes au *Yémen*.

### Inflation mondiale

L'inflation devrait fléchir en 2015 dans les pays avancés, principalement en raison de la baisse des prix du pétrole. La répercussion de cette baisse sur l'inflation hors alimentation et énergie devrait rester modérée, comme lors des épisodes récents de fortes variations des prix des produits de base. Dans les pays émergents et les pays en développement, l'inflation devrait monter en 2015, mais cela s'explique par la forte augmentation des prévisions d'inflation pour le Venezuela (plus de 100 %) et l'Ukraine (environ 50 %). Si ces pays sont exclus, l'inflation dans les pays émergents et les pays en développement devrait fléchir de 4,5 % en 2014 à 4,2 % en 2015.

Dans les pays avancés, l'inflation devrait monter en 2016 et au-delà, mais devrait rester généralement en deçà des objectifs fixés par les banques centrales. Dans les pays émergents et les pays en développement, l'inflation devrait fléchir en 2016, surtout dans les pays dont la monnaie s'est dépréciée considérablement ces derniers mois, comme la Russie et, dans une moindre mesure, le Brésil.

- Dans la zone euro, l'inflation globale devrait atteindre 0,2 % en 2015, soit légèrement au-dessous du niveau observé en 2014. Après être tombée au-dessous de zéro en décembre 2014 et être restée négative pendant le premier trimestre de 2015, l'inflation est montée au deuxième trimestre de 2015, en raison d'une reprise mo-

deste de l'activité économique, de l'inversion partielle des prix du pétrole et de l'impact de la dépréciation de l'euro. Si les anticipations inflationnistes sont plus élevées qu'au premier trimestre, elles restent faibles, bien que des premiers signes d'une remontée de l'inflation sous-jacente apparaissent dans les indicateurs principaux. L'inflation globale devrait monter à 1 % en 2016, mais devrait rester modérée à moyen terme.

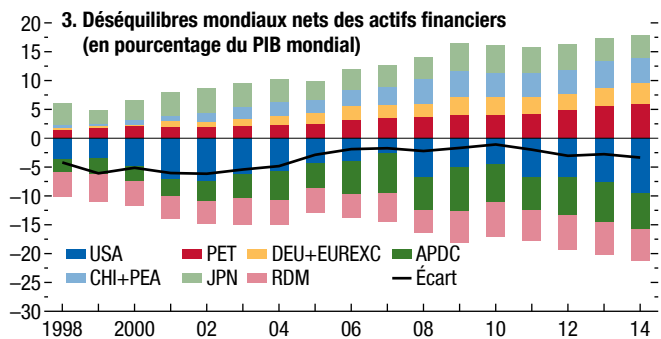
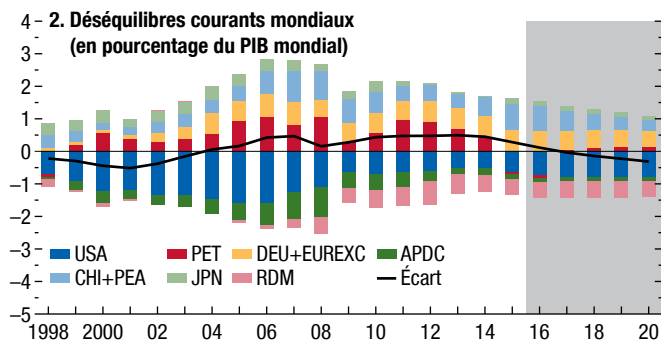
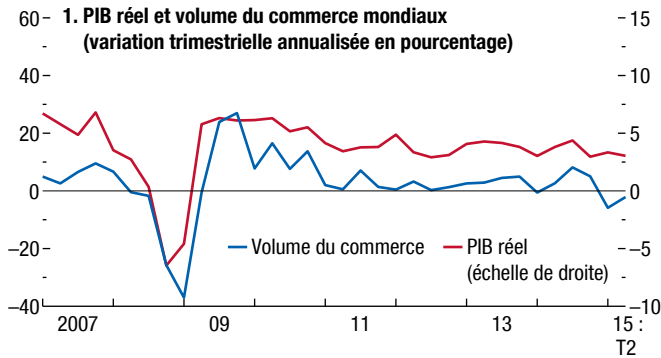
- Au Japon, plusieurs facteurs orienteront les prix à la hausse, notamment l'impact retardé de l'affaiblissement récent du yen et la réduction de l'écart de production. Le resserrement soutenu du marché du travail pourrait accélérer une dynamique favorable salaires-prix. En conséquence, à politique inchangée, l'inflation devrait monter graduellement pour atteindre 1½ % à moyen terme.
- Aux États-Unis, l'inflation annuelle devrait tomber à 0,1 % en 2015. Après un repli prononcé fin 2014 et début 2015 en raison de la baisse des prix de l'énergie, elle a commencé à monter graduellement, en dépit des effets de l'appréciation du dollar, de la modération des salaires et de nouveaux reculs des prix du pétrole. L'inflation devrait ensuite monter progressivement pour se rapprocher de 2 %, l'objectif à plus long terme de la Réserve fédérale.
- Dans plusieurs pays avancés plus petits — notamment en Europe et en Asie de l'Est —, l'inflation devrait rester bien en-deçà des objectifs fixés. En particulier, en Suisse, les prix à la consommation devraient baisser en 2015 et en 2016, après la forte appréciation du franc en janvier. L'inflation reste modérée en Nouvelle-Zélande, en République tchèque et en Suède, mais devrait augmenter sur la période 2016–17 pour se rapprocher de l'objectif fixé.

Dans les pays émergents, le recul des prix du pétrole et un ralentissement de l'activité contribuent à un fléchissement de l'inflation en 2015, même si la baisse du prix du pétrole ne sera pas répercutée intégralement sur les prix payés à la pompe. Par ailleurs, cependant, de fortes dépréciations nominales des taux de change orientent les prix à la hausse dans plusieurs pays, en particulier dans les pays exportateurs de produits de base. Pendant les années suivantes, l'effet de la baisse des prix du pétrole devrait disparaître progressivement, mais cet effet devrait être compensé par une disparition progressive de l'effet des fortes dépréciations ainsi que par un fléchissement graduel de l'inflation sous-jacente, qui se rapprocherait des objectifs d'inflation à moyen terme.

- En Chine, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation devrait être de 1,5 % en 2015, du fait de la baisse des prix des produits de base, de la forte

**Graphique 1.11. Secteur extérieur**

Le volume du commerce mondial s'est affaibli davantage que le PIB au premier semestre de 2015, ce qui indique que la croissance économique dans les services et les autres secteurs des biens non échangeables a été relativement plus vigoureuse que dans les secteurs des biens échangeables. Les déséquilibres courants mondiaux devraient continuer de se réduire sur l'horizon des prévisions, principalement grâce à la baisse des excédents dans les pays exportateurs de pétrole. Par contre, les positions créditrices et débitrices ont continué d'augmenter en pourcentage du PIB mondial.



Sources : Bureau néerlandais de l'analyse de la politique économique CPB; estimations des services du FMI.

Note : Les codes pays de l'Organisation internationale de normalisation sont utilisés. APDC : autres pays européens affichant un déficit courant avant la crise (Grèce, Irlande, Italie, Portugal, Espagne, Royaume-Uni, groupe PEM des pays émergents et en développement d'Europe); CHI+PEA = Chine et pays émergents d'Asie (Corée, RAS de Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, province chinoise de Taiwan, Thaïlande); DEU+EUREXC = Allemagne et autres pays avancés européens en excédent (Autriche, Danemark, Luxembourg, Pays-Bas, Suède, Suisse); PET = Norvège et groupe PEM des pays émergents et des pays en développement exportateurs de combustibles; RDM = reste du monde.

appréciation réelle du renminbi et d'un affaiblissement de la demande intérieure, mais elle devrait s'accélérer progressivement par la suite.

- En Inde, l'inflation devrait encore fléchir en 2015, en raison de la baisse des prix mondiaux du pétrole et des produits de base agricoles. Au Brésil, l'inflation moyenne devrait monter à 8,9 % cette année, soit au-dessus du plafond de la marge de tolérance, du fait d'un ajustement des prix réglementés et d'une dépréciation de la monnaie, et devrait converger vers l'objectif de 4,5 % au cours des deux années suivantes. Par contre, l'inflation devrait monter aux environs de 16 % en 2015 en Russie, en raison de la forte dépréciation du rouble, et tomber au-dessous de 9 % l'an prochain. En Turquie, une inflation voisine de 7½ % est prévue pour 2015, soit environ 2½ point au-dessus de l'objectif fixé.
- Quelques pays émergents devraient afficher une inflation globale largement inférieure à l'objectif fixé en 2015, avec des hausses modestes en 2016. Il s'agit en particulier de plusieurs petits pays européens dont la monnaie est étroitement liée à l'euro.

**Évolution du secteur extérieur**

La croissance du commerce mondial devrait rester modeste, comme au cours des deux dernières années (graphique 1.11, page 1). Une reprise du commerce est attendue pour les pays avancés. En ce qui concerne les pays émergents, la croissance des importations devrait encore fléchir, en raison de l'affaiblissement de la demande intérieure et de la dépréciation des monnaies, mais la croissance des exportations devrait s'accélérer, portée par l'augmentation des exportations pétrolières du Moyen-Orient et le redressement de la demande intérieure dans les pays avancés.

En 2014, les flux de capitaux en direction et en provenance des pays avancés sont restés modestes par rapport à leur tendance d'avant la crise, mais ils semblent s'être redressés début 2015. Après avoir été longtemps vigoureux, les flux de capitaux vers les pays émergents sont en baisse depuis fin 2013 (graphique 1.12, pages 1 et 2). Cela s'explique dans une large mesure par une réduction des entrées de capitaux en Chine et en Russie, mais aussi par une baisse des flux de capitaux vers d'autres pays et régions, notamment en Amérique latine. Faute de forte variation du solde agrégé des transactions courantes des pays émergents et des pays en développement, la baisse des entrées de capitaux a été compensée par une baisse correspondante des achats nets d'avoirs extérieurs par ces pays (graphique 1.12, page 4). Le groupe des grands pays émergents a vendu des réserves de change pour environ 100 milliards de dollars pendant le dernier trimestre de 2014 et le dernier trimestre



de 2015, les ventes nettes de la Chine, de la Russie et de l'Arabie saoudite en représentant la majeure partie<sup>5</sup>.

Les déficits et les excédents des transactions courantes dans les principales régions créditrices et débitrices ont continué de diminuer en 2014, quoique de manière relativement modeste (graphique 1.12, page 2). Néanmoins, les positions créditrices et débitrices, mesurées par les positions extérieures globales nettes, ont continué d'augmenter en pourcentage du PIB mondial en 2014 (graphique 1.12, page 3). Les effets des variations de change constituent un facteur d'explication important. En particulier, l'appréciation du dollar américain et l'augmentation de la valeur des actifs américains en rapport avec les variations des taux d'intérêt et des cours des actions ont accru les engagements extérieurs nets des États-Unis et, de manière symétrique, la valeur des actifs des détenteurs d'instruments financiers américains.

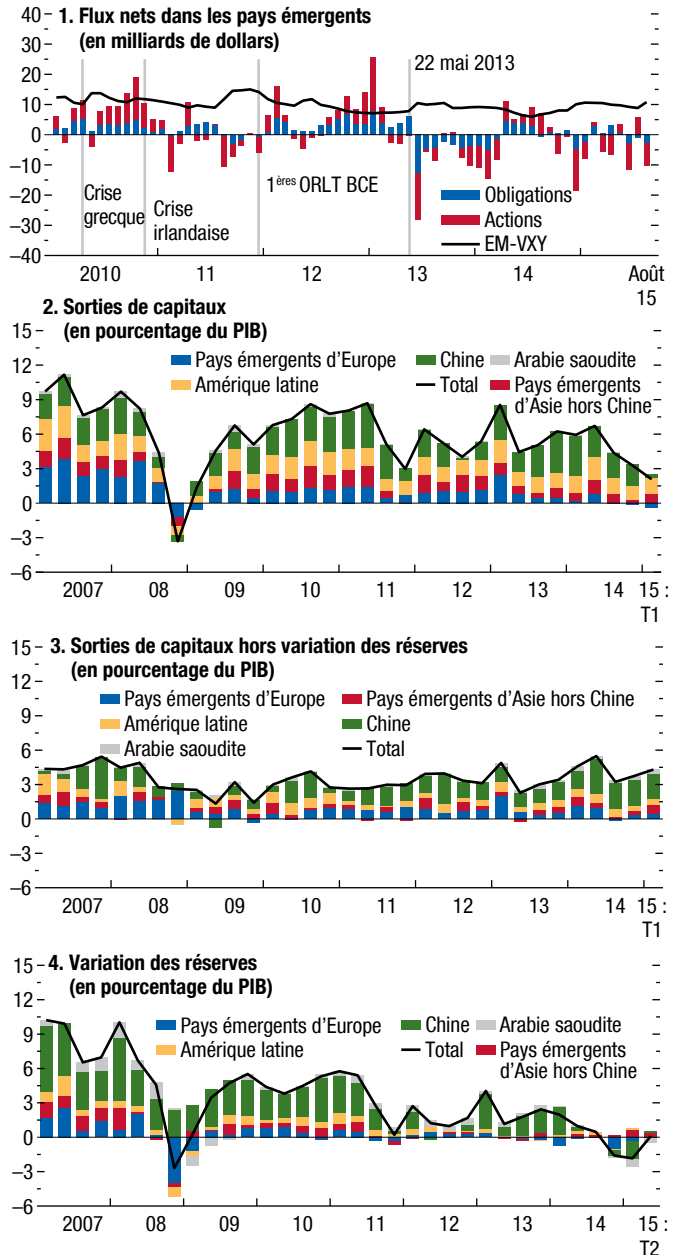
Les projections pour 2015 font état de changements dans la composition des déficits et des excédents des transactions courantes à l'échelle mondiale, du fait de l'impact de la baisse des prix du pétrole et d'autres produits de base, ainsi que des fortes variations des taux de change qui ont été observées depuis l'an dernier. Comme noté au chapitre 3, il semble que les variations des taux de change continuent d'avoir un impact économiquement significatif sur les soldes extérieurs. Cependant, la taille agrégée des déficits et des excédents courants mondiaux restera plus ou moins stable. En particulier, la contraction des excédents des pays exportateurs de pétrole continuera d'être plus ou moins compensée par l'augmentation des excédents des pays importateurs de pétrole, tels que les pays européens en situation d'excédent et la Chine, tandis que la réduction des déficits de certains pays importateurs de pétrole est compensée, et le restera, par une détérioration du solde courant des États-Unis.

D'un point de vue normatif, il n'y a bien entendu aucune présomption que les déficits et les excédents des transactions courantes doivent nécessairement baisser. Mais, comme indiqué dans le Rapport sur le secteur extérieur 2015 (*2015 External Sector Report*, FMI, 2015a), les déséquilibres courants d'un certain nombre de pays en 2014 semblent trop élevés par rapport à une norme qui cadre avec la stabilité extérieure. Ces pays ont réduit de manière limitée les déséquilibres excessifs qui subsistaient après la forte diminution des déséquilibres qui a fait suite

<sup>5</sup>La baisse de l'encours des réserves des pays émergents et des pays en développement conduit à une surestimation du montant des ventes effectives en raison de l'effet des variations de change : l'appréciation du dollar américain par rapport à la plupart des autres monnaies de réserve au cours des derniers trimestres implique une baisse de l'encours des réserves mesurées en dollars américains.

**Graphique 1.12. Flux de capitaux dans les pays émergents**

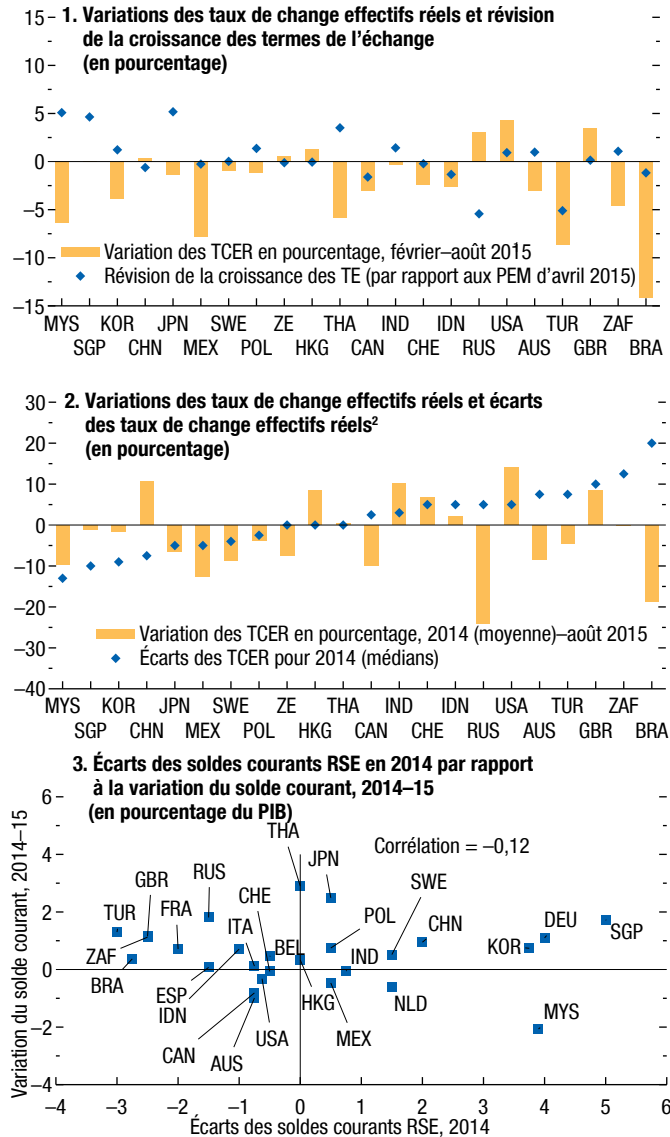
Les entrées brutes de capitaux dans les pays émergents ont commencé à ralentir de manière prononcée en 2014 et, en pourcentage du PIB, ont atteint au premier trimestre de 2015 leur plus bas niveau depuis la reprise qui a suivi la crise financière. Comme les sorties brutes de capitaux ont été soutenues et comme le solde agrégé des transactions courantes n'a guère varié, ce groupe de pays dans son ensemble a commencé à vendre des réserves de change en 2014.



Sources : Bloomberg, L.P.; EPFR Global; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.  
 Note : Les entrées de capitaux sont les achats nets d'avoirs intérieurs par des non-résidents. Les sorties de capitaux sont les achats nets d'avoirs étrangers par des résidents intérieurs. Pays émergents hors Chine : Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande; pays émergents d'Europe : Pologne, Roumanie, Russie et Turquie; Amérique latine : Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou; BCE : Banque centrale européenne; EM-VXY : JP Morgan Emerging Market Volatility Index; ORLT : opérations de refinancement à long terme.

**Graphique 1.13. Taux de change réel et écarts des soldes courants**

Les monnaies de nombreux grands pays émergents se sont encore dépréciées en valeur effective réelle depuis les projections de l'édition d'avril 2015 des PEM, du fait dans une large mesure d'un affaiblissement de leurs paramètres économiques fondamentaux, notamment une détérioration des perspectives de croissance et des termes de l'échange. En ce qui concerne les déséquilibres extérieurs, il ressort de l'évaluation figurant dans le Rapport sur le secteur extérieur 2015 que ces déséquilibres restaient trop élevés en 2014 par rapport aux normes. Selon les projections des PEM, les soldes courants attendus en 2015 tendraient généralement à évoluer de manière à réduire les écarts courants implicites de 2014. Cependant, dans quelques grands pays, parmi lesquels l'Allemagne, la Chine et les États-Unis, aucune réduction n'est attendue.



Sources : Global Insight, FMI, Rapport sur le secteur extérieur 2015 (RSE); FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.  
 Note : Les codes pays de l'Organisation internationale de normalisation sont utilisés. TCER : taux de change effectif réel; TE : termes de l'échange; ZE : zone euro.  
<sup>1</sup>Les données pour la zone euro sont égales à la moyenne des données pour l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie.  
<sup>2</sup>Les écarts et les classifications des taux de change effectifs réels sont fondés sur le Rapport sur le secteur extérieur 2015 du FMI.

à la crise financière mondiale. Comme indiqué plus haut, des chocs de grande ampleur, y compris des variations des prix des produits de base et de fortes fluctuations des taux de change, ont une incidence sur les soldes extérieurs en 2015. La page 3 du graphique 1.13 décrit les changements prévus des ratios soldes courants/PIB en 2015 par rapport aux écarts de solde courant pour 2014 qui sont examinés dans le Rapport sur le secteur extérieur 2015<sup>6</sup>. Une tendance modeste à la réduction des écarts de solde courant de 2014 se dégage de manière générale, mais comme de grands pays tels que l'Allemagne, la Chine et les États-Unis sont des exceptions notables, ces écarts ne se réduiront pas à l'échelle mondiale. La page 2 du graphique 1.13 propose le même exercice pour les taux de change effectifs réels, et montre que les variations des taux de change en 2015 par rapport à leur moyenne de 2014 ne correspondent pas systématiquement à une réduction des écarts de taux de change qui sont établis pour 2014 dans le Rapport sur le secteur extérieur 2015. Bien entendu, une évaluation normative des soldes extérieurs et des taux de change doit aussi prendre en compte les variations du solde courant sous-jacent et les «normes» des taux de change réels, et cette évaluation sera effectuée dans le Rapport du secteur extérieur de l'an prochain.

De manière plus générale, un modèle souhaitable de rééquilibrage mondial dépendrait non seulement des variations des taux de change et de leurs implications pour les soldes courants, mais aussi de mesures qui appuient des ajustements souhaitables à la demande relative et qui sont de nature à maintenir la croissance mondiale.

Bien que la réduction des déséquilibres courants mondiaux qui a suivi la crise financière mondiale ait été examinée en détail (voir, par exemple, chapitre 4 de l'édition d'octobre 2004 des PEM), les excédents et les déficits courants élevés dans les pays de plus petite taille ont reçu moins d'attention. Leur nombre, en particulier le nombre de déficits, reste élevé. Pendant la période 2012-14, plus de 80 pays ont dégagé des déficits courants qui dépassaient 5 % du PIB, mais, ensemble, ces déficits représentaient seulement 3½ % du PIB mondial. Par comparaison, pendant la période 2005-08, le nombre de pays qui affichaient un déficit courant supérieur à 5 % du PIB n'était que légèrement supérieur (90), mais ces déficits représentaient une part du PIB mondial 10 fois plus grande. Par ailleurs, le nombre de pays qui dégagent un excédent élevé est bien plus faible que lors de la période précédente. L'encadré 1.2 examine plus en détail les caractéristiques

<sup>6</sup>Ces écarts mesurent les écarts des soldes courants par rapport à un niveau qui correspond aux paramètres économiques fondamentaux et aux politiques économiques souhaitables. Les écarts des taux de change réels sont définis de manière analogue.

des pays qui ont dégagé des déficits courants élevés ces dernières années, en mettant en évidence divers facteurs d'explication (qui vont de chocs intérieurs à la forte hausse des prix des produits de base en passant par l'accès accru au financement extérieur après une annulation de dette) dans le cadre de la tendance générale des pays pauvres et des pays de petite taille (sur le plan de la population) à dégager un déficit courant. L'encadré 1.3 examine une question connexe, à savoir l'impact des flux de capitaux vers les pays en développement à faible revenu sur la croissance du crédit dans ces pays. Il fait apparaître une influence importante des conditions financières extérieures sur l'expansion du crédit intérieur dans ces pays. Il est clair qu'il faut s'attendre à un recours au financement extérieur parmi les pays ayant des besoins urgents de développement et des taux élevés de rendement sur l'investissement. Cependant, étant donné la baisse des prix des produits de base et la détérioration des conditions extérieures, ces deux encadrés donnent à penser que certains pays qui ont fait largement appel à des financements extérieurs privés risquent d'être confrontés à des forces considérables poussant à un ajustement extérieur à l'avenir.

## Aléas

La distribution des aléas qui entourent la croissance mondiale reste orientée à la baisse. Par rapport à l'évaluation des aléas dans l'édition d'avril 2015 des PEM, les risques de révision à la baisse de la croissance pour les pays émergents et les pays en développement ont augmenté, étant donné la combinaison des risques liés au passage à un nouveau modèle de croissance en Chine, à un rééquilibrage plus prolongé du marché des produits de base, à une augmentation des risques de change dans les bilans des entreprises et à des retournements des flux de capitaux qui vont de pair avec des variations perturbatrices des prix des actifs. Dans les pays avancés, même si les risques de contagion de la situation en Grèce pour les autres pays de la zone euro sont plus faibles que plus tôt dans l'année, ils restent préoccupants, de même que les risques liés à la persistance d'une demande faible et d'une inflation basse. Les reculs des prix du pétrole depuis juin (et les effets retardés des replis précédents) pourraient conduire à une révision à la hausse de la demande intérieure et de la croissance dans les pays importateurs de pétrole.

## Graphique en éventail : aléas entourant les prévisions du PIB mondial

Il ressort du graphique en éventail pour les prévisions du PIB mondial que l'intervalle de confiance autour

de la trajectoire prévue pour la croissance mondiale en 2016 s'est rétréci, en particulier du côté positif (graphique 1.14, page 1). Donc, la probabilité d'une croissance largement supérieure à la prévision de référence est maintenant moins élevée qu'elle ne l'était dans l'édition d'avril 2015 des PEM<sup>7</sup>.

La probabilité plus faible que la croissance soit largement supérieure à la prévision de référence cadre avec l'improbabilité d'un rebond encore plus vigoureux dans les pays avancés, au-dessus de la tendance que celui déjà incorporé dans les prévisions actuelles. La croissance de la productivité s'est avérée plus faible que prévu, et la croissance de la production potentielle devrait rester largement en deçà des taux d'avant la crise (voir plus haut et encadré 1.1). En outre, les risques de révision à la baisse de la croissance dans de nombreux grands pays émergents ont augmenté.

Si les chances que la croissance soit largement supérieure aux prévisions ont diminué, la probabilité que la croissance mondiale tombe au-dessous de 2 % reste faible et plus ou moins inchangée par rapport à l'édition d'avril 2015 des PEM. Les simulations effectuées à l'aide du modèle de projection mondial (Global Projection Model) du FMI, qui reposent sur des chocs antérieurs sur un horizon plus long, font apparaître une légère baisse de la probabilité d'une récession dans les principaux pays avancés sur un horizon de quatre trimestres par rapport à avril 2015 (graphique 1.15, page 1). Cependant, le risque d'une récession est maintenant plus élevé dans le groupe Amérique latine 5 (Argentine, Brésil, Chili, Colombie et Mexique) et dans le groupe du «reste du monde». Cette hausse, qui souligne l'augmentation des risques pour les pays émergents notée plus haut dans le présent chapitre, s'explique par des chiffres initiaux de croissance plus bas, étant donné l'affaiblissement de la croissance au deuxième trimestre de 2015 pour l'ensemble de ces pays et la dégradation des prévisions à court terme.

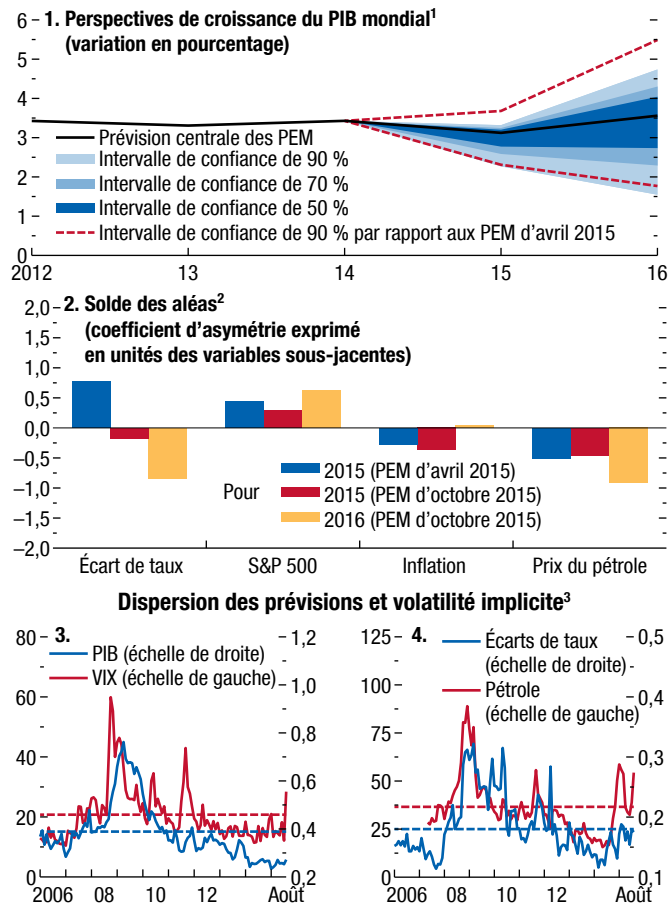
## Aléas entourant les perspectives de l'économie mondiale

Les aléas négatifs diffèrent dans une certaine mesure entre les pays avancés et les pays émergents. Cependant, il y aurait des effets d'entraînement si n'importe lequel des aléas examinés dans cette sous-section se matérialisait et ces effets, comme l'illustrent l'encadré scénario 1 et le GFSR d'octobre 2015, pourraient être considérables. En ce qui concerne les aléas positifs, la baisse des prix du pétrole et des produits de base pourrait avoir un impact

<sup>7</sup>Les indicateurs utilisés pour établir le graphique en éventail reposent sur les prix des dérivés ou sur la distribution des prévisions pour les variables en question.

