

Études économiques et financières

Perspectives  
de l'économie mondiale  
Avril 2015

**Distribution préliminaire**  
**Avant-propos, résumé analytique et chapitres 1 et 2**

.....



Ce qui me frappe tandis que j'écris cet avant-propos, c'est la complexité des forces qui déterminent l'évolution macroéconomique dans le monde et la difficulté de tirer une conclusion simple. Permettez-moi donc d'entrer dans le détail.

Deux forces fondamentales déterminent l'évolution macroéconomique à moyen terme :

Les séquelles de la crise financière et de la crise dans la zone euro restent visibles dans beaucoup de pays. À des degrés divers, la fragilité des banques et l'endettement élevé (du secteur public, des entreprises ou des ménages) continuent de peser sur les dépenses et la croissance. Et la faiblesse de la croissance ralentit le désendettement.

La croissance de la production potentielle a fléchi. Comme indiqué au chapitre 3, la croissance potentielle dans les pays avancés diminuait déjà avant la crise. Le vieillissement de la population, conjugué à un ralentissement de la productivité totale, contribue à ce fléchissement. La crise a aggravé la situation : la forte baisse de l'investissement a conduit à une croissance du capital encore plus faible. Tandis que nous sortons de la crise, et comme indiqué au chapitre 4, la croissance du capital va se redresser, mais le vieillissement de la population et la faible croissance de la productivité continueront de se faire sentir. Les effets sont encore plus prononcés dans les pays émergents, où le vieillissement de la population, la plus faible accumulation de capital et le ralentissement de la croissance de la productivité vont réduire sensiblement la croissance potentielle. À son tour, la dégradation des perspectives conduit à une diminution des dépenses et à un fléchissement de la croissance aujourd'hui.

En plus de ces deux forces fondamentales, la situation actuelle est dominée par deux facteurs qui ont des implications majeures pour la distribution du revenu, à savoir la baisse du prix du pétrole et les fortes variations des taux de change.

La forte baisse du prix du pétrole a été surprenante. Beaucoup d'explications ont été offertes rétrospectivement, dont les plus convaincantes mettent l'accent sur la hausse constante de l'offre de sources non conventionnelles, conjuguée à un changement de stratégie de la part de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole.

La plupart de ces explications donnent à penser que la baisse des prix s'inscrira probablement dans la durée.

Les baisses des prix ont conduit à une réaffectation considérable du revenu réel des pays exportateurs de pétrole vers les pays importateurs. Il ressort de données préliminaires que, dans les pays importateurs de pétrole — États-Unis, zone euro, Chine, Inde —, l'augmentation du revenu réel entraîne une hausse des dépenses. Les pays exportateurs de pétrole ont réduit leurs dépenses, mais dans une mesure moindre : beaucoup de ces pays disposent de réserves financières considérables et sont en mesure de réduire leurs dépenses lentement.

Les variations des taux de change ont été exceptionnellement marquées. Parmi les monnaies principales, le dollar s'est apprécié sensiblement, et l'euro et le yen se sont dépréciés considérablement. Ces variations reflètent un manifestement des différences majeures sur le plan de la politique monétaire : les États-Unis devraient s'affranchir de la borne du zéro cette année, alors que la zone euro et le Japon n'ont aucune perspective à cet égard. Comme ces différences sont évidentes depuis un certain temps, la surprise dans ce cas-ci est peut-être de voir combien de temps il a fallu pour que ces variations des taux de change se produisent. Dans la mesure où tant la zone euro que le Japon étaient menacés d'une nouvelle rechute, la dépréciation de l'euro et du yen sera utile. Dans une certaine mesure, les États-Unis disposent de la marge de manœuvre nécessaire pour compenser les effets négatifs de l'appréciation du dollar. Cet ajustement des taux de change doit donc être considéré, sur une base nette, comme une bonne nouvelle pour l'économie mondiale.

Maintenant, combinons ces quatre forces. Certains pays souffrent des séquelles de la crise, d'autres pas. Certains pays souffrent d'un ralentissement de la croissance potentielle, d'autres pas. Certains pays profitent de la baisse des prix du pétrole, d'autres y perdent. Les monnaies de certains pays varient en fonction du dollar, d'autres en fonction de l'euro et du yen. Ajoutons-y des évolutions idiosyncratiques, comme les difficultés en Russie ou la fragilité du Brésil. Il n'est pas surprenant que l'évaluation doive être détaillée. Sur une base nette, nous prévoyons dans notre scénario de référence que les

pays avancés feront mieux cette année que l'an dernier, que les pays émergents et les pays à faible revenu ralentiront par rapport à l'an dernier et que, en conséquence, la croissance mondiale sera plus ou moins la même que l'an dernier. Mais ces chiffres globaux ne rendent pas compte de la diversité des évolutions.

Passons maintenant du scénario de référence aux risques : ces derniers ont-ils augmenté? À mon avis, les risques macroéconomiques ont légèrement baissé. Le principal risque de l'an dernier, à savoir une récession dans la zone euro, a diminué, tout comme le risque d'une déflation. Mais les risques financiers et géopolitiques ont augmenté. Les fortes variations des prix relatifs, qu'il s'agisse des taux de change ou du prix du pétrole, créent des perdants et des gagnants. Les entreprises dans le secteur de l'énergie et les pays producteurs de pétrole font face à des conditions plus difficiles et à des risques plus élevés. Il en va de même pour les entreprises non américaines et les pays qui ont emprunté en dollars. Si les fortes variations des taux de change devaient persister, elles pourraient créer de nouveaux risques financiers et faire renaître le débat sur les guerres monétaires. Une crise grecque ne peut être exclue : il est clair qu'elle perturberait les marchés financiers. Les troubles persistent en Ukraine et au Moyen-Orient, même si, jusqu'à présent, ils n'ont pas eu d'implication économique systémique.

Enfin, étant donné la diversité des situations, il est évident que les conseils doivent être adaptés à chaque pays. Néanmoins, certains principes généraux restent valables. Il demeure essentiel de prendre des mesures pour soutenir la croissance à court terme et à long terme. Avec la mise en place d'un assouplissement quantitatif dans la zone euro, la politique monétaire dans les pays avancés a accompli dans une large mesure ce qu'elle pouvait accomplir. Certains pays disposent d'une marge de manœuvre budgétaire, mais elle est limitée; la baisse du prix du pétrole a fourni une occasion de réduire les subventions énergétiques et de les remplacer par des programmes mieux ciblés. L'argument en faveur d'une augmentation de l'investissement dans les infrastructures que nous avons présenté dans l'édition précédente des *Perspectives de l'économie mondiale* reste d'actualité. Par ailleurs, si les réformes structurelles ne peuvent faire des miracles, elles peuvent accroître le niveau de la production et accélérer la croissance pendant un certain temps. Le menu approprié varie d'un pays à l'autre. Étant donné les coûts politiques à court terme qui sont liés à bon nombre de ces réformes, il s'agira de bien choisir lesquelles mettre en œuvre.

Olivier Blanchard  
*Conseiller économique*

## RÉSUMÉ ANALYTIQUE

*La croissance mondiale reste modérée, avec des perspectives inégales dans les principaux pays et régions. Elle devrait s'établir à 3,5 % en 2015, ce qui correspond aux prévisions figurant dans la Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale (PEM) de janvier 2015. Par rapport à l'an dernier, les perspectives des pays avancés s'améliorent, tandis que la croissance dans les pays émergents et les pays en développement devrait être plus faible, principalement à cause d'une dégradation des perspectives de quelques grands pays émergents et des pays exportateurs de pétrole.*

Plusieurs forces complexes déterminent les perspectives de l'économie mondiale. Il s'agit de tendances à moyen et à long terme, de chocs mondiaux et de nombreux facteurs propres à certains pays ou à certaines régions :

- Dans les pays émergents, les attentes en ce qui concerne les perspectives de croissance à moyen terme se sont dégradées après que la croissance effective a été inférieure aux prévisions au cours des quatre dernières années.
- Dans les pays avancés, les perspectives de la production potentielle sont assombries par le vieillissement des populations, l'atonie de l'investissement et la croissance médiocre de la productivité totale des facteurs. Les anticipations d'une croissance potentielle plus basse pèsent sur l'investissement actuel.
- Plusieurs pays avancés et quelques pays émergents font encore face aux séquelles de la crise, avec notamment des écarts de production encore négatifs et un endettement privé et/ou public élevé.
- Dans la plupart des pays avancés, l'inflation et les anticipations inflationnistes sont inférieures à l'objectif fixé et, dans certains cas, continuent de baisser; c'est un sujet de préoccupation en particulier pour les pays où la crise a laissé comme séquelles une dette élevée et une croissance faible, et qui disposent d'une marge réduite ou inexistante d'assouplissement de la politique monétaire.
- Les rendements obligataires à long terme ont encore reculé et se situent à un plus bas historique dans beaucoup de pays avancés. Dans la mesure où ce repli tient à une baisse des taux d'intérêt réels, et

non à une diminution des anticipations inflationnistes, il soutient la reprise.

- La baisse des prix du pétrole, qui s'explique dans une large mesure par des facteurs influant sur l'offre, stimule la croissance à l'échelle mondiale et dans beaucoup de pays importateurs de pétrole, mais elle pèsera sur l'activité dans les pays exportateurs de pétrole.
- Les taux de change des monnaies principales ont varié considérablement ces derniers mois, en raison des variations des taux de croissance des pays, des politiques monétaires et de la baisse du prix du pétrole. En redistribuant la demande au profit des pays dont la situation macroéconomique est plus difficile et qui disposent de moins de marge de manœuvre, ces variations pourraient être bénéfiques à la croissance mondiale. Il en résulterait un risque moindre de difficultés plus graves et d'effets de contagion dans ces pays.

L'effet net de ces forces transparaît dans la croissance plus élevée qui est prévue cette année dans les pays avancés par rapport à 2014, et la croissance plus lente qui est attendue dans les pays émergents. Néanmoins, les pays émergents et les pays en développement représentent encore plus de 70 % de la croissance mondiale en 2015.

Ces perspectives de croissance pour les pays émergents s'expliquent principalement par des perspectives plus modestes pour plusieurs grands pays émergents, ainsi que par un affaiblissement de l'activité dans quelques gros exportateurs de pétrole en raison du net recul des prix du pétrole. Les autorités chinoises devraient maintenant se soucier davantage de réduire la vulnérabilité liée à la récente croissance rapide du crédit et de l'investissement. Les prévisions supposent donc un nouveau ralentissement de l'investissement, en particulier dans l'immobilier. Au Brésil, les perspectives souffrent d'une sécheresse, du durcissement de la politique macroéconomique et du manque de confiance du secteur privé, lié en partie aux répercussions de l'enquête Petrobras. En Russie, les prévisions de croissance reflètent l'impact économique de la forte baisse des prix du pétrole et de la montée des tensions géopolitiques. Pour les autres pays émergents exportateurs de produits de base, l'impact de la baisse des prix du pétrole et d'autres produits de base sur les termes de l'échange et le revenu réel devrait peser

sur la croissance à moyen terme. La croissance dans les pays émergents devrait se redresser en 2016, et en conséquence la croissance mondiale devrait s'accélérer pour atteindre 3,8 %, du fait pour l'essentiel de l'atténuation des pressions à la baisse sur l'activité dans des pays et des régions où la croissance a été faible en 2015, comme la Russie, le Brésil et le reste de l'Amérique latine.

Dans beaucoup de pays émergents et de pays en développement, les possibilités de soutenir la croissance à l'aide de la politique macroéconomique restent limitées. Cependant, dans les pays importateurs de pétrole, la baisse des prix du pétrole atténuera les tensions inflationnistes et la vulnérabilité extérieure et, dans les pays qui recourent aux subventions énergétiques, la baisse des prix pourrait offrir un espace budgétaire ou, si nécessaire, la possibilité de renforcer les finances publiques. Les pays exportateurs de pétrole doivent absorber un choc d'envergure sur les termes de l'échange et sont plus vulnérables sur le plan budgétaire et extérieur. Les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire peuvent laisser leurs dépenses publiques s'ajuster progressivement à la baisse des recettes pétrolières. Dans les pays exportateurs de pétrole où le taux de change est souple, une dépréciation faciliterait l'ajustement. Les pays émergents et les pays en développement ont aussi un programme important de réformes structurelles : il s'agit notamment d'encourager l'accumulation de capital (par exemple, éliminer les goulets d'étranglement dans les infrastructures, assouplir les restrictions au commerce et à l'investissement, et améliorer le climat des affaires), ainsi que d'accroître la participation au marché du travail et la productivité (grâce à des réformes de l'éducation, ainsi que des marchés du travail et de produits). En outre, la baisse des prix du pétrole offre une occasion de réformer les subventions énergétiques, mais aussi la fiscalité dans le secteur de l'énergie (y compris dans les pays avancés).

De manière générale, la baisse des prix du pétrole est bénéfique aux pays avancés. Aux États-Unis, la croissance devrait dépasser 3 % en 2015–16 : la demande intérieure devrait profiter de la baisse des prix du pétrole, d'un ajustement budgétaire plus modéré et du soutien persistant d'une politique monétaire accommodante, en dépit de la hausse progressive attendue des taux d'intérêt et du freinage exercé par l'appréciation récente du dollar sur les exportations nettes. Après un deuxième et un troisième trimestres médiocres en 2014, la croissance dans la zone euro semble s'accélérer, grâce à la baisse des prix du pétrole, au faible niveau des taux d'intérêt et à l'affaiblissement de l'euro. Au Japon, après une année 2014

décevante, la croissance devrait aussi se redresser, grâce à l'affaiblissement du yen et à la baisse des prix du pétrole.

Dans un climat caractérisé par une croissance modérée et inégale, il reste prioritaire d'accroître la production effective et potentielle dans les pays avancés. Dans beaucoup de ces pays, les principaux enjeux macroéconomiques sont les écarts de production persistants et considérables, ainsi que la dynamique de désinflation, qui, comme noté dans des éditions précédentes des PEM, représente un risque pour l'activité lorsque la politique monétaire est limitée à la borne du zéro. Il reste essentiel de mener une politique monétaire accommodante, y compris à l'aide de mesures non conventionnelles, pour éviter une hausse des taux d'intérêt réels, et la décision prise récemment par la Banque centrale européenne d'élargir son programme d'achat d'actifs à la dette souveraine vient à point nommé. Il y a d'excellentes raisons d'accroître l'investissement dans les infrastructures dans certains pays avancés et d'opérer des réformes économiques structurelles de manière plus générale. Les priorités varient, mais bon nombre de ces pays profiteraient de réformes visant à renforcer la participation au marché du travail et l'emploi tendanciel, étant donné le vieillissement des populations, ainsi que de mesures qui s'attaquent au surendettement privé.

La distribution des aléas qui entourent la croissance mondiale est aujourd'hui plus équilibrée qu'en octobre 2014, mais elle reste orientée à la baisse. Le repli des prix du pétrole pourrait stimuler la demande davantage que prévu : il s'agit d'un aléa positif important. Les risques de dégradation les plus marquants qui étaient recensés dans l'édition d'octobre 2014 des PEM restent cependant d'actualité. Les tensions géopolitiques pourraient s'intensifier, et affecter des pays majeurs. Les variations perturbatrices des prix des actifs sur les marchés financiers demeurent un sujet de préoccupation. Les primes d'échéance et autres primes de risque sur les marchés obligataires restent faibles par rapport au passé, et le contexte qui sous-tend cette configuration des prix des actifs (à savoir des politiques monétaires très accommodantes dans les principaux pays avancés) devrait commencer à changer en 2015. La variation des attentes en ce qui concerne ces éléments et les modifications de portefeuille inattendues de manière plus générale peuvent provoquer des turbulences. Une nouvelle forte appréciation du dollar pourrait entraîner des tensions financières ailleurs, en particulier dans les pays émergents. Les risques de stagnation et de faible inflation dans les pays avancés restent présents, en dépit de la récente révision à la hausse des prévisions de croissance à court terme pour certains de ces pays.

En 2014, la croissance mondiale s'est établie modestement à 3,4 %, sous l'effet d'une accélération de la croissance dans les pays avancés par rapport à l'année précédente et d'un ralentissement dans les pays émergents et les pays en développement. En dépit de ce fléchissement, les pays émergents et les pays en développement représentaient encore trois quarts de la croissance mondiale en 2014.

Les forces complexes qui ont influé sur l'activité mondiale en 2014 continuent d'orienter les perspectives. Il s'agit de tendances à moyen et à long terme, telles que le vieillissement de la population et la baisse de la croissance potentielle; de chocs à l'échelle mondiale, tels que la baisse des prix du pétrole; et de nombreux facteurs propres à certains pays ou à certaines régions, tels que les séquelles de la crise et les variations des taux de change provoquées par des changements effectifs ou attendus des politiques monétaires. La croissance mondiale devrait atteindre 3,5 % en 2015 et 3,8 % en 2016, ce qui correspond aux projections figurant dans la Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale (PEM) de janvier 2015. En 2015, la croissance devrait être plus élevée qu'en 2014 dans les pays avancés, mais plus faible dans les pays émergents, du fait d'une dégradation des perspectives pour quelques grands pays émergents et pays exportateurs de pétrole.

Les perspectives à moyen terme sont moins favorables pour les pays avancés, et surtout pour les pays émergents, où l'activité ralentit depuis 2010. Par ailleurs, la distribution des aléas qui influent sur la croissance mondiale est maintenant plus équilibrée qu'en octobre 2014, mais elle reste orientée à la baisse. Du côté positif, la demande pourrait profiter davantage de la baisse des prix du pétrole, tandis que, du côté négatif, les risques les plus importants qui ont été recensés dans l'édition d'octobre 2014 des PEM restent d'actualité, y compris ceux liés aux tensions géopolitiques, aux variations perturbatrices des prix des actifs sur les marchés financiers et, dans les pays avancés, à la stagnation et au bas niveau de l'inflation.

Dans ce contexte, il reste prioritaire de manière générale d'accroître la production effective et potentielle. Dans de nombreux pays avancés, il demeure essentiel de mener une politique monétaire accommodante pour soutenir l'activité économique et dopent les anticipations inflationnistes. Il y a d'excellentes raisons aussi d'accroître l'investissement dans les infrastructures dans certains pays, et d'opérer des

réformes structurelles qui s'attaquent aux séquelles de la crise et rehaussent la production potentielle. Dans de nombreux pays émergents, la marge de manœuvre macroéconomique à l'appui de la croissance reste limitée. Mais dans quelques-uns, la baisse des prix du pétrole contribuera à réduire l'inflation et la vulnérabilité extérieure, ce qui réduira la pression exercée sur les banques centrales pour qu'elles relèvent leurs taux d'intérêt directeurs. Pour augmenter la production potentielle, il est essentiel d'opérer des réformes structurelles qui permettent d'accroître la productivité, avec des priorités qui varient d'un pays à l'autre.

## Évolution récente et perspectives

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

Quatre développements importants ont orienté les perspectives de l'économie mondiale depuis la publication des PEM d'octobre 2014.

#### *Croissance mondiale inégale, inflation plus faible en 2014*

Si les statistiques préliminaires indiquent que la croissance mondiale au second semestre de 2014 a été plus ou moins conforme aux projections d'octobre 2014 (graphique 1.1), ces chiffres globaux masquent des écarts prononcés qui révèlent une divergence plus marquée entre les pays principaux : la reprise aux États-Unis a été plus vigoureuse que prévu, mais les résultats ont été inférieurs aux prévisions dans beaucoup d'autres parties du monde.

- Aux États-Unis, la croissance a été plus vigoureuse que prévu, atteignant en moyenne environ 4,0 % en taux annualisé au cours des trois derniers trimestres de 2014. La consommation, principal moteur de la croissance, a profité du rythme soutenu de la création d'emplois et de la croissance des revenus, de la baisse des prix du pétrole et du regain de confiance des consommateurs. Le taux de chômage est tombé à 5,5 % en février, soit plus de 1 point de pourcentage au-dessous de son niveau d'il y a un an.
- Au Japon, après un second semestre morose, la croissance en 2014 a été quasi nulle, du fait de la faiblesse

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

	Sur un an						4 <sup>e</sup> trimestre à 4 <sup>e</sup> trimestre		
	2013	2014	Projections		Différence par rapport à la Mise à jour des PEM de janvier 2015 <sup>1</sup>		2014	Projections	
			2015	2016	2015	2016		2015	2016
<b>Production mondiale<sup>2</sup></b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>
États-Unis	2,2	2,4	3,1	3,1	-0,5	-0,2	2,4	3,1	2,8
Zone euro <sup>3</sup>	-0,5	0,9	1,5	1,6	0,3	0,2	0,9	1,7	1,6
Allemagne	0,2	1,6	1,6	1,7	0,3	0,2	1,5	1,7	1,7
France	0,3	0,4	1,2	1,5	0,3	0,2	0,2	1,6	1,3
Italie	-1,7	-0,4	0,5	1,1	0,1	0,3	-0,5	1,0	1,1
Espagne	-1,2	1,4	2,5	2,0	0,5	0,2	2,0	2,4	1,8
Japon	1,6	-0,1	1,0	1,2	0,4	0,4	-0,7	2,4	0,5
Royaume-Uni	1,7	2,6	2,7	2,3	0,0	-0,1	2,7	2,7	2,2
Canada	2,0	2,5	2,2	2,0	-0,1	-0,1	2,6	1,8	2,0
Autres pays avancés <sup>4</sup>	2,2	2,8	2,8	3,1	-0,2	-0,1	2,6	3,0	3,1
<b>Pays émergents et pays en développement<sup>5</sup></b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>
Communauté des États indépendants	2,2	1,0	-2,6	0,3	-1,2	-0,5	-1,2	-4,9	1,7
Russie	1,3	0,6	-3,8	-1,1	-0,8	-0,1	0,1	-6,4	2,0
Russie non comprise	4,2	1,9	0,4	3,2	-2,0	-1,2	...	...	...
Pays émergents et en développement d'Asie	7,0	6,8	6,6	6,4	0,2	0,2	6,7	6,8	6,4
Chine	7,8	7,4	6,8	6,3	0,0	0,0	7,2	6,8	6,3
Inde <sup>6</sup>	6,9	7,2	7,5	7,5	1,2	1,0	6,8	7,9	7,5
ASEAN-5 <sup>7</sup>	5,2	4,6	5,2	5,3	0,0	0,0	5,0	5,0	5,5
Pays émergents et en développement d'Europe <sup>8</sup>	2,9	2,8	2,9	3,2	0,0	0,1	2,7	4,1	2,1
Amérique latine et Caraïbes	2,9	1,3	0,9	2,0	-0,4	-0,3	1,1	0,5	2,4
Brésil	2,7	0,1	-1,0	1,0	-1,3	-0,5	-0,2	-1,4	2,3
Mexique	1,4	2,1	3,0	3,3	-0,2	-0,2	2,6	3,3	3,2
Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan	2,4	2,6	2,9	3,8	-0,4	-0,1	...	...	...
Arabie saoudite	2,7	3,6	3,0	2,7	0,2	0,0	2,0	2,8	2,7
Afrique subsaharienne	5,2	5,0	4,5	5,1	-0,4	-0,1	...	...	...
Nigéria	5,4	6,3	4,8	5,0	0,0	-0,2	...	...	...
Afrique du Sud	2,2	1,5	2,0	2,1	-0,1	-0,4	1,3	1,6	2,4
<i>Pour mémoire</i>									
Union européenne	0,1	1,4	1,8	1,9	0,2	0,1	1,4	2,0	2,0
Pays en développement à faible revenu	6,1	6,0	5,5	6,0	-0,4	-0,1	...	...	...
Moyen-orient et Afrique du Nord	2,3	2,4	2,7	3,7	-0,5	-0,1	...	...	...
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	2,5	2,6	2,9	3,2	-0,1	0,0	2,4	2,9	3,1
<b>Volume du commerce mondial (biens et services)</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	...	...	...
Importations									
Pays avancés	2,1	3,3	3,3	4,3	-0,4	-0,5	...	...	...
Pays émergents et pays en développement	5,5	3,7	3,5	5,5	0,3	-0,6	...	...	...
Exportations									
Pays avancés	3,1	3,3	3,2	4,1	-0,3	-0,5	...	...	...
Pays émergents et pays en développement	4,6	3,4	5,3	5,7	0,0	-0,5	...	...	...
<b>Cours des matières premières (en dollars)</b>									
Pétrole <sup>9</sup>	-0,9	-7,5	-39,6	12,9	1,5	0,3	-28,7	-16,4	8,0
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de matières premières)	-1,2	-4,0	-14,1	-1,0	-4,8	-0,3	-7,6	-10,0	0,1
<b>Prix à la consommation</b>									
Pays avancés	1,4	1,4	0,4	1,4	-0,6	-0,1	1,0	0,6	1,6
Pays émergents et en développement <sup>5</sup>	5,9	5,1	5,4	4,8	-0,3	-0,6	5,1	5,7	4,5
<b>Taux du LIBOR (pourcentage)</b>									
Dépôts en dollars (6 mois)	0,4	0,3	0,7	1,9	0,0	0,0	...	...	...
Dépôts en euros (3 mois)	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	...	...	...
Dépôts en yen (6 mois)	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	...	...	...