### Graphique 1.14. Incertitude entourant les perspectives de l'économie mondiale

Le graphique en éventail, qui indique le degré d'incertitude entourant les perspectives de l'économie mondiale, indique que les chances de révision à la hausse des prévisions ont diminué par rapport à l'édition d'avril 2015 des PEM, tandis que la distribution des risques de dégradation est plus ou moins inchangée. La distribution des aléas qui influent sur les prévisions de croissance mondiale est donc orientée davantage à la baisse. Les mesures de la dispersion des prévisions et de la volatilité implicite pour les cours des actions et les prix du pétrole, ainsi que les écarts de taux dans les principaux pays avancés laissent entrevoir une hausse de l'incertitude en ce qui concerne les principales variables des perspectives de l'économie mondiale.



Sources : Bloomberg, L.P.; marché des options de Chicago (CBOE); Consensus Economics; Haver Analytics; estimations des services du FMI.  
<sup>1</sup>Ce graphique en éventail indique l'incertitude entourant la prévision centrale des PEM avec des intervalles de confiance de 50 %, 70 % et 90 %. L'intervalle de confiance de 70 % inclut l'intervalle de confiance de 50 %, et l'intervalle de confiance de 90 % inclut les intervalles de confiance de 50 et 70 %. Pour des détails, voir l'appendice 1.2 de l'édition d'avril 2009 des PEM. Les intervalles de 90 % pour les prévisions de l'année en cours et à un an par rapport aux PEM d'avril 2015 sont indiqués par rapport à la prévision centrale actuelle.  
<sup>2</sup>Les bâtons indiquent le coefficient d'asymétrie exprimé en unités des variables sous-jacentes. Pour l'inflation et le marché pétrolier, les valeurs ont le signe opposé, puisqu'il s'agit de risques de révision à la baisse de la croissance.  
<sup>3</sup>PIB : dispersion moyenne pondérée par les parités de pouvoir d'achat des prévisions de croissance 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 implicite du S&P 500 du marché des options de Chicago. Écart de taux : dispersion moyenne des écarts entre taux longs et courts implicites dans les prévisions des taux d'intérêt pour l'Allemagne, les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni. Pétrole : indice de volatilité du pétrole brut du marché des options de Chicago. Les prévisions sont tirées des enquêtes de Consensus Economics. Les lignes en tiret représentent les valeurs moyennes de 2000 à aujourd'hui.

sur la demande plus vigoureux que prévu aujourd'hui (notamment par le biais des effets retardés des baisses antérieures des prix).

### Variations perturbatrices des prix des actifs et turbulences sur les marchés financiers

Comme noté en détail dans le GFSR d'octobre 2015, les variations perturbatrices des prix des actifs et les turbulences sur les marchés financiers pourraient peser sur l'activité mondiale. Les pays émergents sont particulièrement exposés, car, si ces risques se matérialisaient, ils pourraient inverser les flux de capitaux. Quatre facteurs sont en jeu.

- Les primes d'échéance et les primes de risque sur les marchés obligataires restent très faibles par rapport au passé. Il ressort d'estimations de la prime d'échéance sur les bons du Trésor américain à long terme qu'elle est devenue négative fin 2014, et les estimations des primes d'échéance pour d'autres pays avancés sont faibles aussi, voire négatives. Une augmentation des primes d'échéance aux États-Unis pourrait entraîner une forte hausse des rendements à l'étranger, étant donné les liens étroits entre les rendements obligataires à long terme<sup>8</sup>.
- Le contexte de cette configuration des prix des actifs, en particulier des politiques monétaires très accommodantes dans les principaux pays avancés, ainsi que les séquelles de la crise et les risques de déflation, devrait commencer à changer du fait de l'amélioration des perspectives de reprise dans ces pays. Par exemple, les risques de déflation, qui semblent avoir favorisé en partie des primes d'échéance très basses sur les obligations, devraient diminuer à mesure que les écarts de production se rétrécissent. Dans le scénario de référence, il est supposé que la variation des primes d'échéance est graduelle, mais des informations qui modifient les attentes en ce qui concerne ces clivages et des remaniements de portefeuille inattendus pourraient provoquer des ajustements des prix des actifs qui auraient des effets perturbateurs. Ces ajustements pourraient être liés au début et en particulier au rythme de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, étant donné la divergence qui subsiste entre les attentes des marchés et les estimations des membres du Comité de politique monétaire en ce qui concerne la trajectoire des taux directeurs américains au cours des quelques prochaines années.
- Dans les pays émergents, les facteurs de vulnérabilité et les risques pesant sur la stabilité financière ont probablement augmenté du fait du ralentissement de la croissance, du recul récent des prix des produits de base et de

<sup>8</sup>Voir, par exemple, le chapitre 3 de l'édition d'avril 2014 des PEM.

la hausse de l'endettement après des années de croissance rapide du crédit. Des informations défavorables dans ce domaine pourraient donc provoquer une augmentation des primes de risque, ainsi que des baisses perturbatrices des prix des actifs et de la valeur des monnaies.

- La réaction des marchés financiers à l'incertitude qui a longtemps entouré les négociations avec la Grèce concernant un nouveau programme de financement a été limitée, en raison de la solidité des pare-feux de la zone euro et des mesures prises par la BCE, ainsi que de la baisse des liens systémiques avec la Grèce. Les risques ont diminué depuis l'accord conclu sur un nouveau programme pour la Grèce dans le cadre du mécanisme de stabilité européen, mais, si la politique économique et la situation politique en Grèce étaient de nouveau entourées d'incertitude, des tensions souveraines et financières pourraient aussi réapparaître dans la zone euro, ce qui pourrait avoir des répercussions à une échelle plus large.

**Baisse de la production potentielle**

Il est prévu que la production potentielle progressera à un rythme plus faible qu'avant la crise, tant dans les pays avancés que dans les pays émergents<sup>9</sup>. Le taux de croissance de la production potentielle risque d'être encore plus bas que prévu. En fait, les révisions récentes des données de comptabilité nationale des États-Unis semblent indiquer que la croissance de la productivité a été inférieure aux estimations antérieures ces dernières années. Cela dit, le taux de croissance de la production potentielle continuera probablement de différer entre les pays avancés et les pays émergents si ce risque se matérialise. Dans les pays émergents, la croissance de la production potentielle restera bien plus élevée que dans les pays avancés, étant donné la tendance démographique et les forces de convergence du revenu par habitant.

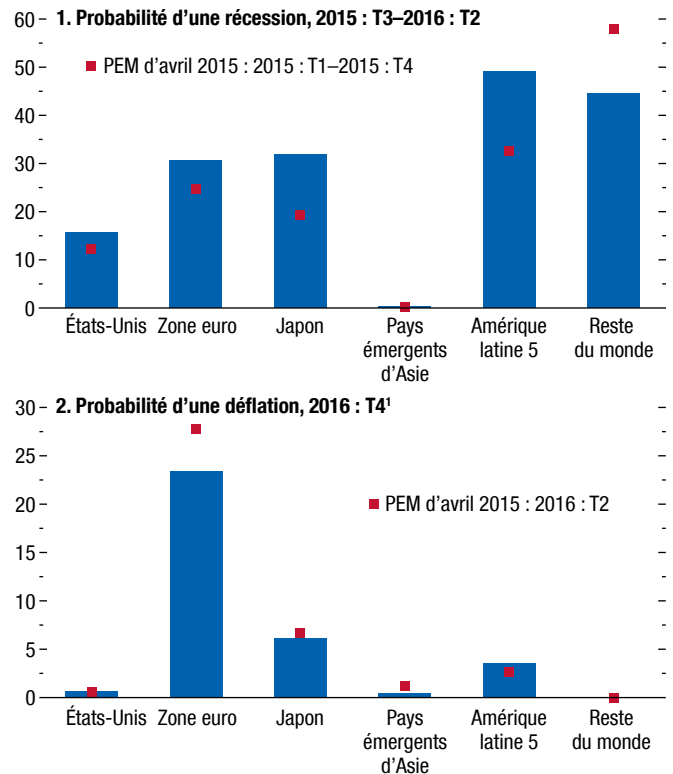
Certaines des forces qui sont à la base des risques d'un ralentissement de la croissance de la production potentielle sont les mêmes dans les deux groupes de pays, alors que d'autres diffèrent.

- En ce qui concerne les forces communes, le ralentissement de la croissance du stock de capital est un sujet de préoccupation dans les deux groupes de pays. Dans les pays avancés, les séquelles durables de la crise — notamment la fragilité du secteur financier, la persistance de ratios d'endettement public élevés et le surendettement privé — constituent la préoccupation principale. Dans

<sup>9</sup>Le chapitre 3 de l'édition d'avril 2015 des PEM examine plus en détail les perspectives de la production potentielle dans les principaux pays avancés et pays émergents.

**Graphique 1.15. Risques de récession et de déflation**  
(En pourcentage)

Selon le modèle de projection mondial des services du FMI, les risques de récession ont augmenté pour la plupart des pays avancés et le groupe Amérique latine 5, principalement à cause d'une dégradation des projections de référence. Le risque de déflation a diminué, mais il reste élevé dans la zone euro.



Source : estimations des services du FMI.

Note : pays émergents d'Asie : Chine, Corée, RAS de Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, province chinoise de Taiwan et Thaïlande; Amérique latine 5 : Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou; reste du monde : Afrique du Sud, Argentine, Australie, Bulgarie, Canada, Danemark, Estonie, Israël, Norvège, Nouvelle-Zélande, République tchèque, Royaume-Uni, Russie, Suède, Suisse, Turquie et Venezuela.

<sup>1</sup>La déflation est définie comme une baisse du niveau des prix sur un an dans le trimestre indiqué dans le graphique.

les pays émergents, les sources de préoccupation sont les contraintes structurelles, les conditions extérieures moins favorables pour l'investissement, notamment le durcissement des conditions financières et la baisse des prix des produits de base, et une hausse de l'excès de crédit après les essors récents. En conséquence, la croissance du stock de capital pourrait être plus faible pendant plus longtemps, ce qui, à son tour, pourrait aussi ralentir la croissance de la productivité au moins temporairement en raison des progrès technologiques incorporés dans les biens d'équipement.

- Pour ce qui est des différences, les risques des effets négatifs d'un chômage élevé de plus longue durée (pertes de compétences, taux d'activité plus faible) sur la productivité concernent principalement les pays avancés. À l'inverse, un ralentissement de la croissance de la productivité totale des facteurs par rapport aux hypothèses de convergence actuelles constitue un sujet de préoccupation principalement pour les pays émergents.

### *Risques pesant sur la croissance en Chine*

La croissance ralentit en Chine ces dernières années, et un nouveau fléchissement modéré est pris en compte dans les projections de référence. Le ralentissement risque d'être plus prononcé si la gestion macroéconomique de la fin de la période de forte expansion de l'investissement et du crédit (2009–12) s'avère plus difficile que prévu. Les risques couvrent un large éventail, avec des répercussions réelles et financières, y compris par l'intermédiaire des marchés des produits de base :

- *Ralentissement modéré* : Étant donné les risques d'un nouveau ralentissement de la croissance et les anticipations de réformes qui pourraient accroître les coûts des facteurs de production et du capital, les entreprises pourraient réduire leur investissement plus que prévu. Mais, contrairement à la période 2013–14, les autorités chinoises pourraient se soucier davantage de réduire la vulnérabilité qui résulte de la récente croissance rapide du crédit et de l'investissement que de soutenir la croissance.
- *Atterrissage brutal* : Dans ce cas, les autorités utiliseraient leur marge de manœuvre pour éviter un ralentissement de la croissance en soutenant l'investissement grâce au crédit et à des ressources publiques. La vulnérabilité liée à l'expansion du crédit et de l'investissement continuerait donc d'augmenter, et la marge de manœuvre se réduirait. Cela pourrait signifier un ralentissement de la croissance plus marqué à moyen terme lorsqu'il sera plus difficile de gérer la vulnérabilité.

### *Repli des prix des produits de base*

Les prix des produits de base ont baissé fortement ces derniers mois. Ils pourraient encore reculer si le rééquilibrage des marchés en réaction à l'excédent récent de l'offre prenait plus de temps que prévu<sup>10</sup>. La croissance des pays exportateurs de produits de base en souffrirait et

<sup>10</sup>En particulier, les hausses de la demande en réaction à une baisse des prix ou à un ajustement des capacités par le biais d'une baisse de l'investissement pourraient être très graduelles. Les prix au comptant devront peut-être tomber davantage par rapport aux prix à terme attendus, afin d'encourager une nouvelle accumulation de stocks pour absorber l'offre excédentaire entre-temps.

leur vulnérabilité augmenterait en raison de la baisse de leurs recettes budgétaires et de leurs recettes en devises. Cependant, dans les pays importateurs de produits de base, les gains exceptionnels tirés de la baisse des prix et d'améliorations de l'offre plus persistantes abaisseraient les coûts et accroîtraient les revenus réels, ce qui devrait stimuler les dépenses et l'activité, comme indiqué dans l'édition d'avril 2015 des PEM pour le pétrole. Dans ce cas, les hausses des dépenses des pays importateurs devraient plus que compenser les baisses des dépenses dans les pays exportateurs, car ces derniers tendent à lisser leurs dépenses davantage globalement, et la demande mondiale augmenterait (voir Husain *et al.*, 2015). C'est moins évident pour les autres produits de base : il se peut que les pays exportateurs de métaux ne lissent pas leurs dépenses dans la même mesure que les pays exportateurs de pétrole, étant donné que les questions d'épuisabilité des ressources jouent généralement un rôle moins important pour les premiers nommés.

Cependant, les effets non linéaires éventuels de la baisse des prix des produits de base constituent un sujet de préoccupation. Plus précisément, si la baisse des prix entraînait aussi des tensions financières considérables, des défaillances et une large contagion parmi les pays exportateurs de produits de base, l'impact négatif sur l'activité dans ces pays serait plus prononcé, car ils ne seraient peut-être pas en mesure de lisser leurs dépenses autant qu'ils ne le feraient dans d'autres circonstances. Les répercussions négatives sur les pays importateurs de produits de base seraient aussi plus prononcées.

### *Un nouvel affermissement notable du dollar américain*

La combinaison de facteurs qui a conduit à l'appréciation du dollar américain au cours de l'année écoulée devrait rester en place pendant quelque temps dans la prévision de référence. Il s'agit de la vigueur de la demande intérieure par rapport à la plupart des autres pays avancés, de la divergence des politiques monétaires parmi les principaux pays avancés et d'une amélioration de la position extérieure due à la baisse des prix du pétrole. L'appréciation du dollar vis-à-vis de la plupart des monnaies pourrait donc se poursuivre, ce qui entraînerait une envolée durable du dollar, comme cela s'est produit précédemment. Dans ce cas, les tensions sur les bilans et les financements pour les débiteurs en dollars pourraient plus que compenser les avantages commerciaux résultant d'une dépréciation réelle dans certains pays. En outre, si l'appréciation du dollar était provoquée par des augmentations des rendements obligataires à long terme, ces dernières se transmettraient probablement rapidement

aux autres pays, ce qui pourrait avoir des répercussions négatives sur les composantes de la demande intérieure qui sont sensibles aux taux d'intérêt. Les tensions sur les bilans et les financements constituent une préoccupation particulière pour les pays émergents qui sont largement intégrés aux marchés financiers internationaux, où, comme indiqué dans le Rapport de contagion 2015 (*2015 Spillover Report*, FMI, 2015b) et le GFSR d'octobre 2015, la dette des entreprises libellée en monnaie étrangère a augmenté sensiblement ces dernières années. Une bonne partie de cette augmentation se situe dans le secteur de l'énergie, où la part élevée des recettes en dollars constitue une couverture naturelle, bien que la hausse de l'endettement dans ce secteur reste préoccupante, en particulier si les prix de l'énergie diminuaient tandis que le dollar s'apprécie. En outre, la dette en monnaie étrangère est aussi plus élevée dans les entreprises des secteurs où il n'y a pas de couverture naturelle des recettes, en particulier le secteur des biens non échangeables.

### *Risques géopolitiques*

Les événements en Ukraine, au Moyen-Orient et dans certaines parties de l'Afrique pourraient entraîner une escalade des tensions, et perturber davantage le commerce mondial et les transactions financières. Les perturbations des marchés de l'énergie et des autres produits de base restent une préoccupation particulière, étant donné la possibilité de fortes hausses des prix, qui, en fonction de leur durée, pourraient sensiblement réduire les revenus réels et la demande dans les pays importateurs. De manière plus générale, une escalade de ces tensions pourrait nuire à la confiance.

### *Stagnation séculaire et hystérèse*

Le risque d'une insuffisance prolongée de la demande intérieure liée à un excès d'épargne (examiné plus en détail dans une analyse de scénario qui figure dans l'édition d'octobre 2014 des PEM) restera une source de préoccupation. Dans quelques pays avancés, en particulier dans la zone euro, la demande reste relativement faible, et les écarts de production considérables. L'inflation devrait demeurer inférieure à l'objectif fixé au-delà des horizons habituels de politique monétaire, et les risques de déflation, bien qu'ils soient plus faibles qu'en avril, restent élevés sur fond des séquelles de la crise et des limitations de la politique monétaire liées à la borne du zéro (graphique 1.15, page 2). Par ailleurs, après six années de demande faible, la probabilité d'effets néfastes sur la production potentielle est de plus en plus préoccupante, et les considérations présentées plus haut en ce qui concerne les risques résultant d'une baisse de la production potentielle s'appliquent.

### *Un scénario de risques combinés*

L'encadré scénario 1 présente les répercussions mondiales éventuelles d'un ralentissement généralisé dans les pays émergents et les pays en développement. Dans ce scénario, plusieurs risques susmentionnés se matérialisent, à savoir un ralentissement de l'investissement et de la croissance dans tous les pays émergents, plus marqué dans les pays à croissance rapide tels que la Chine et l'Inde; une baisse des prix des produits de base, conséquence de ce ralentissement, ainsi qu'une augmentation des primes de risque et une dépréciation monétaire dans tous les pays émergents. Les implications pour la croissance dans les pays émergents et les pays en développement seraient considérables, avec des taux de croissance de 1,5 à 2 points plus bas après cinq ans, bien que le modèle suppose qu'il n'y a pas «d'arrêt brutal» des flux de capitaux ni de crise avec des effets de contagion. Les répercussions sur les pays avancés seraient considérables aussi, avec une croissance inférieure de 0,2 à 0,3 point après cinq ans, selon que l'aversion aux risques liés aux actifs des pays émergents augmente, et avec une détérioration notable des soldes des transactions courantes, même si elle est compensée en partie par la baisse des prix des produits de base.

### **Action des pouvoirs publics**

De manière générale, il reste prioritaire d'accroître la production effective et potentielle. Les exigences varient d'un groupe de pays à l'autre, ainsi que parmi les pays, bien qu'il soit globalement nécessaire d'opérer des réformes structurelles dans beaucoup de pays, qu'ils soient avancés ou émergents. À cet égard, davantage de pays devraient profiter de l'occasion offerte par la baisse des prix de l'énergie pour réformer leurs subventions et leurs taxes dans le secteur de l'énergie. Par ailleurs, il est essentiel de s'attaquer à la vulnérabilité extérieure dans plusieurs pays émergents et pays en développement qui font face à un environnement extérieur plus difficile.

### **Plein emploi et inflation stable dans les pays avancés**

Comme les taux directeurs nominaux restent à la borne du zéro, ou en sont proches, dans beaucoup de pays, il reste prioritaire sur le plan macroéconomique de réduire les risques que font peser sur l'activité une inflation basse et une insuffisance prolongée de la demande. En particulier, pour éviter que les taux d'intérêt réels augmentent prématurément, la politique monétaire doit rester accommodante, notamment grâce à des mesures non conventionnelles (telles que des achats d'actifs à grande échelle, mais aussi des taux directeurs négatifs lorsque cela s'avère

efficace). Cependant, il est important que le dosage global des mesures crée des conditions favorables. Les mesures de politique monétaire doivent aller de pair avec un renforcement des bilans et de l'offre de crédit, ainsi que l'utilisation active de mesures macroprudentielles pour faire face aux risques pesant sur la stabilité financière. Il est important aussi que les pays qui en ont les moyens prennent des mesures budgétaires complémentaires, afin de favoriser un rééquilibrage à l'échelle mondiale, et il est nécessaire d'opérer des réformes structurelles qui soutiennent la demande, en particulier pour accroître la productivité et stimuler l'investissement. Dans de nombreux pays avancés, il reste prioritaire aussi de gérer une dette publique élevée dans un environnement caractérisé par une croissance faible et une inflation basse. La croissance nominale des revenus ne contribue guère à réduire les ratios d'endettement dans ce contexte, et l'assainissement des finances publiques constituerait le moyen principal pour ramener l'endettement public à un niveau plus viable. Mais si le rythme de l'assainissement n'est pas adapté à la situation économique, il risque de ralentir la croissance et d'orienter les prix à la baisse, ce qui compenserait l'effet positif direct de l'assainissement sur les ratios d'endettement.

Au-delà de ces grandes lignes, les enjeux diffèrent considérablement d'un pays à l'autre.

Dans la *zone euro*, la reprise de l'activité est encourageante, mais elle reste modeste et inégale. Les écarts de production demeurent considérables, et les projections indiquent que l'inflation pour l'ensemble de la zone restera inférieure à l'objectif fixé à moyen terme. Il doit donc rester prioritaire de veiller à ce que la reprise dans l'ensemble de la zone soit plus vigoureuse, ce qui contribuerait au rééquilibrage à l'échelle mondiale et aurait des répercussions positives par les voies du commerce et de la finance.

- Sur le front monétaire, l'élargissement du programme d'achats d'actifs de la BCE a renforcé la confiance et a détendu les conditions financières. Ces efforts doivent être poursuivis et être appuyés par un renforcement des bilans bancaires, ce qui contribuerait à améliorer la transmission de la politique monétaire et la situation du marché du crédit. À cet égard, il est prioritaire de contrôler plus strictement les prêts improductifs et d'améliorer les procédures en matière d'insolvabilité et de saisie.
- Sur le front budgétaire, les pays doivent respecter les engagements qu'ils ont pris dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Néanmoins, les pays qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire, notamment l'Allemagne et les Pays-Bas, pourraient soutenir davantage la croissance, notamment en entreprenant des investissements indispensables dans les infrastructures et

en promouvant des réformes structurelles. Les pays qui ne disposent pas d'une marge de manœuvre budgétaire devraient continuer à réduire leurs dettes et à atteindre leurs objectifs budgétaires. De manière générale, tous les pays devraient procéder à un rééquilibrage budgétaire propice à la croissance, qui réduit les impôts marginaux sur le travail et le capital : ils devraient financer ce rééquilibrage en réduisant leurs dépenses improductives ou en élargissant l'assiette de l'impôt. Une mise en œuvre rapide des investissements liés au Fonds européen pour les investissements stratégiques pourrait soutenir la reprise, en particulier dans les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire limitée.

Au *Japon*, les perspectives à court terme de l'activité économique se sont détériorées, tandis que les anticipations inflationnistes à moyen terme restent largement au-dessous de l'objectif d'inflation de 2 %. Par ailleurs, la croissance de la production potentielle demeure faible.

- Sur le front monétaire, la Banque du Japon devrait se tenir prête à poursuivre l'assouplissement, de préférence en étendant aux actifs à plus longue échéance les achats auxquels elle procède dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif. Elle devrait aussi envisager de donner des indications plus fermes aux marchés en adoptant une communication davantage orientée sur les prévisions. Cela accroîtrait la transparence de son évaluation des perspectives d'inflation et indiquerait sa volonté d'atteindre l'objectif d'inflation fixé pour le pays, principalement au moyen de l'examen des changements de politique envisagés si l'inflation n'est pas en bonne voie.
  - Sur le front budgétaire, le plan d'assainissement des finances publiques à moyen terme qui a été annoncé offre un point de référence utile pour guider l'action. Le Japon doit avoir pour objectif d'orienter sa dette à la baisse, sur la base d'hypothèses économiques réalistes, et des mesures structurelles concrètes doivent être définies au stade initial sur le plan des recettes et des dépenses.
- Aux *États-Unis*, les conditions propices à la création d'emplois et à l'amélioration de la situation du marché du travail restent en place, en dépit du ralentissement de la productivité et de la dégradation des perspectives d'exportation en raison de la forte appréciation du dollar.
- Sur le front monétaire, le calendrier et le rythme appropriés de la normalisation de la politique monétaire constituent le principal enjeu à court terme. Les décisions du Comité de politique monétaire doivent rester tributaires des données, et, avant que le taux des fonds fédéraux ne soit relevé pour la première fois, il doit être établi de manière plus ferme que l'inflation s'accélère durablement pour se rapprocher de l'ob-



### Encadré scénario 1. Un ralentissement structurel dans les pays émergents

Deux simulations du modèle G-20 du FMI sont utilisées dans ce scénario pour étudier l'impact mondial d'un ralentissement plus prononcé que prévu de la croissance de la production potentielle dans les pays émergents. Dans les deux simulations, les investisseurs s'attendent à une baisse de la productivité, car le rattrapage a été plus lent que prévu, la croissance de la productivité et les entrées de capitaux ont baissé, et les conditions financières se sont durcies. Ils réduisent donc leurs dépenses d'investissement par rapport aux projections de référence des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM), ce qui fait reculer la demande intérieure dans les pays émergents. En particulier, la chute notable des investissements et de la croissance en Chine, conjuguée au ralentissement généralisé observé dans tous les pays émergents, s'est traduite par un recul considérable des cours des produits de base, en particulier des métaux, qui a affaibli les termes de l'échange des exportateurs de produits de base.

On suppose que la croissance de l'investissement dans les pays émergents recule chaque année d'environ 4 points de pourcentage en moyenne par rapport aux prévisions de référence dans les deux simulations. Ce recul varie selon les régions : dans les pays dont les projections de croissance à moyen terme étaient les plus faibles dans le scénario de référence, la croissance diminue moins. Cela correspond à l'hypothèse d'un ralentissement plus général de la convergence économique dans le contexte mondial actuel.

Le ralentissement de la croissance de l'investissement et l'affaiblissement de la demande intérieure qui en résulte réduisent le potentiel de production dans les pays émergents. Les retombées négatives se font sentir sous forme non seulement d'une croissance relativement plus faible du stock de capital, mais aussi d'une baisse de la croissance de la productivité totale des facteurs. Cette dernière s'explique par l'hypothèse selon laquelle les technologies nouvelles sont incorporées dans les nouveaux biens d'équipement. Une croissance des investissements plus faible se traduit donc par un ralentissement des progrès technologiques, dont on suppose qu'il est proportionnel au ralentissement de la croissance de l'investissement. En outre, la baisse de la demande intérieure provoque une hausse du chômage, qui se solde à son tour par une réduction de l'offre de main-d'œuvre. La dépréciation des qualifications des chômeurs entraîne une hausse naturelle du chômage et une sortie du marché du travail des travailleurs découragés.

La première simulation porte sur le choc dans la sphère réelle de l'économie, tandis que, dans la deuxième, le ralentissement plus marqué du potentiel de production

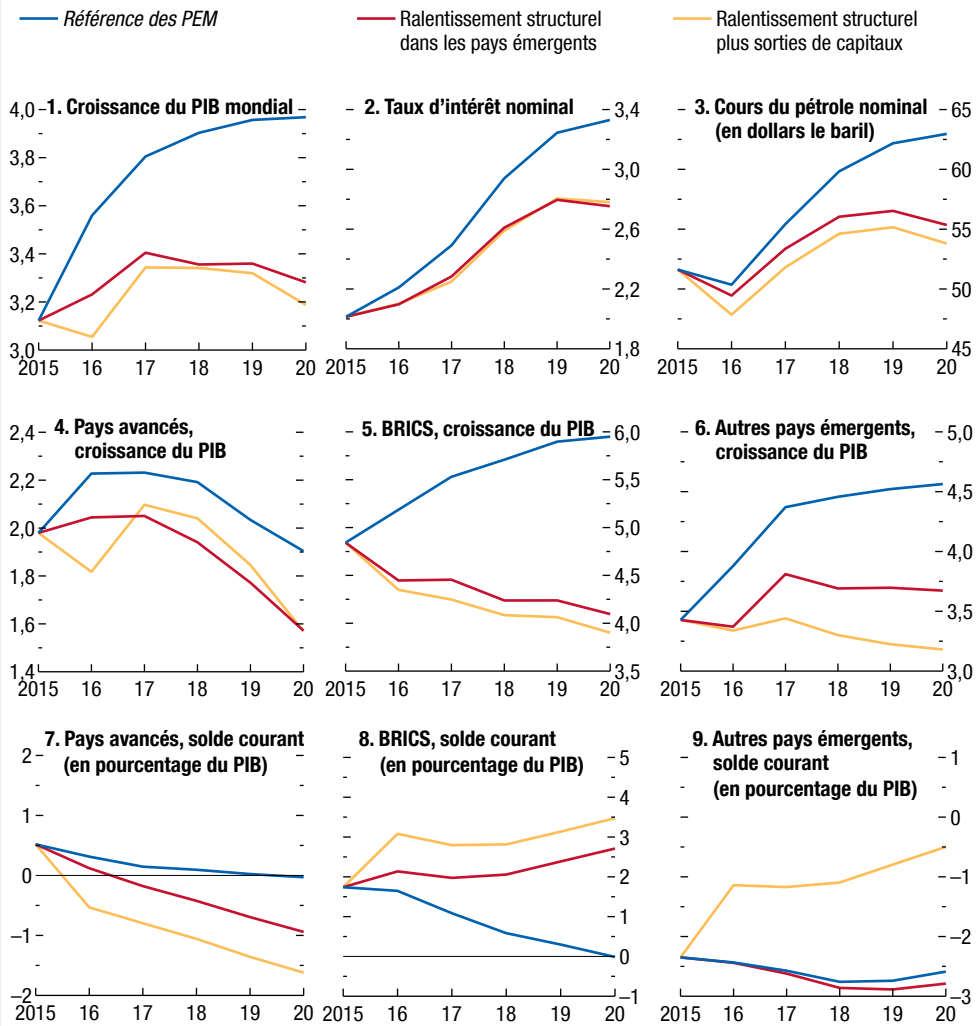
se traduit aussi par une aversion accrue pour le risque à l'égard des actifs des pays émergents. En effet, les investisseurs s'inquiètent des perspectives de rendement des actifs et des risques de non-remboursement des prêts accordés avant la baisse de la croissance par rapport aux prévisions. Par conséquent, les primes de risque sur les actifs émis par les entités de ces pays augmentent dès le départ de 100 points de base, et leurs monnaies se déprécient de 10 % par rapport au dollar. L'augmentation de l'aversion pour le risque et des primes de risque peut être assimilée à la décompression des primes de risque dans le scénario de désorganisation du marché mondial des actifs de l'édition d'octobre 2015 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde, à cette différence près que, dans le scénario de risque examiné dans cet encadré, elle se limite aux pays émergents où le choc trouve son origine.

Dans la première simulation (lignes rouges du graphique scénario 1), en 2016, la croissance serait inférieure de 0,4 point de pourcentage environ aux projections de référence des PEM (lignes bleues dans le graphique). La croissance économique dans les principaux pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) reculerait progressivement de 1 point de pourcentage par rapport à 2015. Par rapport aux projections de référence, cette baisse représenterait un écart de croissance considérable de 2 points de pourcentage après cinq ans. Dans d'autres pays émergents, la croissance demeurerait globalement inchangée par rapport à 2015, alors qu'elle progresserait de 1 point de pourcentage environ dans le scénario de référence.

En 2016, le rebond de la croissance dans les pays avancés serait moins important. Dans ces pays, la baisse des taux d'intérêt mondiaux et une reprise plus modeste des cours du pétrole devraient stimuler la demande intérieure par rapport aux projections de référence. La baisse des taux d'intérêt s'expliquerait à la fois par le ralentissement de l'activité mondiale et par les mesures de politique monétaire prises dans le monde entier. Cependant, l'effet positif sur la demande intérieure de la baisse des taux d'intérêt et des cours du pétrole dans les pays avancés serait plus que compensé par les effets d'un affaiblissement de la demande extérieure. De fait, le scénario laisse supposer un rééquilibrage de la demande non négligeable. Les monnaies des pays émergents se déprécieraient en valeur effective réelle, et le solde courant de ces pays s'améliorerait du fait de l'effet positif sur les exportations nettes. Inversement, les pays avancés enregistreraient une appréciation réelle de leur monnaie et une détérioration de leur solde courant. Globalement, les retombées du ralentissement structurel des pays émergents sur les pays avancés seraient négatives.

Encadré scénario 1 (suite)

Graphique scénario 1. Scénario de stagnation des Perspectives de l'économie mondiale (En pourcentage, sauf indication contraire)



Sources : FMI, simulations du G20MOD; estimations des services du FMI.

Note : BRICS = Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud. Autres pays émergents = Albanie, Antigua-et-Barbuda, Argentine, Arménie, Bahamas, Bangladesh, Bélarus, Belize, Bénin, Bhoutan, Bolivie, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, Cambodge, Cameroun, Chili, Colombie, Comores, République démocratique du Congo, Costa Rica, Côte d'Ivoire, Djibouti, Dominique, El Salvador, Érythrée, Éthiopie, Gambie, Géorgie, Ghana, Grenade, Guatemala, Guinée, Guyana, Haïti, Honduras, Hongrie, Îles Salomon, Indonésie, Jamaïque, Kenya, Kiribati, Kosovo, Lesotho, Lettonie, Libéria, Lituanie, ex-République yougoslave de Macédoine, Madagascar, Malawi, Maldives, Mali, Maroc, Maurice, Mauritanie, Mexique, Moldova, Monténégro, Mozambique, Myanmar, Namibie, Népal, Niger, Ouganda, Panama, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Paraguay, Pérou, Philippines, République démocratique populaire lao, République dominicaine, République kirghize, Roumanie, Rwanda, Saint-Kitts-et-Nevis, Sainte-Lucie, Samoa, São Tomé-et-Príncipe, Sénégal, Serbie, Sierra Leone, Soudan, Soudan du Sud, Sri Lanka, Suriname, Swaziland, Tadjikistan, Tanzanie, Thaïlande, Tonga, Tunisie, Turquie, Tuvalu, Ukraine, Vanuatu, Viet Nam, Zambie et Zimbabwe.

### Encadré scénario 1 (*fin*)

Dans la deuxième simulation, dans laquelle les perspectives de croissance moins bonnes dans les pays émergents augmentent aussi l'aversion pour le risque, la croissance dans les pays émergents reculerait davantage (lignes jaunes du graphique). Alors que les dépréciations et le resserrement initial des conditions financières se dissiperaient progressivement, un certain durcissement des conditions financières persisterait, qui serait globalement proportionnel au ralentissement de la croissance dans les pays émergents, ce qui montre le rôle croissant des circuits financiers dans la transmission du choc. L'année 2016

ne verrait pas de reprise de la croissance mondiale, et la croissance moyenne serait inférieure dans tous les groupes de pays les cinq années suivantes. Le recul de la croissance dans les pays émergents serait en partie compensé par une hausse des exportations nettes, et le solde courant de ces pays s'améliorerait sensiblement, du fait de la faiblesse de la demande intérieure et de la dépréciation réelle des monnaies. En revanche, les pays avancés enregistreraient une détérioration considérable de leur solde courant compte tenu d'un affaiblissement de la demande externe et du renforcement des monnaies.

jectif de 2 % fixé pour le moyen terme par la Réserve fédérale, tandis que le marché du travail continue de s'améliorer. À l'heure actuelle, un large éventail d'indicateurs font état d'une amélioration notable du marché du travail, mais on ne constate guère d'accroissement de la pression des salaires et des prix. Quel que soit le moment choisi pour le premier relèvement des taux, les données indiquent que les taux devront être relevés progressivement par la suite. Il restera essentiel d'adopter une stratégie efficace de communication de la politique monétaire, surtout dans un environnement caractérisé par une volatilité accrue sur les marchés financiers, où les répercussions par la voie des circuits financiers pourraient être considérables.

- Sur le front budgétaire, il reste prioritaire de s'accorder sur un plan d'assainissement des finances publiques à moyen terme afin de se préparer à la hausse des coûts budgétaires liés au vieillissement de la population, tout en évitant des modifications déstabilisantes de la politique budgétaire à court terme en raison de l'impasse politique. Un plan crédible à moyen terme devra inclure une augmentation des recettes fiscales.

### Réformes structurelles

La croissance de la production potentielle dans les pays avancés devrait rester faible par rapport aux normes d'avant la crise. Les principales raisons sont le vieillissement de la population, qui explique la faible croissance attendue et le déclin éventuel de l'emploi tendanciel étant donné les politiques actuelles qui influent sur le taux d'activité, et la croissance déficiente de la productivité. Il est donc prioritaire sur le plan structurel d'accroître à la fois le taux d'activité et l'emploi tendanciel.

- Au Japon, l'élimination des contre-incitations fiscales et l'accroissement de l'offre de services de garde d'en-

fants grâce à une déréglementation contribueraient à relever davantage le taux d'activité des femmes. L'utilisation croissante de la main-d'œuvre étrangère et l'adoption de mesures qui encouragent les travailleurs âgés à rester actifs devraient aussi contribuer à éviter une baisse de l'emploi tendanciel.

- Dans la zone euro, où le chômage structurel, à long terme et des jeunes est élevé dans beaucoup de pays, l'érosion des compétences et son effet sur l'emploi tendanciel constituent un sujet de préoccupation important. Outre stimuler la demande à l'aide de mesures macroéconomiques, il est prioritaire de réduire les obstacles à l'emploi (notamment en abaissant le coin fiscal sur le travail), ainsi que de mieux adapter les programmes de formation et les politiques actives du marché du travail.
- Aux États-Unis, l'expansion de la réduction d'impôt sur le revenu au titre de l'activité professionnelle, l'amélioration des prestations familiales (notamment l'aide à la garde d'enfants) et une réforme de l'immigration contribueraient à accroître l'offre de main-d'œuvre.

Il est difficile d'accélérer la croissance de la productivité au moyen de politiques structurelles. Mais un certain nombre de mesures structurelles prioritaires rehausseraient probablement la productivité par leurs effets directs ou indirects sur l'investissement (car les nouveaux équipements incorporent de nouvelles technologies), ainsi que par les effets des réformes du marché du travail sur les incitations à l'apprentissage et la mise en valeur du capital humain.

- Dans plusieurs pays avancés (y compris plusieurs pays de la zone euro, ainsi que les États-Unis), il y a d'excellentes raisons d'accroître l'investissement dans les infrastructures. En plus d'accélérer la production potentielle à moyen terme, en partie en augmentant l'ef-

ficiance de l'investissement privé, ces investissements offriraient aussi un appui à court terme indispensable à la demande intérieure dans quelques-uns de ces pays.

- Dans les pays de la zone euro, il est fondamental de réduire les obstacles à l'entrée sur les marchés de produits et de réformer les réglementations du marché du travail qui entravent l'ajustement. Dans les pays débiteurs, ces changements renforceraient la compétitivité extérieure et contribueraient à maintenir les acquis de l'ajustement externe tandis que les économies se redressent, alors que, dans les pays créanciers, ils rehausseraient principalement l'investissement et l'emploi. Il convient aussi de continuer de mettre en œuvre la directive européenne sur les services, de faire avancer les accords de libre-échange et d'intégrer les marchés de capitaux et de l'énergie, ce qui pourrait accroître la productivité. Par ailleurs, comme indiqué plus haut, des réformes qui s'attaquent au surendettement hérité de la crise (par exemple en résolvant le problème des prêts improductifs, en facilitant les règlements hors tribunaux et en améliorant les dispositifs d'insolvabilité) contribueraient au redressement de la demande et de l'offre de crédit.
- Au Japon, la priorité devrait aller à des réformes structurelles plus énergiques (la troisième flèche de la politique Abenomics). Il est essentiel d'accroître le taux d'activité, comme noté plus haut, mais il est possible aussi de rehausser la productivité dans le secteur des services grâce à la déréglementation, de dynamiser la productivité du travail en réduisant la dualité du marché du travail, ainsi que de soutenir l'investissement en réformant le gouvernement d'entreprise et en améliorant l'injection de capital-risque par le système financier.

### Favoriser la croissance et gérer la vulnérabilité dans les pays émergents et les pays en développement

Les dirigeants des pays émergents sont confrontés à un ralentissement de la croissance, à des conditions extérieures plus difficiles et à une hausse de la vulnérabilité après une dizaine d'années de croissance vigoureuse. Si beaucoup de pays émergents sont devenus plus résilients aux chocs extérieurs en assouplissant leur taux de change, en accroissant leurs réserves de change, en adoptant des structures de financement extérieur plus robustes et en renforçant leur cadre d'action de manière générale, il faut prendre en considération plusieurs enjeux et arbitrages importants.

- *Le sous-emploi des ressources pourrait être faible en dépit du ralentissement de la croissance.* Le degré de sous-emploi des ressources constitue une considération importante pour le calibrage de la politique macroéconomique. Il pourrait être plus faible que ne le laisse entrevoir le ra-

lentissement considérable de la croissance depuis 2011 dans de nombreux pays émergents. La raison en est que le ralentissement de la croissance tient en partie à un retour cyclique à la production potentielle après une surchauffe du crédit et de l'investissement, qui s'explique par des facteurs tels qu'une hausse des prix des produits de base et une détente des conditions financières pour les pays émergents<sup>11</sup>. En outre, comme indiqué au chapitre 2, dans les pays où le ralentissement de la croissance résulte en partie de la baisse des prix des produits de base, la croissance de la production potentielle a probablement ralenti aussi et pourrait encore fléchir, étant donné la dégradation des perspectives des prix des produits de base. Les signes d'un ralentissement de la croissance de la productivité dans les principaux pays émergents ces dernières années accentuent ces craintes<sup>12</sup>.

- *Les conditions monétaires se sont détendues du fait de la dépréciation des monnaies, mais les facteurs de vulnérabilité pourraient limiter les possibilités d'assouplissement monétaire.* Sur fond d'assouplissement des taux de change, une dépréciation considérable de la monnaie en valeur effective réelle dans beaucoup de pays émergents a contribué à une détente des conditions monétaires. Quant à savoir si la situation économique exige aussi un assouplissement de la politique monétaire, cela engendre des arbitrages difficiles. Les taux directeurs réels se situent déjà au-dessous des taux naturels dans beaucoup de pays, et une baisse des taux pourrait provoquer une nouvelle dépréciation considérable. Cela pourrait accroître les risques pesant sur la stabilité financière, étant donné la hausse de l'endettement des entreprises et l'exposition des bilans aux risques de change dans beaucoup de pays émergents (voir l'analyse du chapitre 3 de l'édition d'octobre 2015 du GFSR). Par ailleurs, si les dispositifs de politique monétaire manquent de crédibilité ou si la crédibilité de la politique économique est mise à rude épreuve, la dépréciation risque de conduire aussi à une hausse persistante des prix et à des pressions en faveur d'une nouvelle dépréciation, ce qui est particulièrement à craindre lorsque l'inflation s'inscrit déjà au-dessus de l'objectif fixé.
- *La probabilité d'une nouvelle dépréciation des monnaies dans les pays émergents pourrait exiger un durcissement des dispositifs réglementaires et macroprudentiels.* Les pays émergents et les pays en développement dont la monnaie n'est pas rattachée à une autre doivent être prêts à laisser leur taux de change réagir à des chocs externes. Dans certains pays, il conviendra peut-être à cet

<sup>11</sup>Voir l'encadré 1.2 de l'édition d'octobre 2013 des PEM.

<sup>12</sup>Voir le chapitre 3 de l'édition d'avril 2015 des PEM.

effet de renforcer la crédibilité des politiques monétaires et budgétaires, tandis que l'exposition des bilans aux risques de change doit rester gérable. En ce qui concerne ce dernier point, il s'agit d'appliquer (ou si nécessaire de renforcer) la réglementation et le contrôle prudentiels, ainsi que des dispositifs macroprudentiels adéquats.

- *L'augmentation de la vulnérabilité pourrait aussi donner lieu à des arbitrages de politique budgétaire.* Les ratios d'endettement public sont relativement faibles dans plusieurs pays émergents, bien que les déficits budgétaires restent généralement supérieurs à leur niveau d'avant la crise en dépit de la reprise vigoureuse qui a suivi la crise financière mondiale. Un assouplissement de la politique budgétaire pourrait soutenir la demande là où les écarts de production sont considérables et où les possibilités d'action monétaire sont limitées, mais il accroîtrait aussi la vulnérabilité dans le contexte actuel, principalement à cause des risques d'une hausse des primes de risque des pays dans le cadre plus large des risques de retournement des flux de capitaux. Dans les pays déjà vulnérables sur le plan budgétaire, l'espace budgétaire est donc probablement limité. En outre, dans les pays dont les perspectives de croissance à moyen terme sont révisées à la baisse, la politique budgétaire devra peut-être s'ajuster à une baisse des recettes en situation de plein emploi, une question importante notamment dans les pays exportateurs de produits de base, étant donné la baisse des prix de ces derniers.

Au-delà du contexte commun, les considérations pour les pays exportateurs nets de produits de base diffèrent généralement de celles pour les importateurs nets de produits de base.

- Dans beaucoup de pays importateurs nets de produits de base, la baisse des prix de ces produits a atténué les tensions inflationnistes et a réduit la vulnérabilité extérieure grâce à l'amélioration des termes de l'échange. En conséquence, l'arbitrage entre le soutien de la demande s'il y a sous-emploi des ressources et la réduction de la vulnérabilité macroéconomique est devenu moins prononcé. Dans certains pays importateurs qui octroient des subventions dans le secteur des produits de base, les gains exceptionnels tirés de la baisse des prix du pétrole ont été utilisés pour accroître les économies du secteur public et consolider la situation budgétaire. Quant à savoir si le surcroît de marge de manœuvre budgétaire devrait être utilisé, cela dépend du degré de sous-emploi des ressources, de la vigueur de la position budgétaire du pays et de la nécessité de réformes structurelles ou de dépenses propices à la croissance (par exemple dans les infrastructures).

- Dans les pays exportateurs de produits de base, la situation budgétaire s'est détériorée, et la vulnérabilité extérieure et budgétaire a augmenté. L'urgence de l'ajustement de la politique économique varie considérablement, selon les amortisseurs budgétaires. Les pays exportateurs qui disposent d'amortisseurs peuvent se permettre d'ajuster leurs dépenses graduellement de manière à éviter d'aggraver le ralentissement. Néanmoins, comme l'on s'attend à ce qu'une partie de la baisse des prix des produits de base soit permanente, il sera important d'évaluer les implications pour les recettes et de prévoir un ajustement budgétaire. Les pays exportateurs disposant d'une marge de manœuvre limitée devront principalement laisser leur monnaie se déprécier considérablement pour atténuer l'impact de la baisse des produits de base sur leur économie. Comme indiqué dans l'édition d'octobre 2015 du *Moniteur des finances publiques*, la dégradation des perspectives des prix des produits de base souligne aussi que certains pays exportateurs de ces produits devront peut-être mettre à niveau leur cadre de politique budgétaire de manière à intégrer l'incertitude liée aux marchés des produits de base et à fournir un ancrage à plus long terme pour orienter les décisions.

En ce qui concerne les exigences dans les grands pays émergents, les autorités *chinoises* doivent atteindre simultanément trois objectifs : éviter un ralentissement marqué de la croissance pendant le passage à un modèle de croissance plus viable, réduire la vulnérabilité résultant d'un endettement excessif après la forte expansion du crédit de l'investissement, et renforcer le rôle des forces du marché dans l'économie. Un nouveau soutien modeste des pouvoirs publics sera probablement nécessaire pour veiller à ce que la croissance ne fléchisse pas fortement, mais il sera essentiel de continuer de mettre en œuvre les réformes structurelles pour que la consommation privée absorbe une partie des capacités qui sont inemployées à cause du ralentissement de la croissance de l'investissement. Les réformes ont pour fondement de donner aux mécanismes de marché un rôle plus décisif dans l'économie, d'éliminer les distorsions et de renforcer les institutions. Il s'agit notamment de réformes du secteur financier visant à renforcer la réglementation et le contrôle, à libéraliser les taux créditeurs, à accroître l'utilisation des taux d'intérêt comme instrument de politique monétaire et à éliminer les garanties implicites généralisées; de réformes dans les finances publiques et la sécurité sociale; ainsi que de réformes des entreprises publiques, notamment l'établissement de conditions égales pour les secteurs publics et privés. Le changement récent du système de change constitue un point de départ en vue de la mise en place d'un taux de change qui serait davantage déterminé par le marché, mais beaucoup dépend de

la mise en œuvre du nouveau système. Un taux de change flottant accroîtra l'autonomie de la politique monétaire et aidera l'économie à s'ajuster aux chocs extérieurs, tandis que la Chine continue de s'intégrer dans l'économie mondiale et les marchés financiers mondiaux.

En *Inde*, les perspectives de croissance à court terme restent favorables, et la baisse du déficit des transactions courantes a réduit la vulnérabilité extérieure. L'accélération plus rapide que prévu de l'inflation permet d'envisager d'abaisser de manière modeste le taux directeur nominal, mais le taux directeur réel doit rester restrictif pour que l'inflation soit ramenée à l'objectif fixé à moyen terme, étant donné les facteurs qui pourraient conduire à une accélération de l'inflation. Il est essentiel aussi de continuer d'assainir les finances publiques, mais l'assainissement doit être plus propice à la croissance (réforme fiscale, réduction des subventions). Étant donné les tensions sur les bilans des entreprises et des banques, il convient de renforcer la réglementation du secteur financier, d'accroître les provisions et de renforcer le recouvrement des créances. En ce qui concerne les réformes structurelles, il s'agit principalement de desserrer les contraintes de l'offre qui existent de longue date dans les secteurs de l'énergie, des mines et de l'électricité. Il est prioritaire, entre autres, d'établir le prix des ressources naturelles en fonction des marchés afin de stimuler l'investissement, de s'attaquer aux retards observés dans la mise en œuvre des projets d'infrastructures et d'améliorer le cadre d'action dans les secteurs de l'électricité et des mines.

Après plusieurs années où les perspectives de croissance à moyen terme ont été révisées à la baisse, il semble qu'il soit aussi opportun pour les principaux pays émergents d'opérer des réformes structurelles importantes pour rehausser leur productivité et leur croissance de manière durable. Bien que le ralentissement de la croissance estimée de la productivité totale des facteurs dans les principaux pays émergents soit en partie une implication naturelle des progrès récents sur le plan de la convergence, comme indiqué au chapitre 3 de l'édition d'avril 2015 des PEM, la croissance de la production potentielle est peut-être devenue trop dépendante de l'accumulation des facteurs dans certains pays. Les réformes structurelles à opérer diffèrent naturellement d'un pays à l'autre, mais il s'agit notamment d'éliminer les goulets d'étranglement dans les infrastructures du secteur de l'électricité (Afrique du Sud, Inde, Indonésie), de réduire les obstacles au commerce et à l'investissement, ainsi que d'améliorer le climat des affaires (Brésil, Indonésie, Russie), et de mettre en œuvre des réformes de l'éducation, ainsi que des marchés du travail et des produits, afin d'accroître la compétitivité et la productivité (Afrique du Sud, Brésil, Chine, Inde) et d'améliorer la fourniture des services publics (Afrique du Sud).

## Action des pouvoirs publics dans les pays à faible revenu

La croissance dans le groupe des pays à faible revenu est restée élevée, tandis que la croissance dans les pays émergents a fléchi. Mais, étant donné la faiblesse de l'activité dans les pays avancés, un ralentissement dans les pays émergents et la chute des cours des produits de base, les perspectives de croissance des pays à faible revenu pour 2015 et au-delà ont été révisées à la baisse. En outre, l'accès accru au financement sur les marchés extérieurs a amplifié l'exposition de certains pays à faible revenu à un durcissement éventuel des conditions financières mondiales.

Il convient de réagir face aux nouveaux enjeux et aux nouvelles sources de vulnérabilité. Dans certains pays, il faut améliorer la situation budgétaire alors que les recettes tirées des produits de base et d'autres exportations diminuent et que la croissance pourrait se modérer à l'avenir. Les exigences particulières varient d'un pays à l'autre, mais, de manière générale, il est prioritaire d'élargir l'assiette des recettes et d'ajuster les dépenses non essentielles, tout en maintenant les dépenses d'équipement essentielles — afin de s'attaquer aux déficits des infrastructures — et les dépenses sociales.

Dans beaucoup de pays à faible revenu, l'assouplissement du taux de change facilitera l'ajustement à une situation moins favorable sur le plan de la demande extérieure et des conditions financières. Mais cette flexibilité pourrait exiger un durcissement de la politique macroéconomique et un renforcement du cadre de politique monétaire afin de limiter les effets secondaires nocifs sur les prix intérieurs. En ce qui concerne les pays exportateurs de produits de base, en particulier ceux dont les amortisseurs sont limités, il sera nécessaire de procéder à un assainissement des finances publiques face à la baisse des recettes tirées des produits de base. Les pays exportateurs de produits de base ont besoin aussi d'un ancrage à long terme pour leur politique budgétaire, étant donné l'incertitude qui entoure l'évolution des prix de ces produits. Cet ancrage devrait prévoir des amortisseurs budgétaires à long terme qui sont suffisants pour faire face à des chocs de grande envergure et de longue durée, et, le cas échéant, à un épuisement des ressources. Il sera essentiel aussi pour les pays exportateurs de produits de base de bien gérer les risques de change dans les bilans.

Les pays à faible revenu doivent aussi avancer sur la voie des objectifs de développement durable, qui ont remplacé les objectifs du Millénaire pour le développement en septembre. Les progrès accomplis vers ces derniers ont été inégaux, et la crise financière mondiale a annulé les gains durement acquis dans bien des cas. Les pays les plus pauvres, les pays fragiles et les pays touchés

par des conflits continuent d'avoir beaucoup de mal à satisfaire leurs priorités de développement.

Pour se rapprocher de ces objectifs de développement, il sera important de s'attaquer aux problèmes de croissance et aux sources de vulnérabilité susmentionnées. Il sera crucial aussi de favoriser une mobilisation viable des ressources pour stimuler la croissance et promouvoir la diversification économique. Les priorités varient d'un pays à l'autre, mais il s'agit de manière générale d'accroître les recettes budgétaires, de promouvoir l'expansion des circuits financiers et d'attirer des flux de capitaux étrangers. La communauté internationale, y compris les pays avancés et les pays émergents d'importance systémique, ont aussi un rôle important à jouer en maintenant un environnement extérieur propice. Parmi les priorités figurent la poursuite de la libéralisation du commerce, l'octroi d'une aide au développement et d'une assistance technique, l'achèvement des réformes des réglementations à l'échelle mondiale, ainsi que la coopération sur le plan de la taxation internationale et du changement climatique.