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent aux niveaux observés entre le 6 février et le 6 mars 2015. Les pays sont classés sur la base de la taille de leur économie. Les données trimestrielles agrégées sont corrigées des variations saisonnières. La Lituanie est classée parmi les pays avancés. Dans la *Mise à jour des PEM* de janvier 2015, la Lituanie faisait partie du groupe des pays émergents et des pays en développement.

<sup>1</sup>Sur la base de chiffres arrondis pour les prévisions actuelles et les prévisions de la *Mise à jour des PEM* de janvier 2015.

<sup>2</sup>Les estimations et projections trimestrielles représentent environ 90 % des poids mondiaux en parité de pouvoir d'achat.

<sup>3</sup>Hors Lituanie, qui est devenue membre de la zone euro en janvier 2015. Les données relatives à la Lituanie ne sont pas incluses dans les agrégats de la zone euro parce que Eurostat n'a pas totalement publié les données consolidées pour le groupe.

<sup>4</sup>Hors G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni) et pays de la zone euro, mais y compris la Lituanie.

<sup>5</sup>Les estimations et projections trimestrielles représentent environ 80 % des pays émergents et des pays en développement.

<sup>6</sup>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. Les taux de croissance dans la *Mise à jour des PEM* de janvier 2015 étaient basés sur le PIB aux prix du marché avec l'exercice 2004/05 comme année de référence.

<sup>7</sup>Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Viet Nam.

<sup>8</sup>Les projections pour la Lituanie sont incluses dans la *Mise à jour des PEM* de janvier 2015, mais sont exclues des colonnes qui comparent les prévisions actuelles à celles de la *Mise à jour des PEM* de janvier 2015.

<sup>9</sup>Moyenne simple des cours U.K. Brent, Dubai 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 : 58,14 dollars le baril, et pour 2016 : 65,65 dollars le baril.

de la consommation et de l'effondrement de l'investissement résidentiel.

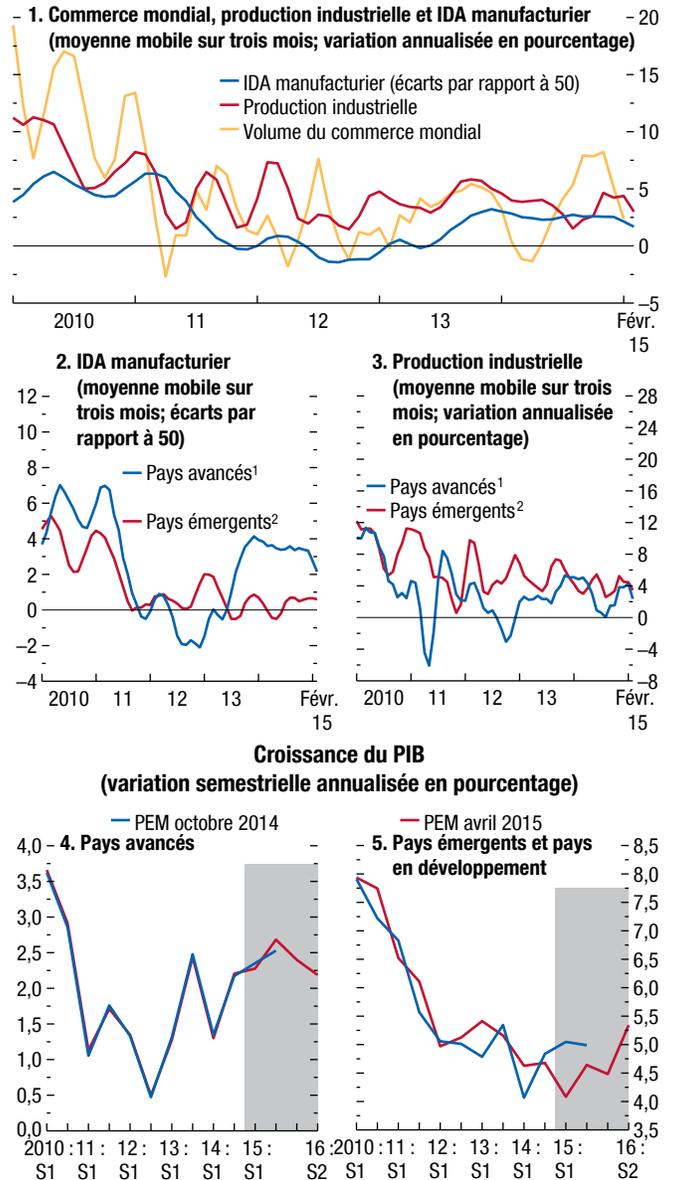
- Dans la zone euro, l'activité a été plus faible que prévu au milieu de 2014, mais a semblé se redresser au quatrième trimestre de 2014 et au début de 2015, la consommation étant soutenue par la baisse des prix du pétrole et l'augmentation des exportations nettes.
- Bien que l'activité ait été plus ou moins conforme aux prévisions, la croissance de l'investissement en Chine a ralenti au second semestre de 2014, sous l'effet d'une correction dans le secteur de l'immobilier, et les indicateurs à haute fréquence font état d'un nouveau ralentissement.
- En Amérique latine, la croissance au second semestre de 2014 a été modeste : l'activité au Brésil a été languissante, la croissance a été plus faible que prévu au Mexique et les autres pays de la région ont marqué le pas.
- En Russie, les résultats ont été un peu meilleurs que prévu au deuxième semestre de 2014, mais la montée des tensions géopolitiques, la baisse de la confiance et les répercussions de la baisse des prix du pétrole font apparaître une dégradation plus marquée des perspectives dans l'ensemble de la Communauté des États indépendants (CEI) au début de l'année.

L'inflation globale a fléchi dans les pays avancés (graphique 1.2), du fait de la baisse des prix du pétrole, du recul des prix d'autres produits de base et d'un affaiblissement de la demande dans plusieurs pays qui connaissent déjà une inflation inférieure à l'objectif fixé, tels que ceux de la zone euro et le Japon. Ce fléchissement de l'inflation, ainsi que les variations des perspectives de croissance et les annonces par la Banque du Japon en octobre et par la Banque centrale européenne (BCE) en janvier de programmes d'achat d'actifs plus volumineux que prévu, ont renforcé les attentes d'une divergence prolongée des orientations des politiques monétaires dans les principaux pays avancés, ce qui accroît les écarts de taux d'intérêt à long terme (graphique 1.3). En ce qui concerne les pays émergents, le recul des prix du pétrole et d'autres produits de base (y compris les produits alimentaires, qui pèsent plus lourd dans l'indice des prix à la consommation des pays émergents et des pays en développement) a généralement fait baisser l'inflation, à l'exception notable des pays dont la monnaie se déprécie considérablement, comme la Russie.

La croissance plus faible que prévu dans les pays émergents, qui survient après quatre années où elle a été inférieure aux prévisions, a entraîné une diminution des attentes sur le plan de leurs perspectives de croissance à moyen terme, comme noté aussi dans les éditions récentes des PEM, ce qui implique une détérioration des

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

Au deuxième semestre de 2014, la croissance mondiale a été plus ou moins conforme aux projections d'octobre 2014, mais cela masque des surprises considérables, qui indiquent une plus grande divergence entre les pays principaux. L'activité aux États-Unis a été plus vigoureuse que prévu, mais les chiffres des autres pays principaux ont été inférieurs aux prévisions.

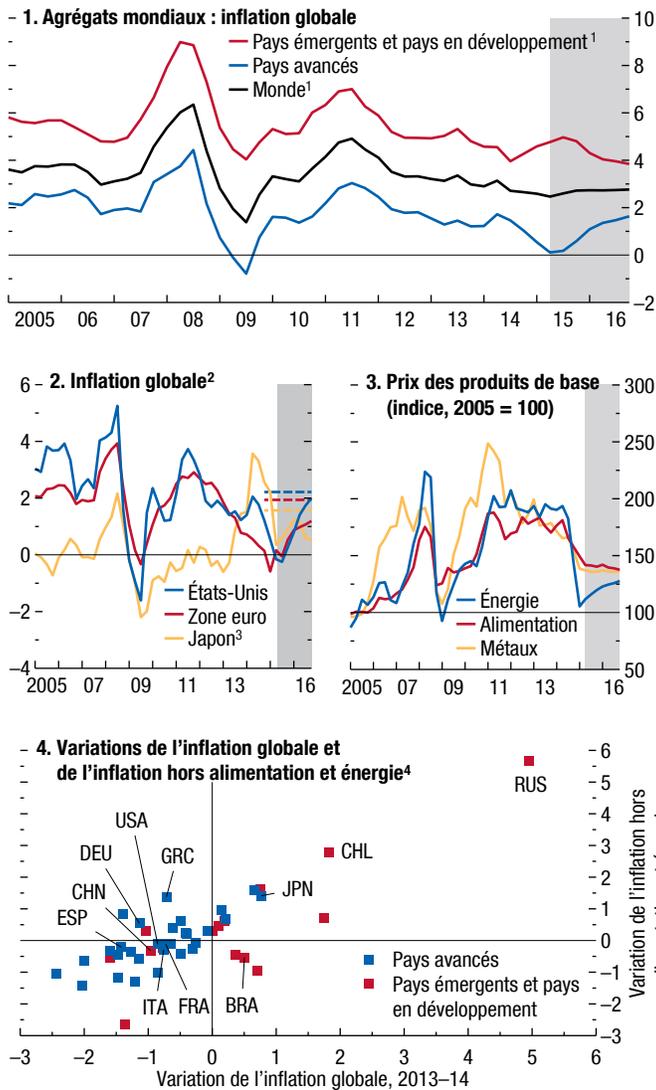


Source : Bureau néerlandais de l'analyse de la politique économique CPB; Haver Analytics; Markit Economics; estimations des services du FMI.  
 Note : IDA = indice des directeurs d'achat; PI = production industrielle.  
<sup>1</sup>Australie, Canada, Corée, Danemark, États-Unis, RAS de Hong Kong (PI 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).

### Graphique 1.2. Inflation mondiale

(Variation en pourcentage sur un an, sauf indication contraire)

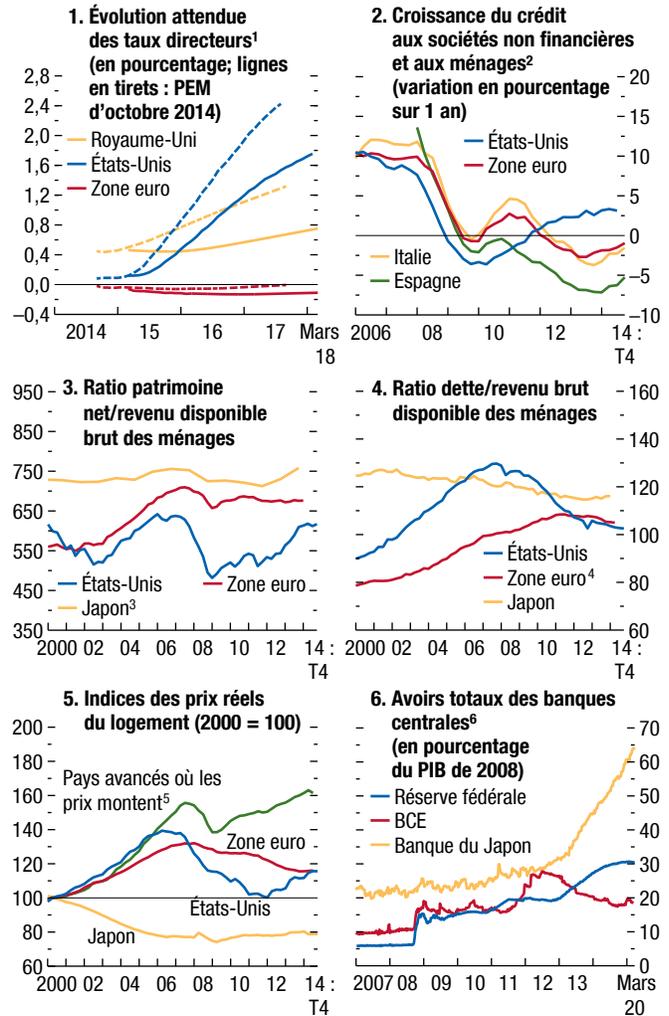
L'inflation globale a fléchi dans les pays avancés, du fait de la baisse des prix du pétrole, du recul des prix des autres produits de base et d'un affaiblissement de la demande dans plusieurs pays qui enregistrent déjà une inflation inférieure à l'objectif fixé, comme ceux de la zone euro et le Japon. Dans les pays émergents, la baisse des prix du pétrole et des autres produits de base a contribué généralement à un recul de l'inflation en 2014, à l'exception notable des pays dont la monnaie s'est dépréciée fortement, comme la Russie.



Sources : Consensus Economics; FMI, système des cours des produits de base; estimations des services du FMI.  
 Note : Les codes pays de l'Organisation internationale de normalisation sont utilisés.  
<sup>1</sup>Hors Venezuela.  
<sup>2</sup>Les lignes en tirets sont les anticipations inflationnistes à 6 à 10 ans.  
<sup>3</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>4</sup>Variations de l'inflation = taux d'inflation sur 1 an en décembre 2014 moins le taux d'inflation sur 1 an en décembre 2013.

### Graphique 1.3. Conditions monétaires dans les pays avancés

Le recul de l'inflation globale, conjugué aux variations des perspectives de croissance et aux annonces d'un élargissement des programmes d'achat d'actifs par la Banque du Japon en octobre et par la Banque centrale européenne en janvier, a renforcé les anticipations d'une divergence prolongée des orientations de la politique monétaire dans les principaux pays avancés, ce qui a accru les écarts de taux d'intérêt à long terme.



Sources : Banque centrale européenne (BCE); Banque d'Espagne; Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; Organisation de coopération et de développement économiques; estimations des services du FMI.  
<sup>1</sup>Les anticipations reposent sur les taux des fonds fédéraux pour les États-Unis, le taux interbancaire moyen au jour le jour de la livre sterling pour le Royaume-Uni et le taux interbancaire à terme de l'euro pour la zone euro; mise à jour le 27 mars 2015.  
<sup>2</sup>Des données sur les flux de fonds sont utilisées pour l'Espagne, les États-Unis et la zone euro. 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>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, Estonie, France, RAS de Hong Kong, Israël, Nouvelle-Zélande, Norvège, Portugal, Royaume-Uni et Suède.  
<sup>6</sup>Les données vont jusqu'au 20 mars 2015, sauf dans le cas de la BCE (6 mars 2015). Les calculs de la BCE reposent sur l'état financier hebdomadaire de l'Eurosystème.

perspectives à l'échelle mondiale. Rétrospectivement, les bons résultats économiques des pays émergents dans la période juste après la crise s'expliquent en partie par la croissance élevée en Chine, en particulier de l'investissement, qui a contribué largement à la vigueur des prix des produits de base, ainsi que par un assouplissement des conditions financières mondiales. Le ralentissement progressif en Chine et la baisse en partie connexe des prix des produits de base (qui s'expliquait aussi par une forte réaction de l'offre) a affaibli la croissance dans une certaine mesure dans les pays exportateurs de produits de base et dans d'autres pays qui entretiennent des liens commerciaux étroits avec la Chine, et le relâchement des conditions financières pour les pays émergents après la crise a probablement contribué à accroître la production, mais sans porter la croissance à un taux durablement plus élevé. Par ailleurs, la montée des tensions géopolitiques a contribué au ralentissement de la croissance, en particulier dans les pays de la CEI et dans certains pays du Moyen-Orient.

Ces développements dans les pays émergents viennent s'ajouter aux craintes concernant le ralentissement de la production potentielle dans les pays avancés, qui s'explique par des facteurs à long terme tels que le vieillissement de la population et une faiblesse prolongée de l'investissement après la crise. Ces questions sont examinées plus en détail au chapitre 3 (production potentielle) et au chapitre 4 (investissement).

**Baisse des prix du pétrole**

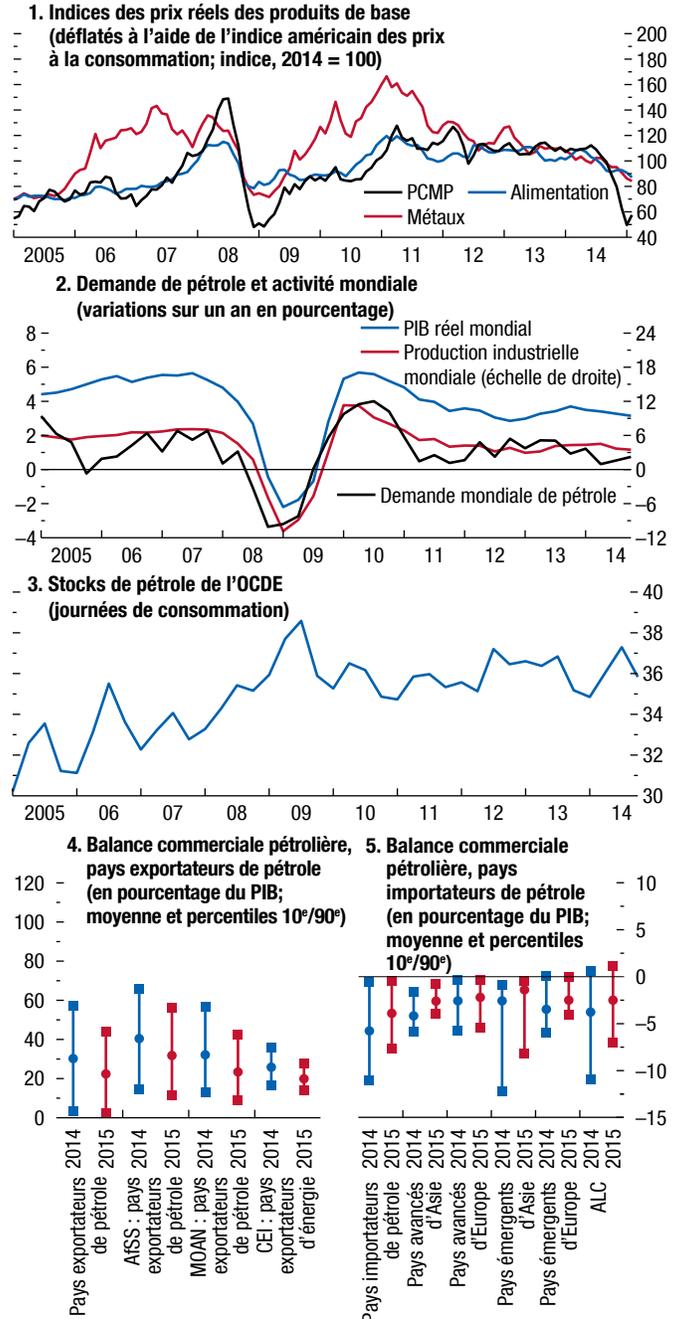
Les prix du pétrole ont diminué d'environ 45 % depuis septembre (graphique 1.4). Divers facteurs ont joué un rôle : une activité mondiale plus faible que prévu, un affaiblissement de la demande de pétrole, étant donné l'activité, et une augmentation de l'offre.

La faiblesse inattendue de la demande dans certains des pays principaux, en particulier des pays émergents, a manifestement joué un rôle dans la baisse des prix du pétrole. Cette faiblesse s'est peut-être matérialisée en partie au début de 2014 (et apparaît peut-être donc déjà dans les PEM d'octobre 2014) : son impact sur les prix du pétrole a été atténué initialement par une augmentation de la demande de précaution, du fait de la montée des tensions géopolitiques. Les reculs des prix d'autres produits de base (tels que les métaux industriels) semblent indiquer aussi un fléchissement de la demande.

Mais plusieurs éléments indiquent que d'autres facteurs ont joué un rôle important aussi (encadré 1.1). Par exemple, les prix du pétrole ont diminué bien plus vivement que les prix d'autres produits de base ces derniers mois, ce qui porte à croire que des facteurs propres au

**Graphique 1.4. Marchés des produits de base et du pétrole**

Les prix du pétrole ont baissé d'environ 45 % depuis septembre en raison de plusieurs facteurs. La faiblesse inattendue de la demande dans certains des pays principaux, en particulier les pays émergents, a manifestement joué un rôle. Cependant, une baisse plus forte des prix du pétrole par rapport aux autres produits de base semble indiquer que des facteurs propres au marché pétrolier, par opposition à la demande globale mondiale, entrent en ligne de compte aussi. Il s'agit d'une offre de pétrole plus élevée que prévu, ainsi que d'une faiblesse de la demande due à un meilleur rendement énergétique.



Sources : 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.

marché pétrolier (et non la demande mondiale) ont joué un rôle important. Il s'agit notamment d'une offre plus élevée que prévu, ainsi que d'une certaine faiblesse de la demande de pétrole due à une amélioration du rendement énergétique plutôt qu'à la faiblesse de la demande globale mondiale.

Parmi les facteurs influant sur l'offre figurent la hausse continue de la production dans les pays qui n'appartiennent pas à l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), en particulier les États-Unis, le redressement plus rapide que prévu de la production dans certains pays de l'OPEP en difficulté (par exemple, l'Iraq), et en particulier la décision prise par l'OPEP en novembre 2014 de maintenir les niveaux de production en dépit de la forte baisse des prix.

En ce qui concerne la demande de pétrole, il ressort des rapports de l'Agence internationale de l'énergie que, même compte tenu de l'évolution de la demande globale, la demande de pétrole a été inférieure aux prévisions.

L'impact mondial de la baisse des prix du pétrole dépend dans une large mesure de la durée attendue de cette baisse. Les prix à terme indiquent que les prix du pétrole se redresseront partiellement dans les années à venir, ce qui correspond à l'impact négatif attendu du recul des prix du pétrole sur l'investissement et la croissance des capacités dans le secteur pétrolier (voir le dossier spécial), mais les prix devraient rester bien en deçà des prix de référence des PEM d'octobre 2014 à moyen terme (par exemple, les prix attendus pour 2019 sont tombés de 93 à 73 dollars le baril). Par ailleurs, l'incertitude entourant l'évolution des prix du pétrole a augmenté, comme examiné plus en détail dans la section «Aléas» plus loin dans le présent chapitre.

Pour illustrer les implications de la baisse des prix du pétrole pour les perspectives de l'économie mondiale, nous présentons l'encadré scénario 1, qui s'inspire d'Arezki et Blanchard, 2014. Le modèle qui sous-tend le scénario suppose que l'évolution des prix du pétrole correspond aux prix à terme et, pour des raisons de simplicité, que la baisse des prix s'explique entièrement par l'augmentation de l'offre. À cet égard, les résultats du modèle constituent une limite supérieure pour l'impulsion fournie par la baisse des prix du pétrole à l'économie mondiale.

Les simulations du modèle prennent en compte les différences internationales sur le plan de l'intensité énergétique et de la production de pétrole, ainsi que de l'ampleur de la baisse du prix du pétrole en monnaie locale, étant donné les fortes fluctuations des monnaies examinées plus loin dans le présent chapitre, ainsi que les différences dans la répercussion de la baisse des prix du pétrole sur les consommateurs privés et les producteurs

en raison de changements de la politique gouvernementale (par exemple, des modifications des subventions). Plus précisément, de nombreux pays, en particulier des pays émergents et des pays en développement, ainsi que des pays producteurs de pétrole, contrôlent les prix des produits pétroliers à l'aide de divers instruments (subventions, droits de douane et formules de calcul des prix). En raison de ces mécanismes, les prix internationaux sont généralement répercutés de manière incomplète sur les prix intérieurs. Les simulations du modèle utilisent un indicateur qui varie entre 0 et 1 pour chacun des pays inclus, 1 indiquant des prix totalement administrés et 0 des prix de marché. Les simulations évaluent le degré de répercussion dans un pays donné sur la base du mécanisme de calcul des prix des produits pétroliers qui était en place dans ce pays avant la chute des prix du pétrole<sup>1</sup>.