### Annexe 1.1. Projections régionales

Les tableaux de la présente annexe faisaient auparavant partie du chapitre 2 (*Perspectives nationales et régionales*), qui a été intégré au chapitre 1. À compter de la présente

édition des PEM, ces tableaux constitueront l'annexe du chapitre 1. Pour faciliter la tâche du lecteur, voici l'ancienne et la nouvelle numérotation des tableaux :

(Nouvelle) numérotation des tableaux de l'annexe	Titre	Ancienne numérotation
1.1.1	Pays européens : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	2.2
1.1.2	Pays d'Asie et Pacifique : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	2.3
1.1.3	Pays de l'Hémisphère occidental : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	2.4
1.1.4	Communauté des États indépendants : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	2.5
1.1.5	Pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	2.6
1.1.6	Afrique subsaharienne : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage	2.7

**Tableau de l'annexe 1.1.1. Pays européens : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage**  
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Europe</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	...	...	...
<b>Pays avancés</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>
Zone euro <sup>4,5</sup>	0,9	1,5	1,6	0,4	0,2	1,0	2,0	3,2	3,0	11,6	11,0	10,5
Allemagne	1,6	1,5	1,6	0,8	0,2	1,2	7,4	8,5	8,0	5,0	4,7	4,7
France	0,2	1,2	1,5	0,6	0,1	1,0	-0,9	-0,2	-0,4	10,3	10,2	9,9
Italie	-0,4	0,8	1,3	0,2	0,2	0,7	1,9	2,0	2,3	12,7	12,2	11,9
Espagne	1,4	3,1	2,5	-0,2	-0,3	0,9	0,8	0,9	1,1	24,5	21,8	19,9
Pays-Bas	1,0	1,8	1,9	0,3	1,0	1,3	10,2	9,6	9,2	7,4	7,2	7,0
Belgique	1,1	1,3	1,5	0,5	0,7	1,1	1,6	2,1	2,1	8,5	8,5	8,3
Autriche	0,4	0,8	1,6	1,5	1,0	1,7	0,7	1,6	1,7	5,6	5,8	5,6
Grèce	0,8	-2,3	-1,3	-1,5	-0,4	0,0	0,9	0,7	1,5	26,5	26,8	27,1
Portugal	0,9	1,6	1,5	-0,2	0,6	1,3	0,6	0,7	1,6	13,9	12,3	11,3
Irlande	5,2	4,8	3,8	0,3	0,2	1,5	3,6	3,2	3,0	11,3	9,6	8,5
Finlande	-0,4	0,4	0,9	1,2	0,0	1,3	-1,9	-1,1	-0,7	8,7	9,5	9,5
République slovaque	2,4	3,2	3,6	-0,1	-0,1	1,4	0,1	0,1	0,1	13,2	11,9	11,1
Lituanie	2,9	1,8	2,6	0,2	-0,4	1,6	0,1	-2,2	-2,4	10,7	10,6	10,0
Slovénie	3,0	2,3	1,8	0,2	-0,4	0,7	7,0	6,7	6,2	9,7	8,7	8,1
Luxembourg	5,6	4,4	3,4	0,7	0,3	1,6	5,1	5,6	5,6	7,2	6,9	6,8
Lettonie	2,4	2,2	3,3	0,7	0,4	1,8	-3,1	-1,7	-2,7	10,8	10,4	10,2
Estonie	2,9	2,0	2,9	0,5	0,2	1,6	0,1	0,6	0,3	7,4	6,8	6,5
Chypre	-2,3	0,5	1,4	-0,3	-1,0	0,9	-4,5	-4,2	-3,8	16,1	16,0	15,0
Malte	3,5	3,4	3,5	0,8	1,0	1,4	3,3	1,5	1,3	5,9	5,7	5,5
Royaume-Uni <sup>5</sup>	3,0	2,5	2,2	1,5	0,1	1,5	-5,9	-4,7	-4,3	6,2	5,6	5,5
Suisse	1,9	1,0	1,3	0,0	-1,1	-0,2	7,3	7,2	7,0	3,2	3,4	3,6
Suède	2,3	2,8	3,0	0,2	0,5	1,1	6,2	6,7	6,7	7,9	7,7	7,6
Norvège	2,2	0,9	1,3	2,0	2,3	2,2	9,4	7,0	5,4	3,5	4,2	4,3
République tchèque	2,0	3,9	2,6	0,4	0,4	1,5	0,6	1,7	1,2	6,1	5,2	4,9
Danemark	1,1	1,6	2,0	0,6	0,5	1,8	6,3	7,0	7,2	6,5	6,2	6,0
Islande	1,8	4,8	3,7	2,0	2,1	4,5	3,4	4,6	3,4	5,0	4,3	4,1
Saint-Marin	-1,0	1,0	1,1	1,1	0,4	0,9	...	...	...	8,7	8,4	7,9
<b>Pays émergents et en développement d'Europe<sup>6</sup></b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,4</b>	...	...	...
Turquie	2,9	3,0	2,9	8,9	7,4	7,0	-5,8	-4,5	-4,7	9,9	10,8	11,2
Pologne	3,4	3,5	3,5	0,0	-0,8	1,0	-1,3	-0,5	-1,0	9,0	7,5	7,2
Roumanie	2,8	3,4	3,9	1,1	-0,4	-0,2	-0,4	-0,7	-1,5	6,8	6,9	6,8
Hongrie	3,6	3,0	2,5	-0,2	0,3	2,3	4,0	5,0	4,3	7,8	7,3	7,0
Bulgarie <sup>5</sup>	1,7	1,7	1,9	-1,6	-0,8	0,6	0,0	1,0	0,2	11,5	10,3	9,7
Serbie	-1,8	0,5	1,5	2,1	1,6	3,4	-6,0	-4,0	-3,8	19,7	20,6	21,8
Croatie	-0,4	0,8	1,0	-0,2	-0,4	1,1	0,7	1,7	1,5	17,1	16,6	16,1

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste des pays ayant des périodes de référence exceptionnelles.

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

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

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

<sup>4</sup>Les données relatives à la Lituanie sont incluses dans les agrégats de la zone euro, mais étaient exclues des PEM d'avril 2015. Solde extérieur courant corrigé des discordances constatées entre les informations communiquées sur les opérations effectuées au sein de la zone.

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

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



**Tableau de l'annexe 1.1.2. Pays d'Asie et Pacifique : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage**  
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Asie</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	...	...	...
<b>Pays avancés</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>
Japon	-0,1	0,6	1,0	2,7	0,7	0,4	0,5	3,0	3,0	3,6	3,5	3,5
Corée	3,3	2,7	3,2	1,3	0,7	1,8	6,3	7,1	6,7	3,5	3,7	3,5
Australie	2,7	2,4	2,9	2,5	1,8	2,6	-3,0	-4,0	-4,1	6,1	6,3	6,2
Taiwan (province chinoise de)	3,8	2,2	2,6	1,2	-0,1	1,0	12,4	12,4	11,8	4,0	4,0	4,0
Singapour	2,9	2,2	2,9	1,0	0,0	1,8	19,1	20,8	18,0	2,0	2,0	2,0
Hong Kong (RAS)	2,5	2,5	2,7	4,4	2,9	3,0	1,9	2,2	2,5	3,2	3,2	3,1
Nouvelle-Zélande	3,3	2,2	2,4	1,2	0,2	1,5	-3,3	-4,7	-5,6	5,7	5,8	5,8
<b>Pays émergents et en développement d'Asie</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	...	...	...
Chine	7,3	6,8	6,3	2,0	1,5	1,8	2,1	3,1	2,8	4,1	4,1	4,1
Inde	7,3	7,3	7,5	5,9	5,4	5,5	-1,3	-1,4	-1,6	...	...	...
<b>ASEAN-5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	...	...	...
Indonésie	5,0	4,7	5,1	6,4	6,8	5,4	-3,0	-2,2	-2,1	6,1	5,8	5,6
Thaïlande	0,9	2,5	3,2	1,9	-0,9	1,5	3,3	6,2	5,4	0,8	0,8	0,8
Malaisie	6,0	4,7	4,5	3,1	2,4	3,8	4,3	2,2	2,1	2,9	3,0	3,0
Philippines	6,1	6,0	6,3	4,2	1,9	3,4	4,4	5,0	4,5	6,8	6,3	6,0
Viet Nam	6,0	6,5	6,4	4,1	2,2	3,0	4,9	0,7	-0,9	2,5	2,5	2,5
<b>Autres pays émergents et en développement d'Asie<sup>4</sup></b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,7</b>	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Pays émergents d'Asie <sup>5</sup>	6,8	6,5	6,3	3,4	2,8	3,1	1,5	2,2	2,0	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste des pays ayant des périodes de référence exceptionnelles.

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

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

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

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

<sup>5</sup>Les pays émergents d'Asie incluent les pays de l'ASEAN-5 (Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Viet Nam), la Chine et l'Inde.

**Tableau de l'annexe 1.1.3. Pays de l'Hémisphère occidental :**  
**PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage**  
*(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Amérique du Nord</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,8</b>	...	...	...
États-Unis	2,4	2,6	2,8	1,6	0,1	1,1	-2,2	-2,6	-2,9	6,2	5,3	4,9
Canada	2,4	1,0	1,7	1,9	1,0	1,6	-2,1	-2,9	-2,3	6,9	6,8	6,8
Mexique	2,1	2,3	2,8	4,0	2,8	3,0	-1,9	-2,4	-2,0	4,8	4,3	4,0
<b>Amérique du Sud<sup>4</sup></b>	<b>0,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>9,9</b>	<b>15,8</b>	<b>15,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,3</b>	...	...	...
Brésil	0,1	-3,0	-1,0	6,3	8,9	6,3	-4,4	-4,0	-3,8	4,8	6,6	8,6
Argentine <sup>5,6</sup>	0,5	0,4	-0,7	...	16,8	25,6	-1,0	-1,8	-1,6	7,3	6,9	8,4
Colombie	4,6	2,5	2,8	2,9	4,4	3,5	-5,2	-6,2	-5,3	9,1	9,0	8,9
Venezuela	-4,0	-10,0	-6,0	62,2	159,1	204,1	5,3	-3,0	-1,9	8,0	14,0	18,1
Chili	1,9	2,3	2,5	4,4	4,4	3,7	-1,2	-0,7	-1,6	6,4	6,6	7,0
Pérou	2,4	2,4	3,3	3,2	3,2	2,8	-4,0	-3,7	-3,8	6,0	6,0	6,0
Équateur	3,8	-0,6	0,1	3,6	4,1	2,9	-0,6	-2,6	-2,8	3,8	4,7	5,0
Bolivie	5,5	4,1	3,5	5,8	4,3	4,9	0,0	-4,5	-5,0	4,0	4,0	4,0
Uruguay	3,5	2,5	2,2	8,9	8,4	8,1	-4,4	-3,7	-3,7	6,6	6,6	7,0
Paraguay	4,4	3,0	3,8	5,0	3,3	4,2	0,1	-2,0	-1,9	5,5	5,5	5,5
<b>Amérique centrale<sup>7</sup></b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,9</b>	...	...	...
<b>Caraïbes<sup>8</sup></b>	<b>4,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,3</b>	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Amérique latine et Caraïbes <sup>9</sup>	1,3	-0,3	0,8	7,9	11,2	10,7	-3,0	-3,3	-3,0	...	...	...
Argentine non comprise	1,4	-0,3	0,9	7,9	11,2	10,7	-3,2	-3,5	-3,2	...	...	...
Union monétaire des Caraïbes orientales <sup>10</sup>	2,7	2,5	2,2	1,1	-0,1	1,5	-14,3	-12,9	-12,9	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste des pays ayant des périodes de référence exceptionnelles.

<sup>1</sup>Les variations des prix à la consommation sont données en moyennes annuelles. Les données sur les prix à la consommation de l'Argentine sont exclues des agrégats Amérique du Sud et Amérique latine et Caraïbes. Les variations de décembre à décembre sont indiquées dans les tableaux A6 et A7 de l'appendice statistique.

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

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

<sup>4</sup>Inclut aussi le Guyana et le Suriname. Voir la note 6 en ce qui concerne les prix à la consommation.

<sup>5</sup>Les chiffres pour l'Argentine sont les données officielles communiquées telles que révisées en mai 2014. Le 1<sup>er</sup> février 2013, le FMI a adopté une déclaration de censure à l'encontre de l'Argentine et, en décembre 2013, il a demandé à l'Argentine de prendre des mesures déterminées pour améliorer la qualité des données officielles sur le PIB en se conformant au calendrier prescrit. Le 3 juin 2015, le Conseil d'administration a pris acte des entretiens en cours avec les autorités argentines et des progrès notables accomplis pour remédier à la communication inexacte de données depuis 2013, mais a noté que certaines des mesures qu'il avait été demandé de prendre avant fin février 2015 n'avaient pas encore été complètement appliquées. Le Conseil d'administration réexaminera cette question d'ici le 15 juillet 2016, suivant les procédures établies dans le cadre juridique du FMI.

<sup>6</sup>Les données sur l'indice des prix à la consommation (IPC) à partir de décembre 2013 correspondent au nouvel IPC national (IPCNu), qui diffère nettement de l'IPC antérieur (qui était l'IPC pour le Grand Buenos Aires (IPC-GBA). Il n'est pas possible de comparer directement les données produites par l'IPCNu et l'IPC-GBA parce que les deux indices n'ont pas la même couverture géographique, n'emploient pas les mêmes pondérations, n'emploient pas les mêmes méthodes d'échantillonnage et ne suivent pas la même méthodologie. L'inflation moyenne mesurée par l'IPC pour 2014 n'est pas présentée dans les PEM d'octobre 2015 en raison de cette rupture structurelle des données. Après la déclaration de censure faite par le FMI le 1<sup>er</sup> février 2013, la publication d'un nouvel IPC national avant la fin de mars 2014 est devenue l'une des mesures figurant dans la décision du Conseil d'administration du FMI de décembre 2013, par laquelle le Conseil demandait à l'Argentine de remédier à la qualité de ses données officielles relatives à l'IPC. Le 3 juin 2015, le Conseil d'administration a pris acte des entretiens en cours avec les autorités argentines et des progrès notables accomplis pour remédier à la communication inexacte de données depuis 2013, mais a noté que certaines des mesures qu'il avait été demandé de prendre avant fin février 2015 n'avaient pas encore été complètement appliquées. Le Conseil d'administration réexaminera cette question d'ici le 15 juillet 2016, suivant les procédures établies dans le cadre juridique du FMI.

<sup>7</sup>Belize, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua et Panama.

<sup>8</sup>Antigua-et-Barbuda, Bahamas, Barbade, Dominique, Grenade, Haïti, Jamaïque, République dominicaine, Saint-Kitts-et-Nevis, Saint-Vincent-et-les Grenadines, Sainte-Lucie et Trinité-et-Tobago.

<sup>9</sup>Inclut le Mexique et les pays d'Amérique centrale, d'Amérique du Sud et des Caraïbes. Voir la note 6.

<sup>10</sup>Antigua-et-Barbuda, Dominique, Grenade, Saint-Kitts-et-Nevis, Saint-Vincent-et-les Grenadines et Sainte-Lucie, ainsi qu'Anguilla et Montserrat, qui ne sont pas membres du FMI.

**Tableau de l'annexe 1.1.4. Communauté des États indépendants :**  
**PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage**  
*(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Communauté des États indépendants<sup>4</sup></b>	<b>1,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>8,1</b>	<b>15,9</b>	<b>8,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	...	...	...
<b>Exportateurs nets d'énergie</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,4</b>	<b>7,5</b>	<b>13,9</b>	<b>8,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	...	...	...
Russie	0,6	-3,8	-0,6	7,8	15,8	8,6	3,2	5,0	5,4	5,2	6,0	6,5
Kazakhstan	4,3	1,5	2,4	6,7	6,3	8,6	2,1	-3,0	-4,1	5,0	5,0	5,0
Ouzbékistan	8,1	6,8	7,0	8,4	9,7	9,2	1,7	0,2	0,3	...	...	...
Azerbaïdjan	2,8	4,0	2,5	1,4	5,0	4,2	14,1	3,0	2,7	6,0	6,0	6,0
Turkménistan	10,3	8,5	8,9	6,0	7,0	6,0	-5,8	-13,6	-12,1	...	...	...
<b>Importateurs nets d'énergie</b>	<b>-2,6</b>	<b>-5,5</b>	<b>1,1</b>	<b>12,2</b>	<b>30,9</b>	<b>12,6</b>	<b>-6,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,1</b>	...	...	...
Ukraine <sup>5</sup>	-6,8	-9,0	2,0	12,1	50,0	14,2	-4,7	-1,7	-1,6	9,3	11,5	11,0
Bélarus	1,6	-3,6	-2,2	18,1	15,1	14,2	-6,7	-4,9	-4,3	0,5	0,5	0,5
Géorgie	4,8	2,0	3,0	3,1	3,7	5,0	-9,7	-10,7	-9,6	...	...	...
Arménie	3,4	2,5	2,2	3,0	4,3	3,4	-7,3	-5,9	-6,4	18,0	17,9	17,7
Tadjikistan	6,7	3,0	3,4	6,1	10,8	8,2	-9,2	-7,5	-6,1	...	...	...
République kirghize	3,6	2,0	3,6	7,5	8,3	9,0	-16,8	-17,7	-15,7	7,6	7,5	7,4
Moldova	4,6	-1,0	1,5	5,1	8,4	7,4	-3,7	-6,2	-6,4	3,9	7,0	6,0
<i>Pour mémoire</i>												
Caucase et Asie centrale <sup>6</sup>	5,3	3,7	4,0	5,8	6,8	7,4	2,0	-3,4	-3,8	...	...	...
Pays à faible revenu de la CEI <sup>7</sup>	6,7	4,8	5,4	6,9	8,5	8,1	-3,3	-3,8	-3,4	...	...	...
Exportateurs nets d'énergie hors Russie	5,4	3,8	4,1	5,9	6,8	7,6	3,3	-2,7	-3,2	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste des pays ayant des périodes de référence exceptionnelles.

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

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

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

<sup>4</sup>La Géorgie, le Turkménistan et l'Ukraine, qui ne sont pas membres de la Communauté des États indépendants, sont inclus dans ce groupe pour des raisons de géographie et de similitude de structure économique.

<sup>5</sup>À partir de 2014, les données ne couvrent pas la Crimée ni Sébastopol.

<sup>6</sup>Inclut l'Arménie, l'Azerbaïdjan, la Géorgie, le Kazakhstan, l'Ouzbékistan, la République kirghize, le Tadjikistan et le Turkménistan.

<sup>7</sup>Les pays à faible revenu de la communauté des États indépendants (CEI) sont l'Arménie, la Géorgie, la Moldova, l'Ouzbékistan, la République kirghize et le Tadjikistan.

**Tableau de l'annexe 1.1.5. Pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage**  
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Moyen-Orient et Afrique du Nord,</b>												
<b>Afghanistan et Pakistan</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,9</b>	<b>6,7</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,3</b>	...	...	...
<b>Pays exportateurs de pétrole<sup>4</sup></b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>	<b>8,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>-4,3</b>	...	...	...
Arabie saoudite	3,5	3,4	2,2	2,7	2,1	2,3	10,3	-3,5	-4,7	5,5	...	...
Iran <sup>5</sup>	4,3	0,8	4,4	15,5	15,1	11,5	3,8	0,4	1,3	10,6	11,7	12,3
Émirats arabes unis	4,6	3,0	3,1	2,3	3,7	3,0	13,7	2,9	3,1	...	...	...
Algérie	3,8	3,0	3,9	2,9	4,2	4,1	-4,5	-17,7	-16,2	10,6	11,6	11,7
Iraq	-2,1	0,0	7,1	2,2	1,9	3,0	-2,8	-12,7	-11,0	...	...	...
Qatar	4,0	4,7	4,9	3,0	1,6	2,3	26,1	5,0	-4,5	...	...	...
Koweït	0,1	1,2	2,5	2,9	3,3	3,3	31,0	9,3	7,0	2,1	2,1	2,1
<b>Pays importateurs de pétrole<sup>6</sup></b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>9,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,2</b>	...	...	...
Égypte	2,2	4,2	4,3	10,1	11,0	8,8	-0,8	-3,7	-4,5	13,4	12,9	12,4
Pakistan	4,0	4,2	4,5	8,6	4,5	4,7	-1,3	-0,8	-0,5	6,7	6,5	6,0
Maroc	2,4	4,9	3,7	0,4	1,5	2,0	-5,5	-2,3	-1,6	9,9	9,8	9,7
Soudan	3,6	3,5	4,0	36,9	19,8	12,7	-7,7	-5,8	-5,6	13,6	13,3	13,0
Tunisie	2,3	1,0	3,0	4,9	5,0	4,0	-8,8	-8,5	-7,0	15,3	15,0	14,0
Liban	2,0	2,0	2,5	1,9	0,1	1,5	-24,9	-21,0	-19,3	...	...	...
Jordanie	3,1	2,9	3,7	2,9	0,2	3,1	-6,8	-7,4	-6,5	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Moyen-Orient et Afrique du Nord	2,6	2,3	3,8	6,5	6,5	5,5	6,1	-4,0	-4,7	...	...	...
Israël <sup>7</sup>	2,6	2,5	3,3	0,5	-0,1	2,0	4,3	4,6	4,7	5,9	5,3	5,2
Maghreb <sup>8</sup>	0,7	2,5	3,6	2,5	3,9	4,0	-8,1	-15,8	-13,8	...	...	...
Mashreq <sup>9</sup>	2,2	3,9	4,1	8,9	9,4	7,8	-4,6	-6,3	-6,6	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste des pays ayant des périodes de référence exceptionnelles.

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

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

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

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

<sup>5</sup>Pour l'Iran, les données et les prévisions reposent sur le PIB aux prix du marché. Les données correspondantes utilisées par les services du FMI pour la croissance du PIB aux prix des facteurs sont 3,0 %, -1,9 % et -6,8 % pour 2014/15, 2013/14 et 2012/13, respectivement.

<sup>6</sup>Ce groupe comprend aussi l'Afghanistan, Djibouti et la Mauritanie. La Syrie n'est pas prise en compte en raison du conflit en cours et du manque de données qui en résulte.

<sup>7</sup>Israël, qui n'est pas membre de la région, est inclus ici pour des raisons de géographie. Les chiffres relatifs à Israël ne sont pas inclus dans les agrégats de la région.

<sup>8</sup>Algérie, Libye, Maroc, Mauritanie et Tunisie.

<sup>9</sup>Égypte, Jordanie et Liban. La Syrie n'est pas prise en compte en raison du conflit en cours et du manque de données qui en résulte.

**Tableau de l'annexe 1.1.6. Afrique subsaharienne : PIB réel, prix à la consommation, solde extérieur courant et chômage**  
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections		2014	Projections	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>5,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,5</b>	...	...	...
<b>Pays exportateurs de pétrole<sup>4</sup></b>	<b>5,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>7,4</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,4</b>	...	...	...
Nigéria	6,3	4,0	4,3	8,1	9,1	9,7	0,2	-1,8	-1,2	7,8	8,2	...
Angola	4,8	3,5	3,5	7,3	10,3	14,2	-1,5	-7,6	-5,6	...	...	...
Gabon	4,3	3,5	4,9	4,5	0,6	2,5	8,3	-7,0	-4,2	...	...	...
Tchad	6,9	6,9	4,2	1,7	4,3	3,1	-8,9	-10,4	-9,3	...	...	...
République du Congo	6,8	1,0	6,5	0,9	0,9	1,7	-9,4	-15,2	-14,6	...	...	...
<b>Pays à revenu intermédiaire<sup>5</sup></b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,8</b>	...	...	...
Afrique du Sud	1,5	1,4	1,3	6,1	4,8	5,9	-5,4	-4,3	-4,5	25,1	25,8	25,7
Ghana	4,0	3,5	5,7	15,5	15,3	10,1	-9,6	-8,3	-7,2	...	...	...
Côte d'Ivoire	7,9	8,2	7,6	0,4	1,6	1,5	-0,7	-1,0	-1,9	...	...	...
Cameroun	5,7	5,3	5,4	1,9	2,0	2,1	-4,6	-5,0	-5,2	...	...	...
Zambie	5,6	4,3	4,0	7,8	7,3	7,5	-1,4	-1,4	-2,6	...	...	...
Sénégal	4,7	5,1	5,9	-1,1	0,6	2,1	-8,8	-6,1	-5,2	...	...	...
<b>Pays à faible revenu<sup>6</sup></b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-11,7</b>	<b>-11,8</b>	...	...	...
Éthiopie	10,3	8,7	8,1	7,4	10,0	9,0	-8,0	-12,5	-9,3	...	...	...
Kenya	5,3	6,5	6,8	6,9	6,3	5,9	-10,4	-9,6	-9,2	...	...	...
Tanzanie	7,0	6,9	7,0	6,1	5,6	5,9	-9,3	-8,2	-7,1	...	...	...
Ouganda	4,8	5,2	5,5	4,6	5,7	6,5	-9,7	-10,5	-11,3	...	...	...
Madagascar	3,3	3,4	4,6	6,1	7,6	7,4	-0,2	-1,3	-2,2	...	...	...
République démocratique du Congo	9,2	8,4	7,3	1,0	1,0	1,7	-9,2	-7,6	-8,0	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Afrique subsaharienne hors												
Soudan du Sud	5,0	3,9	4,3	6,4	6,8	7,3	-4,1	-5,7	-5,5	...	...	...

Note : Les données indiquées pour certains pays sont calculées sur la base des exercices budgétaires. Veuillez vous reporter au tableau F de l'appendice statistique pour une liste des pays ayant des périodes de référence exceptionnelles.

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

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

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

<sup>4</sup>Ce groupe comprend aussi la Guinée équatoriale et le Soudan du Sud.

<sup>5</sup>Ce groupe comprend aussi les pays suivants : Botswana, Cabo Verde, Lesotho, Maurice, Namibie, Seychelles et Swaziland.

<sup>6</sup>Ce groupe comprend aussi les pays suivants : Bénin, Burkina Faso, Burundi, Comores, Érythrée, Gambie, Guinée, Guinée Bissau, Libéria, Malawi, Mali, Mozambique, Niger, République centrafricaine, Rwanda, São Tomé-et-Príncipe, Sierra Leone, Togo et Zimbabwe.

## Dossier spécial : Marchés des produits de base — Évolution et prévisions, principalement pour les métaux dans l'économie mondiale

*Après avoir enregistré de fortes fluctuations, les cours des produits de base ont reculé sensiblement depuis la publication de l'édition d'avril 2015 des Perspectives de l'économie mondiale (PEM). Les cours du pétrole, qui s'étaient redressés dans un premier temps, ont par la suite diminué en raison de la vigueur de l'offre et des inquiétudes suscitées par l'avenir de la demande. Dans le cas des métaux, les cours ont baissé à cause du ralentissement de la demande chinoise et d'une forte augmentation de l'offre de la plupart d'entre eux. Les cours des denrées alimentaires se sont en outre repliés sous l'effet des abondantes récoltes de cette année. Du fait des inquiétudes suscitées par la croissance chinoise, les cours du pétrole et des métaux risquent de baisser. Les risques climatiques qui pèsent sur l'offre de denrées alimentaires se sont intensifiés. Le présent dossier spécial comporte une analyse approfondie des marchés des métaux dans l'économie mondiale. Il met leur évolution récente en perspective en étudiant les fluctuations spectaculaires de l'offre et de la demande ces dernières décennies et note que le rapport entre les forces de l'offre et de la demande fait ressortir un scénario où les cours des métaux resteront bas dans la durée.*

Les cours des produits de base ont diminué de 14 % depuis février 2015, période de référence retenue pour les PEM d'avril (graphique 1.DS.1, page 1). Ceux du pétrole, qui s'étaient dans un premier temps redressés sous l'effet d'une forte baisse de l'investissement dans le secteur, ont repris leur recul en raison de la vigueur de l'offre des pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et de l'accord nucléaire conclu avec la République islamique d'Iran. Les cours du gaz et du charbon, qui sont pour l'essentiel indexés sur ceux du pétrole, ont également diminué. Les cours des produits de base hors pétrole ont eux aussi fléchi, ceux des métaux et ceux des produits agricoles de base régressant de 13 et de 8 %, respectivement.

L'excès d'offre mondiale de pétrole en termes de flux (différence entre la production et la consommation mondiales) a continué d'augmenter en 2015 en raison de la vigueur de l'offre, malgré la chute spectaculaire de l'investissement dans le secteur. Aux États-Unis, le nombre d'installations de forage terrestre utilisées a diminué de moitié depuis le pic d'octobre 2014 (graphique 1.DS.1, page 2). Dans les pays de l'OPEP, la production augmente en dépit du faible niveau des cours, dépassant en août de plus de 1,5 million de barils par jour (mbj)

Les auteurs de ce dossier sont Rabah Arezki (chef d'équipe), Akito Matsumoto et Hongyan Zhao, avec le concours de Frederik Toscani, ainsi que de Rachel Yuting Fan et Vanessa Diaz Montelongo en matière de recherche.

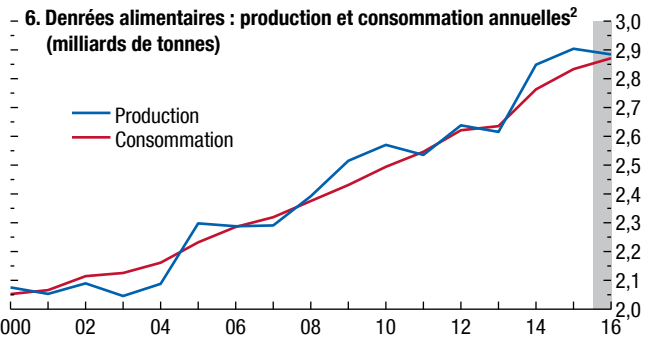
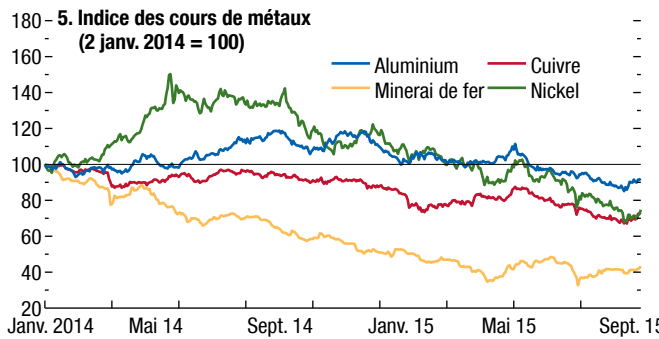
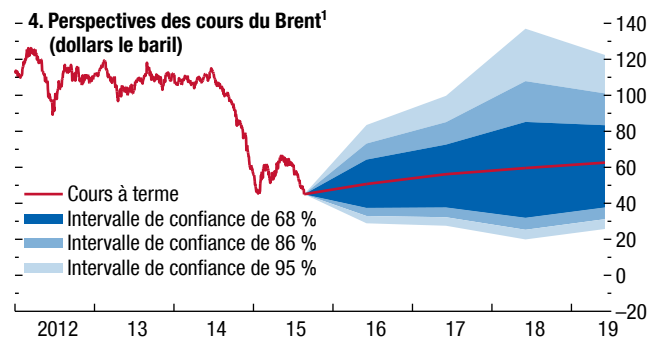
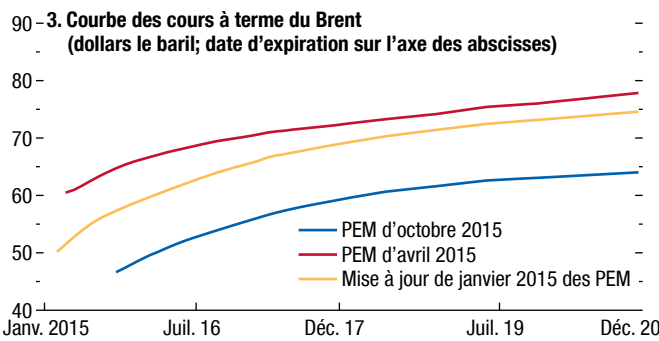
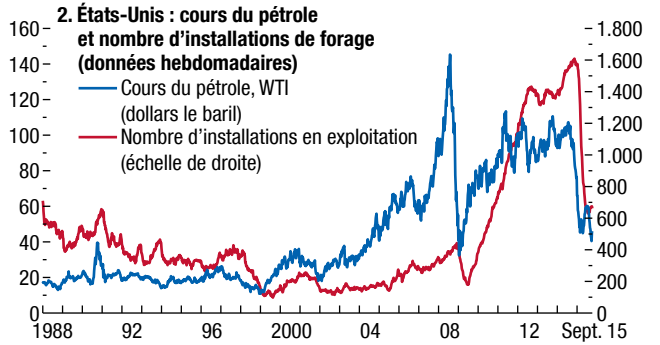
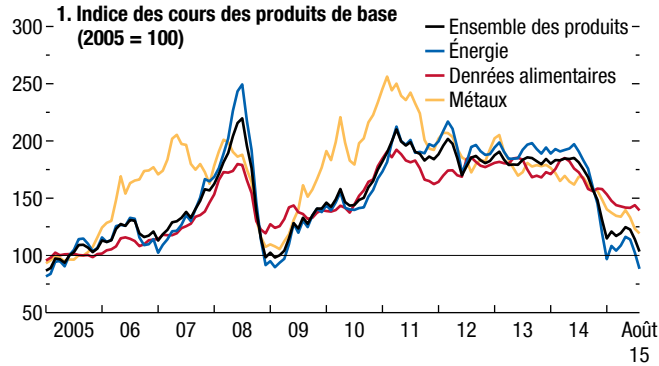
l'objectif de 30 mbj qu'ils s'étaient fixé. La Russie a en outre atteint des niveaux de production sans précédent. Par ailleurs, le Conseil de sécurité des Nations Unies a adopté une résolution qui crée un mécanisme de contrôle du programme nucléaire de l'Iran, ouvrant ainsi la voie à l'élimination à terme de toutes les sanctions nucléaires prises contre ce pays. Les exportations de pétrole brut iranien devraient donc augmenter, et les stocks de pétrole de ce pays sont estimés à 30 millions de barils. On s'attend en outre à ce que, sans les sanctions, l'Iran porte ses capacités de 500.000 à 800.000 barils par jour dans les deux ans. Les cours de la majeure partie du surcroît de pétrole iranien ont été établis au comptant, ce qui contribue à aplanir les courbes des cours à terme.

La demande mondiale effective de pétrole est vigoureuse, mais son évolution future est un sujet de préoccupation. Selon l'Agence internationale de l'énergie, elle devrait normalement dépasser sa croissance tendancielle en 2015 de 1,7 mbj, soit le taux le plus rapide de progression en cinq ans. Ce taux a été révisé à la hausse (de 0,9 mbd) par rapport aux projections de mars. Cependant, l'instabilité récente des marchés boursiers mondiaux a fait naître au sujet de la croissance mondiale des inquiétudes qui risquent d'avoir à terme des répercussions sur la demande de pétrole. La perte de confiance dans les marchés financiers mondiaux a intensifié les pressions à la baisse sur les cours du pétrole en août.

Le marché à terme du pétrole laisse entrevoir une hausse des cours (graphique 1.DS.1, page 3). Les hypothèses de référence que le FMI utilise pour établir le cours au comptant moyen du pétrole à partir des cours à terme semblent indiquer des cours annuels moyens pour le baril de 51,62 dollars en 2015, 50,36 dollars en 2016 et 55,42 dollars en 2017 (graphique 1.DS.1, page 4). De grandes incertitudes pèsent encore sur les hypothèses de référence retenues pour les cours du pétrole, bien qu'elles soient légèrement moins fortes que lors des PEM d'avril 2015.

Les cours des métaux ont reculé de 13 % depuis février 2015 (graphique 1.DS.1, page 5). Après avoir dans un premier temps rebondi sous l'effet de craintes relatives à l'offre, ils subissent des tensions à la baisse depuis le milieu de mai. En Chine, le repli de la monnaie et la correction des marchés boursiers ont suscité des inquiétudes quant à la vigueur de la demande de métaux. La Chine, qui représente plus ou moins la moitié de la demande mondiale des grands métaux de base, est le principal moteur de la croissance mondiale depuis 2002 (voir «Les métaux dans l'économie mondiale»). Selon les

Graphique 1.DS.1. Évolution des marchés des produits de base



Sources : Baker Hughes Inc.; Bloomberg, L.P.; FMI, système des cours des produits de base; Thomson Reuters Datastream; U.S. Department of Agriculture; calculs des services du FMI.

Note : WTI = West Texas Intermediate.

<sup>1</sup>Établies à partir des cours des options sur contrats à terme du 20 août 2015.

<sup>2</sup>Somme des données sur les principales céréales et huiles végétales : amandes de palmiste, blé, colza, graines de tournesol, maïs, millet, orge, riz, seigle et sorgho.

projections, les cours des métaux diminueront de 22 % en 2015 et de 9 % en 2016. Les cours à terme laissent supposer une baisse continue des cours, parallèlement à une augmentation des incertitudes alimentée à la fois par la demande (surtout chinoise) et la vigueur de l'offre.

Les cours des produits agricoles de base ont diminué globalement de 8 % depuis février 2015. Ceux des denrées alimentaires ont baissé de 6 %, les principaux indices régressant tous, exception faite de celui de la viande qui a augmenté légèrement. Les cours des céréales ont chuté

malgré des conditions atmosphériques défavorables en Amérique du Nord et en Europe. Ceux des matières premières agricoles ont également baissé depuis février 2015 et les pics atteints en 2011. Les cours du coton, qui ont monté en raison de la faiblesse de l'offre, constituent une exception notable. Ceux des boissons ont affiché des tendances divergentes : les cours du café ont reculé à cause d'un redressement modeste de la production d'arabica au Brésil, alors que ceux du thé ont augmenté après la récente sécheresse au Kenya. Les cours du cacao ont

progressé au deuxième trimestre de 2015 sous l'effet de déficits de l'offre liés aux conditions atmosphériques au Ghana, mais la demande demeure robuste.

Selon les projections, les cours annuels des denrées alimentaires diminueront de 17 % en 2015, la croissance de l'offre, conjuguée à des stocks élevés, étant plus forte que celle de la demande. On s'attend à des baisses sensibles des cours des céréales et des huiles végétales, en particulier le blé et le soja. Pour 2016, le recul anticipé est relativement plus faible (5 %), après les diminutions marginales de la production des principales cultures dont font état les projections (graphique 1.DS.1, page 6). Les risques qui pèsent sur les cours des denrées alimentaires vont de pair avec l'instabilité habituelle des conditions atmosphériques, en particulier les craintes qu'inspire El Niño, qui devrait se renforcer dans l'Hémisphère Nord et persister pendant le premier trimestre de 2016.

### Les métaux dans l'économie mondiale

Si leur récente chute a attiré l'attention du grand public, les cours des métaux diminuent en fait depuis 2011. Certains analystes soutiennent que nous nous trouvons à un tournant décisif, laissant entendre que ce que l'on appelle le supercycle des produits de base arrive à sa fin. S'il est difficile d'affirmer ce qui précède avec assurance, la baisse prolongée des cours des métaux s'inscrit dans un cycle classique d'expansion et de contraction. En fait, après une période de cours élevés pendant la première décennie 2000, l'investissement dans le secteur et, partant, ses capacités ont nettement augmenté. Le niveau élevé des cours a entraîné des ajustements à la baisse de la demande. Ces ajustements ont contribué à un recul progressif des cours depuis 2011, qui s'est traduit par une diminution de l'investissement, surtout dans les mines à coûts d'exploitation élevés, eu égard à la baisse anticipée des bénéfices. À terme, ce repli de l'investissement entraînera une réduction des capacités, la contraction de la production devant conduire à un rebond des cours. Le retournement probable sera d'autant plus sensible que le marasme des cours aura été prolongé.

Il est important de comprendre l'évolution des marchés des métaux pour au moins deux raisons. Premièrement, les métaux sont au cœur de l'économie mondiale, car ils sont des biens intermédiaires clés dans la production industrielle et la construction. Les marchés sont donc déterminés par les variations du volume et de la composition de l'offre et de la demande mondiales. À ce titre, leur métamorphose est le signal d'importantes mutations dans l'économie mondiale. En second lieu, les métaux représentent une partie importante des exportations de certains pays, et les variations de leurs cours

peuvent avoir des conséquences macroéconomiques significatives<sup>1</sup>. Les questions ci-après sont abordées dans le reste du présent dossier spécial :

- Que faut-il entendre par métaux?
- Où se trouvent les principaux centres de production et de consommation des métaux?
- Comment les marchés des métaux ont-ils évolué?
- Quel est l'avenir des métaux?

### Que faut-il entendre par métaux?

Les métaux sont des corps minéraux qui se présentent sous diverses formes allant des métaux de base aux métaux précieux. Les métaux de base sont ceux qui s'oxydent ou se corrodent assez facilement. Au sein de cette catégorie, il faut opérer une distinction entre les métaux selon qu'ils sont ferreux ou non ferreux. Les métaux ferreux, dont le plus caractéristique est le fer, sont en général lourds et relativement abondants. Les métaux non ferreux ne contiennent pas de fer en quantités significatives. Ils sont en général plus coûteux que les métaux ferreux et ont des propriétés recherchées comme un faible poids (l'aluminium par exemple), une haute conductivité (le cuivre notamment), des caractéristiques non magnétiques ou une résistance à la corrosion (le zinc et le nickel, entre autres). L'expression «métaux de base» est en général utilisée par opposition à «métaux nobles», qui, eux, résistent à la corrosion et à l'oxydation. Les métaux nobles sont en général des métaux précieux, souvent parce qu'ils sont perçus comme étant rares; il s'agit, par exemple, de l'or, du platine, de l'argent, du rhodium, de l'iridium et du palladium. Sur le plan chimique, les métaux précieux sont moins réactifs que la plupart des éléments et ont un beau brillant et une haute conductivité électrique.

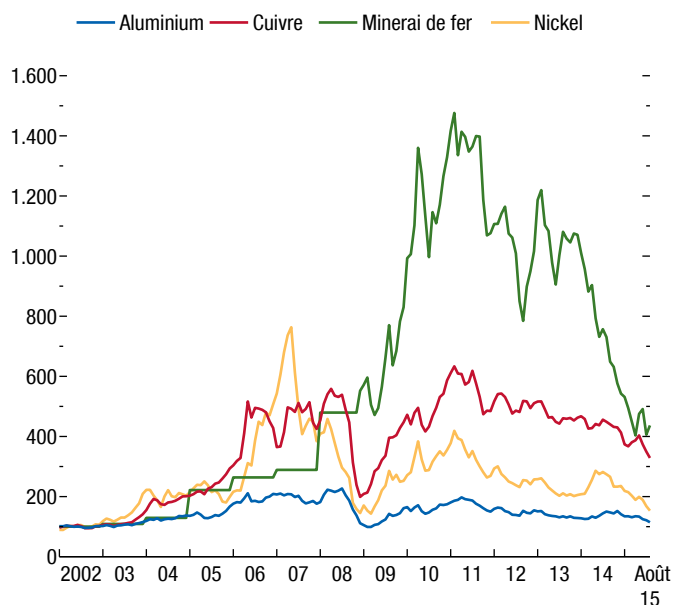
Sauf indication contraire, le présent dossier spécial est pour l'essentiel axé sur quatre grands métaux de base : minerai de fer, cuivre, aluminium et nickel, dont les cours ont tous accusé une baisse, à des degrés différents toutefois (graphique 1.DS.2). L'emploi final de ces métaux est très divers, mais le bâtiment et les machines sont deux secteurs clés à cet égard, étant donné leurs propriétés ductiles et malléables.

### Où se trouvent les principaux centres de production et de consommation des métaux?

Les centres de production et de consommation des métaux sont concentrés dans quelques pays, ceux de pro-

<sup>1</sup>Les conséquences macroéconomiques des fluctuations des cours des produits de base sont approfondies au chapitre 2.



**Graphique 1.DS.2. Indices des cours des métaux**  
(2002 = 100)

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

duction variant considérablement en fonction du métal en jeu. Toutefois, les principaux centres de production et de consommation coïncident souvent (le minerai de fer, par exemple, étant donné sa taille et son poids, doit être proche des marchés). La Chine occupe une place centrale à la fois dans la consommation et la production de métaux, ce qui traduit aussi son importance dans la production industrielle mondiale. Quelques sociétés publiques ou multinationales jouissent de vastes parts de marché dans la production et le raffinage de certains des principaux métaux. Ces degrés élevés de concentration suscitent parfois des craintes de manipulation des marchés ou de collusion par l'intermédiaire soit de restrictions à la production, d'interdictions d'exporter ou d'accumulations de stocks, soit d'un certain dosage de ces mesures (voir Rausser et Stuermer, 2014, pour une analyse de la collusion sur le marché du cuivre).

D'un point de vue économique, le minerai de fer est de loin le métal de base le plus important (225 milliards de dollars par an en termes de ventes mondiales)<sup>2</sup>. L'acier, qui est produit à partir du minerai de fer, est principalement utilisé dans le bâtiment, le matériel de transport et les machines. Par le passé, les cours du minerai de fer

<sup>2</sup>La production mondiale de minerai de fer se chiffre actuellement à 3 milliards de tonnes métriques, son contenu en métal pesant environ 1,4 milliard de tonnes selon l'U.S. Geological Survey. Le cours du minerai ayant une teneur en fer de 62 % était plus ou moins de 100 dollars la tonne métrique l'an dernier.

**Tableau 1.DS.1. Acier brut : production mondiale, 2014**  
(Millions de tonnes métriques)

		Part (en pourcentage)
Monde	1.643,51	
Chine	822,70	50
Japon	110,67	7
États-Unis	88,17	5
Inde	86,53	5
Russie	71,46	4
Corée	71,04	4
Allemagne	42,94	3
Turquie	34,04	2
Brésil	33,90	2
Ukraine	27,17	2
Italie	23,71	1
Taiwan, province chinoise de	23,12	1

Source : World Steel Association.

étaient principalement fixés par voie de négociation entre les aciéries japonaises et les producteurs. Plus récemment, le marché est devenu plus transparent, le prix de livraison dans les ports chinois étant utilisé à titre de référence. La Chine est le premier pays producteur de minerai de fer (environ la moitié de la production mondiale), suivie par l'Australie et le Brésil<sup>3</sup>. Étant donné que le secteur est à forte intensité en capital, la production du minerai est concentrée entre les grands producteurs (tableau 1.DS.1, graphique 1.DS.3). Elle dépend de façon cruciale du niveau de l'investissement dans le secteur, qui est en baisse depuis quelques années. La demande de minerai de fer vient essentiellement des grands producteurs d'acier comme la Chine, qui consomme plus de la moitié de la production mondiale.

Le cuivre est le deuxième métal de base le plus important en termes de valeur (130 milliards de dollars plus ou moins par an)<sup>4</sup>. Il est utilisé dans le bâtiment et pour la fabrication des fils électriques. Le Chili est le premier producteur, suivi par la Chine et le Pérou. Les sociétés qui produisent du cuivre sont peu nombreuses, la plus grande étant Codelco au Chili. Les cours du cuivre sont plus transparents que ceux du minerai de fer étant donné que les cours à terme et les règlements au London Metal Exchange sont utilisés à titre de référence. La Chine consomme près de la moitié de la production mondiale de cuivre fin.

Le troisième métal de base le plus important est l'aluminium (90 milliards de dollars par an)<sup>5</sup>, qui est utilisé

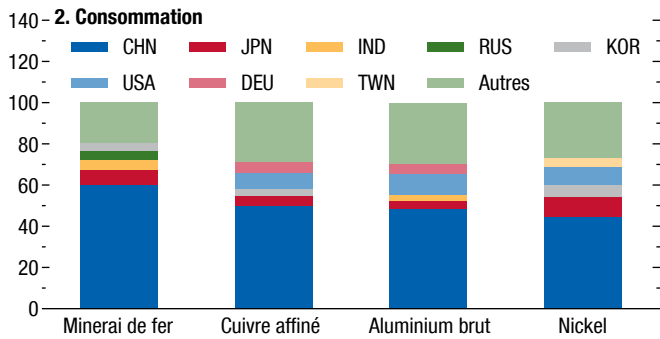
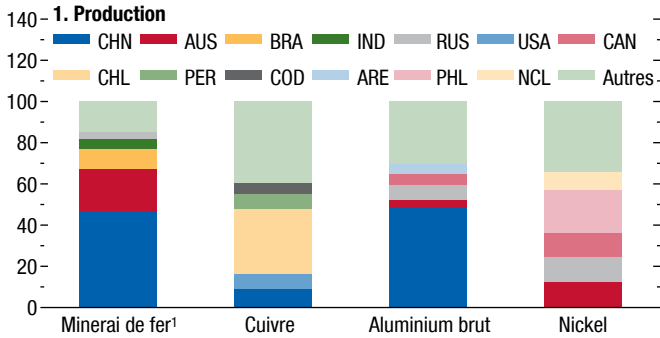
<sup>3</sup>La part de la Chine est toutefois beaucoup plus faible lorsque la teneur en métal est prise en considération. Le minerai de fer est aussi important pour certains pays, comme l'Ukraine, qui en dépendent, ainsi que du charbon, pour produire de l'acier.

<sup>4</sup>La production mondiale était de 18,7 millions de tonnes métriques en 2014. La tonne métrique est évaluée à 7.000 dollars, soit un chiffre proche du cours moyen de 2014.

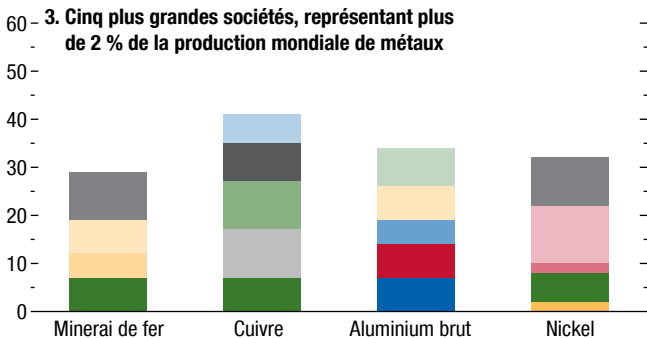
<sup>5</sup>L'an dernier, la production mondiale d'aluminium brut s'est chiffrée à 49,3 millions de tonnes métriques, avec un cours de 1.900 dollars la tonne.

**Graphique 1.DS.3. Production et consommation de métaux**  
(En pourcentage de la production ou de la consommation mondiale)

**Production et consommation mondiales de métaux par pays, 2014**



**Production mondiale de métaux par société**



Sources : Bloomberg L.P.; World Bureau of Metal Statistics; calculs des services du FMI.

Note : Les codes des pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

<sup>1</sup>À la différence des autres pays, la production minière chinoise est basée sur le minerai brut, et non le minerai exploitable.

dans les branches d'activité qui requièrent un métal léger, notamment l'industrie aérospatiale. Les grands producteurs se trouvent là où l'électricité est bon marché et abondante. La Chine est le premier producteur, suivie par la Russie, le Canada et les Émirats arabes unis. Les cours de l'aluminium, qui dépend, pour sa production, de l'électricité dont la plupart des pays réglementent fortement les prix, sont plus stables que ceux des métaux.

Le recyclage, qui est beaucoup moins énergivore que la production d'aluminium brut, joue désormais un rôle important dans la production d'aluminium. La Chine consomme environ la moitié de la production mondiale d'aluminium brut. Par contre, les pays avancés recourent davantage au recyclage et ont donc moins d'influence sur les cours de l'aluminium brut.

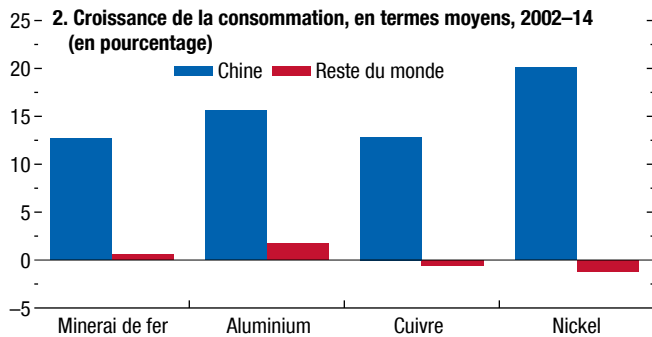
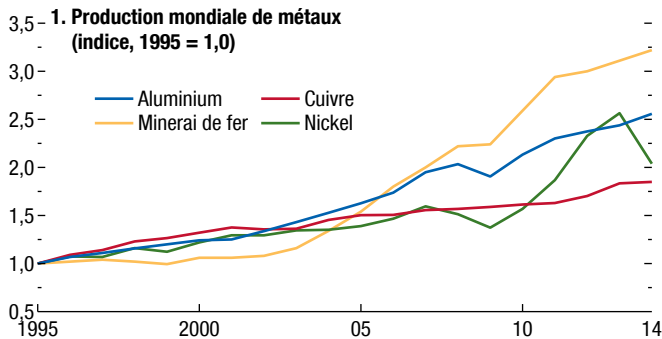
Le nickel, qui est le quatrième métal de base le plus important (avec un marché de 40 milliards de dollars)<sup>6</sup>, est utilisé dans des alliages comme l'acier inoxydable. Le minerai est extrait dans plusieurs pays, dont les Philippines. Brazilian Vale et Norilsk (entreprise russe) sont les deux premiers producteurs, leur part conjuguée représentant 23 % de la production mondiale. Le nickel est en général extrait du minerai à l'aide des processus classiques de grillage et de réduction, qui permettent d'obtenir un métal dont la pureté dépasse 75 %. La Chine consomme près de la moitié du nickel, affiné ou non, dans le monde, suivie par le Japon. L'Indonésie, dont la part de production était de 27 % en 2012, a interdit l'exportation du minerai de nickel en janvier 2014 afin d'encourager le traitement local. Les Philippines et la Nouvelle-Calédonie en ont profité pour accroître leur part de marché, sans être pour autant en mesure de combler la fraction de la demande chinoise qui dépendait de la production indonésienne. Par ailleurs, le stock mondial de nickel affiné augmente actuellement, ce qui laisse supposer un excès d'offre.

**Comment les marchés des métaux ont-ils évolué?**

Ces dernières décennies, les marchés des métaux ont connu une mutation profonde tant en termes de volumes que sur le plan de la structure à la fois de l'offre et de la demande. La production mondiale de la plupart des métaux a enregistré une augmentation généralisée attribuable à l'accélération de l'investissement en capacités au cours de la première décennie 2000 (graphique 1.DS.4, page 1). La demande s'est déplacée d'Ouest en Est, la consommation se concentrant désormais non plus dans les pays avancés, mais dans les pays émergents, la Chine notam-

<sup>6</sup>La production des mines de nickel a été de 2,4 millions de tonnes en 2014, et le cours du nickel affiné d'environ 17.000 dollars la tonne métrique.

Graphique 1.DS.4. Évolution du marché des métaux

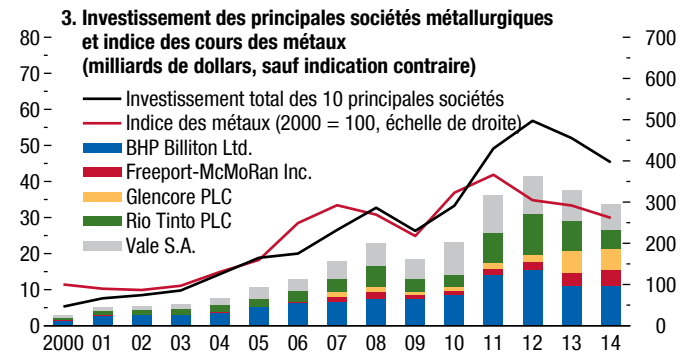
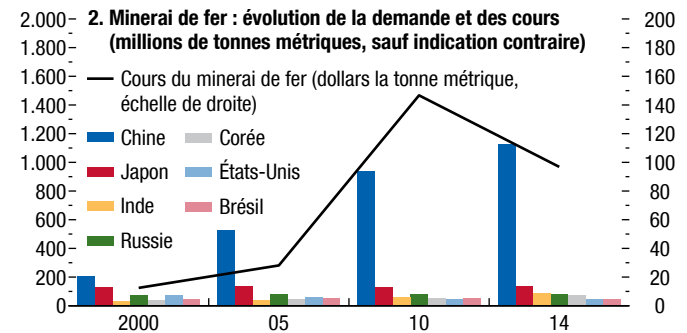
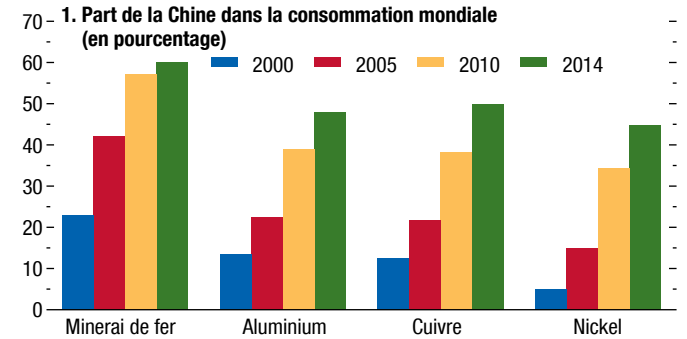


Sources : Bloomberg L.P.; World Bureau of Metal Statistics; calculs des services du FMI.

Note : À la différence des autres pays, les chiffres de la production chinoise de minerai de fer sont exprimés en termes bruts. Pour cette raison, il convient d'interpréter avec précaution les données sur la production de minerai de fer. Les chiffres de la production de minerai de fer ne cadrent donc pas avec ceux de la consommation, ces derniers étant calculés à partir du minerai effectivement exploitable.

ment en raison de sa croissance rapide (graphique 1.DS.4, page 2). En ce qui concerne l'offre, ce que l'on appelle la frontière d'extraction des métaux non ferreux, métaux précieux comme l'or compris, est passée du Nord au Sud (en d'autres termes, des pays avancés à ceux en développement) en raison de l'amélioration rapide du climat de l'investissement, d'abord en Amérique latine, puis en Afrique subsaharienne (voir encadré 1.DS.1). Si les pays à revenu élevé membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) comptaient pour près de la moitié des découvertes mondiales de grands gisements miniers entre 1950 et 1990, l'Afrique subsaharienne, l'Amérique latine et les Caraïbes ont doublé leur part du total des découvertes depuis 1990, qui représentent environ la moitié des découvertes de la période précédente. Ces changements géographiques ont radicalement modifié la configuration des échanges mondiaux de métaux. Il est à noter que, dans le cas de l'acier et l'aluminium, la production est en général située dans les pays où se trouvent les gisements de minerai de fer ou de bauxite (qui sont très nombreux à l'échelle mondiale) et qui disposent d'instal-

Graphique 1.DS.5. Évolution du marché des métaux



Sources : Bloomberg L.P.; FMI, système des cours des produits de base; World Bureau of Metal Statistics; estimations des services du FMI.