Globalement, le modèle implique que le choc pétrolier accroîtrait considérablement l'activité économique : la production mondiale augmenterait d'environ 1 point de pourcentage d'ici 2016 en cas de répercussion totale des prix internationaux sur les prix intérieurs, sous l'effet en particulier d'une hausse de la demande dans les grands pays importateurs de pétrole. Si la baisse des prix du pétrole n'était pas répercutée pleinement sur les consommateurs et les producteurs (comme supposé dans le scénario de référence des PEM), l'effet expansionniste dans certains grands pays émergents serait atténué, mais la production mondiale augmenterait quand même de plus de ½ point de pourcentage sur le même horizon.

Deux facteurs pourraient conduire à un effet positif sur l'activité mondiale qui serait moindre que celui indiqué par les simulations du modèle. Premièrement, les baisses de la demande mondiale ont influé dans une certaine mesure sur les prix du pétrole. Deuxièmement, les problèmes macroéconomiques dans les grands pays exportateurs de pétrole pourraient aller au-delà du simple impact de la détérioration des termes de l'échange qui est pris en compte dans le modèle, étant donné l'interaction avec d'autres chocs ou la situation de départ.

### *Fortes variations des taux de change*

Les variations des taux de change ont été considérables ces derniers mois, ce qui traduit — certes avec retard — des variations des attentes concernant la croissance et la politique monétaire dans les pays principaux, ainsi que de la forte baisse des prix du pétrole (voir la section

<sup>1</sup>Les informations concernant le mécanisme de calcul des prix reposent sur une mise à jour de Kojima (2013) pour les pays émergents et les pays en développement, et supposent que les pays avancés répercutent totalement les prix internationaux sur leurs prix intérieurs.

**Encadré scénario 1. Impact mondial de la baisse des prix du pétrole**

Deux simulations du modèle du G-20 du FMI sont utilisées dans ce scénario pour explorer l'impact potentiel de la baisse du prix attendu du pétrole depuis août 2014 sur l'activité mondiale (graphique scénario 1). Par rapport à la trajectoire prévue pour les prix mondiaux du pétrole lorsque l'édition d'octobre 2014 des PEM a été publiée, les prix attendus du pétrole sont maintenant environ 40 % plus bas pour 2015 : ce déclin devrait ensuite se modérer progressivement pour atteindre environ 20 % d'ici 2020. Pour des raisons de simplicité, les simulations supposent qu'une hausse de l'offre de pétrole est le seul facteur d'explication de la baisse des prix. En conséquence, les simulations ne tiennent pas compte des implications de la baisse de la demande de pétrole qui explique une partie de la baisse effective des prix. En outre, le prix du pétrole dans la monnaie nationale de chaque pays a été ajusté de manière à tenir compte de la variation du taux de change bilatéral vis-à-vis du dollar américain depuis août 2014; cependant, les simulations n'incluent pas les implications des variations des taux de change pour toute autre partie de l'économie.

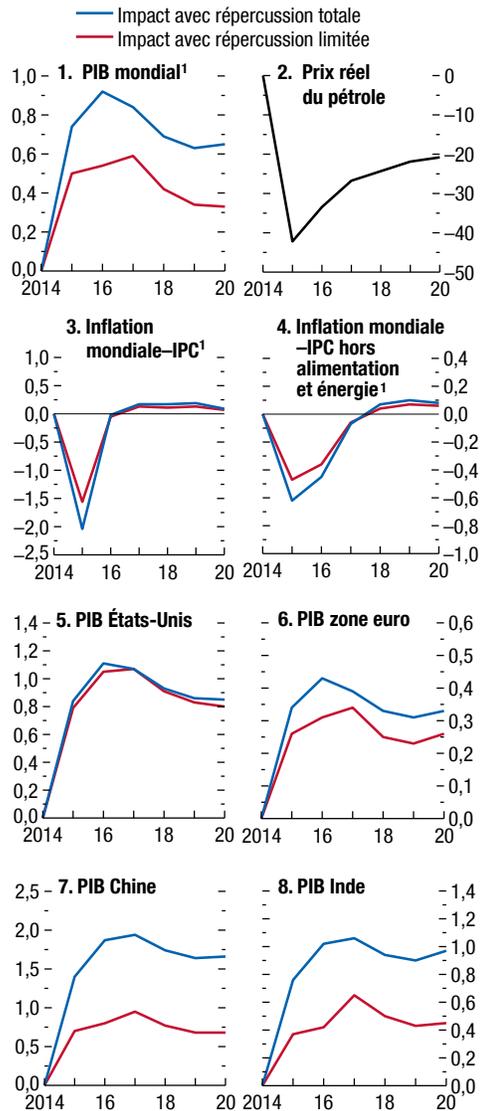
La première simulation (lignes bleues du graphique) suppose que la baisse des prix du pétrole est répercutée pleinement sur les ménages et les entreprises dans tous les pays. La deuxième simulation (lignes rouges) tient compte du fait que, dans certains pays inclus dans les simulations (tels que le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie), les prix intérieurs du pétrole sont administrés dans une certaine mesure.

Dans ces pays, la différence entre le prix intérieur administré et le prix mondial revient à l'administration fiscale. Comme les prix mondiaux du pétrole diminuent et que seule une partie de cette baisse est répercutée sur les prix intérieurs finaux, les recettes budgétaires ou quasi budgétaires augmentent dans les pays importateurs de pétrole qui administrent les prix et diminuent dans les pays exportateurs de pétrole qui administrent les prix.

Il est supposé que, pendant les deux premières années, l'administration fiscale dans les pays importateurs de pétrole met de côté les recettes supplémentaires, mais que, après deux ans, ces recettes sont utilisées pour accroître les transferts aux ménages. Dans les pays exportateurs de pétrole qui administrent les prix, la perte de recettes est compensée en partie par une diminution des subventions.

Les résultats des simulations peuvent être résumés comme suit : si cette baisse des prix mondiaux du pétrole était pleinement répercutée sur les prix finaux, les estimations du modèle indiquent que le PIB mondial, en dehors des pays où l'offre de pétrole est en hausse,

**Graphique scénario 1. Impact potentiel de la baisse des prix du pétrole depuis août 2014**  
(Variation en pourcentage)



Source : FMI, simulations du modèle du G-20.  
 Note : IPC = indice des prix à la consommation.  
<sup>1</sup>Hors autres pays exportateurs de pétrole : Algérie, Angola, Azerbaïdjan, Bahreïn, Brunei Darussalam, Émirats arabes unis, Équateur, Gabon, Guinée équatoriale, Iraq, Kazakhstan, Koweït, Libye, Nigéria, Oman, Ouzbékistan, Qatar, République du Congo Tchad, République islamique d'Iran, Trinité-et-Tobago, Turkménistan, Venezuela et Yémen.

### Encadré scénario 1 (*fin*)

progresserait d'environ 1 % d'ici 2016. Si, par contre, cette baisse n'était pas pleinement répercutée et que le surcroît de recettes budgétaires était mis de côté, la hausse du PIB mondial serait réduite de près de moitié. Cela reflète une augmentation bien plus modeste de l'activité réelle dans les pays où les prix sont administrés. L'impact d'une répercussion moindre sur la production

ailleurs dans les pays avancés où les prix du pétrole sont déterminés par le marché (par exemple, la zone euro et les États-Unis) serait limité aux répercussions d'un affaiblissement de l'activité dans les pays où les prix sont administrés. Une répercussion plus limitée modérerait aussi l'impact de la baisse des prix du pétrole sur l'inflation mondiale.

«Évolution du secteur extérieur» plus loin dans le présent chapitre pour un examen plus détaillé). Parmi les monnaies principales, en février 2015, le dollar américain s'était apprécié d'environ 10 % en valeur effective réelle par rapport aux chiffres utilisés dans les PEM d'octobre 2014, avec une appréciation réelle particulièrement marquée (14 %) par rapport aux monnaies des principaux pays avancés<sup>2</sup>. L'affermissement de la monnaie américaine implique que la plupart des pays ont enregistré une baisse un peu plus faible des prix du pétrole par rapport au chiffre global en dollar américain. Le renminbi, qui est resté plus ou moins stable par rapport au dollar, s'était apprécié d'environ 11 % en valeur effective réelle en février. Parmi les autres monnaies principales, l'euro et le yen s'étaient dépréciés d'environ 7 %. Depuis l'abandon du plancher du taux de change par rapport à l'euro le 15 janvier, le franc suisse s'est apprécié considérablement.

Les monnaies des principaux pays exportateurs de pétrole dont le taux de change est flottant s'étaient dépréciées en février 2015. La dépréciation était particulièrement vive pour le rouble russe (30 % en valeur effective réelle). Parmi les monnaies des pays avancés, le dollar canadien et la couronne norvégienne s'étaient dépréciés de 8 % et de 7 %, respectivement. Parmi les autres grands pays émergents, l'Inde, qui est un gros importateur de pétrole, a vu sa monnaie s'apprécier de près de 10 % en valeur effective réelle, tandis que le réal brésilien s'était déprécié de 9 %, du fait de la dégradation des perspectives du pays. De manière plus générale, les variations des taux de change effectifs réels ces derniers mois s'expliquent globalement par les variations des prévisions de croissance, ainsi que par les différentes expositions à la baisse des prix du pétrole, comme examiné plus en détail dans la section sur l'évolution du secteur extérieur.

En principe, les variations des taux de change redistribuent la demande entre les pays et donc influent

<sup>2</sup> Les chiffres relatifs au taux de change effectif réel sont fondés sur les prix à la consommation relatifs.

principalement sur les perspectives économiques relatives, et non sur la croissance mondiale. Toutefois, ces variations pourraient contribuer à soutenir la reprise mondiale pour deux raisons :

- Dans la mesure où ces variations des taux de change redistribuent la demande vers les pays qui souhaiteraient assouplir leur politique monétaire, mais qui sont bridés par la borne limitant à zéro les taux d'intérêt directs, et ce, au détriment des pays qui peuvent relâcher leur politique monétaire, elles peuvent stimuler la demande mondiale. Cette impulsion se produirait parce que les pays qui sont limités par la borne du zéro ne relèveraient pas leurs taux face à une dépréciation, tandis que les pays qui sont en mesure de le faire assoupliraient leur politique monétaire par rapport au scénario de référence face à une appréciation. Une augmentation des prix intérieurs constituerait un effet bénéfique supplémentaire pour les pays dont la monnaie se déprécie et où l'inflation se situe en deçà de l'objectif fixé.
- Une redistribution de la demande au profit des pays qui font face à une situation macroéconomique plus difficile peut être bénéfique parce qu'elle peut réduire les risques de problèmes plus graves dans ces pays et leurs retombées éventuelles.

D'autre part, de fortes variations des taux de change peuvent aussi provoquer des perturbations : par exemple, elles peuvent entraîner des augmentations rapides de la valeur de la dette en monnaies étrangères pour les pays dont la monnaie se dépréciait. Cette crainte est particulièrement importante pour les pays qui ont enregistré une forte hausse des engagements des entreprises en monnaies étrangères ces dernières années, comme noté dans l'édition d'avril 2015 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*, GFSR). Ces questions sont examinées plus en détail dans la section «Aléas» du présent chapitre.

L'encadré scénario 2 explore les implications de ces variations des taux de change pour les perspectives de

**Encadré scénario 2. Implications mondiales des variations des taux de change**

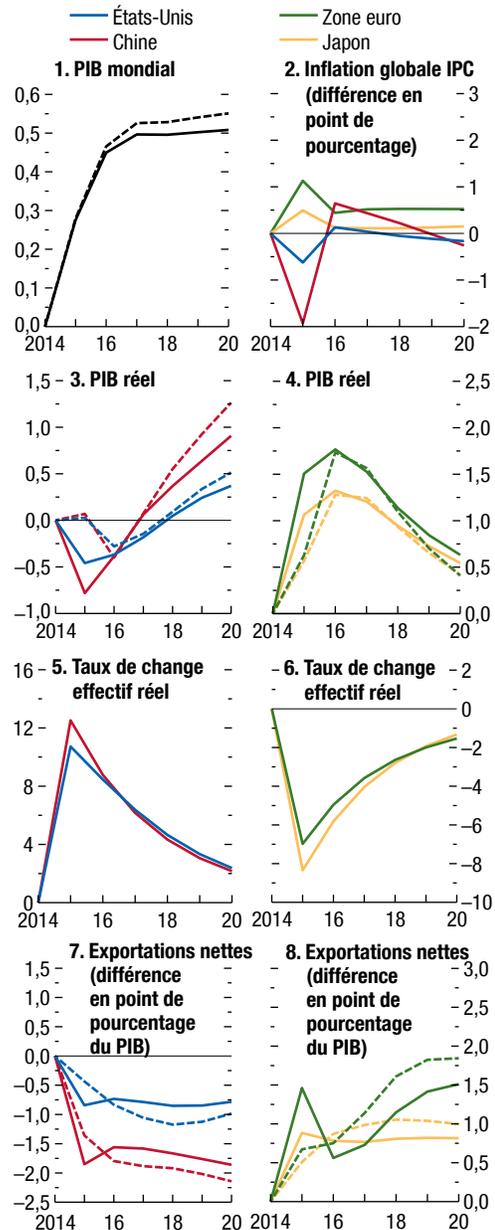
Deux simulations du modèle du G-20 du FMI sont utilisées dans ce scénario pour examiner l'impact macro-économique potentiel des variations des taux de change réels depuis août 2014 (graphique scénario 2). Les deux simulations reproduisent toutes les variations bilatérales des taux de change des pays du G-20 par rapport au dollar américain entre août 2014 et février 2015 à l'aide de chocs qui représentent les variations des préférences des investisseurs pour les actifs libellés en dollar américain. Il est supposé que les fluctuations des taux de change sont persistantes, et ne se dissipent que progressivement au cours des cinq années suivantes. Une simulation utilise la version de base du modèle (ligne continue sur le graphique scénario 2), et l'autre une version du modèle dans laquelle les échanges commerciaux réagissent plus progressivement aux variations des taux de change (ligne en pointillés) pour tenir compte de la possibilité que les décalages dans la transmission des taux de change au commerce se sont allongés avec la fragmentation des chaînes de production.

Dans les simulations, l'impact sur le PIB est négatif pour les pays dont la monnaie s'apprécie (par exemple, la Chine et les États-Unis) et positif pour les pays ou régions dont la monnaie se déprécie (par exemple, la zone euro et le Japon). L'ampleur de l'impact dépend de l'importance de la fluctuation du taux de change, du degré d'ouverture de l'économie et de la réaction des volumes du commerce aux variations des prix internationaux relatifs. Dans la mesure où il existe une marge de manœuvre pour une politique monétaire conventionnelle, les pays dont la monnaie s'apprécie réagissent en assouplissant leur politique monétaire pour soutenir la production. À l'exception de la zone euro et du Japon, les pays qui enregistrent une expansion en raison de la dépréciation de leur monnaie réagissent en durcissant leur politique monétaire. Les positions conjoncturelles de base dans la zone euro et au Japon permettent d'accompagner les expansions causées par les dépréciations, et la politique monétaire n'est donc pas durcie.

Les taux de politique monétaire étant inchangés et l'inflation étant en hausse dans la zone euro et au Japon, la baisse des taux d'intérêt réels soutient la demande intérieure et amplifie l'expansion. Comme la zone euro et le Japon peuvent accompagner leur expansion, tandis que les États-Unis et la Chine peuvent relâcher leur politique monétaire, ces variations des taux de change conduisent à une légère expansion du PIB mondial.

Dans la simulation où le volume du commerce réagit à la variation des prix internationaux relatifs plus progressivement que dans le scénario de base (lignes en pointillés), les baisses initiales de la production dans les pays dont la monnaie s'apprécie sont plus légères, tandis que les expansions dans les pays dont la monnaie

**Graphique scénario 2. Impact des variations des taux de change depuis août 2014**  
(Différence en pourcentage, sauf indication contraire)

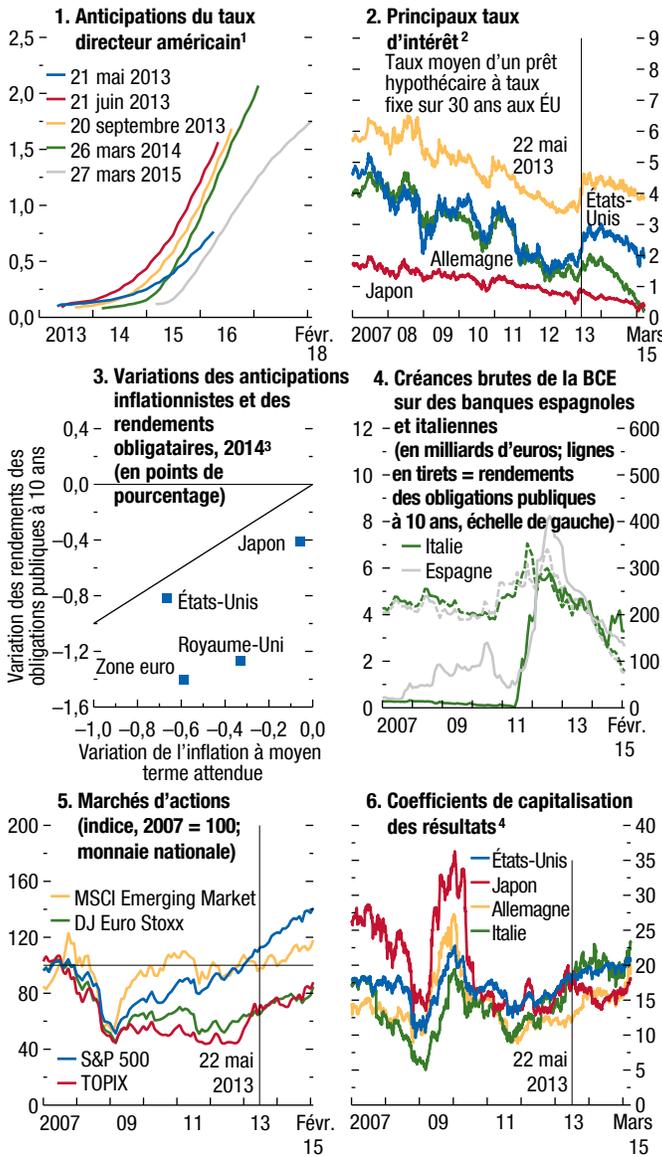


Source : FMI, simulations du modèle du G-20.  
Note : Les lignes continues indiquent la réaction du commerce dans le scénario de base; les lignes en tirets indiquent une réaction progressive du commerce. IPC = indice des prix à la consommation.

se déprécie sont plus modestes. La réaction plus progressive du volume du commerce a un impact minimal sur le PIB mondial par rapport à la première simulation.

**Graphique 1.5. Marchés financiers dans les pays avancés**  
(En pourcentage, sauf indication contraire)

Les rendements des obligations publiques à long terme ont continué de fléchir dans les principaux pays avancés, du fait de la baisse des anticipations inflationnistes, du recul des prix du pétrole, de la faiblesse de la demande intérieure dans certains cas et du repli des taux neutres à court terme attendus. Les conditions monétaires très accommodantes ont joué un rôle aussi en réduisant les primes d'échéance.



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 = Tokyo Stocks Price Index.  
<sup>1</sup>Les anticipations reposent sur les 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 20 mars 2015.  
<sup>3</sup>Les variations sont calculées du début de 2014 jusqu'au début de 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 tiré des swaps indexés sur l'inflation à 5 ans.  
<sup>4</sup>Les données vont jusqu'au 26 mars 2015.

l'économie mondiale. Pour isoler l'impact de ces variations, et suivant l'idée selon laquelle au moins une partie de l'ajustement d'un taux de change reflète une réaction différée à des différences dans les perspectives économiques et à l'orientation attendue de la politique monétaire, le scénario suppose que la variation des taux de change est provoquée par un « choc sur les préférences de portefeuille » — en d'autres termes, une volonté accrue des investisseurs internationaux de détenir des instruments financiers émis par les pays dont la monnaie s'apprécie et vice versa<sup>3</sup>. Dans ce scénario, le PIB mondial s'accroît d'environ ½ point de pourcentage, pour les raisons examinées plus haut, avec une impulsion dans les pays et régions dont la monnaie se déprécie (tels que la zone euro et le Japon) et un fléchissement de la croissance dans les pays dont la monnaie s'apprécie (tels que la Chine et les États-Unis). L'impact maximum sur l'activité est quelque peu atténué dans le cas d'une réaction différée des flux commerciaux aux fluctuations des taux de change.

**Taux d'intérêt à long terme plus bas, conditions financières plus favorables**

Les rendements des obligations publiques à long terme ont continué de baisser dans les principaux pays avancés (graphique 1.5). Ce repli s'explique en partie par une diminution des anticipations inflationnistes, qui résulte de la faiblesse persistante de l'inflation, de la forte baisse des prix du pétrole et (dans la zone euro et surtout au Japon) de la faiblesse de la demande intérieure. Toutefois, le recul des taux d'intérêt nominaux à long terme semble tenir principalement à une baisse des taux d'intérêt réels, y compris une compression des primes d'échéance et des réductions du taux neutre à court terme qui est attendu (voir le GFSR d'avril 2015). Des conditions monétaires très accommodantes ont manifestement joué un rôle dans la réduction des primes d'échéance : en octobre 2014, la Banque du Japon a élargi son assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif, et en janvier 2015, la BCE a annoncé un programme d'achat d'actifs (y compris des obligations publiques) de plus large portée que prévu. Aux États-Unis, bien que la Réserve fédérale ait réduit ses achats d'actifs à la fin de 2014 et que la reprise économique ait été plus vigoureuse que prévu, la demande accrue d'actifs américains, qui transparaît dans une forte appréciation du dollar, ainsi

<sup>3</sup> Les simulations peuvent être complétées par des variations des perspectives relatives de la demande globale. Comme ces variations entraînent généralement des fluctuations relativement modestes des taux de change, on peut estimer l'impact sur l'activité en ajoutant approximativement ces variations de la demande à l'impact des changements des préférences de portefeuille sur l'activité.

que les tensions inflationnistes modérées ont poussé à la baisse les rendements des bons du Trésor à long terme (le rendement à 10 ans a diminué de 80 points de base entre octobre et janvier).

Étant donné la baisse des rendements obligataires et l'assouplissement des conditions financières dans les pays avancés, les conditions monétaires se sont relâchées aussi dans plusieurs pays émergents importateurs de pétrole, qui ont réduit leurs taux directeurs tandis que la baisse des prix du pétrole et le ralentissement de la pression de la demande ont fait tomber l'inflation (graphique 1.6). Par contre, les taux directeurs ont été relevés nettement en Russie, qui fait face à des pressions sur le rouble, et la politique monétaire a été durcie au Brésil aussi. De manière plus générale, les primes de risque ont augmenté et les monnaies de plusieurs pays exportateurs de produits de base se sont dépréciées, et les primes de risque sur les obligations à rendement élevé et autre produits exposés aux prix de l'énergie ont augmenté également.

Globalement, la baisse des taux d'intérêt à long terme, l'assouplissement des conditions monétaires et la baisse des primes dans les pays avancés sont propices à la reprise économique et ont des effets bénéfiques sur la dynamique de la dette. Toutefois, ils suscitent aussi des craintes, comme indiqué dans la section «Aléas». Le bas niveau des anticipations inflationnistes, surtout dans la zone euro et au Japon, met en évidence le risque d'un désancreage de ces anticipations. Les craintes pour la stabilité financière liées à une période prolongée de taux d'intérêt faibles restent d'actualité, surtout dans les pays avancés où les capacités inemployées sont modestes. Les compagnies d'assurances et les caisses de retraite font face à des difficultés à cet égard. En outre, la diminution des primes d'échéance implique un risque de forte hausse des taux à long terme, qui aurait des retombées importantes pour les pays émergents.

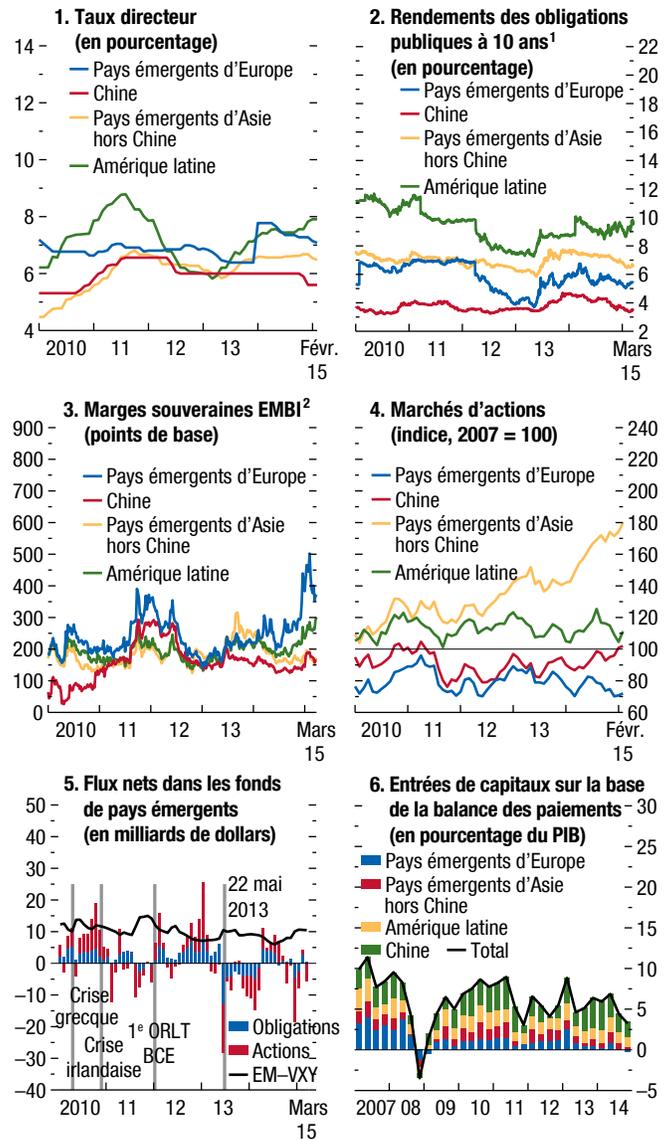
**Prévisions**

*Hypothèses relatives à l'action des pouvoirs publics*

L'assainissement des finances publiques devrait se modérer dans les pays avancés sur l'horizon des prévisions (graphique 1.7). Dans les pays émergents, l'orientation de la politique budgétaire devrait rester plus ou moins inchangée, quoique avec des différences marquées entre les pays et les régions, comme indiqué dans le Moniteur des finances publiques d'avril 2015 (*Fiscal Monitor*). Sur le front monétaire, les taux directeurs américains devraient augmenter à compter du deuxième semestre de l'année (voir graphique 1.3). Au Royaume-Uni, la politique monétaire ne devrait pas commencer à se normaliser avant le

**Graphique 1.6. Marchés financiers et flux de capitaux dans les pays émergents**

Comme dans les pays avancés, les conditions financières se sont assouplies aussi dans plusieurs pays émergents importateurs de pétrole, qui ont abaissé leurs taux directeurs tandis que la baisse des prix du pétrole et l'atténuation de la pression de la demande ont fait reculer l'inflation. Le Brésil et la Russie sont des exceptions notables où les taux directeurs ont au contraire été relevés. De manière plus générale, les primes de risque ont augmenté et les monnaies se sont dépréciées dans plusieurs pays exportateurs de produits de base, et les primes de risque sur les obligations à rendement élevé et autre produits exposés aux prix de l'énergie sont montées aussi.



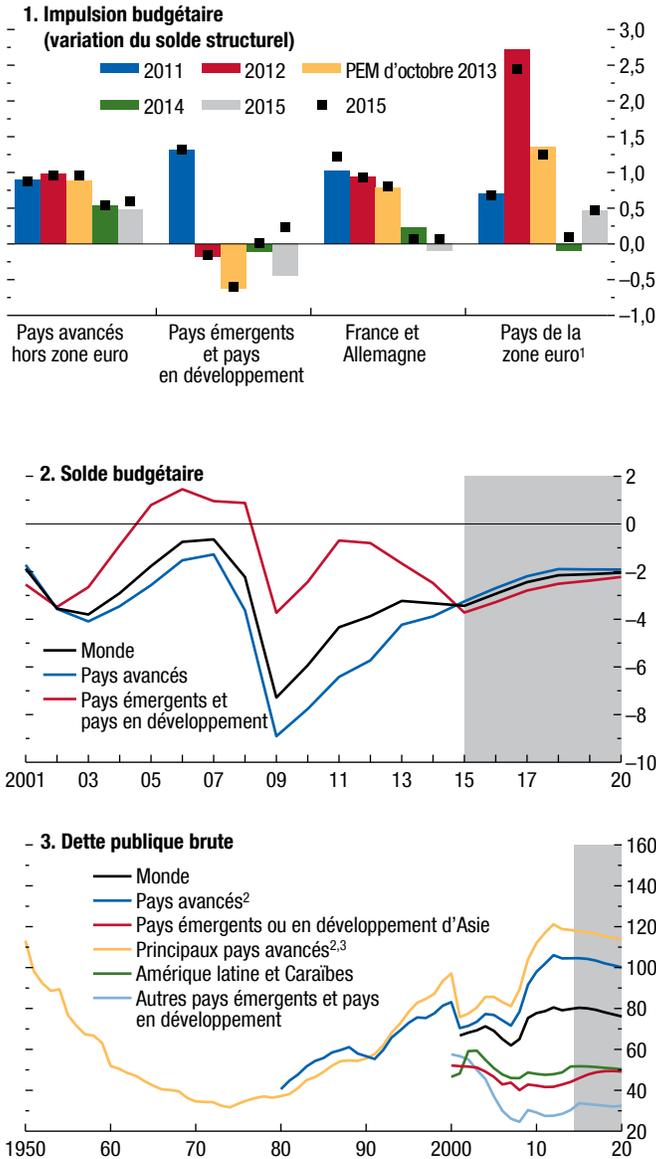
Sources : Bloomberg, L.P.; EPFR Global; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.

Note : BCE : Banque centrale européenne; EMBI = JP Morgan Emerging Markets Bond Index; EM-VXY = JP Morgan Emerging Market Volatility Index; ORLT : opérations de refinancement à long terme; 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 18 mars 2015.  
<sup>2</sup>Les données vont jusqu'au 20 mars 2015.

**Graphique 1.7. Politique budgétaire**  
(En pourcentage du PIB, sauf indication contraire)

L'assainissement des finances publiques devrait se modérer dans les pays avancés sur l'horizon des prévisions. Dans les pays émergents, l'orientation de la politique budgétaire devrait rester plus ou moins inchangée, quoique avec des différences marquées d'un pays et d'une région 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 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.

milieu de 2016. Dans la zone euro, où les achats mensuels d'obligations publiques ont débuté le 9 mars 2015, ainsi qu'au Japon, une politique monétaire très accommodante devrait rester en place. Les taux directeurs devraient généralement rester inchangés dans un certain nombre de pays émergents jusqu'à ce que les taux commencent à augmenter aux États-Unis (graphiques 1.5 et 1.8).

### Autres hypothèses

Les conditions financières mondiales devraient rester accommodantes, avec un durcissement graduel qui se traduit, entre autres, par la hausse des rendements des bons du Trésor américain à 10 ans, tandis que s'approche la date prévue pour l'élimination de la borne du zéro aux États-Unis. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la politique monétaire devrait se normaliser en douceur, sans hausses considérables et prolongées de la volatilité sur les marchés financiers, ni fortes variations des taux d'intérêt à long terme. Les prix du pétrole devraient augmenter progressivement sur l'horizon des prévisions, d'une moyenne de 51 dollars le baril en 2015 à environ 64 dollars le baril en 2017. Par contre, les prix des produits de base hors pétrole devraient se stabiliser à des niveaux plus bas après les reculs récents des prix des produits alimentaires et des métaux. Les tensions géopolitiques devraient rester élevées : la situation en Russie et en Ukraine resterait difficile, et les troubles se poursuivront dans certains pays du Moyen-Orient. De manière générale, ces tensions devraient s'atténuer, ce qui permettrait aux pays les plus durement touchés de connaître une reprise progressive en 2016–17.

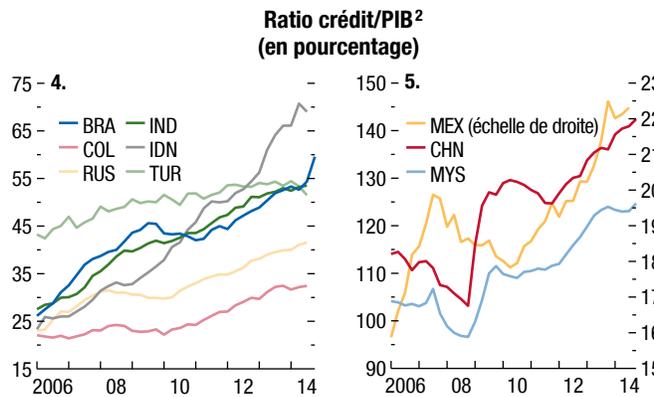
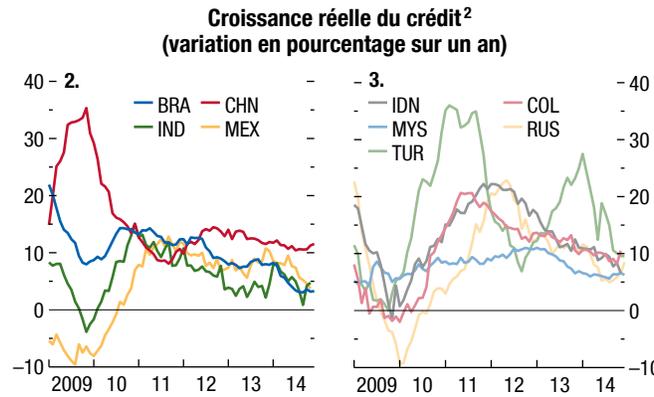
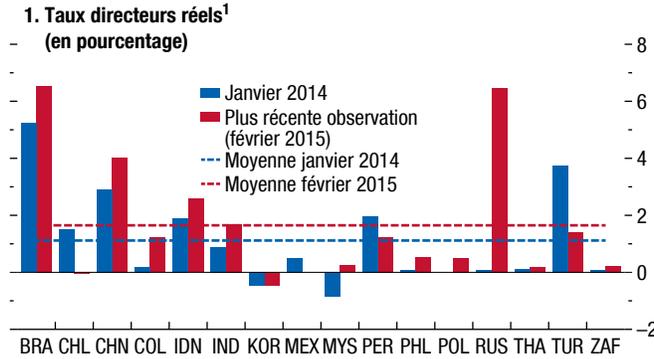
### Perspectives de l'économie mondiale pour 2015–16

Il est prévu que la croissance mondiale augmentera légèrement pour passer de 3,4 % en 2014 à 3,5 % en 2015, puis continuera de s'accélérer en 2016 pour s'établir à 3,8 % en taux annuel (tableau 1.1). Cette accélération de la croissance en 2015 sera portée par un rebond dans les pays avancés, grâce à la baisse des prix du pétrole, les États-Unis jouant le rôle le plus important (graphique 1.9). Ce rebond contribuera à réduire des écarts de production qui restent considérables.

Dans les pays émergents, par contre, la croissance devrait ralentir en 2015, et ce pour la cinquième année consécutive. Plusieurs facteurs expliquent ce fléchissement : de fortes révisions à la baisse de la croissance dans les pays exportateurs de pétrole, en particulier ceux qui font face à des conditions initiales difficiles en plus du choc pétrolier (par exemple, Russie et Venezuela); un ralentissement en Chine, qui s'explique par une transition

**Graphique 1.8. Politique monétaire et crédit dans les pays émergents**

En moyenne, les taux directeurs réels sont restés proches de leur niveau de janvier 2014 et au-dessous de leur niveau d'avant la crise dans beaucoup de pays émergents. La croissance du crédit bancaire a continué de ralentir, bien qu'elle reste rapide dans certains pays. L'endettement de l'ensemble de l'économie, mesuré par le ratio crédit bancaire/PIB, a donc continué d'augmenter.



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

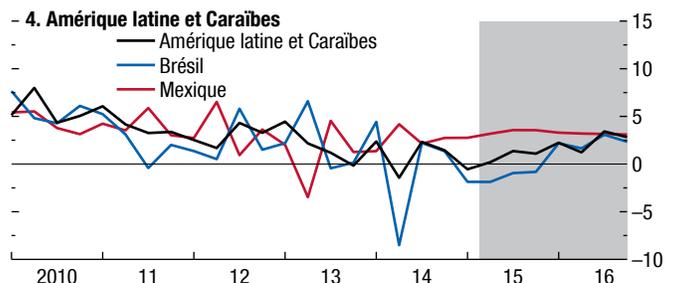
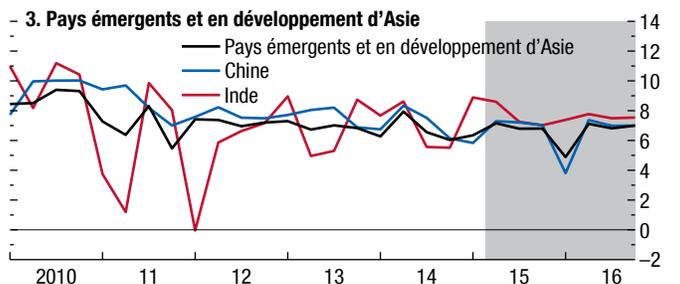
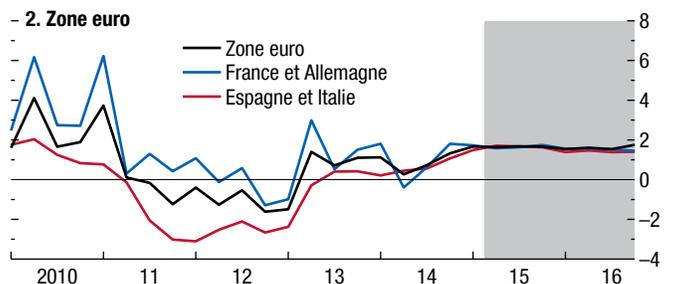
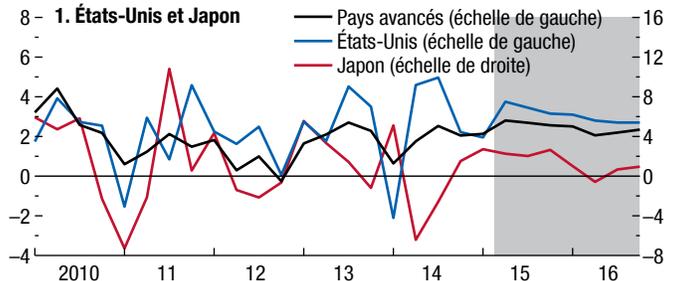
Note : Les codes pays de l'Organisation internationale de standardisation sont utilisés.

<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 1.9. Prévisions de croissance du PIB**  
(Variation trimestrielle annualisée en pourcentage)

La croissance mondiale devrait s'accroître légèrement pour atteindre 3,5 % en 2015 et 3,7 % en 2016. L'accélération en 2015 s'explique par un rebond dans les pays avancés, grâce à la baisse des prix du pétrole, avec un rôle primordial pour les États-Unis. Par contre, dans les pays émergents, la croissance devrait ralentir en 2015, à cause de révisions à la baisse pour les pays exportateurs de pétrole, d'un ralentissement en Chine qui reflète une transition vers une croissance plus durable et moins tributaire de l'investissement, et une dégradation des perspectives pour l'Amérique latine qui s'explique par un recul des prix des autres produits de base.



Source : estimations des services du FMI.

vers un modèle de croissance plus durable qui est moins tributaire de l'investissement, et une dégradation continue des perspectives en Amérique latine, qui résulte d'un recul des prix des autres produits de base. Comme indiqué plus haut, dans les pays émergents importateurs de pétrole, une répercussion plus limitée des gains exceptionnels tirés de la baisse des prix du pétrole sur les consommateurs devrait atténuer l'impulsion donnée à la croissance : la baisse des prix devrait bénéficier en partie aux pouvoirs publics (par exemple, sous la forme des économies réalisées grâce à la baisse des subventions énergétiques, voir le Moniteur des finances publiques d'avril 2015), qui peuvent en profiter pour assainir les finances publiques.

- Un redressement dans les pays émergents devrait être l'élément moteur du rebond de la croissance mondiale en 2016 : il tiendrait principalement à une atténuation partielle des baisses de la demande et de la production (y compris en raison de tensions géopolitiques) dans un certain nombre de pays, parmi lesquels le Brésil et la Russie.

Les perspectives pour 2015 sont plus ou moins conformes à celles figurant dans la *Mise à jour des PEM* de janvier 2015. Par rapport aux PEM d'octobre 2014, la croissance mondiale a été révisée à la baisse de 0,3 point de pourcentage en 2015 et de 0,2 point de pourcentage en 2016, entièrement en raison d'un ralentissement de la croissance prévue dans les pays émergents. (Dans le reste du présent rapport, les prévisions de croissance sont comparées aux prévisions des PEM d'octobre 2014.)

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

La croissance mondiale devrait s'accélérer légèrement au-delà de 2016, grâce à une reprise de la croissance dans les pays émergents et les pays en développement qui compenserait une croissance plus modeste dans les pays avancés. Cette reprise repose principalement sur l'hypothèse d'un retour progressif à des taux de croissance plus «normaux» dans les pays et les régions qui sont en difficulté ou qui ont connu une croissance bien en deçà du potentiel en 2015–16 (tels que la Russie, le Brésil, le reste de l'Amérique latine et certaines parties du Moyen-Orient). D'autre part, les pays avancés devraient connaître une croissance plus modeste à compter de 2017, en raison du rétrécissement progressif des écarts de production, en particulier aux États-Unis et dans la zone euro (où la persistance des séquelles de la crise et l'incertitude entourant l'action des pouvoirs publics jouent un rôle), ainsi que des effets de l'évolution démographique sur l'offre de main-d'œuvre et donc la production potentielle (chapitre 3).

### *Perspectives de croissance par pays ou région*

- La reprise devrait rester solide aux *États-Unis*, où la croissance a avoisiné 4 % en moyenne pendant les trois derniers trimestres de 2014. Les conditions restent en place pour des résultats économiques robustes en 2015. Des prix de l'énergie bien plus bas, une inflation modérée, un frein budgétaire réduit, des bilans renforcés et un marché immobilier en amélioration devraient maintenir l'élan des trois derniers trimestres. Ces forces devraient plus que compenser le frein exercé par le renforcement du dollar sur les exportations nettes. En conséquence, la croissance devrait atteindre 3,1 % en 2015 et en 2016, ce qui correspond aux prévisions d'octobre dernier. Cependant, les perspectives à plus long terme sont moins favorables : la croissance potentielle ne devrait être que d'environ 2 %, à cause du vieillissement de la population et de l'affaiblissement de la croissance de la productivité totale des facteurs.
- La *zone euro* a continué à se redresser au cours de l'année écoulée, mais l'investissement privé est resté faible, l'Allemagne, l'Irlande et l'Espagne étant des exceptions notables. Le repli des prix du pétrole, la baisse des taux d'intérêt et la dépréciation de l'euro, ainsi que l'adoption d'une politique budgétaire plus ou moins neutre, devraient stimuler l'activité en 2015–16. Par ailleurs, la croissance potentielle demeure faible, à cause 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). En conséquence, une croissance et une inflation modérées sont prévues. Plus précisément, la croissance devrait passer de 0,9 % en 2014 à 1,5 % cette année et à 1,6 % en 2016, soit un peu plus que prévu en octobre dernier. La croissance devrait s'accélérer en 2015 et en 2016 en *Allemagne* (1,6 % en 2015 et 1,7 % en 2016), en *France* (1,2 % en 2015 et 1,5 % en 2016), en *Italie* (0,5 % en 2015 et 1,1 % en 2016) et surtout en *Espagne* (2,5 % en 2015 et 2 % en 2016).
- Au *Japon*, l'activité a été décevante après le relèvement de la taxe sur la consommation en avril 2014, qui a provoqué une contraction de la consommation plus forte que prévu. La croissance du PIB devrait passer de –0,1 % en 2014 à 1 % en 2015 et à 1,2 % en 2016, une légère révision à la hausse par rapport aux PEM d'octobre 2014. La reprise progressive s'explique par l'affaiblissement du yen, l'augmentation des salaires réels et la montée des cours des actions due à la poursuite de l'assouplissement quantitatif et qualitatif de la Banque du Japon, ainsi que par la baisse des prix du pétrole et des produits de base.

- Dans les autres pays avancés, la croissance devrait généralement être solide. Au *Royaume-Uni*, elle devrait rester stable (2,7 % en 2015), portée par la baisse des prix du pétrole et l'amélioration des conditions sur les marchés financiers. Au *Canada*, la croissance atteindra 2,2 % cette année, soutenue par la reprise vigoureuse aux États-Unis. En *Australie*, la croissance de 2,8 % qui est prévue en 2015 est plus ou moins inchangée par rapport aux prévisions d'octobre : la baisse des prix des produits de base (et des investissements liés aux ressources naturelles) est compensée par une politique monétaire accommodante et un léger affaiblissement de la monnaie. En *Suède*, la consommation et un investissement immobilier supérieur à 10 % contribuent à une reprise robuste (croissance de 2,7 % prévue en 2015). Mais en *Suisse*, la nette appréciation de la monnaie pèsera probablement sur la croissance à court terme (0,8 % en 2015, soit une révision à la baisse de 0,8 point de pourcentage). La *Norvège* souffrira de la baisse des prix du pétrole : le PIB devrait progresser de 1 % cette année, soit une révision à la baisse d'environ 0,9 point de pourcentage.
- En *Chine*, la croissance devrait tomber à 6,8 % cette année et à 6,3 % en 2016. Ces projections ont été révisées à la baisse de ¼ et de ½ point de pourcentage, respectivement, car les excès antérieurs sur le plan de l'immobilier, du crédit et de l'investissement continuent de prendre fin. On s'attend maintenant à ce que les autorités chinoises se soucient davantage de réduire la vulnérabilité liée à la récente croissance rapide du crédit et de l'investissement, et les prévisions supposent donc qu'elles réagiront moins au ralentissement tendanciel. La mise en œuvre de réformes structurelles, ainsi que la baisse des prix du pétrole et des produits de base devraient permettre de développer les activités axées sur les consommateurs, ce qui atténuerait en partie le ralentissement.
- Dans les autres *pays émergents ou en développement d'Asie*, la croissance devrait s'affermir en *Inde* pour passer de 7,2 % l'an dernier à 7,5 % cette année et l'an prochain<sup>4</sup>. La croissance profitera des réformes récentes, du redressement connexe de l'investissement et de la baisse des prix du pétrole. Au sein de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est-5, les tendances continueront de diverger. En *Malaisie*, la croissance devrait ralentir considérablement pour atteindre 4,8 % cette année (soit

une révision à la baisse de 0,4 point de pourcentage) du fait d'une détérioration des termes de l'échange. Mais la croissance devrait s'accélérer en *Thaïlande*, en raison d'une diminution de l'incertitude entourant l'action des pouvoirs publics, et aux *Philippines*, grâce à l'augmentation de la consommation qui résulte de la baisse des prix du pétrole. Pour l'*Indonésie*, la prévision de croissance de 5,2 % pour cette année correspond plus ou moins la croissance de l'an dernier.