Note : Les investissements sont déflatés à l'aide des prix du matériel minier ou pétrolier. Le total de l'investissement est la somme des dépenses en capital des sociétés suivantes : Anglo American PLC, BHP Billiton Ltd, Codelco, Freeport McMoRan Inc., Glencore PLC, Grupo Mexico S.A.B. de C.V., Mitsubishi Corp., Mitsui & Co. Ltd., Rio Tinto PLC et Vale S.A.

lations portuaires, offrent un accès facile à l'énergie et sont proches des marchés.

En ce qui concerne la demande, la croissance exceptionnelle de la Chine est le facteur le plus spectaculaire qui en explique la réorientation d'Ouest en Est. Ce pays est le principal moteur de la consommation mondiale de métaux depuis le début de la première décennie 2000 (graphique 1.DS.5, pages 1 et 2); aussi est-il maintenant le premier centre de consommation de la plupart des métaux. Loin derrière, l'Inde, la Russie et la Corée ont également accru leur consommation de métaux, tandis que celle du

**Tableau 1.DS.2. Évolution des échanges de métaux**  
(Millions de dollars)

Chine					
Pays	Chine	Allemagne	Japon	Corée	États-Unis
Australie	1.043	63	2.309	1.067	181
Brésil	605	360	700	179	754
Canada	90	270	353	212	4.232
Chili	784	197	768	541	687
Russie	196	161	716	93	1.061

2. Échanges bilatéraux, 2014					
Pays	Chine	Allemagne	Japon	Corée	États-Unis
Australie	52.153	53	10.985	6.283	268
Brésil	12.851	1.194	3.004	1.368	1.207
Canada	2.496	311	1.522	1.074	8.815
Chili	15.249	415	4.875	3.252	2.349
Pérou	5.621	593	1.030	856	351

Sources : U.N. Comtrade; calculs des services du FMI.

Note : Les données indiquent les exportations de métaux des pays énumérés dans la colonne de gauche vers ceux mentionnés en tête des colonnes. Le dégradé de couleurs du vert au rouge se rapporte à la taille absolue du volume des échanges dans chaque plage.

Japon stagne quelque peu. La hausse rapide de la demande des pays émergents a été l'un des principaux déterminants de l'évolution des cours des métaux et des autres produits de base (voir Gauvin et Rebillard, 2015, et Aastveit, Bjørnland et Thorsrud, à paraître, pour une analyse systématique de l'importance du rôle de la Chine et des pays émergents dans la fixation des cours des métaux et du pétrole).

Sur le front de l'offre, l'investissement dans le secteur accuse une baisse. En fait, les données disponibles sur l'investissement des grandes sociétés métallurgiques produisant du minerai de fer laissent supposer que la hausse rapide de l'investissement au début des années 2000, période pendant laquelle les cours des métaux étaient élevés, a cédé la place à un repli progressif depuis 2011, suivant étroitement la trajectoire de ces cours (graphique 1.DS.5, page 3). Dans le cas des métaux ferreux, l'investissement est un bon indicateur de la capacité d'offre ultérieure (voir supra). Pour ce qui est des métaux non ferreux, les quantités effectivement disponibles dans les gisements sont beaucoup plus pertinentes pour prévoir l'offre. Une série unique de données sur les découvertes est utilisée en l'occurrence pour évaluer les nouvelles frontières de l'extraction des métaux. Cette évaluation montre que les cours contribuent peu à la découverte de gisements minéraux (voir encadré 1.DS.1). Par contre, le renforcement rapide des institutions, y compris celles relatives aux droits de propriété en Amérique latine et en Afrique, s'est traduit par une hausse progressive du nombre des découvertes majeures de métaux dans ces régions depuis les années 90. Les résultats ont des conséquences importantes à la fois pour le bien-être des pays et pour la compréhension à l'échelon mondial des rapports de force

qui, dans le domaine des métaux, font les marchés et déterminent la configuration des échanges mondiaux.

La configuration des échanges mondiaux de métaux<sup>7</sup> a évolué de façon spectaculaire ces dernières décennies, les principaux pays de destination passant de l'Ouest à l'Est et les pays d'origine du Nord au Sud. En 2002, les métaux étaient principalement exportés du Canada et de la Russie vers les États-Unis et de l'Australie vers le Japon, la Corée et la Chine. Par contre, près de la moitié des exportations de métaux en 2014 se faisait entre l'Australie, le Brésil ou le Chili et la Chine, qui est devenue le premier importateur, sa part atteignant 46 % en 2014, contre moins de 10 % en 2002 (tableau 1.DS.2).

De nombreux pays en développement dépendent massivement des exportations de métaux. Celles-ci ont fortement augmenté en pourcentage du PIB, et le groupe des plus grands exportateurs (également en pourcentage du PIB) s'est profondément modifié (tableau 1.DS.3). Les exportations en provenance du Chili, de la Mauritanie et du Niger représentent maintenant plus de la moitié des exportations de biens de ces pays, qui sont donc sensibles aux fluctuations des cours des métaux, telles que celles récemment enregistrées sous l'effet des variations de la demande de grands importateurs comme la Chine. Les découvertes de nouveaux gisements ont allongé la liste des pays tributaires des ressources naturelles qui font face à de nouveaux problèmes sur le plan de la gestion macroéconomique.

Les efforts déployés récemment par la Chine pour réorienter son économie de l'investissement vers la

<sup>7</sup>Aluminium, cuivre, minerai de fer, plomb, nickel, étain, uranium et zinc.

**Tableau 1.DS.3. Exportations nettes de métaux**  
(En pourcentage du PIB)

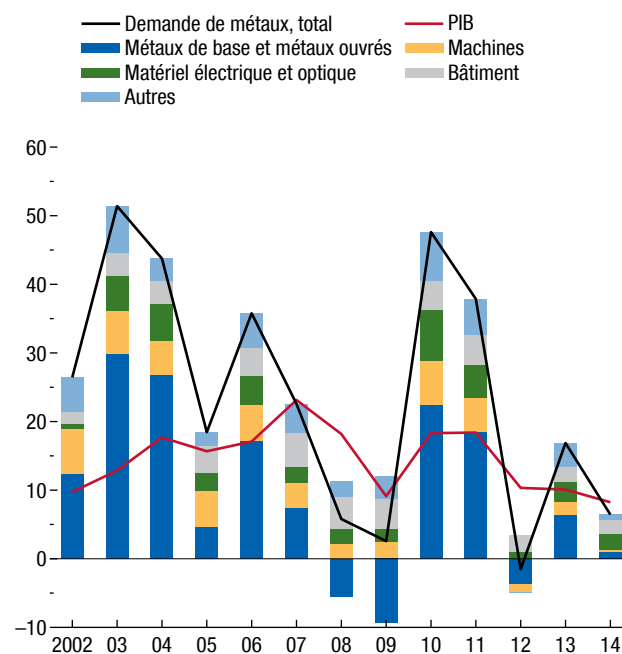
2002	Zambie	11,27
	Chili	8,82
	Guinée	8,02
	Mozambique	7,27
	Papouasie-Nouvelle-Guinée	7,07
	Niger	4,31
	Islande	4,21
	Pérou	3,62
	Namibie	2,88
	Bolivie	2,16
2014	Mongolie	26,52
	Mauritanie	21,06
	Chili	15,00
	Zambie	14,76
	Islande	8,67
	Pérou	6,23
	Niger	5,94
	Australie	5,23
	Bolivie	4,75
	Guyana	4,64

Sources : U.N. Comtrade; calculs des services du FMI.

consommation intérieure ont pour effet non seulement de réduire la demande de métaux dans ce pays, mais aussi d'en modifier la composition, ce qui peut avoir des conséquences différentes selon les métaux. Les métaux sont massivement utilisés dans diverses branches d'activité (machines, bâtiment, matériel de transport et secteur manufacturier), tandis que le pétrole est principalement employé dans les transports. C'est pourquoi la demande de métaux ralentit depuis 2010 à cause du recul de la croissance du secteur manufacturier, ainsi que de ceux des machines et du bâtiment (graphique 1.DS.6). L'indice des cours des métaux accuse une diminution parallèle. La hausse potentielle de la part du secteur des services devrait se traduire par une baisse de la consommation de métaux. Nonobstant leur augmentation spectaculaire, les importations de métaux représentent moins de 2 % du PIB de la Chine (graphique 1.DS.7).

### Quel est l'avenir des métaux?

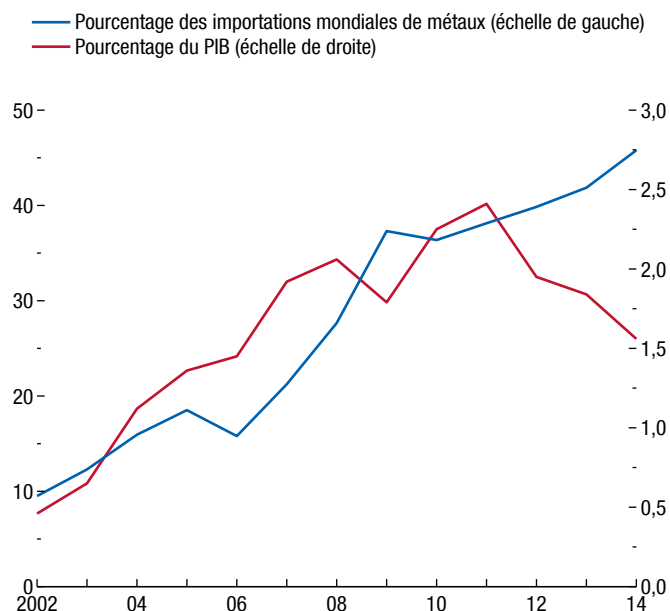
Le ralentissement de l'investissement en Chine, le repli sensible de la bourse depuis juin dans ce pays et une offre abondante sont autant de facteurs qui pèsent sur les cours des métaux. Étant donné que cette baisse a commencé bien avant, il est judicieux de s'interroger sur l'avenir. Les marchés à terme font apparaître un recul des cours qui, d'après les projections, devrait toutefois cesser (voir supra). Pour autant, il est utile à cet égard de dépasser le stade des cours à terme et d'examiner les forces qui soutiennent l'offre et la demande de métaux.

**Graphique 1.DS.6. Chine : métaux utilisés et taux de croissance par secteur**  
(En pourcentage)

Sources : Chine : Bureau national des statistiques; base des données mondiales entrées-sorties; calculs des services du FMI.

Note : Les taux de croissance de la demande totale de métaux sont la somme de ceux de la production de chaque secteur, pondérés en fonction des parts des intrants métalliques des secteurs de l'économie prise dans son ensemble. Ces parts sont calculées à l'aide de la base des données mondiales entrées-sorties. Dans le calcul, la valeur de la part des intrants métalliques pour l'année la plus récente (2011 en l'occurrence) est retenue, cette part étant très stable depuis des années. Aucune donnée sur la production chinoise n'étant disponible au niveau sectoriel, les données sur les bénéfices sectoriels sont utilisées à titre d'approximation pour la plupart des branches d'activité, et les données sur le PIB selon la classification par branche d'activité pour les secteurs non industriels.

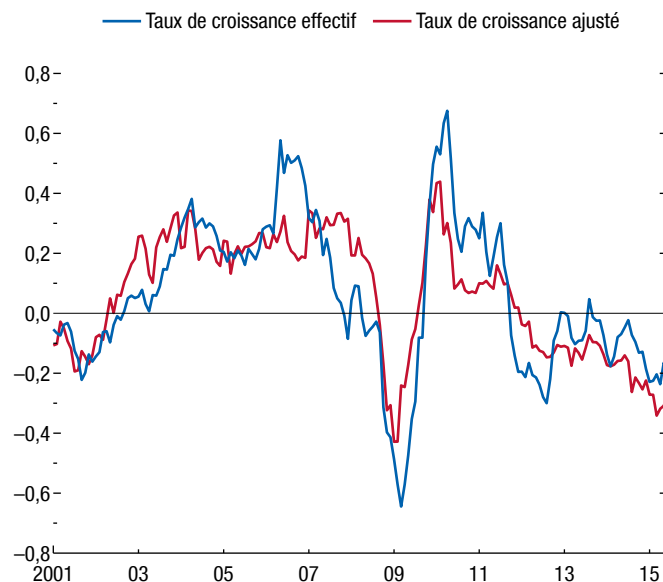
Sur le front de la demande, le ralentissement de l'économie chinoise devrait, selon les projections, se poursuivre, quoique de façon progressive, mais avec une grande incertitude quant à sa durée et son ampleur. Un simple exercice économétrique basé sur des données historiques et liant l'indice des cours des métaux établi par le FMI à la production industrielle chinoise (les deux variables étant exprimées sous forme de logarithmes) montre que la chute des cours peut très bien tenir au recul de la production industrielle (graphique 1.DS.8), 60 % de la variance des cours des métaux s'expliquant par des fluctuations de la production industrielle chinoise. En outre, cette régression simple laisse supposer que la baisse de cette production ces derniers mois pourrait provoquer d'autres replis des cours des métaux, comme en témoigne le découplage entre le taux de croissance effectif et ajusté de l'indice des cours des métaux.

**Graphique 1.DS.7. Chine : importations de métaux**

Sources : U.N. Comtrade; calculs des services du FMI.

Du côté de l'offre, il est peu probable que la chute de l'investissement se traduise par un rebond considérable des cours dans un avenir proche. La baisse des cours de l'énergie a en fait aidé à réduire les coûts d'extraction et de raffinage, y compris ceux du cuivre, de l'acier et de l'aluminium. À coup sûr, les mines à coûts d'exploitation élevés fermeront les premières, sachant que les cours actuels des métaux sont peut-être proches de leur seuil de rentabilité. Cependant, le cabinet d'experts-conseils SNL Metals & Mining a conclu, dans une récente analyse de la relation coûts-prix qu'il a publiée, que, pendant les creux conjoncturels des cours des métaux, celui du cuivre est tombé au moins au neuvième décile des producteurs à coûts élevés : il faudrait donc que les cours chutent davantage avant que d'importantes capacités soient exposées à un risque de fermeture<sup>8</sup>. En outre, il y a peu

<sup>8</sup>Voir <http://www.snl.com/Sectors/MetalsMining/Default.aspx>.

**Graphique 1.DS.8. Indice des cours des métaux : taux de croissance**  
(En pourcentage)

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

Note : Les chiffres indiquent les taux de croissance annuels effectifs et ajustés de l'indice des cours des métaux. Le taux de croissance ajusté est calculé à partir de la régression du taux de croissance annuel de l'indice des cours des métaux sur le taux de croissance annuel de la production industrielle chinoise.

de chances que s'inverse sensiblement le déplacement séculaire de la frontière de l'extraction des métaux vers l'Amérique latine et l'Afrique en raison de l'amélioration du climat de l'investissement, qui devrait se poursuivre à un rythme soutenu. En conséquence, l'abondance de l'offre continuera sans doute de faire baisser les cours des métaux.

Le rapport de force entre une demande faible et une hausse régulière de l'offre semble indiquer que, étant donné la structure actuelle des coûts, les marchés des métaux sont susceptibles de connaître une période prolongée de surabondance, qui conduira à un scénario de faiblesse durable des cours. Par contre, les risques d'un tel scénario sont que l'investissement continuera de régresser et provoquera une forte hausse des cours.

### Encadré 1.DS.1. Les nouvelles frontières de l'extraction des métaux : la réorientation Nord–Sud

Beaucoup d'attention a été prêtée aux facteurs fondamentaux de la demande de produits de base primaires, dont les métaux, contrairement aux facteurs qui en déterminent l'offre. Le centre de gravité de la demande mondiale s'est déplacé d'Ouest en Est sous l'effet de la forte croissance des pays émergents, la Chine plus particulièrement, ces deux dernières décennies (voir le texte du dossier spécial). Nous notons dans le présent encadré que l'évolution de l'offre de métaux a peut-être été tout aussi spectaculaire. Nous nous concentrons sur les découvertes de grands gisements de métaux qui signalent des possibilités précédemment inconnues de croissance de l'offre mondiale<sup>1</sup>. La principale conclusion est que les nouvelles frontières de l'exploitation des métaux se sont déplacées du Nord au Sud, soit, en d'autres termes, des pays avancés vers les pays émergents ou en développement.

#### *Découvertes de gisements métallifères dans l'espace et dans le temps*

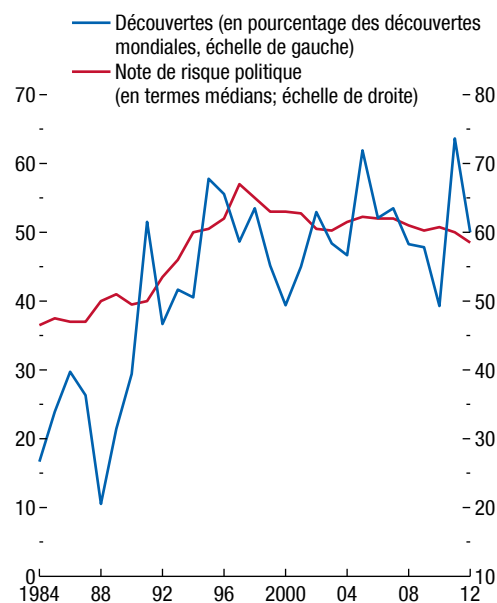
Un examen critique des données sur les réserves connues de richesses souterraines donne à penser que les pays émergents ou en développement possèdent d'importants gisements métallifères qui restent à découvrir. Ces richesses sont estimées à 130.000 dollars par kilomètre carré en moyenne dans les pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), contre seulement 25.000 dollars environ en Afrique (voir Collier, 2010, et McKinsey Global Institute, 2013). Il est peu probable que cet écart tienne à des différences entre les formations géologiques des pays avancés et celles des pays en développement. Les divergences dans la qualité des droits de propriété et la stabilité politique pourraient davantage expliquer pourquoi les travaux de prospection ont été relativement moins nombreux dans les pays émergents ou en développement. Ces pays ont toutefois amélioré rapidement leur cadre institutionnel dans les années 90, et un examen sommaire des données sur les risques politiques semble indiquer que l'augmentation des découvertes en Amérique latine et en Afrique coïncide avec ces améliorations (graphique 1.DS.1.1).

Selon des données sur les découvertes d'une vaste gamme de gisements métallifères fournies par la société

Les auteurs de cet encadré sont Rabah Arezki et Frederik Toscani.

<sup>1</sup>Les données utilisées dans le présent encadré proviennent de MinEx Consulting. La liste des métaux retenus dans l'analyse est complète et détaillée et comprend des métaux précieux et des terres rares, mais non le minerai de fer et la bauxite, qui sont en général relativement plus abondants que les autres métaux et dont l'exploitation nécessite, dans le cas du premier, d'être proche d'installations portuaires et, dans celui de la seconde, de disposer de beaucoup d'énergie.

#### Graphique 1.DS.1.1. Découvertes de gisements métallifères en Amérique latine, aux Caraïbes et en Afrique subsaharienne



Sources : MinEX Consulting; PRS Group, Guide international des risques-pays; calcul des services du FMI.

d'experts-conseils MinEx, la frontière de l'exploitation s'est, semble-t-il, progressivement déplacée des pays avancés vers les pays émergents ou en développement (graphique 1.DS.1.2). Le nombre total de découvertes reste plus ou moins constant, mais leur répartition géographique s'est modifiée. Si les pays de l'OCDE à revenu élevé comptaient pour 37 à 50 % des découvertes au cours de la période 1950–1989, cette part est tombée à 26 % pendant la première décennie du XXI<sup>e</sup> siècle, celle de l'Afrique subsaharienne, de l'Amérique latine et des Caraïbes ayant doublé. L'Amérique latine a enregistré le plus grand nombre de découvertes de gisements métallifères ces deux dernières décennies.

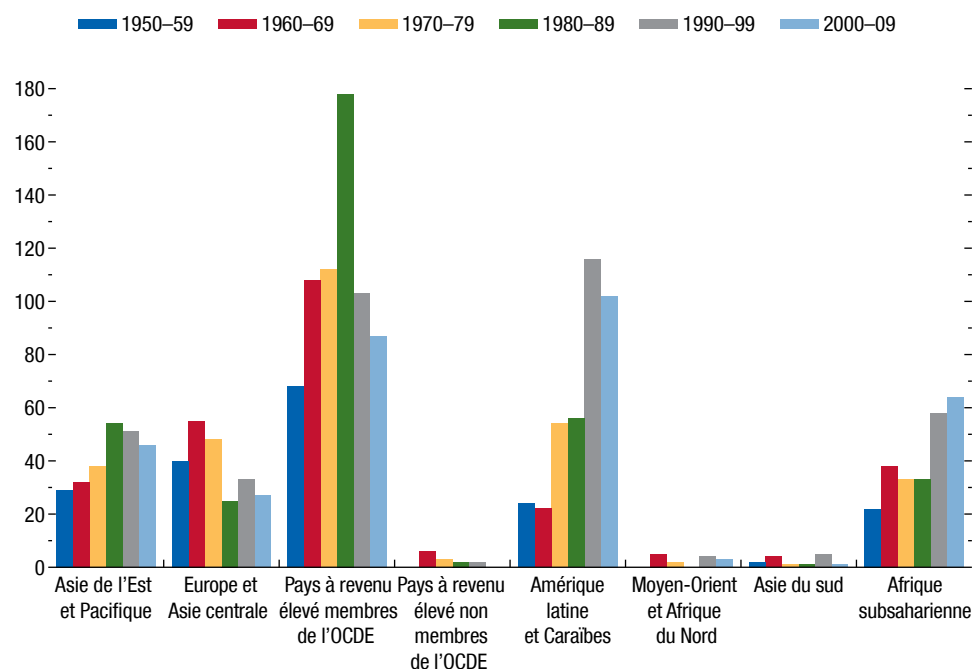
#### *Qu'indiquent les données sur les raisons des découvertes?*

L'investissement dans la prospection et l'extraction s'accompagne de coûts irrécupérables, et l'éventualité d'y renoncer doit donc être envisagée<sup>2</sup>. Pour qu'un investis-

<sup>2</sup>Les résultats donnés dans la présente section sont également robustes face à une panoplie de tests, y compris des contrôles et des estimateurs supplémentaires. Arezki, van der Ploeg et Toscani (à paraître) apportent force détails techniques et examinent en profondeur l'endogénéité.

## Encadré 1.DS.1 (suite)

Graphique 1.DS.1.2. Nombre de découvertes de gisements métallifères par région et décennie



Source : MinEX Consulting.

Note : OCDE = Organisation de coopération et de développement économiques.

sement puisse être rentable, il est crucial qu'il se déroule dans un climat propice et que l'environnement politique soit stable et le risque d'expropriation faible (Acemoglu, Johnson et Robinson, 2001; Bohn et Deacon, 2000). Cust et Harding (2014) démontrent que les institutions influent considérablement sur la prospection pétrolière et gazière<sup>3</sup>. Il est possible d'estimer que le secteur minier est plus facile à exproprier que celui de l'extraction pétrolière, la production minière se faisant exclusivement sur place et n'étant pas transportée par pipelines.

L'approche suivie dans le présent encadré consiste à estimer, en utilisant une série de données de panel, un modèle de Poisson à inflation de zéros où le nombre de découvertes de gisements miniers par pays, année et métal est la variable dépendante<sup>4</sup>.  $N_{im}$  représente le nombre de

<sup>3</sup>La stratégie d'identification des auteurs repose sur l'exploitation des divergences entre les institutions et des gisements pétroliers situés de chaque côté d'une frontière.

<sup>4</sup>Les grands nombres de zéros et l'hétéroscédasticité des erreurs peuvent donner à penser que les résultats des moindres carrés ordinaires seront faussés et incohérents. Silva et Tenreiro (2006) suggèrent alors d'utiliser l'estimateur Poisson du pseudo-maximum

mines d'un métal donné  $m$  découvertes dans le pays  $i$  à l'instant  $t$ .  $N_{im}$  est censé suivre une répartition de Poisson.

La principale variable explicative est la note de risque politique du pays tirée de l'indice des risques politiques du Guide international des risques-pays (GIRP). Les régressions incluent des effets fixes pour le métal, les gisements métallifères étant différents en termes de volume et d'emplacement, de même que pour le pays afin de saisir ses caractéristiques constantes dans le temps qui sont difficiles à observer, comme les effets fixes géologiques et annuels réels en vue de neutraliser l'impact des chocs mondiaux, notamment technologiques. En outre, l'effet des variations des cours des métaux correspondants pendant ces cinq dernières années est également neutralisé. La spécification de référence utilise l'approche log-linéaire classique pour intégrer le nombre attendu de découvertes de gisements du métal

de vraisemblance. Nous suivons cette suggestion et utilisons des modèles de Poisson à inflation de zéros, ainsi que le modèle de comptage Poisson pour les données chiffrées et un modèle logit pour prévoir le nombre de zéros.



## Encadré 1.DS.1 (suite)

Tableau 1.DS.1.1. Effets des institutions politiques sur les découvertes de gisements minéraux

Variabes	(1)	(2)	(3)	(4)
Note de risque politique, décalée	0,0216*** (0,00729)	0,0171** (0,00782)	0,0192** (0,00783)	0,0195** (0,00787)
Indicateur Polity2, décalé		0,0128 (0,0155)	0,0179 (0,0156)	0,0173 (0,0155)
Stock de découvertes, décalé			0,0161*** (0,00343)	0,0162*** (0,00344)
Note de risque politique x variations du cours des métaux				-0,00635 (0,0165)
Variation du log du cours des métaux	-0,449 (0,316)	-0,464 (0,320)	-0,466 (0,320)	-0,0207 (1,159)
Variation du log du cours des métaux, décalée	-0,334 (0,315)	-0,341 (0,314)	-0,345 (0,322)	-0,345 (0,322)
Nombre d'observations	37.252	35.480	31.812	31.812

Source : estimations des services du FMI.

Note : erreurs-types robustes entre parenthèses. Les effets fixes pour le pays, l'année et le métal sont inclus dans toutes les régressions.

\* $p < ,1$ ; \*\* $p < ,05$ ; \*\*\* $p < ,01$ .

$m$  dans le pays  $i$  à l'instant  $t$  dans le modèle de régression de Poisson à trois dimensions :

$$\ln E(N_{im}) = \alpha + \beta \Delta p_{t-1,m} + \gamma ICRG_{it-1} + \delta X_{im},$$

où le vecteur  $\alpha$  inclut les effets fixes pour le pays, l'instant et le métal. Les contrôles clés sont le logarithme naturel du cours mondial du métal  $m$  et la mesure du risque politique, GIRP. Le vecteur  $X$  inclut d'autres contrôles. Il convient de souligner que la qualité des institutions peut être endogène aux découvertes de gisements métallifères, en ce sens que celles-ci peuvent, par exemple, provoquer de conflits portant sur les ressources et fragiliser les institutions (Ross, 2001, 2012). Toute endogénéité de cette nature aura cependant tendance à faire pencher vers zéro le coefficient associé aux institutions; aussi ce coefficient devra-t-il être interprété comme étant doté d'un seuil. Pour atténuer quelque peu les problèmes de causalité inverse, la note de risque politique est incluse avec un décalage d'un an. En outre, l'effet des découvertes décalées est neutralisé afin de tenir compte de la concentration des découvertes. Les interactions entre GIRP et le cours des métaux et entre ce cours et les effets fixes sont également étudiées. D'autres tests de robustesse consistent à ajouter des contrôles (PIB par habitant et stock initial de capital, par exemple) et à utiliser les niveaux des cours au lieu de leurs variations. Les principaux résultats restent inchangés.

Nous constatons que la note de risque politique, qui reflète les droits de propriété et la stabilité politique,

est statistiquement et économiquement significative (tableau 1.DS.1.1). Les résultats indiquent qu'une amélioration d'un écart-type de cette note (qui correspond au passage, par exemple, du Mali à l'Afrique du Sud, de l'Afrique du Sud au Chili ou du Chili au Canada) fait augmenter le nombre des découvertes de gisements métallifères de 1,2 fois dans ces pays. Pour donner une meilleure idée de l'ampleur de ce facteur, une réflexion est menée sur un scénario où les droits de propriété (en termes médians) de l'Amérique latine et de l'Afrique subsaharienne atteignent soudain le niveau de ceux du pays le plus avancé de chacune de ces régions (le Chili et le Botswana, respectivement). Le nombre de gisements miniers découverts dans le monde augmente alors de 15 %, toutes choses égales par ailleurs. Ce taux passe à 25 % lorsque l'Amérique latine et l'Afrique subsaharienne adoptent subitement le même niveau de droits de propriété que les États-Unis, toutes choses égales par ailleurs dans ce cas aussi. Nonobstant l'augmentation spectaculaire des institutions découlant de la réflexion, les chiffres donnent à penser que les institutions jouent un rôle important dans la prospection, puis la découverte de gisements métallifères. Les institutions influent sur les découvertes par des voies et des moyens divers, outre la perception du risque par les investisseurs étrangers potentiels. Par exemple, de meilleures institutions peuvent faciliter l'adoption de technologies plus poussées ou rehausser la qualité de la main-d'œuvre et, partant, agir

**Encadré 1.DS.1 (fin)**

sur le nombre des découvertes de gisements. L'analyse en l'occurrence n'essaie pas d'établir une distinction entre ces circuits.