- En *Amérique latine* et dans les *Caraïbes*, la croissance a ralenti pour la quatrième année consécutive, pour atteindre 1,3 % l'an dernier. Sans impulsion apparente qui conduirait à un redressement de l'activité à court terme, et compte tenu de la baisse des prix des produits de base et de la réduction de la marge de manœuvre dans de nombreux pays, la croissance régionale devrait atteindre 0,9 % cette année (soit 1,3 point de pourcentage de moins que prévu précédemment et bien en deçà de la croissance moyenne de 4,2 % observée pendant la période 2004–13), avant de remonter à 2 % en 2016. Les révisions à la baisse sont concentrées parmi les pays sud-américains exportateurs de produits de base. La *Bolivie*, le *Chili*, la *Colombie*, l'*Équateur* et le *Pérou* ont enregistré une révision à la baisse de ½ à 2 points de pourcentage de leurs prévisions de croissance pour 2015. Au *Brésil*, l'économie devrait se contracter de 1 % cette année, soit plus de 2 points de pourcentage en deçà de la prévision d'octobre 2014. La confiance du secteur privé reste faible en raison de problèmes de compétitivité qui restent sans réponse, du risque d'un rationnement de l'électricité et de l'eau à court terme, ainsi que des retombées de l'enquête Petrobras; la nécessité d'un durcissement plus marqué que prévu de la politique budgétaire joue un rôle aussi dans les révisions à la baisse. Au *Mexique*, la croissance de 3 % qui est prévue cette année représente une révision à la baisse de ½ point de pourcentage. En *Argentine*, les perspectives économiques pour 2015 se sont améliorées par rapport à octobre, car la pression sur la balance des paiements s'est atténuée, mais une légère contraction du PIB reste prévue (-0,3 %). Au *Venezuela*, l'activité devrait se contracter nettement (-7 %), car la baisse des prix du pétrole a aggravé une situation déjà difficile.
- Dans la *Communauté des États indépendants* (CEI), le ralentissement économique s'est poursuivi au second semestre de 2014 et les perspectives régionales se sont détériorées considérablement. Les révisions à la baisse tiennent principalement à la *Russie*, dont l'économie devrait se contracter de 3,8 % cette année selon les

<sup>4</sup>Après une révision des statistiques de comptabilité nationale, qui utilisent maintenant l'exercice budgétaire 2011/12 comme année de référence, le taux de croissance du PIB indien aux prix du marché en 2013 et en 2014 a été révisé considérablement à la hausse.

prévisions actuelles, soit plus de 4 points de pourcentage en deçà de la prévision précédente, et de 1,1 % en 2016. La baisse des prix du pétrole et les sanctions internationales accentuent les faiblesses structurelles fondamentales du pays et minent la confiance, avec pour conséquence une dépréciation considérable du rouble. Les autres pays de la CEI devraient connaître une croissance de 0,4 % en 2015, soit 3,6 points de pourcentage au-dessous de la prévision précédente. En *Ukraine*, l'économie devrait toucher le fond en 2015 : l'activité se stabilisera grâce au début des travaux de reconstruction, mais une contraction de 5,5 % reste prévue. Ailleurs dans la région, la baisse des prix des produits de base et les effets de contagion en provenance de Russie (par la voie du commerce, de l'investissement direct étranger et en particulier des envois de fonds) pèsent aussi sur les perspectives, surtout étant donné les facteurs existants de vulnérabilité structurelle, de sorte que les prévisions de croissance en 2015 ont été révisées sensiblement à la baisse pour l'*Arménie*, le *Belarus*, la *Géorgie* et le *Kazakhstan*, entre autres.

- Dans les *pays émergents et en développement d'Europe*, la croissance devrait s'accélérer légèrement, pour passer de 2,8 % l'an dernier à 2,9 % cette année (un chiffre inchangé par rapport à la prévision précédente) et à 3,2 % en 2016. La région devrait profiter de la baisse des prix du pétrole et de la reprise progressive dans la zone euro, ce qui compensera les effets de la contraction en Russie et les niveaux encore élevés de l'endettement des entreprises. En *Turquie*, une croissance de 3,1 % est attendue cette année, contre 2,3 % l'an dernier, soit une révision à la hausse de 0,1 point de pourcentage, car la baisse des prix de l'énergie stimulera la consommation. En *Hongrie*, la croissance devrait tomber cette année à 2,7 %, en raison du ralentissement de la croissance de l'investissement et d'une politique budgétaire moins accommodante. En *Pologne*, la croissance devrait s'accélérer à 3,5 % en 2015, portée par la demande intérieure et l'amélioration de la situation chez les partenaires commerciaux.
- Dans la région composée du *Moyen-Orient*, de l'*Afrique du Nord*, de l'*Afghanistan* et du *Pakistan*, la croissance est restée timide l'an dernier, et seul un affermissement modeste est prévu cette année. La croissance devrait passer de 2,6 % en 2014 à 2,9 % cette année et à 3,8 % en 2016. La croissance attendue cette année se situe 1 point de pourcentage en deçà de la projection précédente : les pays exportateurs de pétrole de la région sont entièrement responsables de cette révision à la baisse, principalement à cause du repli des prix du pétrole. En

ce qui concerne l'*Arabie Saoudite*, la croissance de 3 % qui est prévue cette année constitue une révision à la baisse de 1½ point de pourcentage, bien que près de la moitié de cette révision s'explique par un rebasage des données du PIB réel. Les prévisions de croissance des autres pays exportateurs de pétrole, parmi lesquels les *Émirats Arabes unis*, la *République islamique d'Iran* et l'*Iraq*, ont été sensiblement révisées à la baisse aussi. Dans les pays importateurs de la région, la croissance devrait passer de 3 % l'an dernier à 4 % cette année et à 4,4 % en 2016 : la demande intérieure devrait s'affermir grâce au regain de confiance, à l'assouplissement monétaire, à la baisse des prix du pétrole et à la réduction du frein budgétaire.

- En *Afrique subsaharienne*, la croissance reste vigoureuse, mais elle devrait tomber de 5 % en 2014 à 4,5 % cette année, soit une révision à la baisse considérable de 1¼ point de pourcentage, à cause des vents contraires que représentent la baisse des prix des produits de base et l'épidémie du virus Ébola dans certains pays. La diminution des prix du pétrole aura un impact considérable sur les pays exportateurs de pétrole de la région, dont le *Nigeria* : la croissance dans ces pays en 2015 a été révisée à la baisse de plus de 2½ points de pourcentage. Par contre, la croissance attendue dans les pays importateurs de pétrole de la région est plus ou moins inchangée : l'effet bénéfique de la baisse des prix du pétrole est compensé dans une large mesure par la baisse des prix des produits de base exportés. En *Afrique du Sud*, la croissance devrait monter à 2 % cette année, soit une révision à la baisse de 0,3 point de pourcentage, et à 2,1 % en 2016, du fait d'une offre insuffisante d'électricité plus contraignante et d'un durcissement de la politique budgétaire plus marqué que prévu en 2016.

### *Inflation mondiale*

L'inflation devrait fléchir en 2015 tant dans les pays avancés que dans la plupart des pays émergents et des pays en développement, en raison principalement de la baisse des prix du pétrole. La répercussion du repli des prix du pétrole 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 avancés, l'inflation devrait s'accélérer en 2016 et au-delà, mais elle devrait rester généralement en deçà des objectifs fixés par les banques centrales.
- Dans la zone euro, l'inflation globale est devenue négative en décembre 2014, et les anticipations inflationnistes à moyen terme ont diminué considérablement

depuis le milieu de 2014, bien qu'elles se soient stabilisées quelque peu après les mesures prises récemment par la BCE. Il est supposé que le redressement modeste de l'activité économique qui est attendu, conjugué au redressement partiel des prix du pétrole et à l'impact de la dépréciation de l'euro, implique une augmentation de l'inflation globale et de l'inflation hors alimentation et énergie à compter du deuxième trimestre de 2015, mais les deux indicateurs de la hausse des prix devraient rester en deçà de l'objectif de stabilité des prix à moyen terme de la BCE.

- Au Japon, l'accélération modeste de la croissance qui est attendue et le déclin de la pression à la baisse sur les prix résultant du recul des prix des produits de base, ainsi que l'accélération de l'augmentation des salaires réels due à la situation tendue du marché du travail, devraient faire monter les prix sous-jacents l'an prochain, mais, si l'on suppose que la politique économique reste la même et que les taux de change réels sont constants, l'inflation ne devrait monter que progressivement pour avoisiner 1½ % à moyen terme.
- Aux États-Unis, l'inflation annuelle en 2015 devrait tomber à 0,4 % : elle montera progressivement à partir du milieu de l'année à mesure que les effets de la baisse des prix du pétrole s'atténuent, tandis que l'appréciation du dollar et la dynamique modérée des salaires font office de vents contraires. Ensuite, l'inflation devrait monter progressivement pour se rapprocher de l'objectif de 2 % à plus long terme de la Réserve fédérale.
- L'inflation devrait demeurer bien en deçà de l'objectif fixé dans plusieurs autres pays avancés plus petits, surtout en Europe. Les prix à la consommation devraient diminuer en 2015 et en 2016 en Suisse, après la forte appréciation du franc en janvier, et rester modérés ailleurs, notamment dans la République tchèque et en Suède.

Dans les pays émergents, la baisse des prix du pétrole et un ralentissement de l'activité devraient contribuer à faire reculer l'inflation en 2015, même si le recul des prix du pétrole ne sera pas entièrement répercuté sur les prix payés par les utilisateurs finaux. Les pays qui ont enregistré une forte dépréciation de leur taux de change nominal constituent une exception notable à cette tendance. Dans les années ultérieures, l'effet de la baisse des prix du pétrole devrait s'atténuer progressivement, mais il devrait être compensé par un repli 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 1,2 % en 2015, du fait du recul des prix des produits de base, de la forte appréciation du renminbi et d'un affaiblissement de la

demande intérieure, mais elle devrait monter progressivement par la suite.

- En Inde, l'inflation devrait rester proche de l'objectif fixé en 2015. Au Brésil, l'inflation devrait dépasser le plafond de la marge de tolérance cette année, du fait d'un ajustement des prix administrés et de la dépréciation de la monnaie, et converger vers l'objectif de 4,5 % les deux années suivantes. Par contre, en Russie, l'inflation devrait monter en flèche pour avoisiner 18 % en 2015, à cause de la forte dépréciation du rouble, puis tomber aux environs de 10 % l'an prochain.
- Dans un petit nombre de pays émergents, en particulier en Europe, l'inflation globale devrait s'établir bien en deçà de l'objectif fixé en 2015, avant de s'accélérer de manière modeste en 2016. Parmi ces pays figurent la Pologne et plusieurs pays plus petits dont la monnaie est étroitement liée à l'euro.

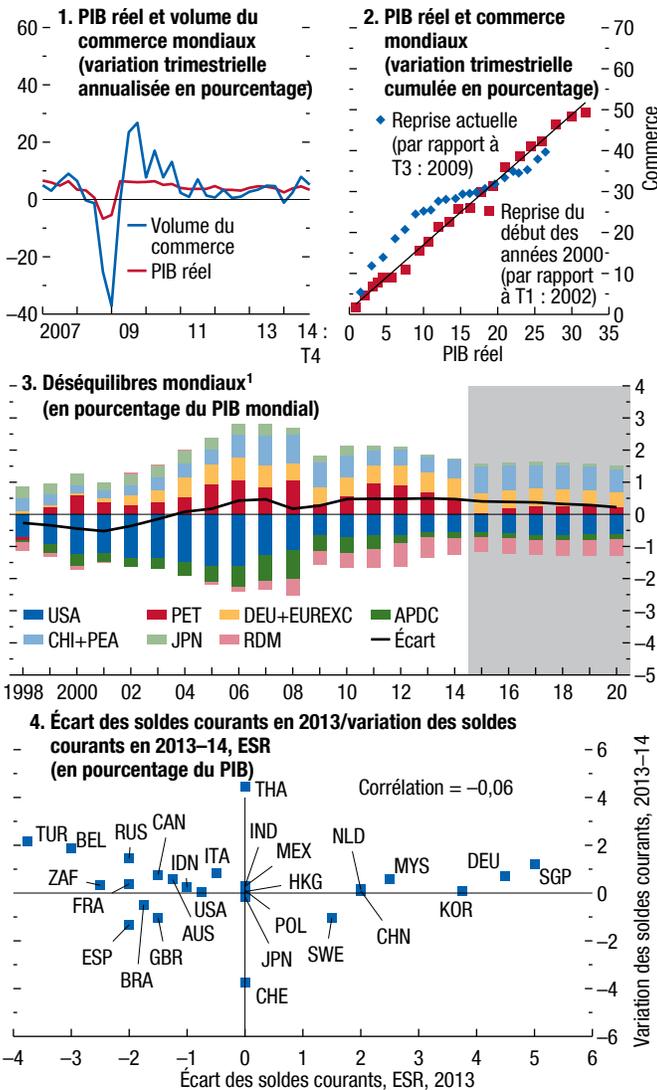
### *Évolution du secteur extérieur*

Selon des données préliminaires, le commerce mondial a continué de ralentir en 2014 (graphique 1.10), en raison, dans une large mesure, d'un fléchissement de la dynamique des échanges dans les pays émergents et les pays en développement. Ce ralentissement est lié en partie à une croissance du PIB plus faible que prévu, mais l'augmentation du volume des échanges reste relativement modeste même après prise en compte de l'évolution de l'activité économique globale. L'encadré 1.2 examine dans quelle mesure des facteurs cycliques et structurels peuvent expliquer le ralentissement de la croissance des échanges commerciaux. Il semble que tant les facteurs cycliques que les facteurs structurels soient importants : la faiblesse structurelle de l'investissement (à forte intensité d'échanges commerciaux) joue manifestement un rôle, mais la relation à long terme entre le commerce mondial et le PIB évolue aussi, peut-être du fait d'un ralentissement de la fragmentation des processus de production à l'échelle mondiale (chaînes de valeur) après des années de changements rapides.

Les flux de capitaux vers les pays avancés et en provenance de ces pays sont restés relativement modérés, conformément à la tendance de l'après-crise. Les flux de capitaux vers les pays émergents ont ralenti au deuxième semestre de 2014 après un premier semestre solide (graphique 1.6), sous l'effet aussi de la montée des tensions géopolitiques et des craintes concernant la dégradation des perspectives de croissance, en particulier pour les pays exportateurs de produits de base. Les déséquilibres des comptes des transactions courantes à l'échelle mondiale sont restés plus ou moins stables en 2014, après plusieurs années de

**Graphique 1.10. Secteur extérieur**

La croissance du commerce mondial a continué de ralentir en 2014, du fait, dans une large mesure, du fléchissement des échanges dans les pays émergents et les pays en développement. Ce ralentissement est lié en partie à une croissance du PIB plus faible que prévu, mais la croissance du commerce reste modeste même après prise en compte de l'évolution de l'activité économique globale. Les déséquilibres des transactions courantes à l'échelle mondiale sont restés plus ou moins stables en 2014, après plusieurs années de contraction, et devraient le rester au cours des cinq prochaines années. Les variations des soldes courants par rapport au PIB en 2014 sont généralement allées dans le sens d'une réduction des écarts pour 2013 qui sont examinés dans l'édition 2014 du rapport pilote sur le secteur extérieur (FMI, 2014).



Sources : Bureau néerlandais de l'analyse de la politique économique CPB; FMI, 2014 *Pilot External Sector Report* (ESR); estimations des services du FMI.  
 Note : Les codes pays de l'Organisation internationale de standardisation sont utilisés.  
<sup>1</sup>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.

contraction. Les variations des soldes des transactions courantes par rapport au PIB en 2014 sont généralement allées dans le sens d'une réduction des écarts des soldes courants pour 2013 qui sont examinés dans le Rapport pilote sur le secteur extérieur 2014 (*2014 Pilot External Sector Report*, FMI, 2014) (graphique 1.10, page 4). Il s'agit des écarts des soldes courants par rapport à un niveau qui correspond aux paramètres économiques fondamentaux et aux politiques économiques souhaitables. Les fluctuations des taux de change effectifs réels en 2014 par rapport à 2013 vont aussi dans le sens d'une réduction des écarts des taux de change recensés pour 2013 dans le rapport susmentionné (graphique 1.11, page 1). Les variations des taux de change ont été particulièrement marquées pour un large ensemble de monnaies depuis l'automne 2014. Comme indiqué au graphique 1.11, pour les pays dont le taux de change est flottant, ces fluctuations sont étroitement corrélées avec des variations de paramètres économiques fondamentaux : leur dépendance à l'égard du pétrole, mesurée par la taille de leur solde pétrolier par rapport au PIB (page 2), et des révisions des perspectives de la demande intérieure par rapport à la demande extérieure pendant cette période (page 3)<sup>5</sup>.

Ces fluctuations des taux de change, conjuguées aux fortes variations des prix du pétrole, devraient modifier les soldes courants à l'échelle mondiale en 2015. Le développement le plus notable à cet égard est la disparition attendue de l'excédent courant global des pays exportateurs de pétrole en 2015, pour la première fois depuis 1998. Les pays exportateurs de pétrole devraient afficher de nouveau un excédent courant, du fait du redressement des prix du pétrole, mais ces excédents devraient être plus faibles que pendant la dernière décennie.

Comme noté plus haut dans le présent chapitre, la baisse des prix du pétrole et les variations des taux de change réels qui ont été observées ces derniers mois ont favorisé la reprise. Leur impact global sur les déséquilibres courants à l'échelle mondiale est cependant mitigé. Ces variations des prix du pétrole et des taux de change réels contribuent au rééquilibrage dans les pays qui profiteraient d'un renforcement de leur position extérieure (comme l'Espagne), mais tendent aussi à encore accroître les excédents dans d'autres pays européens qui affichent un excédent initial élevé (comme l'Allemagne et les Pays-Bas). Tant pour la Chine que pour les États-Unis, les variations

<sup>5</sup> Pour le même ensemble de pays, cependant, la corrélation des variations des taux de change entre février et août 2014 avec ces variables est par contre quasiment nulle, ce qui souligne de nouveau qu'il est difficile d'expliquer systématiquement les variations des taux de change à court terme à l'aide de paramètres macroéconomiques fondamentaux.

des taux de change affaiblissent le solde courant, tandis que la baisse des prix du pétrole le renforce : les projections font état d'une légère hausse de l'excédent chinois et du déficit américain. Globalement, les projections des PEM, qui reposent sur des taux de change effectifs réels stables aux niveaux observés au début de 2015, indiquent que les déséquilibres courants seront plus ou moins stables en pourcentage du PIB mondial au cours des cinq prochaines années (graphique 1.12, page 2).

### Aléas

La distribution des aléas qui influent sur la croissance mondiale est plus équilibrée que celle présentée dans les PEM d'octobre 2014, mais elle reste orientée à la baisse. La baisse des prix du pétrole pourrait davantage stimuler la demande : il s'agit d'un aléa positif important. Par ailleurs, les aléas négatifs se sont modérés étant donné la trajectoire de croissance de référence plus basse dans les pays émergents. En particulier, après une série de révisions à la baisse des prévisions de croissance de référence, les risques d'un ralentissement plus marqué en Chine et d'une croissance encore plus faible de la production potentielle dans les pays émergents ont diminué. Les aléas négatifs les plus importants qui ont été recensés dans les PEM d'octobre 2014 restent d'actualité, y compris les risques géopolitiques, les variations perturbatrices des prix des actifs sur les marchés financiers, ainsi que les risques de stagnation et d'inflation basse dans les pays avancés.

Le pétrole représente aussi un nouvel aléa négatif, car les prix pourraient augmenter plus vite que prévu. De la même manière, le réalignement récent des taux de change contribue à accroître la demande dans les pays qui ont été confrontés à une baisse de l'activité, mais il y a des risques de bilan et de financement, surtout dans les pays émergents, si le dollar continue de s'apprécier.

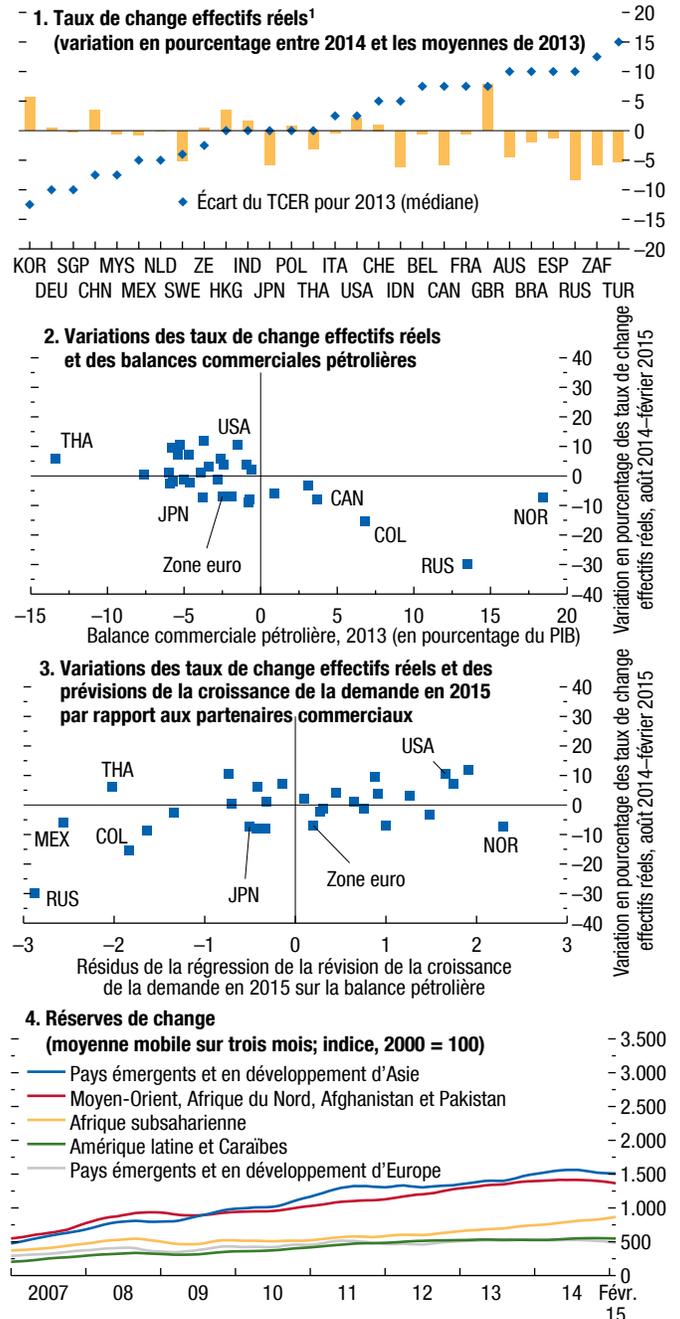
### Prévisions du PIB mondial

Le graphique en éventail relatif aux prévisions du PIB mondial fait apparaître un intervalle de confiance plus ou moins symétrique autour de la trajectoire prévue pour la croissance mondiale (graphique 1.12, page 1), ce qui correspond à l'avis selon lequel les aléas sont maintenant plus équilibrés. Cependant, l'intervalle est plus large que dans les PEM d'octobre dernier. Cela signifie que la probabilité d'une croissance bien plus élevée ou d'une récession mondiale est plus grande aujourd'hui qu'en octobre.

Deux facteurs expliquent l'incertitude implicite plus élevée qui entoure les prévisions, du côté positif et négatif :

### Graphique 1.11. Taux de change et réserves

Les variations des taux de change effectifs réels en 2014 ont correspondu à une réduction des écarts recensés pour 2013 par l'édition 2014 du rapport pilote du FMI sur le secteur extérieur (FMI, 2014). Pour les pays appliquant un taux de change flottant, les variations du taux de change depuis l'automne 2014 ont été corrélées avec des variations de paramètres économiques fondamentaux : leur dépendance à l'égard du pétrole et des révisions des perspectives de la demande intérieure par rapport à la demande extérieure. L'accumulation de réserves a ralenti en Amérique latine, ainsi que dans les pays émergents et en développement d'Europe, du fait de la baisse des entrées de capitaux et des pertes de réserves résultant des interventions sur les marchés des changes.



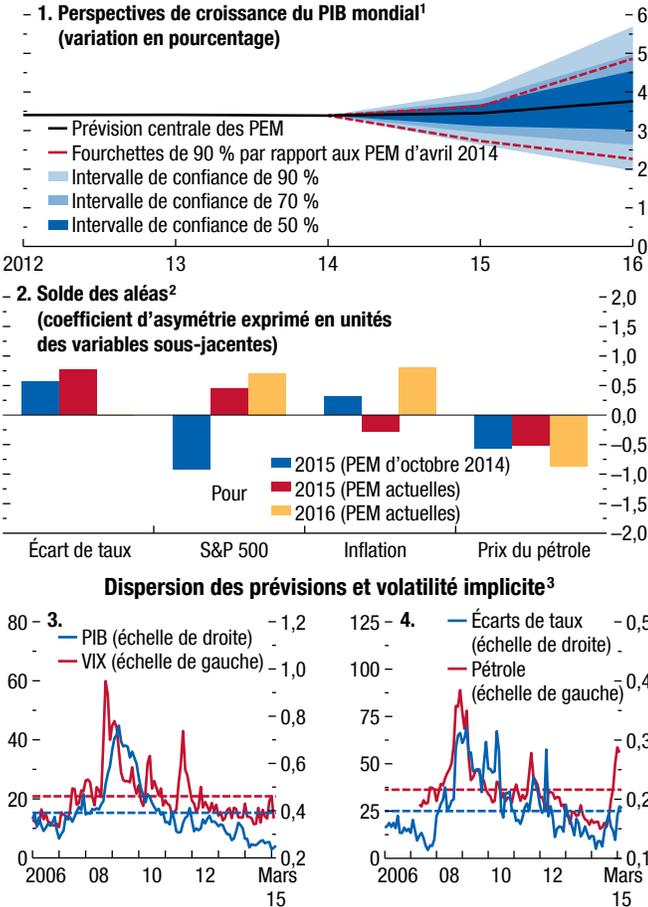
Source : Global Insight; FMI, 2014 *Pilot External Sector Report*; FMI, *International Financial Statistics*; calculs des services du FMI.

Note : TCER = taux de change effectif réel; ZE = zone euro. Les codes pays de l'Organisation internationale de normalisation sont utilisés.

<sup>1</sup>Les écarts des taux de change effectifs réels et les classifications reposent sur le 2014 *Pilot External Sector Report*.

**Graphique 1.12. 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 la distribution des aléas est plus équilibrée qu'en octobre 2014. Cependant, l'intervalle de confiance qui entoure la trajectoire prévue pour la croissance mondiale est plus large pour deux raisons principales : l'incertitude du scénario de référence est plus élevée parce que l'horizon des prévisions pour l'année en cours et l'année prochaine est plus long par rapport à octobre, et l'incertitude concernant les aléas liés aux prix du pétrole et, dans une moindre mesure, à l'inflation, est plus élevée.



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 2014 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. Les risques liés au S&P 500 pour 2016 reposent sur les contrats d'options pour décembre 2016.

<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 tirets représentent les valeurs moyennes de 2000 à aujourd'hui.

- Premièrement, l'incertitude de base a augmenté parce que l'horizon de prévision pour l'année en cours et l'année prochaine est plus long en comparaison avec l'édition d'octobre, lorsque davantage de données relatives aux résultats de l'année en cours et de l'année prochaine étaient déjà connues<sup>6</sup>.
- Deuxièmement, selon les indicateurs concernant les aléas relatifs aux prix du pétrole et, dans une moindre mesure, à l'inflation, l'incertitude monte. Pour ces deux variables, la dispersion des prévisions de Consensus Economics (*Consensus Forecasts*) a augmenté (graphique 1.12, page 4). Pour les prix du pétrole, la volatilité implicite des options sur contrats à terme s'est accrue aussi (graphique 1.12, page 4). Ces hausses reflètent une plus grande divergence de vues quant aux perspectives de fond — il s'agit clairement d'une conséquence des surprises considérables en ce qui concerne le niveau de ces deux variables pendant l'année écoulée.

La plus grande divergence de vues en ce qui concerne des variables importantes qui pourraient influencer sur les chiffres de croissance n'implique pas nécessairement des erreurs de prévision plus élevées pour les projections de référence des PEM dans la période à venir. En fait, 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 baisse de la probabilité d'une récession dans les principaux pays avancés sur un horizon de quatre trimestres par rapport à octobre 2014 (graphique 1.13). Cependant, le risque d'une récession est maintenant plus élevé en Amérique latine et dans le groupe des «autres pays», ce qui s'explique par des conditions initiales moins favorables pour leurs prévisions.

**Aléas immédiats et à court terme**

*Bas niveau des prix du pétrole* : les prix du pétrole représentent un aléa à double face — d'une part, la trajectoire du prix, qui constitue un aléa négatif pour la croissance mondiale, et d'autre part, l'impact de la variation du prix du pétrole sur la croissance dans le scénario de référence, qui constitue un aléa positif.

- Du côté *positif*, la baisse des prix du pétrole pourrait conduire à une progression considérable du revenu réel dont l'impact sur la demande intérieure pourrait être

<sup>6</sup> Les erreurs de prévision pour les prévisions de l'année en cours et de l'année suivante tendent à être plus élevées pour les éditions d'avril des PEM que pour les éditions d'octobre. Voir Timmermann (2006) pour un examen de cette question.

plus élevé que prévu actuellement dans le scénario de référence (voir encadré scénario 1). Les prévisions sont relativement prudentes et, pour un certain nombre de grands pays émergents importateurs de pétrole, elles supposent une répercussion limitée sur les utilisateurs finaux intérieurs et une augmentation de l'épargne publique ou du secteur public. Mais cette épargne pourrait être inférieure aux hypothèses des prévisions si les pouvoirs publics en profitaient plutôt pour financer d'autres réformes, y compris, par exemple, pour augmenter les dépenses dans les infrastructures.

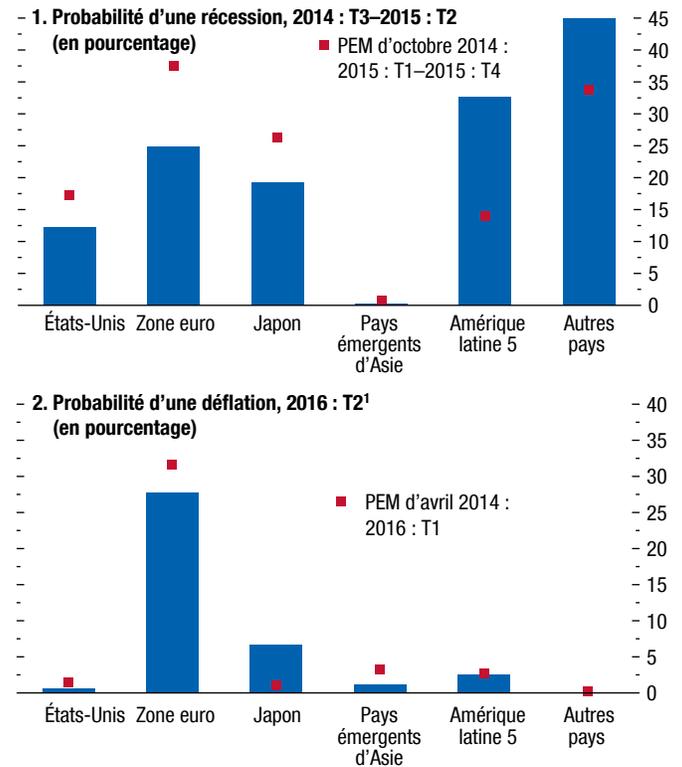
- Du côté *négligé*, les prix du pétrole pourraient rebondir plus vite que prévu pour au moins deux raisons (qui ne sont pas liées à un redressement plus vigoureux de la demande mondiale, qui favoriserait la croissance mondiale). La première est une correction d'une réaction excessive antérieure : les participants au marché décident que la trajectoire des prix qui est aujourd'hui intégrée dans les contrats à terme est trop basse étant donné les prévisions de la demande et de l'offre. La deuxième est une réaction négative plus vigoureuse de l'offre à la baisse des prix, qui signifierait une impulsion de plus courte durée et de plus faible intensité pour la demande mondiale.

*Variations perturbatrices des prix des actifs et turbulences sur les marchés financiers* : cela reste un aléa négatif, comme examiné plus en détail dans le GFSR d'avril 2015. Ce risque repose sur deux éléments. Premièrement, les primes d'échéance et les primes de risque sur les marchés obligataires demeurent très basses (voir l'examen plus haut des faibles taux d'intérêt à long terme). Par ailleurs, la volatilité sur les marchés financiers, même si elle est légèrement plus élevée qu'il y a six mois, est faible aussi par rapport au passé. Deuxièmement, le contexte de cette configuration des prix des actifs, en particulier les politiques monétaires très accommodantes dans les principaux pays avancés, devrait commencer à changer en 2015. Une nouvelle qui modifie les anticipations de ces lignes de faille et des modifications de portefeuille inattendues de manière plus générale pourraient provoquer des turbulences, car les risques et les rendements relatifs varieraient. L'élimination inattendue par la Banque nationale suisse du plancher du taux de change franc suisse/euro a valeur d'exemple.

Une surprise concernant le premier relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis après une longue période de politique monétaire très accommodante constitue une crainte particulière à ce sujet. Les anticipations par les marchés du rythme des hausses des taux d'intérêt aux États-Unis (taux impliqués par les contrats à terme sur les fonds fédéraux)

**Graphique 1.13. Risques de récession et de déflation**

Selon le modèle de projection mondial des services du FMI, la probabilité d'une récession dans beaucoup de pays principaux et régions sur un horizon de quatre trimestres a diminué par rapport aux PEM d'octobre 2014. Cela s'explique dans une large mesure par une croissance initiale plus vigoureuse. Cependant, la probabilité d'une récession a augmenté pour l'Amérique latine et le reste du monde. Le risque d'une déflation constitue un sujet de préoccupation principalement pour la zone euro, où la probabilité d'une déflation, quoiqu'en baisse, reste élevée. Dans les autres pays et régions, le risque de déflation se situe bien en deçà de 10 %.



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; autres pays : Afrique du Sud, Argentine, Australie, Bulgarie, Canada, Danemark, Estonie, Israël, Nouvelle-Zélande, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Russie, Suède, Suisse, Turquie et Venezuela.  
<sup>1</sup>La déflation est définie comme une baisse du niveau des prix sur un an dans le trimestre indiqué dans le graphique.

incluent un rythme de normalisation des taux beaucoup plus lent que la prévision médiane des membres du Comité fédéral de l'open-market, bien que les prévisions de croissance des marchés semblent être plus ou moins conformes à celles des membres du comité.

Les pays émergents sont particulièrement exposés : ils pourraient être confrontés à une inversion des flux de capitaux, surtout si les taux d'intérêt américains à long terme augmentaient rapidement, comme ils l'ont fait pendant la période mai-août 2013. Étant donné la forte baisse des prix du pétrole, les pays exportateurs de pétrole

sont devenus plus vulnérables à ces risques, à cause de leur plus grande vulnérabilité extérieure et bilancielle, tandis que de nombreux pays importateurs de pétrole ont constitué des amortisseurs.

En outre, des tensions financières pourraient réapparaître dans la zone euro, en raison de l'incertitude liée à la Grèce ou de turbulences politiques, et renforcer de nouveau les liens entre les banques et les pays et l'économie réelle.

*Une nouvelle appréciation considérable du dollar américain* : cela représente aussi un risque. L'appréciation récente du dollar s'explique dans une large mesure par l'évolution des paramètres économiques fondamentaux et des politiques économiques, comme noté plus haut, y compris la vigueur relative de la demande intérieure, la divergence attendue des politiques monétaires des principaux pays avancés et l'évolution des positions extérieures compte tenu de la baisse des prix du pétrole. L'appréciation du dollar américain par rapport à la plupart des monnaies pourrait persister, ce qui conduirait à une envolée durable du dollar, comme cela s'est produit précédemment. Si ce risque devait se matérialiser, des problèmes de bilan et de financement pour les débiteurs en dollars pourraient plus que compenser les bénéfices commerciaux résultant d'une dépréciation réelle dans certains pays. Cela vaut particulièrement pour les pays émergents qui sont très intégrés aux marchés financiers internationaux : dans ces pays, comme noté dans le GFSR d'avril 2015, la dette des entreprises libellées en monnaies étrangères a augmenté considérablement au cours des dernières années. Cette augmentation concerne principalement le secteur de l'énergie, où une bonne partie des recettes est libellée en dollar américain — une couverture naturelle contre la dépréciation (mais pas contre une baisse des prix de l'énergie en dollars). Mais la dette en monnaies étrangères a augmenté aussi dans des entreprises qui opèrent dans d'autres secteurs, et certaines d'entre elles, surtout dans les secteurs des biens non échangeables, ne disposent pas d'une couverture naturelle de leurs recettes. La nature de ces risques transparaît dans le choc provoqué par l'appréciation soudaine et considérable du franc suisse sur les bilans dans certains pays d'Europe centrale et orientale où les prêts hypothécaires intérieurs libellés dans cette monnaie sont élevés.

*Persistance d'une inflation basse ou déflation* : l'impact d'une inflation basse prolongée ou d'une déflation pure et simple sur l'activité dans les pays avancés où l'endettement public ou privé est élevé reste un sujet de préoccupation important. La baisse des prix du pétrole a entraîné de nouveaux reculs de l'inflation globale, ce qui accentue le repli

en deçà de l'objectif d'inflation dans de nombreux pays avancés. Comme noté dans des éditions antérieures des PEM, le problème est la combinaison d'un repli persistant en deçà de l'objectif et de contraintes pour la politique monétaire à la borne qui limite à zéro les taux d'intérêts nominaux<sup>7</sup>. Si le fait que l'inflation soit inférieure à l'objectif oriente à la baisse les anticipations inflationnistes à moyen terme, les taux d'intérêt réels à long terme commenceraient à monter, ce qui freinerait la reprise et pourrait aggraver les problèmes de surendettement. À cet égard, la baisse de certains indicateurs de ces anticipations au deuxième semestre de 2014 (par exemple, le taux d'inflation d'équilibre impliqué par les swaps indexés sur l'inflation à cinq ans) est préoccupante, même si ces indicateurs se sont stabilisés cette année. Par ailleurs, la persistance d'une inflation basse dans la zone euro aurait des répercussions sur plusieurs pays européens de plus petite taille dont la monnaie est étroitement liée à l'euro.

Mais, en principe, deux facteurs devraient atténuer ces craintes. Premièrement, dans la mesure où de nouvelles baisses de l'inflation (ou baisses du niveau des prix) s'expliquent principalement par le recul des prix du pétrole, l'effet sur l'inflation (effet sur le niveau des prix) devrait être temporaire, à moins que les effets secondaires, qui devraient être faibles si l'on se base sur l'expérience de l'envolée récente des prix des produits de base, s'avèrent plutôt considérables. Deuxièmement, dans les pays importateurs de pétrole, les effets des prix du pétrole sur l'inflation tendent à être plus marqués pour les prix à la consommation, étant donné le poids élevé des produits énergétiques importés dans ces prix, et bien plus faibles pour le prix de la valeur ajoutée intérieure, mesurée par le déflateur du PIB, car ce dernier inclut uniquement les effets secondaires sur les salaires et autres facteurs intérieurs. Comme le déflateur du PIB est la mesure des prix la plus utile pour les taux d'intérêt réels pour les entreprises (et évidemment la mesure utile pour le ratio dette publique/PIB), l'impact négatif éventuel de la baisse des prix du pétrole sur les ratios d'endettement devrait être plus faible.

Selon le modèle de projection mondial du FMI, les risques de déflation, c'est-à-dire une baisse du niveau des prix sur une fenêtre de quatre trimestres, pendant la période allant du troisième trimestre 2015 au deuxième trimestre de 2016 sont préoccupants principalement pour la zone euro (graphique 1.13), mais la probabilité a diminué en deçà de 30 %. Dans les autres pays et

<sup>7</sup> Certaines banques centrales, dont la BCE, ont opté pour des taux d'intérêt légèrement négatifs sur les dépôts bancaires, et les rendements des obligations publiques de pays tels que l'Allemagne et la Suisse sont devenus négatifs même pour des échéances plus longues.

régions, la probabilité se situe bien au-dessous de 10 %. Les probabilités du modèle pour une baisse du niveau des prix pendant la période considérée excluent les effets désinflationnistes temporaires de la baisse des prix du pétrole et ne reflètent donc que les risques liés à d'autres chocs sur l'activité.

*Risques géopolitiques* : les événements en cours en Russie et en Ukraine, au Moyen-Orient et dans certaines parties de l'Afrique pourraient conduire à une escalade des tensions et perturber davantage le commerce et la finance à l'échelle mondiale. Les perturbations des marchés de l'énergie et d'autres produits de base demeurent une crainte particulière, étant donné la possibilité d'envolées brutales des prix, qui, selon leur durée, pourraient réduire considérablement les revenus réels et la demande dans les pays importateurs. De manière plus générale, une escalade de ces tensions pourrait miner la confiance.

*Risques pesant sur la croissance à court terme en Chine* : la croissance de l'investissement a ralenti en Chine en 2014, y compris dans le secteur immobilier, après une forte expansion en 2009–12. Un ralentissement supplémentaire est déjà pris en compte dans le scénario de référence, mais il pourrait être plus marqué que prévu, car il reste difficile de trouver un juste équilibre entre la réduction de la vulnérabilité, le soutien de la croissance et la mise en œuvre des réformes. Par ailleurs, l'impact du ralentissement de l'investissement sur la demande globale a été atténué par la politique de relance des autorités chinoises, mais l'on s'attend maintenant à ce que ces dernières se soucient davantage de réduire la vulnérabilité résultant de la récente croissance rapide du crédit et de l'investissement. En conséquence, les investisseurs pourraient être plus inquiets des risques d'un nouveau ralentissement, ce qui pourrait se répercuter sur l'investissement actuel.

### Aléas à moyen terme

*Faible croissance potentielle dans les pays avancés* : comme noté au chapitre 3, la croissance potentielle sera probablement plus faible qu'avant la crise, en raison des effets prévisibles de l'évolution démographique (vieillesse de la population et baisse des taux de fertilité par exemple), ainsi que des effets prolongés de la crise, notamment un ralentissement de la croissance du stock de capital (voir aussi chapitre 4). En dépit des aléas à double face considérables qui entourent les projections de la production potentielle, les séquelles de la crise, notamment la fragilité du secteur financier, le niveau encore élevé des ratios d'endettement public et le surendettement privé, demeurent un souci important dans certains pays, surtout dans la zone euro,

et pourraient continuer de peser sur l'investissement pendant une plus longue période si on ne s'y attaque pas. À son tour, une période prolongée d'écart de production négatifs considérables et un chômage élevé et d'une durée de plus en plus longue pourraient entraîner des pertes permanentes plus élevées sur le plan des qualifications et de la participation au marché du travail.

*Stagnation séculaire dans les pays avancés* : le risque d'une stagnation séculaire (examiné plus en détail dans une analyse de scénario de l'édition d'octobre 2014 des PEM) subsistera aussi longtemps que la demande est faible et que l'on s'attend à ce que l'inflation reste inférieure à l'objectif fixé pendant une période prolongée, sur fond des contraintes pesant sur la politique monétaire à la borne du zéro. Après six années de faible demande, la probabilité de conséquences négatives sur la production potentielle est de plus en plus préoccupante, et les considérations présentées précédemment s'appliquent.

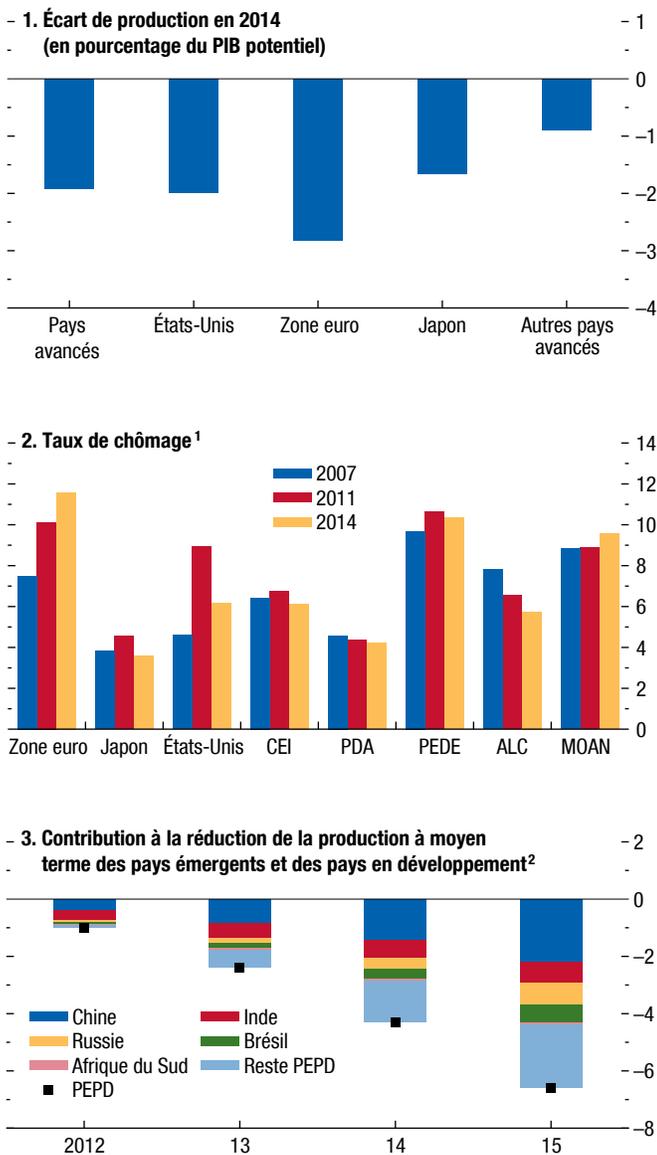
*Ralentissement de la croissance potentielle dans les pays émergents* : comme indiqué au chapitre 3, la croissance potentielle dans les grands pays émergents ralentit depuis la crise financière mondiale. Une série de révisions à la baisse des prévisions de croissance à moyen terme pour de nombreux pays au cours des trois dernières années indique qu'il s'agit d'un développement de plus large portée. Les projections de référence incorporent déjà un fléchissement de la croissance potentielle, en partie à cause de facteurs démographiques.

Les risques pesant sur la croissance potentielle proviennent de deux sources. La croissance du capital pourrait encore ralentir, surtout si les problèmes structurels y afférents ne sont pas réglés ou si les prix des produits de base continuent de baisser. La croissance de la productivité totale des facteurs pourrait fléchir plus que prévu selon les anticipations de convergence actuelles. D'autres facteurs macroéconomiques, notamment un durcissement des conditions financières dans les pays émergents, pourraient aussi entraîner, s'ils sont de longue durée, un fléchissement de la croissance potentielle, comme noté plus haut.

*Atterrissage brutal en Chine* : depuis la relance engagée pendant la crise financière mondiale, la forte expansion du crédit et de l'investissement a été une source de croissance importante en Chine, et les facteurs de vulnérabilité se sont accumulés. Il s'agit d'un risque à moyen terme, parce que les autorités chinoises disposent encore d'amortisseurs suffisants pour éviter un net ralentissement de la croissance en utilisant les ressources publiques et l'influence de l'État. Les réformes qui sont opérées aujourd'hui pour rééquilibrer l'économie sont importantes afin de réduire ces risques, car faute de réformes qui modifient le modèle de

**Graphique 1.14. Capacités, chômage et production**  
(En pourcentage, sauf indication contraire)

L'activité économique dans les pays et régions principaux reste inégale. Dans les pays avancés, le frein qu'exerce l'endettement élevé des secteurs publics et privés sur la croissance se relâche, mais à des rythmes différents selon les pays, et le chômage et les écarts de production demeurent élevés dans certains cas. Les perspectives de croissance à moyen terme ont été révisées à la baisse dans beaucoup de pays, en particulier les principaux pays émergents, par rapport aux projections des PEM de septembre 2011.



Sources : estimations des services du FMI.

Note : ALC = Amérique latine et Caraïbes; CEI = Communauté des États indépendants; PDA = pays en développement d'Asie; PEDE = pays émergents et en développement d'Europe; PEPD = pays émergents et pays en développement; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

<sup>1</sup>L'Afrique subsaharienne est omise en raison de l'insuffisance des données.

<sup>2</sup>Par rapport aux PEM de septembre 2011.

croissance, les facteurs de vulnérabilité continueront d'augmenter, et la marge de manœuvre disponible se réduira.