Les résultats donnent également à penser que les variations des cours des métaux ces cinq dernières années ne sont pas statistiquement significatives pour expliquer le nombre des découvertes. Les chances de faire de nouvelles découvertes s'accroissent, semble-t-il, en fonction des découvertes antérieures, ce qui est prévisible étant donné le risque réduit de prospection auprès d'un gisement déjà connu.

***À quelles conséquences faut-il s'attendre?***

Le déplacement du Nord au Sud de la frontière de l'exploitation des gisements métallifères aura sans doute des conséquences importantes pour les pays, en Amérique latine et en Afrique en particulier, où de tels gisements ont été récemment découverts. En fait, ces

découvertes permettent d'allonger la liste des pays riches en ressources. Elles se traduisent par de l'investissement et de l'emploi, surtout dans le secteur des ressources naturelles, ainsi que par une augmentation des recettes de l'État. De nouvelles routes commerciales ont été inaugurées entre l'Amérique latine et l'Afrique et les pays émergents d'Asie. Cependant, les ressources récemment découvertes posent à court et à long terme des défis pour la conduite de la politique macroéconomique des pays en développement.

Dans le domaine des métaux, si la demande provenant des pays émergents est l'un des facteurs clés du récent développement du marché mondial, un rehaussement de la qualité des institutions a aidé à accroître l'offre et en a modifié la composition. Un développement régulier des institutions, parallèlement à un ralentissement de la demande, pourrait aboutir à un excès d'offre et exercer de nouvelles pressions à la baisse sur les cours.

**Encadré 1.1. Récessions : quelles conséquences?**

La crise financière mondiale a mis un coup de projecteur sur l'effet d'hystérèse, hypothèse selon laquelle les récessions pourraient avoir des effets permanents et se traduire à terme par une baisse de la production. Le graphique 1.1.1 illustre de façon frappante l'évolution de la production aux États-Unis et dans la zone euro depuis 2000 et montre que, depuis la crise financière mondiale, la production paraît suivre une trajectoire plus basse, peut-être même une trajectoire plus basse, en particulier dans la zone euro.

Pour comprendre ce que cette évolution a de singulier, Blanchard, Cerutti et Summers (2015) ont étudié 122 récessions survenues dans 23 pays avancés depuis les années 60. Leur analyse de l'évolution relative de la production après chaque récession suit une méthode non paramétrique qui estime et extrapole les tendances précédant les récessions en prenant en considération, entre autres facteurs, le fait qu'une économie peut avoir connu une période d'expansion, et donc se trouver au-dessus de la tendance, avant le début de la récession. Le graphique 1.1.2 illustre le cas du Portugal, qui est représentatif d'autres pays. Il apparaît que, depuis 1960, toutes les récessions sauf une sont liées non seulement à une baisse de la production par rapport à la tendance, mais aussi à un recul ultérieur de la croissance tendancielle, qui creuse l'écart entre la production tendancielle réelle et passée.

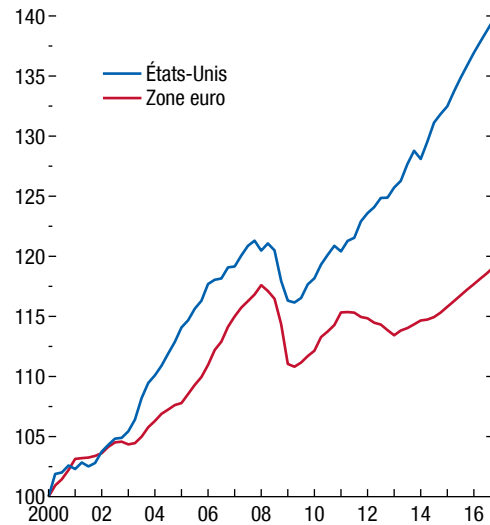
Plus généralement, l'analyse par ces auteurs de l'écart de production moyen entre la tendance avant les récessions et le log du PIB effectif (sur une période de trois à sept ans suivant les récessions) conclut que deux tiers des récessions sont suivies d'une baisse de la production par rapport à la tendance antérieure, proportion étonnamment élevée. De plus, près de la moitié de ces récessions sont suivies non seulement d'un recul de la production, mais aussi d'une croissance de la production inférieure à la tendance précédant les récessions, ce qui est encore plus surprenant.

Mais une relation de corrélation ne signifie pas nécessairement une relation de causalité. On peut avancer trois explications à ce phénomène :

- *L'effet d'hystérèse* : On pense que plusieurs mécanismes peuvent produire des trajectoires de la production plus basses après des récessions. Les crises financières, comme le récent krach mondial, provoquent souvent des transformations institutionnelles, notamment des exigences de fonds propres plus strictes, ou des changements dans les modèles commerciaux des banques,

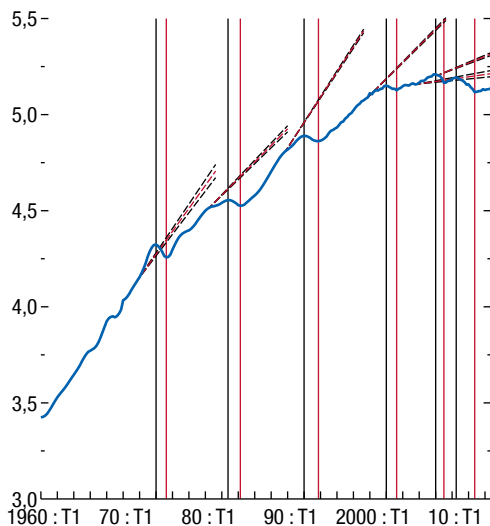
Olivier Blanchard et Eugenio Cerutti sont les auteurs de cet encadré et se sont inspirés des travaux de Blanchard, Cerutti et Summers (2015).

**Graphique 1.1.1. Pays avancés : PIB réel**  
(Indice, 2000 : T1 = 100)



Source : calculs des services du FMI.

**Graphique 1.1.2. Portugal : évolution du log du PIB réel et tendances extrapolées**



Source : calculs des services du FMI.

Note : Les pics du log du PIB sont indiqués par des lignes noires verticales, et les creux par des lignes rouges verticales. Les dates des récessions sont les suivantes : 1974 : T1–75 : T2; 1982 : T4–84 : T2; 1992 : T1–93 : T4; 2002 : T1–03 : T2; 2008 : T1–09 : T1; 2010 : T1–12 : T4.

**Encadré 1.1 (fin)**

qui peuvent avoir un effet sur la production à long terme. Sur le marché du travail, une récession, ainsi que le chômage élevé qui l'accompagne, peut amener certains travailleurs soit à quitter définitivement leur emploi, soit à devenir inaptes au travail<sup>1</sup>. Pendant une récession, il arrive aussi que les entreprises compriment les dépenses de recherche et développement, et la productivité devient alors inférieure à ce qu'elle aurait été s'il n'y avait pas eu de récession<sup>2</sup>. Une récession peut provoquer des changements de comportement ou amener les institutions à réduire définitivement leurs dépenses de recherche et développement, ou à réduire définitivement les réaffectations. Les changements peuvent aller d'une augmentation des restrictions à la prise de risques par les établissements financiers, imposées par la loi ou volontaires, à des réformes fiscales qui découragent l'activité entrepreneuriale.

- *Les effets dynamiques des chocs du côté de l'offre* : Les chocs qui s'exercent du côté de l'offre (les chocs pétroliers et les crises financières, par exemple) peuvent être à l'origine à la fois des récessions et, ultérieurement, du recul de la production. Ainsi, on peut plausiblement avancer que la forte baisse de la production au début de la crise mondiale et la trajectoire de croissance plus basse qui a suivi ont la même cause profonde, à savoir la crise du système financier, qui

elle-même se manifeste par un effet intense au début, qui devient plus chronique après.

- *La causalité inverse* : Une récession peut être en partie la conséquence de l'anticipation d'un recul de la croissance. Ainsi, une baisse exogène de la croissance tendancielle potentielle peut inciter les ménages à réduire leur consommation et les entreprises à diminuer leurs investissements, et ainsi déclencher une récession.

Pour différencier ces trois explications, Blanchard, Cerutti et Summers (2015) s'intéressent à des décompositions fondées sur la cause première des récessions. Ils se concentrent sur les récessions provoquées par une désinflation intentionnelle — des récessions dues à des chocs du côté de la demande, caractérisées par une forte hausse des taux d'intérêt nominaux, suivie par une désinflation — dans lesquelles la corrélation a plus de chances de s'expliquer par un effet d'hystérèse que dans les deux autres hypothèses. Les auteurs constatent que, même dans le cas de ces récessions, la proportion de récessions suivies d'une baisse de la production par rapport à la tendance antérieure est sensible (17 sur les 28 récessions provoquées par une désinflation intentionnelle).

Les conséquences de ces conclusions pour l'action des pouvoirs publics sont importantes, mais éventuellement contradictoires. Lorsque l'on est en présence d'un effet d'hystérèse, en règle générale, les politiques macroéconomiques doivent être plus agressives. L'écart de production par rapport à son niveau optimal est beaucoup plus durable et, par conséquent, plus coûteux qu'on le suppose habituellement. Cela dit, dans la mesure où les deux autres explications sont aussi pertinentes, on risque de surestimer la production potentielle durant et après une récession et, par conséquent, de surestimer l'écart de production. Les politiques macroéconomiques qui reposent sur un écart de production surestimé peuvent alors se révéler trop agressives. Il faut donc que l'arsenal de mesures macroéconomiques soit non seulement adapté à chaque pays, mais aussi propre à chaque récession.

<sup>1</sup>Blanchard et Summers (1986) établissent aussi un lien entre la hausse du chômage en Europe pendant les années 80 et l'effet d'hystérèse qui prend la forme d'épisodes prolongés de chômage provoquant un changement des institutions du marché du travail.

<sup>2</sup>Pour distinguer l'effet d'une récession sur le taux de croissance de son effet sur le niveau de production, Ball (2014) appelle le premier «supereffet d'hystérèse».

### Encadré 1.2. De petits pays, mais des déficits courants élevés

Bien que les déséquilibres des transactions courantes à l'échelle mondiale se soient réduits, le nombre de pays affichant un déficit courant élevé reste considérable. Entre 2012 et 2014, 62 pays présentaient un déficit extérieur courant moyen supérieur à 7 % du PIB, soit 4 de moins seulement qu'entre 2005 et 2008<sup>1</sup>. Cet encadré présente des faits stylisés sur les caractéristiques de ces pays et tente de mettre en lumière les moteurs éventuels de leurs emprunts extérieurs et leurs vulnérabilités extérieures.

Ce qui frappe en premier lieu à propos de ces pays est leur petite taille. Alors qu'ils représentent un tiers environ des pays membres du FMI et la moitié des pays qui enregistrent un déficit extérieur courant, leur PIB global représente moins de 1½ % du PIB mondial aux prix du marché, et leur déficit extérieur courant global environ un dixième des déficits extérieurs courants à l'échelle mondiale (soit un peu moins que le déficit du Royaume-Uni). Géographiquement, leur répartition est hétérogène, 22 pays se situant en Afrique subsaharienne, 12 dans les Caraïbes et 3 en Amérique centrale, 5 étant des îles du Pacifique, 4 se trouvant en Asie, 7 au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, 5 étant des pays européens émergents et 4 des pays de la Communauté des

Les auteurs de cet encadré sont Carolina Osorio-Buitrón et Gian Maria Milesi-Ferretti.

<sup>1</sup>Le nombre de pays dont l'excédent des transactions courantes était supérieur à 7 % du PIB entre 2012 et 2014 était beaucoup plus faible (15), mais la taille globale de ces pays était quatre fois plus grande. En majorité, il s'agissait de pays exportateurs de pétrole.

**Tableau 1.2.1. Caractéristiques du pays médian**  
(Moyenne 2012–14)

	Population (millions)	PIB par habitant (milliers de dollars)	Exportations de pétrole nettes (en pourcentage du PIB)
Déficits courants élevés	3,8	2,4	-7,3
Autres	10,5	9,3	-2,9

Sources : Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*; estimations des services du FMI.

États indépendants. Grosso modo, la moitié d'entre eux sont des pays à faible revenu, et l'autre moitié des pays émergents. Le tableau 1.2.1 compare les caractéristiques nationales du pays médian de ce groupe à celles du reste du monde et fait apparaître que ces pays ont à la fois une population et un PIB par habitant peu élevés. En outre, ils sont très tributaires des importations de pétrole.

Le tableau 1.2.2 examine plus méthodiquement si les variables du tableau 1.2.1 sont systématiquement liées aux soldes des transactions courantes en estimant une régression transversale simple dans laquelle la variable dépendante est le ratio moyen du compte courant sur le PIB durant la période 2012–14 et l'ensemble restreint de variables explicatives comprend le PIB par habitant, la population et une valeur de remplacement des exportations et importations nettes de pétrole sur la même période. Bien entendu, de nombreux travaux

**Tableau 1.2.2. Soldes courants, modèles transversaux**  
(Variables exprimées en moyennes de 2012–14, sauf indication contraire)

	(1)	(2) <sup>1</sup>	(3)	(4)
Log du PIB par habitant	3,40*** (0,44)	2,22*** (0,31)	3,49*** (0,43)	3,34*** (0,43)
Log de la population	1,43*** (0,29)	1,40*** (0,28)	0,97** (0,31)	1,13*** (0,32)
Variable fictive pour les pays riches en hydrocarbures	9,18*** (1,82)	8,65*** (2,04)	9,02*** (1,77)	
Variable fictive pour les pays des Caraïbes			-7,36** (2,42)	-3,55 (2,41)
Exportations nettes de pétrole (pourcentage du PIB)				0,24*** (0,06)
Nombre d'observations	188	172	188	171
R <sup>2</sup>	0,40	0,46	0,42	0,49
R <sup>2</sup> ajusté	0,39	0,45	0,41	0,48

Note : Les erreurs-types sont entre parenthèses.

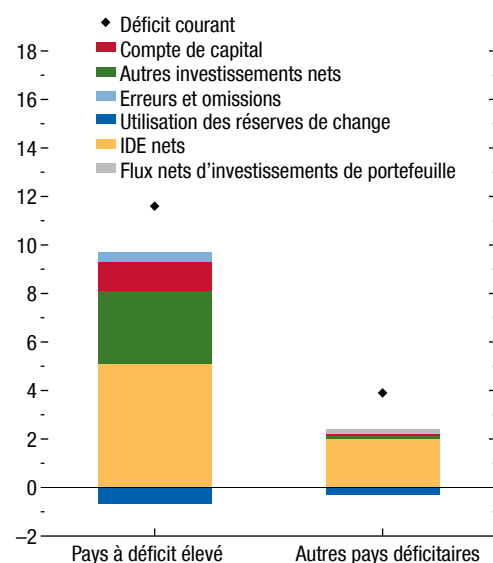
<sup>1</sup>Les variables dépendantes et explicatives sont exprimées en moyennes de 1995–2014.

\*\* $p < ,01$ ; \*\*\* $p < ,001$ .

## Encadré 1.2 (suite)

## Graphique 1.2.1. Sources des financements extérieurs, pays à déficit courant

(En pourcentage du PIB; valeurs médianes, 2012–14)



Sources : FMI, *Statistiques de la balance des paiements*; calculs des services du FMI.

Note : Ce graphique présente les valeurs médianes des moyennes de 2012–14 dans chaque groupe de pays pour chaque source de financement.

IDE = investissement direct étranger.

estiment des régressions du compte courant (voir, par exemple, Chinn et Prasad, 2003, Lee *et al.*, 2008, et Prati *et al.*, 2011). Mais, contrairement à la plupart d'entre eux, on s'intéressera ici uniquement à la coupe transversale. En outre, le nombre très limité de variables de contrôle permet d'obtenir un échantillon véritablement global (plus large que ceux généralement utilisés).

Les résultats révèlent une relation transversale très étroite entre le solde extérieur courant et le PIB par habitant : à titre d'exemple, un pays dont le PIB par habitant s'élève à 5.000 dollars aura en moyenne un solde extérieur courant représentant 6 points du PIB de plus qu'un pays dont le PIB par habitant est de 1.000 dollars. La régression fait aussi apparaître une relation positive entre le solde extérieur courant et la population, qui est statistiquement et économiquement significative, une fois que l'on a tenu compte du PIB par habitant. Ainsi, un pays de 10 millions d'habitants a en moyenne un solde extérieur courant représentant environ 2,8 points du PIB de plus qu'un pays ayant le même PIB par habi-

tant, mais qui compte 1 million d'habitants. Ces résultats ne sont pas propres à la période 2012–14, comme le montre la colonne (2) du tableau 1.2.2. On verra plus loin dans cet encadré les raisons qui pourraient expliquer pourquoi les pays moins peuplés ont en moyenne des déficits plus élevés<sup>2</sup>. Une variable fictive pour les exportateurs de pétrole est aussi très significative, et la balance commerciale pétrolière est encore davantage. La colonne (3) montre que l'importance de la population ne s'explique pas uniquement par la situation des îles des Caraïbes, qui affichent des déficits élevés et dont la population est très faible, mais que ces pays accusent des déficits plus importants que d'autres, une fois que l'on a tenu compte de leur taille et de leur niveau de développement. Manifestement, l'intensité de leur dépendance vis-à-vis du pétrole est l'un des facteurs qui expliquent leurs déficits. On voit en effet à la colonne (4) que, si l'on remplace la variable fictive pour les exportateurs de pétrole par la balance commerciale pétrolière, l'importance économique et statistique de la variable fictive des pays des Caraïbes est réduite.

## Financements extérieurs

Le graphique 1.2.1 donne des informations sur la structure des financements extérieurs des pays de l'échantillon qui accusent un déficit élevé. Ces pays sont tributaires, dans une large mesure, des flux nets d'investissements directs étrangers (IDE) — la médiane représentant environ 5 points du PIB — ainsi que des flux nets d'autres investissements (dont une grande partie est composée de prêts des secteurs public et privé). Cette variable sous-évalue les entrées nettes en cas d'allègement de dette, puisque cet allègement est comptabilisé comme un transfert en capital accompagné par un remboursement d'autres passifs d'investissement. En effet, les transferts du compte de capital représentent près de 1 % du PIB du financement médian du solde courant. Les flux d'investissements de portefeuille médians sont négligeables, même si quelques pays en sont très dépendants. Ni la variation médiane des réserves de change, ni les erreurs et omissions ne jouent un rôle important.

<sup>2</sup>Le ratio du solde courant/PIB des petites économies ayant tendance à fluctuer davantage que dans les grandes économies, il se peut que les pays peu peuplés soient surreprésentés dans l'échantillon de pays présentant un déficit élevé. Cependant, il est peu probable que ce caractère fluctuant soit le principal facteur déterminant la relation entre la population et le solde courant, car la corrélation négative entre ces variables est systématique dans tous les pays. De plus, les petites économies ne sont pas surreprésentées dans l'échantillon de pays qui affichent un excédent élevé.

### Encadré 1.2 (suite)

Compte tenu de l'identité de la balance des paiements, les sources nettes de financement du déficit courant sont également corrélées à la fois au PIB par habitant et à la population. Cette corrélation est particulièrement forte pour les transferts du compte de capital, les flux de capitaux étrangers et les investissements directs étrangers — qui sont tous proportionnellement plus élevés, en part du PIB intérieur, dans les pays pauvres, ainsi que dans les pays faiblement peuplés.

#### Les déterminants des financements extérieurs élevés

Les déficits courants élevés peuvent en principe être liés à une série de facteurs :

- *Dépendance notable à l'égard de l'aide au développement, en particulier dans les petites économies* : Les pays les moins peuplés reçoivent généralement davantage d'aide en part du PIB que les plus grands pays (voir Alesina et Dollar, 2005)<sup>3</sup>. Ils sont plus tributaires des flux d'aide, et leur solde courant peut donc exagérer l'accès aux emprunts extérieurs (sous forme de dons comptabilisés dans le compte de capital) et leurs charges d'emprunt être inférieures à celles d'autres pays compte tenu des prêts concessionnels. En effet, si l'on retient le compte d'opérations financières comme variable dépendante dans les régressions du tableau 1.2.2 (et si l'on élimine ainsi la part du financement du déficit du compte courant traitée comme un transfert en capital), la relation avec la taille de la population se détend, tant sur le plan économique que sur le plan statistique.
- *Retombées d'emprunts extérieurs élevés, qui se traduisent par un solde des revenus fortement négatif* : Ces effets sont intensifiés par une faible croissance économique.
- *Les chocs sur la croissance comme les catastrophes naturelles ou les conflits, qui limitent (temporairement) le potentiel de production des pays, ainsi que la hausse induite des dépenses liées aux besoins de reconstruction* : Les conséquences macroéconomiques des catastrophes sont particulièrement vastes dans les petits pays, car ces chocs frappent généralement une plus grande proportion de la population et de l'économie<sup>4</sup>. Bien que les estimations actuelles du coût des catastrophes naturelles en termes de PIB ne soit pas un facteur

<sup>3</sup>C'est pourquoi la taille des pays, mesurée par leur population, a servi de mesure de l'intérêt des bailleurs de fonds (Bräutigam et Knack, 2004) et d'instrument pour les flux d'aide (voir, par exemple, Rajan et Subramanian, 2008).

<sup>4</sup>Selon des estimations, les catastrophes naturelles coûtent aux micro-États (les pays de moins de 200.000 habitants) entre 3 % et 5 % de leur PIB chaque année (Jahan et Wang, 2013).

déterminant majeur du solde courant lorsqu'elles sont ajoutées aux spécifications de la régression du tableau 1.2.2, il est difficile de vérifier avec fiabilité leur intérêt empirique de par le caractère incomplet du champ de ces estimations.

- *Problèmes de mesure* : L'échantillon de pays accusant des déficits élevés comprend 18 pays dont l'économie repose sur le tourisme, au sujet desquels, selon des données empiriques, les dépenses des touristes pourraient être sous-estimées, et par conséquent les déficits courants surestimés (voir, par exemple, FMI, 2015d). Si les recettes du tourisme sont ajoutées aux régressions présentées au tableau 1.2.2, on observe une corrélation négative entre ces recettes en part des exportations totales et le solde des transactions courantes (ce qui réduit la taille et l'importance du coefficient sur la population), ce qui confirme l'hypothèse selon laquelle ces recettes pourraient être sous-estimées. De même, les pays qui accusent de gros déficits sont plus tributaires des envois de fonds que d'autres pays déficitaires<sup>5</sup>. Il est cependant notoire qu'il est difficile de distinguer ces flux des entrées de capitaux et de les mesurer précisément, par exemple du fait que les transferts de fonds individuels sont souvent inférieurs aux seuils de déclaration des établissements financiers (voir CEE-ONU, 2011).

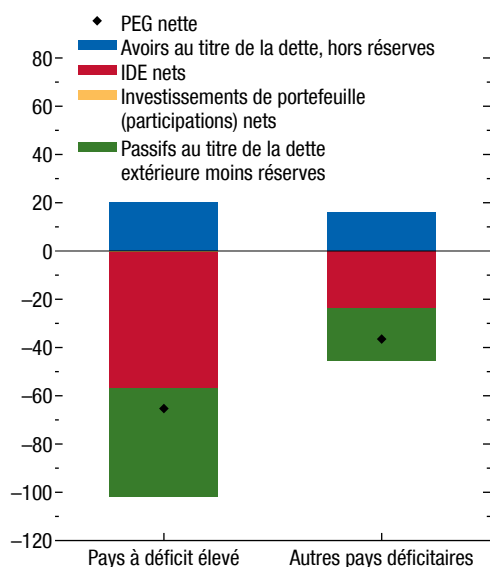
Différents pays appartenant à l'échantillon hétérogène de pays accusant un déficit courant élevé relèvent de chacune de ces catégories. Des déficits chroniques, un faible PIB par habitant et une dépendance notable à l'égard de l'aide au développement sont les caractéristiques les plus courantes des pays de l'échantillon. En effet, alors que quelque 50 pays du groupe ont connu une détérioration de leur déficit courant par rapport à la moyenne enregistrée entre 1995 et 2011, seuls 11 d'entre eux ont affiché un déficit inférieur à 5 % du PIB pendant la période précédente. Dans plusieurs de ces pays, les effets d'emprunts extérieurs contractés dans le passé ont été atténués grâce à des remises de dette ou des accords de réduction de dette, soit entre 2012 et 2014, soit durant la décennie précédente (c'est le cas du Libéria, du Mozambique et de Saint-Kitts-et-Nevis). Les pays ayant une dette nette envers l'étranger très élevée restent cependant très nombreux, comme on le verra plus loin.

S'agissant des raisons qui expliquent l'évolution considérable du solde extérieur courant, la Mauritanie,

<sup>5</sup>Le ratio médian envois de fonds/PIB est d'environ 3 % dans les pays très déficitaires et proche de zéro dans les autres pays déficitaires.

## Encadré 1.2 (suite)

**Graphique 1.2.2. Composition de la position extérieure globale nette, pays à déficit courant**  
(En pourcentage du PIB; valeurs médianes, 2013)



Sources : FMI, *Statistiques de la balance des paiements*; Lane et Milesi-Ferretti (2007).

Note : Ce graphique présente les valeurs médianes de 2013 dans chaque groupe de pays pour chaque type d'investissement. IDE : investissement direct étranger; PEG : position extérieure globale.

la Mongolie, le Mozambique et la Papouasie-Nouvelle-Guinée ont connu une forte hausse de leurs IDE liés aux ressources naturelles, et les Bahamas, la Grenade et le Guyana ont subi des catastrophes naturelles dont on estime le coût macroéconomique à plus de 2 points du PIB par an.

#### Risques externes pour les pays très déficitaires

Beaucoup de pays appartenant à l'échantillon de pays très déficitaires souffrent de faiblesses structurelles. Ainsi, les petits pays en développement, qui représentent un tiers de l'échantillon, présentent des facteurs de vulnérabilité et des difficultés pour les pouvoirs publics du fait de leur taille, qui augmentent les coûts de production et de distribution, entravent la prestation de biens publics, imposent d'autres contraintes aux capacités administratives, et les laissent sans un minimum de diversification

pour se protéger contre les chocs externes, et notamment les catastrophes naturelles (FMI, 2013, 2015e).

Plus globalement, les pays de l'échantillon étant très tributaires des financements extérieurs, ils sont généralement sensibles aux changements du contexte macroéconomique, compte tenu de leur taille généralement petite, de leur ouverture et de leur dépendance à l'égard des financements extérieurs. Parmi ces changements figurent un durcissement des conditions de financement extérieur et un ralentissement de la croissance dans les pays émergents. La chute des cours des produits de base pénalise les exportateurs de ressources naturelles, mais, comme le montre le tableau 1.1.1, la baisse des cours du pétrole profite en réalité à une grande majorité des pays de ce groupe. Bien entendu, une évaluation des risques du secteur extérieur doit prendre en considération les différences notables du contexte macroéconomique, ainsi que le volume et la structure des financements extérieurs. Enfin, les risques que posent ces facteurs extérieurs sont exacerbés par les chocs macroéconomiques intérieurs et la faiblesse de la croissance économique.

Une forte dépendance vis-à-vis des flux d'investissements de portefeuille pour financer les déficits courants élevés peut accroître les risques d'inversion des flux de capitaux si les attitudes mondiales à l'égard des risques évoluent. Entre 2012 et 2014, dans 10 pays appartenant au groupe de pays très déficitaires (à l'exclusion des centres financiers, dont, par définition, les flux d'investissements de portefeuille sont élevés), les flux d'investissements de portefeuille nets moyens représentaient plus de 2 % du PIB (c'est le cas, par exemple, du Ghana, du Kenya, de la Mongolie et de la Serbie).

En outre, 5 pays de l'échantillon, y compris des pays en conflit comme l'Ukraine, ainsi que d'autres comme la Papouasie-Nouvelle-Guinée, ont puisé des sommes importantes sur leurs réserves de change entre 2012 et 2014 (représentant en moyenne plus de 2 % du PIB chaque année).