## Action des pouvoirs publics

La croissance mondiale devrait s'affermir de manière modeste en 2015–16, grâce en partie à la baisse des prix du pétrole et aux modifications de l'action des pouvoirs publics, qui stimulent la demande mondiale. Mais la reprise reste fragile dans un certain nombre de pays avancés, où l'investissement manque de dynamisme, et la croissance à moyen terme est faible dans de nombreux pays. Rehausser la production effective et potentielle reste donc une priorité générale pour l'action des pouvoirs publics.

Les exigences de politique macroéconomique varient d'un groupe de pays à l'autre et d'un pays à l'autre. Dans beaucoup de pays avancés, il reste essentiel de mener une politique monétaire accommodante pour éviter que les taux d'intérêt réels montent de manière prématurée, étant donné les écarts de production persistants et considérables, ainsi que la forte dynamique de désinflation et les risques qui y sont associés (graphique 1.14). Il y a d'excellentes raisons d'accroître l'investissement dans les infrastructures dans certains pays. Dans beaucoup de pays émergents, la marge de manœuvre macroéconomique à l'appui de la croissance reste limitée. Étant donné le manque d'espace budgétaire, un rééquilibrage général de la politique budgétaire, grâce à des mesures fiscales neutres pour le budget et à l'établissement d'un nouvel ordre de priorité entre les dépenses, peut favoriser la croissance. Dans les pays importateurs de pétrole, la baisse des prix du pétrole allégera la charge de la politique monétaire face aux tensions inflationnistes et à la vulnérabilité extérieure et, dans le cas des pays ayant des subventions pétrolières, cette baisse pourrait permettre de dégager un espace budgétaire. Les pays exportateurs de pétrole doivent absorber un choc considérable sur leurs termes de l'échange et sont plus vulnérables sur le plan budgétaire et extérieur.

De manière générale, il est nécessaire d'opérer des réformes structurelles dans de nombreux pays, qu'ils soient avancés ou émergents. À cet égard, la baisse des prix du pétrole offre aussi une occasion de réformer les subventions et les taxes énergétiques dans de nombreux pays exportateurs ou importateurs de pétrole.

## Continuer de combattre la faible inflation dans les pays avancés

Le recul des prix du pétrole donne un coup d'accélérateur opportun à la demande dans la plupart des pays

avancés, mais, en réduisant les prix à la consommation des produits pétroliers, il contribue temporairement à faire baisser davantage l'inflation. C'est un problème principalement dans les pays avancés d'Europe, notamment dans la zone euro, ainsi qu'au Japon. Les taux directeurs étant à la borne du zéro, la politique monétaire doit rester accommodante en s'appuyant sur des mesures non conventionnelles (y compris des achats d'actifs à grande échelle) pour éviter une montée des taux d'intérêt réels. Cette politique doit aller de pair avec un assainissement des bilans des banques de manière à améliorer l'offre du crédit. Il est nécessaire aussi d'agir en parallèle sur le front budgétaire dans les pays qui disposent d'une marge de manœuvre dans ce domaine, et d'opérer des réformes structurelles qui soutiennent la demande, en particulier pour rehausser la productivité et stimuler l'investissement. Par ailleurs, dans de nombreux pays avancés, comme noté dans le Moniteur des finances publiques d'avril 2015, il reste indispensable de s'attaquer à la dette publique élevée dans un environnement caractérisé par une croissance et une inflation faibles.

Au-delà de ce profil global, les enjeux diffèrent considérablement d'un pays à l'autre.

Dans la zone euro, en dépit de l'accélération de l'activité, la reprise reste fragile et inégale, avec des écarts de production considérables et une inflation pour l'ensemble de la zone qui devrait rester largement en deçà de l'objectif fixé au-delà des horizons normaux de politique monétaire. Il est donc nécessaire d'agir pour assurer une reprise plus vigoureuse à l'échelle de la zone, surtout en ce qui concerne l'investissement privé (chapitre 4).

Sur le front de la politique monétaire, la BCE a décidé à point nommé d'élargir son programme d'achat d'actifs à la dette souveraine jusqu'à ce que la trajectoire de l'inflation soit telle que l'objectif de stabilité des prix puisse être atteint. Cette initiative doit être appuyée par un renforcement des bilans des banques, 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 durcir la réglementation des prêts improductifs, ainsi que d'améliorer les procédures d'insolvabilité et de saisie.

Sur le front budgétaire, la politique plus ou moins neutre à l'échelle de la zone en 2015–16 trouve un meilleur compromis entre le soutien de la demande et l'amélioration de la viabilité de la dette. Néanmoins, les pays qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire, notamment l'Allemagne, pourraient faire davantage pour encourager la croissance, particulièrement en entreprenant

des investissements publics indispensables. Les pays dont la marge de manœuvre budgétaire est limitée devraient utiliser la nouvelle flexibilité offerte par le Pacte de stabilité et de croissance pour engager des investissements publics, opérer des réformes structurelles et rééquilibrer leur économie. Si l'activité et l'inflation devaient différer des prévisions, ce qui menacerait de conduire à un mauvais équilibre déflationniste, une relance budgétaire supplémentaire devrait être envisagée pour compléter la poursuite de l'assouplissement monétaire.

Au Japon, l'activité économique a rebondi après une brève récession au milieu de 2014. Toutefois, l'inflation a commencé à fléchir de nouveau et les prix du pétrole accentueront la pression à la baisse sur les prix, 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 de la politique monétaire, la Banque du Japon devrait envisager de renforcer sa politique à deux égards si nécessaire pour atteindre son objectif d'une inflation de 2 %. Premièrement, elle pourrait renforcer les effets de rééquilibrage des portefeuilles de ses achats d'actifs en accroissant la part des actifs privés dans ces achats et en élargissant le programme aux obligations publiques à plus longue échéance. Deuxièmement, en axant davantage la communication de sa politique monétaire sur les prévisions, elle accroîtrait la transparence de son évaluation des perspectives d'inflation et signalerait sa volonté d'atteindre son objectif d'inflation, principalement grâce à l'examen des changements envisagés si l'inflation n'est pas en bonne voie.

Sur le front budgétaire, la contraction plus forte que prévu de la consommation après le relèvement de la taxe sur la consommation en avril dernier souligne qu'il est essentiel que l'assainissement budgétaire soit en phase avec la situation et les perspectives économiques. Mais les risques pesant sur la viabilité de la dette publique restent un sujet de préoccupation important étant donné le ratio élevé d'endettement public et, pour maintenir la confiance des marchés, il est urgent d'établir une stratégie d'ajustement crédible à moyen terme qui inclut des mesures spécifiques.

Aux États-Unis, la croissance a rebondi vigoureusement pendant une bonne partie de 2014 et devrait être supérieure à la tendance en 2015–16. Le principal enjeu à court terme concerne le calendrier et le rythme appropriés de la normalisation de la politique monétaire. D'une part, bien que le volume des capacités inemployées sur le marché du travail reste incertain,

particulièrement compte tenu de la baisse du taux d'activité, un large éventail d'autres indicateurs du marché du travail laisse entrevoir une amélioration notable du marché. D'autre part, l'appréciation du dollar va amputer la croissance du PIB en pesant sur la demande extérieure, et il ne semble guère y avoir jusqu'à présent de pression significative des salaires ni des prix.

La Réserve fédérale a annoncé que le calendrier du relèvement des taux d'intérêt dépendra des progrès accomplis vers ses objectifs d'emploi maximum et de 2 % d'inflation, et que la normalisation des taux d'intérêt sera progressive. Après le relèvement des taux, attendu plus tard dans l'année, les participants au marché s'attendent de manière générale à une augmentation encore plus progressive des taux, jusqu'à un taux naturel plus bas que prévu par les membres du Comité fédéral d'open-market, comme indiqué dans la section «Aléas». Par ailleurs, les taux d'intérêt américains à long terme ont continué de baisser en raison de la persistance de conditions médiocres dans beaucoup d'autres grands pays, de la demande vigoureuse d'actifs américains sûrs et des anticipations d'un dollar fort, et il est possible qu'ils augmentent rapidement. Ces attentes divergentes sont exposées à des surprises et à des ajustements perturbateurs des marchés, et soulignent de nouveau l'importance d'une stratégie de communication efficace.

Sur le front budgétaire, il reste prioritaire d'établir un plan d'assainissement crédible à moyen terme afin de se préparer à la hausse des coûts liés au vieillissement de la population; ce plan devra inclure des recettes fiscales plus élevées.

### *Accroître la production potentielle*

Comme indiqué au chapitre 3, la croissance de la production potentielle dans les pays avancés ne devrait s'affermir que très modérément en 2015–20, même si les séquelles de la crise disparaissent lentement. La principale raison de ces prévisions moroses est le vieillissement de la population, qui explique la faible croissance attendue et la baisse possible de l'emploi tendanciel dans le cadre des politiques actuelles relatives à la participation au marché du travail. Il est donc nécessaire de manière générale de prendre des mesures structurelles visant à renforcer à la fois la participation au marché du travail et l'emploi tendanciel.

- Au Japon, où la participation des femmes au marché du travail est inférieure à la moyenne, l'élimination des obstacles fiscaux et l'amélioration des services de garde d'enfants encourageraient davantage les femmes à travailler.

- Dans la zone euro, où le chômage structurel, à long terme et des jeunes est élevé dans de nombreux pays, l'érosion des qualifications et son effet sur l'emploi tendanciel constituent une préoccupation importante. Outre l'adoption de mesures macroéconomiques qui s'attaqueraient à la faiblesse persistante de la demande, il est prioritaire de réduire les obstacles fiscaux à l'emploi, notamment l'écart fiscal sur le travail, de mieux cibler les programmes de formation et de mettre en place des politiques actives du marché du travail.
- Aux États-Unis, l'élimination des obstacles fiscaux et l'offre d'une aide ciblée aux familles à faible revenu pour les services de garde d'enfants contribueraient à accroître la participation au marché du travail.

Comme indiqué dans les PEM d'octobre 2014, dans un certain nombre de pays avancés (y compris plusieurs pays de la zone euro et les États-Unis), il est très souhaitable d'investir davantage dans les infrastructures. En plus de stimuler la production potentielle à moyen terme, ces investissements offriront aussi un soutien à court terme indispensable à la demande intérieure dans plusieurs de ces pays.

Ailleurs, les priorités pour stimuler la croissance à moyen terme varient considérablement :

- Dans les pays de la zone euro, il est indispensable 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 renforceront la compétitivité extérieure et contribueront à pérenniser les gains de l'ajustement extérieur tandis que les économies se redressent; dans les pays créanciers, ils renforceront principalement l'investissement et l'emploi. Il convient aussi de progresser dans la mise en œuvre de la directive européenne sur les services, de faire avancer les accords de libre-échange, ainsi que d'intégrer les marchés de l'énergie. Par ailleurs, comme indiqué plus haut, des réformes qui s'attaquent au surendettement hérité du passé (par exemple, en résolvant les prêts improductifs, en facilitant les règlements hors tribunaux et en améliorant les procédures d'insolvabilité) contribueront au redressement de la demande et de l'offre de crédit.
- Au Japon, la priorité devrait être d'opérer des réformes structurelles plus énergiques (la troisième composante des Abenomics). Il est essentiel d'accroître la participation au marché du travail, comme noté plus haut, mais il est possible aussi de rehausser la productivité dans le secteur des services grâce à une dérégulation, d'accroître la productivité du travail en réduisant la dualité

du marché du travail et de favoriser l'investissement grâce à une réforme du gouvernement d'entreprise et à une amélioration de l'offre de capital-risque par le système financier.

### Pays émergents et pays en développement

La croissance dans les pays émergents a été inférieure aux prévisions ces dernières années, après une décennie de croissance très rapide. Cela s'explique en partie par la faiblesse de la croissance dans les pays avancés, qui sont leurs partenaires commerciaux, depuis la crise financière mondiale et par le ralentissement de la croissance en Chine, mais une série de facteurs propres à ces pays jouent un rôle aussi<sup>8</sup>. Les efforts déployés ces dernières années pour rééquilibrer la croissance au profit de sources intérieures ont soutenu l'activité intérieure, mais ils ont aussi accru la vulnérabilité macroéconomique et réduit la marge de manœuvre dans certains pays. Plusieurs pays ont affiché une inflation supérieure à l'objectif fixé ou une position budgétaire plus fragile qu'avant la crise, ou les deux.

La réduction de la vulnérabilité sur fond des risques encore élevés d'inversion des flux de capitaux doit rester un objectif important. Les répercussions macroéconomiques seraient coûteuses si ce risque se matérialisait. En particulier, une croissance plus vigoureuse dans les pays avancés et la normalisation attendue de la politique monétaire aux États-Unis plus tard dans l'année pourraient entraîner une inversion plus persistante des flux de capitaux considérables vers les pays émergents à la recherche de rendements plus élevés depuis la crise; jusqu'à présent, les inversions des flux ont été de courte durée et de faible ampleur, en particulier vers l'Amérique latine (graphique 1.6).

Dans ce contexte, la forte baisse des prix du pétrole au deuxième semestre de 2014 a atténué la vulnérabilité extérieure dans les pays importateurs de pétrole. Mais cette baisse a aussi créé de nouveaux enjeux pour la croissance et a accru la vulnérabilité extérieure et budgétaire dans les pays exportateurs de pétrole :

- De nombreux pays importateurs de pétrole ont réussi à réduire leur vulnérabilité aux chocs au cours de l'année écoulée en adoptant une politique macroéconomique plus rigoureuse pour réduire leur inflation et leur déficit des transactions extérieures courantes. La baisse des prix du pétrole atténuera davantage les tensions inflationnistes et la vulnérabilité extérieure,

en réduisant la facture des importations pétrolières.

L'arbitrage à effectuer entre le soutien de la demande s'il y a des capacités inemployées et la réduction de la vulnérabilité macroéconomique est ainsi devenu moins prononcé, ce qui pourrait permettre aux banques centrales de quelques pays disposant de capacités inemployées de réduire leurs taux directeurs.

- Dans les pays importateurs de pétrole où les emprunts extérieurs ont augmenté vigoureusement ces dernières années et où l'exposition aux risques de financement extérieur reste élevée, il faut continuer de renforcer les finances publiques et d'accroître l'épargne intérieure. Dans les pays ayant des subventions pétrolières, les gains exceptionnels tirés de la baisse des prix du pétrole entraîneront une augmentation de l'épargne du secteur public, sauf dans les pays où une partie, ou la totalité, de ces gains est utilisée pour accroître les dépenses ou réduire les impôts. La question de savoir si tous ces gains doivent être épargnés dépend du volume des capacités inemployées dans un pays donné, de la vigueur de sa position budgétaire et de ses besoins. En particulier, ces gains pourraient permettre de financer des réformes structurelles indispensables, notamment des subventions énergétiques, ou des dépenses propices à la croissance, y compris dans les infrastructures.

Dans les pays exportateurs de pétrole, il est devenu prioritaire de s'attaquer à la hausse de la vulnérabilité extérieure et budgétaire, bien que l'urgence varie considérablement d'un pays à l'autre. Quelques pays exportateurs de pétrole ont accru leur épargne lorsque les prix du pétrole étaient élevés et ont accumulé des ressources qui peuvent maintenant être utilisées pour lisser l'ajustement des dépenses publiques à la baisse des prix. Néanmoins, comme l'on s'attend à ce qu'une partie de la baisse des prix du pétrole soit permanente, il sera important de ne pas différer cet ajustement pour assurer l'équité entre les générations dans l'utilisation du patrimoine pétrolier et préserver une certaine marge de manœuvre qui sera utile pour faire face à des chocs futurs. Dans les pays exportateurs de pétrole disposant d'une marge de manœuvre limitée, une dépréciation considérable de la monnaie sera le principal moyen disponible pour atténuer l'impact du choc sur l'économie. Quelques-uns de ces pays devront renforcer leur cadre monétaire pour éviter qu'une dépréciation conduise à une inflation en permanence plus élevée et à de nouvelles pressions à la dépréciation.

De manière plus générale, les pays émergents et les pays en développement qui n'appliquent pas un régime de change de rattachement devraient être prêts à faire face aux chocs financiers extérieurs en assouplissant leur

<sup>8</sup> Pour des détails, voir le chapitre 4 des PEM d'avril 2014.

taux de change, avec, en complément, d'autres mesures telles que des interventions sur les marchés des changes afin d'en limiter la volatilité. À cet effet, il faudra peut-être renforcer la crédibilité du cadre de politique macroéconomique dans certains pays, et le cadre de politique macroprudentielle doit être prêt à maintenir à un niveau supportable les expositions des bilans aux risques de change (Indonésie, Malaisie, Turquie). Il sera important aussi de faire appliquer ou, si nécessaire, de renforcer la réglementation et le contrôle prudentiels, ainsi que les dispositifs macroprudentiels, dans les pays où la récente croissance rapide du crédit et l'augmentation de l'endettement du secteur privé ont entraîné une nette hausse du ratio crédit/PIB et une augmentation de la vulnérabilité liée au crédit (y compris Brésil, Chine, Thaïlande et Turquie; voir aussi graphique 1.8).

En Chine, le rééquilibrage vers la demande intérieure a jusqu'à présent été le résultat principalement de la croissance rapide de l'investissement et du crédit, un modèle de croissance insoutenable qui a entraîné une hausse de la vulnérabilité dans le secteur des entreprises, le secteur financier et le secteur public. Pour éviter une nouvelle accumulation des risques connexes, il convient de calibrer l'action avec soin pour simultanément limiter la vulnérabilité, gérer le ralentissement correspondant et débloquer des sources durables de croissance. Sur cette base, il est crucial de mettre en œuvre les réformes structurelles des autorités pour donner un rôle plus décisif aux mécanismes de marché, éliminer les distorsions et renforcer les institutions. La mise en œuvre de ces réformes devrait permettre d'utiliser les ressources de manière plus efficiente et donc d'accélérer la croissance de la productivité, ainsi que d'améliorer le niveau de vie pour toutes les catégories de revenus. Il s'agit par exemple de réformes du secteur financier pour renforcer la réglementation et le contrôle, libéraliser les taux créditeurs, accroître le recours aux taux d'intérêt comme instrument de politique monétaire et éliminer les garanties implicites généralisées; de réformes des finances publiques et de la sécurité sociale; ainsi que de réformes des entreprises publiques, y compris mettre les secteurs publics et privés sur un pied d'égalité.

Après plusieurs années où les perspectives de croissance à moyen terme se sont détériorées, il semble qu'il soit temps aussi pour les grands pays émergents d'opérer des réformes structurelles importantes pour accroître 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 partiellement une implication naturelle des progrès récents de la convergence, comme indiqué au

chapitre 3, on craint que la croissance de la production potentielle soit devenue trop tributaire de l'accumulation des facteurs dans certains pays. Le programme de réformes structurelles diffère naturellement d'un pays à l'autre, mais il prévoit l'élimination des goulets d'étranglement dans les infrastructures du secteur de l'électricité (Afrique du Sud, Inde, Indonésie); l'allègement de la réglementation des échanges commerciaux et de l'investissement, et l'amélioration du climat des affaires (Indonésie, Russie); ainsi que la mise en œuvre de réformes dans l'éducation et sur les marchés du travail et de produits afin d'accroître la compétitivité et la productivité (Afrique du Sud, Brésil, Chine, Inde) et améliorer la fourniture des services publics (Afrique du Sud). En Inde, le regain de confiance qui a suivi les élections et la baisse des prix du pétrole offrent une occasion d'exécuter ces réformes structurelles.

### *Gérer les risques liés à la baisse des produits de base dans les pays à faible revenu*

La croissance est demeurée élevée dans le groupe des pays à faible revenu, alors qu'elle s'est affaiblie dans les pays avancés et les pays émergents. Mais les défis liés à la croissance et la vulnérabilité ont augmenté en raison du fléchissement de l'activité dans les pays avancés et les pays émergents, ainsi que de la baisse des prix des produits de base. Par ailleurs, un meilleur accès au financement sur les marchés étrangers a accru l'exposition de certains pays à faible revenu à la volatilité des marchés financiers internationaux.

En conséquence, les perspectives de croissance à court terme ont déjà été révisées à la baisse pour les pays à faible revenu au cours de l'année écoulée, quoiqu'à un degré moindre que pour les autres groupes de pays. Dans plusieurs de ces pays, le déficit budgétaire et le ratio de la dette publique ont augmenté. Étant donné la forte baisse des prix du pétrole, il est encore plus difficile pour les pays à faible revenu exportateurs de pétrole de connaître la croissance. Par ailleurs, il deviendra plus ardu de maintenir des positions budgétaires et extérieures saines, étant donné la pression exercée sur les recettes budgétaires et les recettes en monnaies étrangères.

Les pouvoirs publics doivent réagir face à l'augmentation des défis liés à la croissance et de la vulnérabilité. Dans certains pays, il faut améliorer la position budgétaire dans un contexte caractérisé par la baisse des recettes tirées des produits de base et d'autres exportations, ainsi que par la possibilité d'un ralentissement de la croissance à l'avenir. Les exigences particulières varient d'un pays à l'autre, mais de manière générale, il s'agit d'élargir

l'assiette des recettes et d'ajuster les dépenses non essentielles, tout en préservant les investissements essentiels pour s'attaquer au déficit des infrastructures et les dépenses sociales.

Dans beaucoup de pays à faible revenu, la flexibilité du taux de change facilitera l'ajustement à une demande extérieure et à des conditions financières moins favorables. Mais cette souplesse exigera peut-être de durcir la politique macroéconomique et de renforcer le dispositif de politique monétaire afin de limiter les effets secondaires négatifs sur les prix intérieurs. En outre, pour les pays exportateurs de pétrole disposant d'amortisseurs limités, l'ajustement budgétaire sera à la fois inévitable et urgent. Il sera essentiel aussi de gérer avec soin les engagements en devises sur les bilans.

Par ailleurs, les pays à faible revenu doivent accomplir des progrès en vue d'atteindre les objectifs de développement durable, qui devraient remplacer les objectifs du Millénaire pour le développement en septembre 2015. En dépit de la croissance vigoureuse dans une majorité de ces pays, les progrès accomplis sur le plan des objectifs du Millénaire pour le développement ont été inégaux, et la crise financière mondiale a réduit les gains durement

acquis dans de nombreux cas. Les pays les plus pauvres, les pays fragiles et les pays touchés par des conflits continuent de faire face à des obstacles considérables pour satisfaire leurs priorités sur le plan du développement.

Pour accomplir des progrès en ce qui concerne ces objectifs de développement, il sera important d'agir face à l'augmentation des défis liés à la croissance et de la vulnérabilité. En outre, il conviendra de mettre l'accent sur la mobilisation de ressources durables pour stimuler la croissance. Les priorités varient d'un pays à l'autre, mais, de manière générale, il s'agit 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 qui sont importants pour le système, devront aussi jouer un rôle de soutien important en maintenant un environnement extérieur propice. Parmi les priorités figurent la poursuite de la libéralisation du commerce, la fourniture d'aide au développement et d'assistance technique, l'achèvement des réformes de la réglementation à l'échelle mondiale, ainsi que la coopération en matière de fiscalité internationale et de changement climatique.

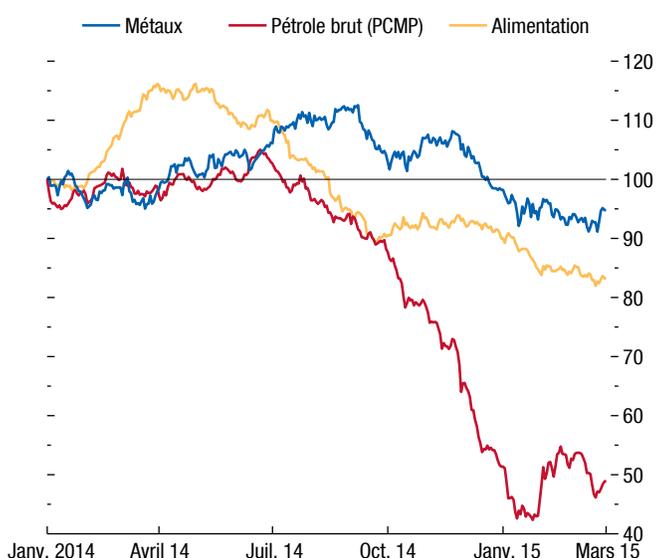
## Dossier spécial : Marchés des produits de base — évolution et prévisions, axés principalement sur l'investissement sur fond de faiblesse des cours du pétrole

Les cours des produits de base ont fortement reculé depuis la publication de l'édition d'octobre 2014 des Perspectives de l'économie mondiale (PEM), à cause d'une chute spectaculaire des cours du pétrole brut due à des facteurs liés à la fois à l'offre et à la demande. Les cours des métaux ont diminué sous l'effet d'un ralentissement de la demande en Chine et d'une augmentation sensible de l'offre de la plupart des métaux. Les cours des denrées alimentaires se sont repliés en raison principalement de récoltes favorables.