Par ailleurs, un nombre considérable de pays de l'échantillon, qui accusent des déficits des transactions courantes élevés et persistants, affichent des engagements extérieurs nets élevés, en dépit des transferts extérieurs et des accords de réduction de dette évoqués plus haut (graphique 1.2.2). Dans de nombreux pays, les IDE nets représentent la majeure partie des engagements extérieurs nets. La valeur des engagements d'un pays sous forme d'IDE est généralement liée à ses perspectives économiques, ce qui laisse supposer que les risques sont mieux partagés que lorsque les dettes sont libellées en monnaies



## Encadré 1.2 (suite)

Tableau 1.2.3. Profil des pays à déficit courant élevé

	Allègement de la dette élevé <sup>1</sup>	Fragiles <sup>2</sup>	Riches en ressources naturelles <sup>3</sup>	Basés sur le tourisme <sup>4</sup>	Centres financiers
Albanie				Oui	
Anguilla					
Antigua-et-Barbuda				Oui	Oui
Arménie					
Bahamas				Oui	Oui
Barbade					Oui
Bénin	Oui				
Bhoutan					
Bosnie-Herzégovine		Oui			
Burundi	Oui	Oui			
Cabo Verde				Oui	
Cambodge				Oui	
Comores	Oui	Oui			
Congo, Rép. dém. du	Oui	Oui	Oui		
Djibouti					
Dominique				Oui	
Fidji				Oui	
Gambie					
Géorgie					
Ghana			Oui		
Grenade				Oui	
Guinée		Oui	Oui		
Guyana	Oui				
Honduras					
Îles Marshall		Oui			
Jamaïque				Oui	
Jordanie				Oui	
Kenya					
Kiribati		Oui			
Kosovo		Oui			
Lao, Rép. dém. pop.					
Lesotho					
Liban				Oui	Oui
Libéria	Oui	Oui	Oui		
Maroc					
Mauritanie			Oui		
Mongolie			Oui		
Monténégro				Oui	
Montserrat					
Mozambique	Oui				
Nicaragua	Oui				
Niger					
Ouganda	Oui				
Palaos				Oui	
Panama					Oui
Papouasie-Nouvelle-Guinée			Oui		
République kirghize			Oui		
Rwanda	Oui				
Saint-Kitts-et-Nevis				Oui	
Saint-Vincent-et-les Grenadines				Oui	
Sainte-Lucie				Oui	
São Tomé-et-Príncipe	Oui	Oui	Oui		
Sénégal	Oui				

**Encadré 1.2 (fin)****Tableau 1.2.3. Profil des pays à déficit courant élevé (suite)**

	Allègement de la dette élevé <sup>1</sup>	Fragiles <sup>2</sup>	Riches en ressources naturelles <sup>3</sup>	Basés sur le tourisme <sup>4</sup>	Centres financiers
Serbie					
Seychelles	Oui			Oui	Oui
Sierra Leone	Oui	Oui	Oui		
Soudan		Oui			
Tanzanie	Oui				
Tchad		Oui	Oui		
Togo	Oui	Oui			
Tunisie					
Tuvalu		Oui			
Ukraine					
Zimbabwe		Oui			

<sup>1</sup>Pays dont l'allègement de la dette cumulé depuis 2000 est supérieur à 10 % du PIB.

<sup>2</sup>Pays classés dans la catégorie des pays fragiles dans FMI (2015c).

<sup>3</sup>Pays riches en hydrocarbures, potentiellement riches en hydrocarbures ou riches en minerais d'après le *Guide sur la transparence des recettes des ressources naturelles* du FMI.

<sup>4</sup>Les économies basées sur le tourisme ont un ratio des recettes du tourisme international sur le total des exportations supérieur à 25 %, et des recettes du tourisme international supérieures à 10 % du PIB.

étrangères<sup>6</sup>. Cela étant, les engagements importants sous forme d'IDE s'accompagnent aussi de sorties de revenus considérables, et un pays qui a des engagements importants sous forme d'IDE demeure exposé à une forte chute des flux d'IDE si ses perspectives, ou celles du secteur dans lequel les IDE sont essentiellement réalisés (extraction de ressources naturelles ou tourisme, par exemple), se détériorent.

Le graphique 1.2.2 montre aussi que les passifs sous forme de dette extérieure, hors réserves, représentaient plus de 40 % du PIB dans plus de la moitié des pays de l'échantillon, et des données empiriques permettent de penser qu'il existe une corrélation entre l'endettement extérieur net d'un pays et la probabilité d'une crise extérieure (Catão et Milesi-Ferretti, 2014). Dans plusieurs pays de l'échantillon, la part importante des prêts concessionnels constitue un facteur atténuant (pour

plus de 20 d'entre eux, cette part était supérieure à 50 % en 2013). Cependant, la part des prêts concessionnels va généralement en diminuant et est inférieure à un tiers dans environ la moitié de l'échantillon.

En somme, cet encadré montre que, dans un nombre notable de pays, le déficit des transactions courantes reste élevé. Une majorité écrasante de ces pays sont petits — en termes de PIB par habitant, de population, ou des deux. Parmi les facteurs pouvant expliquer l'incidence de gros déficits dans les pays peu peuplés figurent les dons et l'aide extérieure plus élevés par rapport à la taille de l'économie et des sources de vulnérabilité qui touchent particulièrement les petits pays (les conséquences des catastrophes naturelles, par exemple), ainsi que des problèmes de mesure (concernant, par exemple, les recettes du tourisme ou les envois de fonds). Depuis quelques années, ces pays ont bénéficié de conditions de financement extérieur très favorables, plusieurs d'entre eux ayant émis pour la première fois des titres internationaux. Il faut s'attendre à ce que la situation évolue, ce qui va poser des difficultés aux pouvoirs publics, en particulier dans les pays qui affichent un passif extérieur net élevé et qui ont beaucoup recours à des prêts aux conditions du marché.

<sup>6</sup>Dans un certain nombre de cas, la part élevée des entrées d'IDE est liée aux importations correspondantes de machines et d'outillage. Par conséquent, une baisse des IDE pourrait réduire les importations liées aux IDE et renforcer le solde courant, comme cela s'est produit dans beaucoup de pays des Caraïbes durant la crise financière mondiale.

### Encadré 1.3. Mouvements de capitaux et financiarisation dans les pays en développement

Depuis quelques décennies, les pays en développement à faible revenu se sont beaucoup intégrés aux marchés financiers mondiaux : les entrées annuelles brutes de capitaux privés sont passées de 4 milliards de dollars au début des années 80 à plus de 60 milliards de dollars depuis quelques années, et représentaient près de 6,4 % du PIB en 2013<sup>1</sup>. Cette accélération, qui s'est produite en même temps que la flambée des prix des produits de base, a été alimentée par l'investissement direct étranger, qui a été porté de 2 % environ du PIB au début des années 2000 à plus de 4 % depuis 2011. D'autres entrées de capitaux vers le secteur non officiel ont eux aussi augmenté depuis quelques années, mais ne représentent encore que moins de 1,5 % du PIB. Les flux d'investissements de portefeuille ont été une source négligeable de financements extérieurs dans les pays en développement à faible revenu, même s'ils ont progressé récemment dans certains pays préémergents (Araujo *et al.*, 2015).

Les pays en développement à faible revenu ont généralement plus de problèmes d'accès au crédit que les pays avancés, et les entrées de capitaux peuvent être un moyen important de financiarisation de ces économies en permettant de stimuler les investissements et d'allouer efficacement les ressources. Les entrées de capitaux peuvent développer le crédit privé de façon directe — par une hausse des dépôts bancaires et les effets de valorisation des garanties (grâce à la hausse du prix des actifs) — et indirecte — par leur effet sur les variables macroéconomiques et financières qui agissent sur la demande et l'offre de crédit<sup>2</sup>. L'investissement direct étranger aura, par exemple, des retombées positives sur les entreprises locales en relâchant les contraintes financières (Harrison,

Love et McMillan, 2004) et en augmentant leur demande de crédit<sup>3</sup>.

Dans ce contexte, nous étudierons ici dans quelle mesure les flux mondiaux de capitaux attirent le crédit vers le secteur privé dans les pays en développement à faible revenu. Le graphique 1.3.1 révèle une forte covariation entre les crédits bancaires intérieurs et les flux internationaux de capitaux dans ces pays, même si l'accélération du crédit depuis le milieu des années 2000 a été supérieure à celle des entrées de capitaux. Le rôle particulier de ces dernières dans l'entraînement du crédit privé (en pourcentage du PIB) est déterminé ici en estimant la spécification suivante :

$$CRED_{i,t} = \alpha CRED_{i,t-1} + \beta CF_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \delta_i + \varepsilon_{i,t}$$

Le vecteur  $X_{i,t}$  inclut une série de variables de contrôle types (PIB réel par habitant, taux d'intérêt, croissance du PIB et variable fictive «crise bancaire»), tandis que  $\alpha$  mesure la persistance du crédit privé. Le modèle est estimé à l'aide de données annuelles sur un échantillon de 36 pays en développement à faible revenu entre 1980 et 2012, les effets fixes des pays  $\delta_i$  et des erreurs-types robustes groupées<sup>4</sup>.

Compte tenu des difficultés évidentes que présente l'établissement d'une relation de causalité entre les flux de capitaux et le crédit intérieur, notre analyse repose sur un instrument pour les entrées de capitaux, qui ne sont pas corrélées à la situation économique intérieure des pays destinataires (voir Gori, Li et Presbitero, à paraître). Les entrées brutes de capitaux dans les pays émergents sont considérées comme un instrument des entrées de capitaux vers les pays en développement à faible revenu sur la base des trois conditions suivantes. Premièrement, il existe une corrélation forte et positive entre les entrées globales de capitaux dans les pays émergents et les entrées de capitaux

Les auteurs de cet encadré sont Filippo Gori, Bin Grace Li et Andrea F. Presbitero.

<sup>1</sup>En moyenne pondérée; la moyenne non pondérée est de 9,6 % du PIB. La définition des entrées de capitaux privés retenue ici est celle de Bluedorn *et al.* (2013) et exclut du total des entrées de capitaux la variation des réserves déclarées, les prêts du FMI et d'autres flux qui comptabilisent le secteur officiel comme une contrepartie (par exemple les autres flux vers la banque centrale ou les autorités monétaires et les administrations publiques, qui sont généralement une aide ou des prêts officiels).

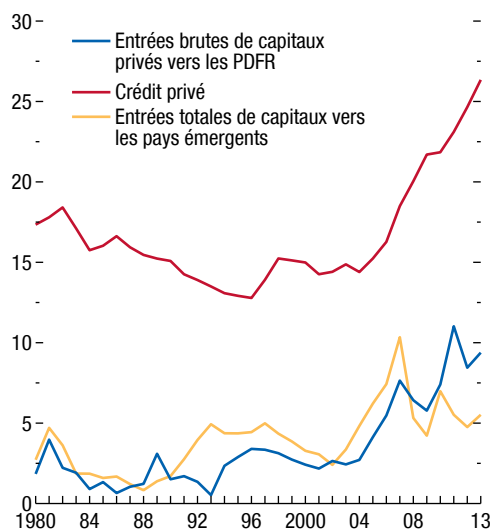
<sup>2</sup>Des études récentes ont porté sur la relation entre l'intégration financière et la financiarisation de l'économie au niveau intérieur dans les pays avancés et les pays émergents, mais pas dans les pays en développement à faible revenu. Il est prouvé qu'il existe une corrélation étroite entre la taille des systèmes bancaires nationaux et l'ampleur de la mondialisation financière (Lane et Milesi-Ferretti, 2008), et les épisodes d'entrées de capitaux, essentiellement liés à la dette, ont été liés à une expansion du crédit intérieur (Furceri, Guichard et Rusticelli, 2012; Lane et McQuade, 2014; Igan et Tan, 2015).

<sup>3</sup>Alors que l'investissement direct étranger est souvent concentré dans des secteurs enclavés, il devient de plus en plus important dans le secteur manufacturier et les services, et a des retombées notables sur les entreprises nationales (Amendolagine *et al.*, 2013).

<sup>4</sup>Pour rendre compte de la volatilité des mouvements de capitaux pendant la crise financière mondiale (voir le graphique 1.3.1), une variable fictive est ajoutée pour la période 2008–12. L'échantillon comprend les pays suivants : Bangladesh, Bénin, Bolivie, Burkina Faso, Cambodge, Cameroun, Djibouti, Éthiopie, Gambie, Ghana, Guinée, Guinée Bissau, Haïti, Honduras, îles Salomon, Kenya, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mali, Mongolie, Mozambique, Népal, Nicaragua, Niger, Nigéria, Ouganda, Papouasie-Nouvelle-Guinée, République démocratique populaire lao, République du Congo, Rwanda, Sénégal, Sierra Leone, Tanzanie, Togo et Zambie. L'analyse s'intéresse à la relation globale entre le crédit intérieur et les mouvements de capitaux et, bien qu'elle tienne compte de l'incidence des crises bancaires, elle ne traite pas ici des risques pesant sur la stabilité financière liés au caractère cyclique des mouvements de capitaux.

## Encadré 1.3 (suite)

**Graphique 1.3.1. Entrées brutes de capitaux et crédit privé dans certains pays en développement à faible revenu**  
(En pourcentage du PIB)



Source : calculs des services du FMI.

Note : Moyennes non pondérées. Les entrées brutes de capitaux privés (calculées à l'aide des mouvements de capitaux transfrontaliers vers le secteur officiel, en excluant les autres entrées de capitaux) vers l'échantillon de 36 pays en développement à faible revenu (ceux utilisés dans les régressions avec au moins 10 observations dans chaque variable) et les entrées brutes totales de capitaux vers les pays émergents sont basées sur les calculs des services du FMI; le crédit privé correspond au même échantillon de 36 pays en développement à faible revenu (PDFR) et provient de la base de données *Global Financial Development* de la Banque mondiale, intégrée aux *Indicateurs du développement dans le monde* de la Banque mondiale.

dans les pays en développement à faible revenu, comme le montre le graphique 1.3.1, en particulier pendant la période précédant la crise financière mondiale, ce qui est confirmé par les premiers coefficients (tableau 1.3.1)<sup>5</sup>. Deuxièmement, elles ont peu de chances de subir l'effet des résultats économiques des pays. Troisièmement, s'agissant de la condition de singularité, l'instrument n'est valide que s'il agit sur le crédit privé par son effet sur les entrées de capitaux. Il n'est pas restrictif d'imaginer que

<sup>5</sup>De plus, les statistiques F de la première étape sont généralement proches de la valeur critique de 10 ou supérieures à cette valeur, ce qui démontre (pour les valeurs ci-dessous) la faiblesse de cet instrument. Les résultats ne sont pas sensibles à l'exclusion des années de crise et au recours à d'autres instruments comme les premières composantes principales des sorties de capitaux des pays avancés et des sorties de capitaux des États-Unis.

les entrées de capitaux sur les pays émergents pourraient avoir une incidence sur les pays en développement à faible revenu par l'intermédiaire des flux internationaux de capitaux, mais d'autres circuits entrent sans doute en jeu, en particulier les échanges. Pour tenir compte de ce circuit, l'ensemble de variables de contrôle comprend la balance commerciale des pays émergents.

Plusieurs facteurs mondiaux qui influent en même temps sur les pays avancés et les pays en développement pourraient aussi affaiblir la stratégie d'identification, dans la mesure où des changements de ces facteurs ont un effet simultané sur les entrées de capitaux dans les pays émergents et les pays en développement à faible revenu. Nous établissons une variable de substitution de ces facteurs en extrayant la première composante principale du PIB réel dans un vaste échantillon de 135 pays avancés, émergents et en développement. Cette variable explique plus de 82 % de la covariation du PIB réel entre les pays et mesure le cycle économique mondial. Étant donné qu'une grande partie des pays de l'échantillon sont des exportateurs de produits de base, les cours des produits de base et les chocs sur les termes de l'échange peuvent favoriser à la fois le crédit privé et les entrées de capitaux. Pour montrer que les résultats ne sont pas induits par les cours des produits de base, le modèle est estimé aussi pour l'échantillon de pays non exportateurs de produits de base.

Les principaux résultats permettent de penser que les entrées de capitaux mondiales contribuent à créer du crédit privé dans les pays en développement à faible revenu; c'est aussi le cas dans les pays non exportateurs de produits de base (colonnes (4)–(6) du tableau)<sup>6</sup>. Sur le plan quantitatif, une hausse de 1 point du total des entrées de capitaux privés (en part du PIB) fait augmenter le ratio crédit privé/PIB de 0,32 point (colonne 1). Ces résultats s'expliquent essentiellement par les investissements directs étrangers et d'autres entrées de capitaux privés (flux vers le secteur non officiel, notamment prêts bancaires et crédits commerciaux)<sup>7</sup>. La réaction du crédit intérieur à l'investissement étranger peut correspondre au financement local direct d'entreprises étrangères et aux retombées positives potentielles de l'investissement direct étranger, qui accroît la demande de crédit des entreprises locales. En revanche, la relation statistiquement

<sup>6</sup>Les résultats sont robustes à l'intégration des termes de l'échange nets des produits de base propres à chaque pays (définis dans Gruss, 2014; voir au chapitre 2 des détails complémentaires).

<sup>7</sup>Lorsque les mouvements de capitaux sont mesurés à partir des flux d'investissements de portefeuille, le modèle est faiblement identifié, et les coefficients sur les mouvements de capitaux ne sont pas estimés précisément. C'est pourquoi les résultats ne sont pas indiqués au tableau 1.3.1. Ils sont analogues lorsque les flux nets sont utilisés.

## Encadré 1.3 (suite)

Tableau 1.3.1. Entrées brutes de capitaux et crédit privé : estimations par les moindres carrés en deux étapes

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variable dépendante : crédit privé (% du PIB) <sub>t</sub>						
Entrées totales de capitaux privés (% du PIB) <sub>t</sub>	0,320*** (0,006)			0,283** (0,028)		
Entrées d'investissements directs étrangers (% du PIB) <sub>t</sub>		0,611*** (0,007)			0,492** (0,031)	
Autres entrées vers le secteur non officiel (% du PIB) <sub>t</sub>			0,693** (0,022)			0,731* (0,082)
Crédit privé (% du PIB) <sub>t-1</sub>	0,827*** (0,000)	0,802*** (0,000)	0,856*** (0,000)	0,849*** (0,000)	0,847*** (0,000)	0,836*** (0,000)
PIB réel par habitant <sub>t-1</sub>	3,208*** (0,004)	3,624** (0,014)	3,100*** (0,003)	3,418 (0,144)	3,500 (0,178)	3,638* (0,088)
Croissance du PIB réel <sub>t-1</sub>	0,016 (0,442)	0,013 (0,594)	0,019 (0,437)	-0,002 (0,924)	0,006 (0,813)	-0,023 (0,468)
Taux d'intérêt <sub>t</sub>	-0,700** (0,023)	-1,176*** (0,004)	-0,228 (0,443)	-0,458 (0,335)	-0,804 (0,217)	-0,004 (0,990)
Crise bancaire <sub>t-1</sub> (0/1)	-1,772** (0,015)	-1,869** (0,023)	-1,371 (0,108)	-1,190 (0,138)	-1,443* (0,051)	-0,744 (0,474)
Balance commerciale des pays émergents et des pays en développement <sub>t</sub>	-0,133 (0,139)	-0,217* (0,073)	-0,028 (0,735)	-0,101 (0,312)	-0,111 (0,348)	-0,058 (0,546)
Cycle conjoncturel mondial <sub>t</sub>	-0,065 (0,823)	-0,528 (0,205)	0,400 (0,241)	-0,158 (0,653)	-0,518 (0,319)	0,271 (0,429)
Premier coefficient						
(entrées totales de capitaux vers les pays émergents et les pays en développement)	0,628*** (0,200)	0,324*** (0,113)	0,290** (0,111)	0,537*** (0,119)	0,302*** (0,094)	0,208** (0,073)
Nombre d'observations	939	927	939	540	532	540
R <sup>2</sup>	0,796	0,742	0,765	0,813	0,782	0,802
Échantillon	Pays en développement à faible revenu			Pays en développement à faible revenu non exportateurs de produits de base		
Nombre de pays	36	36	36	21	21	21
Test de sous-identification (Kleibergen-Paap rk LM)	0,005	0,008	0,015	0,001	0,005	0,016
Test d'identification faible (Kleibergen-Paap rk LM)	9,817	8,183	6,864	20,440	10,346	8,025

Source : calculs de l'auteur.

Note : Ce tableau expose les résultats d'un modèle de régression par les moindres carrés en deux étapes dans lequel la variable dépendante est le ratio crédit privé/PIB dans le pays  $i$  à l'instant  $t$ . Les entrées de capitaux sont représentées par le total des entrées de capitaux vers les pays émergents. Les erreurs-types, groupées au niveau national, sont entre parenthèses. La statistique de Kleibergen-Paap rk LM vérifie l'hypothèse nulle selon laquelle il n'existe pas de corrélation entre les instruments exclus et la variable indépendante endogène; la statistique F Kleibergen-Paap rk Wald vérifie l'identification faible. Chaque régression comprend les effets fixes des pays et une variable fictive de la période de crise 2008-12. \* $p < ,10$ ; \*\* $p < ,05$ ; \*\*\* $p < ,01$ .

significative entre le crédit privé et d'autres flux de capitaux privés traduit l'existence d'une chaîne de l'offre qui fonctionne par l'intermédiaire des flux bancaires internationaux (même si les autres flux privés sont encore relativement peu importants dans les pays en développement à faible revenu). Ces résultats diffèrent de ceux d'études sur les pays avancés et émergents, qui montrent que les investissements de portefeuille en titres de créance sont des moteurs plus importants du crédit privé (Furceri, Guichard et Rusticelli, 2012; Lane et McQuade, 2014). Dans les pays en développement à faible revenu, les investissements de portefeuille en titres

de créance et sous forme de participations ne représentent qu'une petite partie de l'ensemble des flux, et il n'existe pas de corrélation robuste avec le crédit intérieur.

Cette analyse met en évidence une relation de causalité entre les mouvements de capitaux et le crédit privé intérieur dans les pays en développement à faible revenu, ce qui confirme que l'intégration financière mondiale pourrait jouer un rôle moteur dans la financiarisation de ces pays, à condition que la densité des circuits financiers soit elle-même un moteur solide de la croissance économique et du développement.

## Bibliographie

- Aastveit, Knut Are, Hilde C. Bjørnland, and Leif Anders Thorsrud. Forthcoming. "What Drives Oil Prices? Emerging versus Developed Economies." *Journal of Applied Econometrics*.
- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, and James A. Robinson. 2001. "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation." *American Economic Review* 91 (5): 1369–1401.
- Alesina, Alberto, and David Dollar. 2005. "Who Gives Foreign Aid to Whom and Why?" *Journal of Economic Growth* 5 (1): 33–63.
- Amendolagine, Vito, Amadou Boly, Nicola Daniele Coniglio, Francesco Prota, and Adnan Seric. 2013. "FDI and Local Linkages in Developing Countries: Evidence from Sub-Saharan Africa." *World Development* 50: 41–56.
- Araujo, Juliana D., Antonio C. David, Carlos van Hombecq, and Chris Papageorgiou. 2015. "Non-FDI Capital Inflows in Low-Income Developing Countries: Catching the Wave?" IMF Working Paper 15/86, International Monetary Fund, Washington.
- Arezki, Rabah, Rick van der Ploeg, and Frederik Toscani. Forthcoming. "Shifting Frontiers in Global Resource Extraction: The Role of Institutions." IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington.
- Ball, Lawrence. 2014. "Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries." NBER Working Paper 20185, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Blanchard, Olivier, Eugenio Cerutti, and Lawrence Summers. 2015. "Inflation and Activity: Two Explorations and Their Monetary Policy Implications." Paper presented at the ECB Forum on Central Banking, Sintra, Portugal, May 18.
- Blanchard, Olivier, and Lawrence Summers. 1986. "Hysteresis and the European Unemployment Problem." In *NBER Macroeconomics Annual 1986*, edited by Stanley Fischer, 15–90. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Bluedorn, John, Rupa Duttgupta, Jaime Guajardo, and Petia Topalova. 2013. "Capital Flows Are Fickle: Anytime, Anywhere." IMF Working Paper 13/183, International Monetary Fund, Washington.
- Bohn, Henning, and Robert T. Deacon. 2000. "Ownership Risk, Investment, and the Use of Natural Resources." *American Economic Review* 90 (3), 526–49.
- Bräutigam, Deborah A., and Stephen Knack. 2004. "Foreign Aid, Institutions, and Governance in Sub-Saharan Africa." *Economic Development and Cultural Change* 52 (2): 255–85.
- Catão, Luis A. V., and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2014. "External Liabilities and Crises." *Journal of International Economics* 94 (1): 18–32.
- Chinn, Menzie D., and Eswar S. Prasad. 2003. "Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration." *Journal of International Economics* 59 (1): 47–76.
- Collier, Paul. 2010. *The Plundered Planet: Why We Must—and How We Can—Manage Nature for Global Prosperity*. Oxford, U.K.: Oxford University Press.
- Commission économique des Nations Unies pour l'Europe (CEE-ONU). 2011. "Remittances." In *The Impact of Globalization on National Accounts*, chap. 11. New York and Geneva.
- Cust, James, and Torfinn Harding. 2014. "Institutions and the Location of Oil Exploration." OxCare Research Paper 127, Department of Economics, Oxford Centre for the Analysis of Resource Rich Economies, University of Oxford, Oxford, U.K.
- Fernald, John. 2014. "Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession." In *NBER Macroeconomics Annual 2014*, Vol. 29, edited by Jonathan A. Parker and Michael Woodford, 1–51. Chicago: University of Chicago Press.
- Fonds monétaire international (FMI). 2013. "Asia and Pacific Small States: Raising Potential Growth and Enhancing Resilience to Shocks." Washington.
- . 2015a. *2015 External Sector Report*. Washington.
- . 2015b. *2015 Spillover Report*. Washington.
- . 2015c. "IMF Engagement with Countries in Postconflict and Fragile Situations—Stocktaking." IMF Policy Paper. Washington.
- . 2015d. *Maldives 2014 Article IV Consultation—Staff Report*. IMF Country Report 15/68. Washington.
- . 2015e. *Macroeconomic Developments and Selected Issues in Small Developing States*. IMF Staff Report. Washington.
- Furceri, Davide, Stéphanie Guichard, and Elena Rusticelli. 2012. "The Effect of Episodes of Large Capital Inflows on Domestic Credit." *North American Journal of Economics and Finance* 23 (3): 325–44.
- Gauvin, Ludovic, and Cyril Rebillard. 2015. "Towards Recoupling? Assessing the Global Impact of a Chinese Hard Landing through Trade and Commodity Price Channels." Working Paper 562, Banque de France, Paris.
- Gordon, Robert J. 2014. "The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal and Reflections." NBER Working Paper 19895, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Gori, Filippo, Bin Grace Li, and Andrea Presbitero. Forthcoming. "Capital Inflows and Private Credit Growth." International Monetary Fund, Washington.
- Gruss, Bertrand. 2014. "After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean." IMF Working Paper 14/154, International Monetary Fund, Washington.
- Harrison, Ann E., Inessa Love, and Margaret S. McMillan. 2004. "Global Capital Flows and Financing Constraints." *Journal of Development Economics* 75 (1): 269–301.
- Husain, Aasim M., Rabah Arezki, Peter Breuer, Vikram Haksar, Thomas Helbling, Paulo A. Medas, and Martin Sommer. 2015. "Global Implications of Lower Oil Prices." Staff Discussion Note 15/15, International Monetary Fund, Washington.

- Igan, Deniz, and Zhibo Tan. 2015. "Capital Inflows, Credit Growth, and Financial Systems." IMF Working Paper 15/193, International Monetary Fund, Washington.
- Jahan, Sarwat, and Ke Wang. 2013. "A Big Question on Small States." *Finance & Development* 50 (3): 44–47.
- Lane, Philip R., and Peter McQuade. 2014. "Domestic Credit Growth and International Capital Flows." *Scandinavian Journal of Economics* 116 (1): 218–52.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2007. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004." *Journal of International Economics* 73 (2): 223–50.
- . 2008. "The Drivers of Financial Globalization." *American Economic Review* 98 (2): 327–32.
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio Ricci. 2008. *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*. IMF Occasional Paper 261. Washington: International Monetary Fund.
- McKinsey Global Institute. 2013. *Reverse the Curse: Maximizing the Potential of Resource-Driven Economies*. London.
- Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). 2015. *The Future of Productivity*. Preliminary version. Paris.
- Prati, Alessandro, Luca Antonio Ricci, Lone Christiansen, Stephen Tokarick, and Thierry Tresselt. 2011. *External Performance in Low-Income Countries*. Occasional Paper 272. Washington: International Monetary Fund.
- Rajan, Raghuram, and Arvind Subramanian. 2008. "Aid and Growth: What Does the Cross-Country Evidence Really Show?" *Review of Economics and Statistics* 90 (4): 643–65.
- Rausser, Gordon, and Martin Stuermer. 2014. "Collusion in the Copper Commodity Market: A Long-Run Perspective." Unpublished, University of California at Berkeley.
- Ross, Michael L. 2001. "Does Oil Hinder Democracy?" *World Politics* 53 (3): 325–61.
- . 2012. *The Oil Curse: How Petroleum Wealth Shapes the Development of Nations*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Silva, J. M. C. Santos, and Silvana Tenreyro. 2006. "The Log of Gravity." *Review of Economics and Statistics* 88 (4): 641–58.