Les cours des produits de base ont baissé de 28 % depuis septembre 2014, du fait surtout d'une diminution de 38 % de ceux de l'énergie (graphique 1.DS.1), qui tient pour l'essentiel à une chute de 43 % de ceux du pétrole brut. Les cours du gaz naturel et du charbon ont

Les auteurs de ce dossier sont Rabah Arezki (chef d'équipe), Akito Matsumoto, Shane Streifel et Hongyan Zhao, avec le concours de Vanessa Diaz Montelongo et Rachel Fan en matière de recherche. Les auteurs remercient Rystad Energy et Per Magnus Nysveen en particulier de leur avoir fourni des données exclusives sur les dépenses d'équipement et les structures des coûts.

**Graphique 1.DS.1. Indices des cours des produits de base**  
(1<sup>er</sup> janvier 2014 = 100)



Sources : Bloomberg, L.P.; FMI, système des cours des matières premières.  
Note : L'indice des métaux est un indice pondéré des métaux suivants — aluminium, cuivre, plomb, nickel, étain et zinc. L'indice des denrées alimentaires est un indice pondéré des produits suivants : orge, maïs, blé, riz, tourteaux de soja, soja, huile de soja, porc, huile de palme, volailles et sucre. Les données vont jusqu'au 25 mars 2015. PCMP = prix au comptant moyen du pétrole (moyenne des références UK Brent, Dubai et West Texas Intermediate, également pondérée).

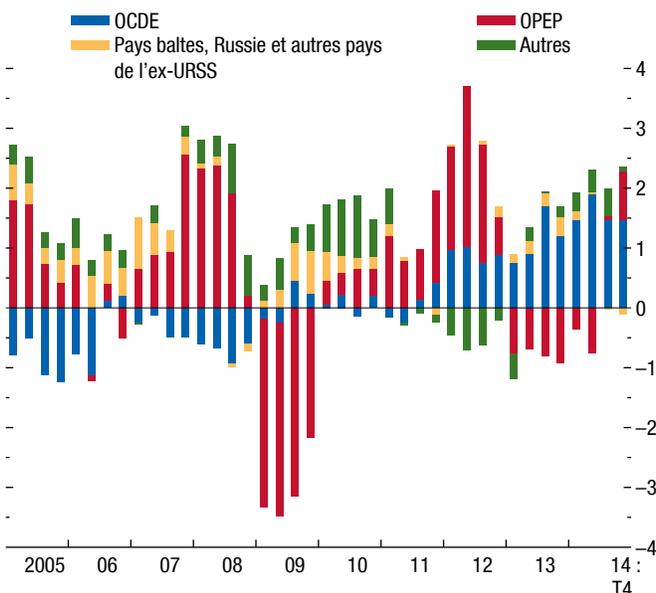
moins reculé, en partie parce que les contrats sont indexés sur les cours du pétrole avec un décalage. Les cours des produits de base hors combustibles ont aussi enregistré un repli, de 15 % pour les métaux et de 6 % pour les produits agricoles de base.

L'effondrement des cours du pétrole s'explique par des facteurs liés à la fois à l'offre et à la demande (voir Arezki et Blanchard, 2014 et l'encadré 1.1). S'agissant de l'offre, trois facteurs ont été particulièrement déterminants :

- *Des augmentations imprévues de la production dans les pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP)*, qui ont tenu en partie au redressement plus rapide que prévu de la production dans certains de ces pays (dont l'Iraq et parfois la Libye) après des interruptions et baisses (graphique 1.DS.2).
- *Des hausses de la production hors OPEP* qui, tout en ayant été largement conformes aux anticipations au second semestre de 2014, les avaient dépassées en 2013 et au début de 2014. Dans l'ensemble, la production hors OPEP a augmenté de près de 1,3 million de barils par jour (mbj) en 2013 et de plus de 2,0 mbj en 2014. Dans la majorité des cas, la progression de l'offre reflète celle de la production en Amérique du Nord, tirée par le pétrole de schiste aux États-Unis.
- *Une réorientation inattendue de l'offre des pays de l'OPEP* qui ont décidé, en novembre 2014, de ne pas réduire leur production lorsque l'offre est devenue positive en termes de flux nets (écart entre la production et la consommation mondiales), mais de maintenir leur objectif commun de production de 30 mbj malgré le gonflement des stocks (lié à cette offre positive).

La croissance mondiale de la consommation de pétrole a ralenti sensiblement en 2014 pour se chiffrer à environ 0,7 mbj (soit une hausse de 0,7 % par rapport à 2013), c'est-à-dire la moitié de celle enregistrée en 2012–13. Ce ralentissement traduit principalement une nouvelle baisse de la consommation dans les pays de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques), surtout en Europe et dans le Pacifique, après une augmentation atypique en 2013 (d'une manière générale, la demande de pétrole de ces pays diminue depuis 2005). La croissance nette de la consommation s'explique intégralement par celle enregistrée par les pays émergents, même si celle-ci est restée faible à environ 1,1 mbj (soit une progression de 2,5 % par rapport à l'année précédente).

**Graphique 1.DS.2. Croissance de l'offre de pétrole**  
(Millions de barils par jour; variation en pourcentage sur un an)



Sources : Agence internationale de l'énergie; calculs des services du FMI.

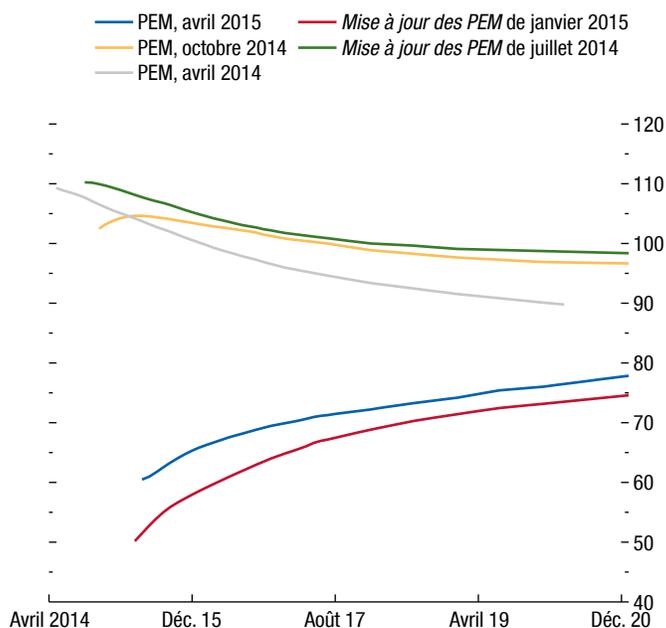
Note : OCDE = Organisation de coopération et de développement économiques; OPEP = Organisation des pays exportateurs de pétrole.

L'offre dépassant nettement la demande, les stocks de pétrole brut ont augmenté dans les pays de l'OCDE, surtout en Amérique du Nord. Les stocks de Cushing, en Oklahoma, point de fixation des cours à terme du West Texas Intermediate (WTI) sur le New York Mercantile Exchange, se sont considérablement accrus cette année et le WTI se négocie de nouveau avec une forte décote par rapport au Brent<sup>1</sup>. Cette constitution de stocks à Cushing s'explique par la hausse continue de la production aux États-Unis et des importations en provenance du Canada, une réduction du raffinage pour des raisons d'entretien et la chute saisonnière de la consommation à l'approche du printemps. Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), les stocks de pétrole des pays de l'OCDE pourraient se rapprocher de leur pic au milieu de 2015, mais les bilans pétroliers mondiaux devraient se contracter au second semestre de l'année et en 2016.

Le marché à terme du pétrole laisse entrevoir une hausse des cours (graphique 1.DS.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 58,10 dollars en 2015; 65,70 dollars en 2016 et 69,20 dollars en 2017 (graphique 1.DS.4). Cette tendance traduit probablement

<sup>1</sup>Il convient de souligner que le U.S. Department of Energy a récemment annoncé qu'il allait reprendre les achats destinés aux réserves stratégiques.

**Graphique 1.DS.3. Courbes des cours à terme du Brent**  
(Dollars le baril; date d'expiration sur l'axe des abscisses)



Sources : Bloomberg, L.P.; estimations des services du FMI.

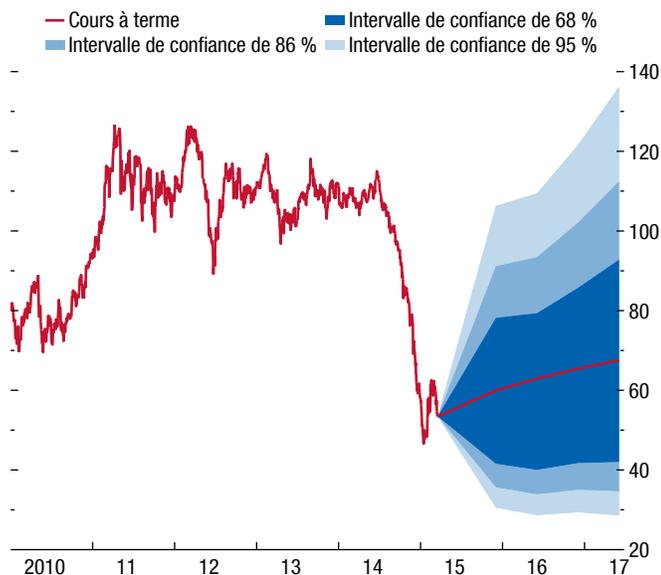
le sentiment du marché selon lequel la croissance de la production ralentira à mesure que la faiblesse des cours freinera les incitations à l'investissement et au forage.

De grandes incertitudes pèsent sur les hypothèses de référence des cours du pétrole. Le changement de politique des pays de l'OPEP pourrait être un facteur majeur de hausse. En outre, la demande de pétrole pourrait quelque peu augmenter, la croissance étant plus vigoureuse depuis la baisse des cours en 2014. Il existe toujours des risques géopolitiques, les difficultés des pays producteurs en crise étant aggravées par un recul des recettes d'exportation du pétrole. Des excédents prolongés dus à une demande globale plus faible et une croissance soutenue de la production pourraient entraîner des risques de baisse. Si le secteur devait s'ajuster plus rapidement que prévu à la diminution des cours et réduire ses coûts, la production pourrait dépasser les anticipations et le marché rester excédentaire en 2016.

L'un des facteurs clés de l'ajustement du marché pétrolier à la baisse des cours est la réaction de l'investissement et, par là même, de la production de pétrole à venir. Les dépenses en capital consacrées à l'exploitation du pétrole ont déjà commencé à diminuer. Au troisième trimestre de 2014, les dépenses en capital globales des grandes sociétés pétrolières étaient inférieures de 7 % à leurs niveaux trimestriels moyens de 2013 selon Rystad Energy, dont les projections font état d'un recul sensible de ces dépenses tout au long de 2017. En

### Graphique 1.DS.4. Perspectives des cours du Brent, 17 mars 2015

(Dollars le baril)



Sources : Bloomberg, L.P.; estimations des services du FMI.

outre, la production de certaines sources d'approvisionnement à coût élevé risque de ne pouvoir être soutenue si les cours actuels ne couvrent pas les coûts variables. La seconde partie du présent dossier spécial est consacrée à la réaction de l'investissement au faible niveau des cours du pétrole.

Les cours des métaux ont baissé de 15 % depuis septembre 2014 sous l'effet d'un affaiblissement de la demande en Chine et d'une forte hausse de l'offre de la plupart des métaux, notamment le minerai de fer. Cette hausse est due à un accroissement des capacités qui s'ajoute à celui déjà sensible enregistré ces dernières années, de sorte que les cours des métaux sont à l'heure actuelle inférieurs de 44 % à leur pic de 2011. En Chine, l'activité ralentit dans la plupart des secteurs, mais surtout dans celui du bâtiment. Ce pays, qui consomme environ 47 % des métaux de base mondiaux (contre 13 % en 2000), a le plus contribué à la croissance de la consommation mondiale au cours des années 2000–14. La consommation mondiale de métaux devrait normalement continuer de progresser modérément, le ralentissement observé en Chine étant en partie compensé par une croissance plus forte de la demande dans le reste du monde à mesure que l'activité reprend. On s'attend à ce que les cours annuels moyens des métaux diminuent de 17 % en 2015, en raison principalement des baisses enregistrées au second semestre de 2014, puis fléchissent légèrement en 2016, et se stabilisent plus ou moins par la suite, les marchés se rééquilibrant (sous l'angle de l'offre essentiellement). En 2015, la plus forte baisse devrait être

accusée par les cours du minerai de fer, dont les capacités de production ont le plus augmenté en Australie et au Brésil.

Les cours des produits agricoles de base ont dans l'ensemble diminué de 6 %. Ceux des denrées alimentaires ont baissé de 7 % depuis septembre 2014, les principaux indices ayant tous reculé, exception faite de celui des poissons et fruits de mer qui a légèrement augmenté. Par rapport à leur pic de 2011, ils ont diminué de 23 % du fait de récoltes exceptionnelles ou quasi exceptionnelles dans le cas des grandes cultures. Les cours des boissons et des matières premières agricoles sont également inférieurs à ceux de septembre 2014 et à leurs sommets de 2011. Les cours du thé constituent une exception notable : ils ont augmenté à cause des inquiétudes soulevées par la sécheresse au Kenya. Après avoir fortement grimpé en 2014 en raison de déficits de l'offre liés aux conditions atmosphériques au Brésil, les cours du café arabica fléchissent, la production devant normalement rebondir cette année. Les cours de la viande, qui se sont également envolés l'an dernier du fait des limites de l'offre aux États-Unis, diminuent depuis lors à cause des répercussions sur la demande et de l'extension anticipée des troupeaux.

Selon les projections, les cours annuels des denrées alimentaires diminueront de 16 % en 2015 et de 3 % en 2016, la situation de l'offre de nombreux produits alimentaires devant encore s'améliorer — à supposer que les conditions atmosphériques soient favorables. De fortes baisses sont anticipées pour les cours des céréales principales et des huiles végétales, en particulier le blé et le soja. Le recul des coûts des carburants accroîtra aussi la rentabilité des productions agricoles et freinera la demande de biocarburants, en particulier le biodiesel extrait du sucre et de l'huile de palme. La production d'éthanol à partir du maïs aux États-Unis est essentiellement fonction de décisions prises par les pouvoirs publics. Les cours de la viande, qui devraient augmenter légèrement pendant la période couverte par les prévisions en raison d'une forte demande et d'une offre relativement serrée, constituent la seule exception à cette trajectoire baissière.

### Investissement sur fond de faiblesse des cours du pétrole

Dans un contexte marqué par la faiblesse des cours du pétrole, la baisse de l'investissement dans les sables bitumineux, le pétrole en eau profonde et, dans une moindre mesure, le pétrole de schiste<sup>2</sup> a provoqué un recul sensible de l'investissement mondial dans le secteur pétrolier (dans lequel le pétrole est un extrait) ces neuf derniers mois. À

<sup>2</sup>L'analyse présentée dans cette sous-section est principalement consacrée à la production de pétrole brut et exclut les liquides et condensats de gaz naturel, ainsi que les gains de raffinerie.

cause du bas niveau de ces cours, les opérations de prospection et d'extraction sont moins rentables et, parfois, peu économiques, ce qui entraîne une réduction de l'investissement. On s'attend à ce que la croissance de la production mondiale de pétrole ralentisse modérément, mais après un long délai. Elle pourrait, dans certains cas, s'arrêter dans le cas de gisements, notamment dans les sables bitumineux ou en eau profonde, dont le coût marginal dépasse les cours. La faiblesse des cours du pétrole devrait néanmoins générer d'importants gains d'efficacité qui feront baisser les coûts et limiteront quelque peu l'ajustement de l'investissement et de la production.

Il est important de comprendre la réaction dynamique de l'investissement pétrolier à la chute des cours du pétrole pour au moins deux raisons. Premièrement, cette réaction au niveau mondial conditionne celle de la production, puis se répercute sur les cours. Étant donné le délai anticipé pour la réaction de la production, les cours ne retrouveront, toutes choses égales par ailleurs, des niveaux supérieurs que de façon progressive. En second lieu, il se peut que, dans certains pays, l'investissement pétrolier représente une part élevée de l'investissement total et ait des retombées macroéconomiques importantes.

Dans le secteur non pétrolier (dans lequel le pétrole est un intrant), la baisse des cours se traduit par celle des coûts, ce qui dope les bénéfices et l'investissement. À l'évidence, cet atout est d'autant plus sensible dans un pays que l'intensité énergétique de son secteur non pétrolier est forte. Par exemple, le ratio consommation de pétrole/PIB est de 3,7 % au Japon, contre 12,4 % en Thaïlande, ce qui laisse supposer que l'économie thaïlandaise pourrait profiter davantage d'une baisse des cours du pétrole que l'économie japonaise. Cette question est approfondie au chapitre 4. Nonobstant la réaction des autorités à la chute des cours internationaux du pétrole, la structure économique du pays déterminera la robustesse relative des circuits de la consommation et de l'investissement.

La prochaine sous-section aborde les questions suivantes :

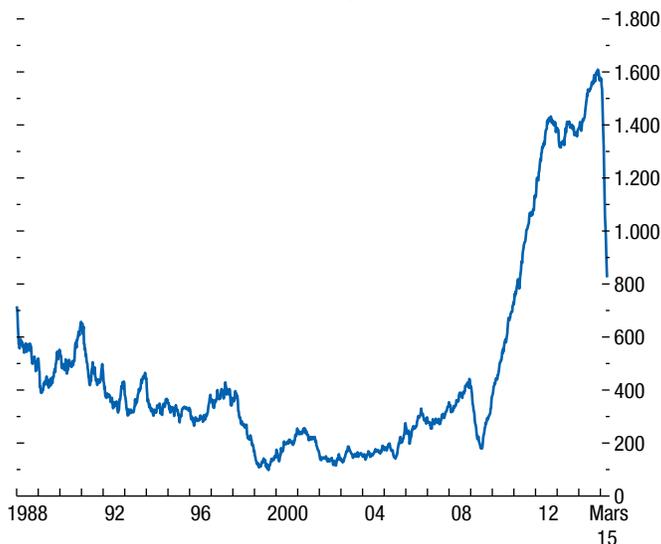
- Comment l'investissement dans le secteur pétrolier réagit-il à la baisse des cours?
- Comment la production de pétrole réagit-elle à la baisse des cours?

### Investissement dans le secteur pétrolier

L'investissement dans le secteur pétrolier a reculé par suite du récent effondrement des cours du pétrole. Dans le monde entier, les entreprises en amont réduisent leurs dépenses en capital et licencient à en juger par les rapports de presse publiés depuis septembre 2014. Aux

### Graphique 1.DS.5. États-Unis : installations de forage, données hebdomadaires

(Nombre d'installations en exploitation)



Source : Baker Hughes Inc.

États-Unis, la diminution du nombre d'installations de forage terrestre utilisées est sensible à compter de cette date, tout en étant très inférieure à l'augmentation observée durant les quelques années précédentes (graphique 1.DS.5). Un examen sommaire de ces données semble indiquer que le délai entre le début de la chute des cours et la variation du nombre d'installations de forage se situe entre 3 et 6 mois.

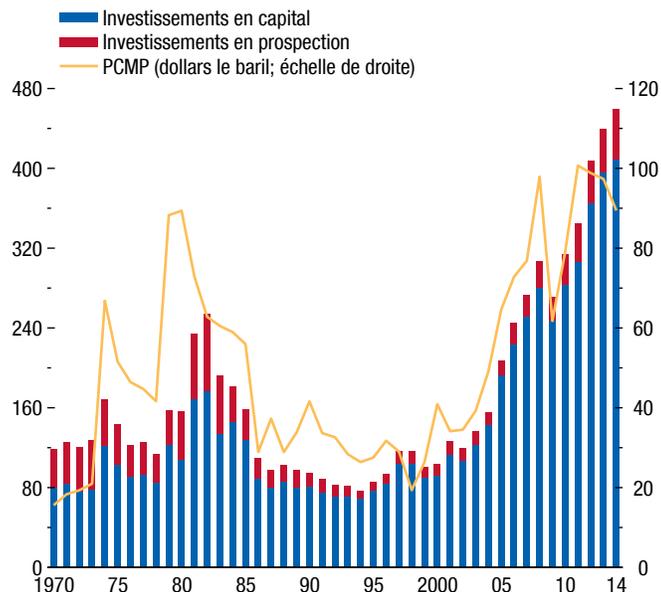
Historiquement, l'investissement mondial dans le secteur pétrolier suit étroitement l'évolution des cours du pétrole (graphique 1.DS.6)<sup>3</sup>. L'augmentation des dépenses mondiales en capital dans ce secteur dans la première décennie 2000 a été sans précédent et traduit une période prolongée de cours élevés du pétrole. En fait, la hausse rapide de la demande, surtout dans de grands pays émergents comme la Chine et l'Inde, a tiré les cours vers le haut et encouragé l'investissement dans des formations de pétrole de réservoirs étanches qui n'étaient pas rentables lorsque les cours étaient faibles<sup>4</sup>.

Lors des précédentes périodes de baisse spectaculaire des cours, l'investissement dans le secteur pétrolier s'est

<sup>3</sup>Les séries sur l'investissement et les cours du pétrole sont déflatées à l'aide d'un indice des prix pour l'investissement fixe privé dans le matériel minier et pétrolier aux États-Unis publié sur le site Web du Bureau of Economic Analysis.

<sup>4</sup>Voir, par exemple, Blanchard et Galí, 2009; Hamilton, 2003; Kilian, 2009; Cashin *et al.*, 2014 pour des études systématiques sur le rôle relatif des facteurs liés à l'offre et à la demande dans les cours du pétrole. Voir aussi Aastveit, Bjørnland et Thorsrud, à paraître, pour une étude axée sur le rôle de la demande des pays émergents.

**Graphique 1.DS.6. Pétrole : investissements et cours mondiaux**  
(Milliards de dollars constants de 2010, sauf indication contraire)



Sources : FMI, système des cours des matières premières; études et analyses de Rystad Energy; estimations des services du FMI.

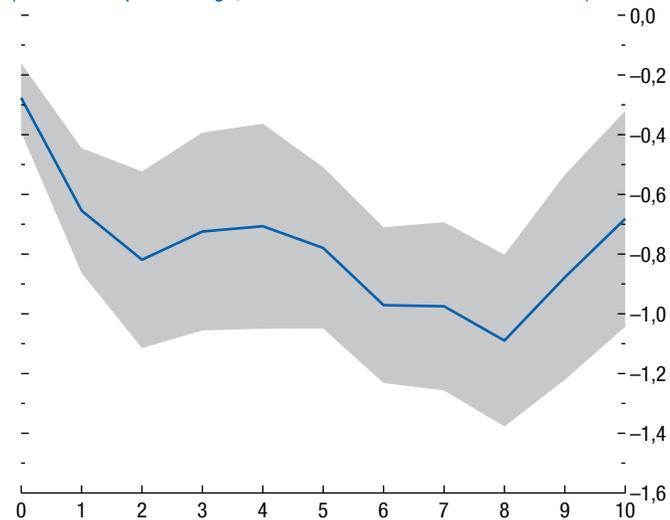
Note : PCMP = prix au comptant moyen du pétrole (moyenne des références UK Brent, Dubaï et West Texas Intermediate, également pondérée).

effondré, notamment dans les années 80, lorsque l'Arabie saoudite a volontairement cessé de jouer le rôle de producteur d'appoint<sup>5</sup>, les cours du pétrole passant alors de 27 à 14 dollars le baril. Au début de cette période, les dépenses de prospection, activité à risque, ont baissé plus que les autres. Un autre recul spectaculaire (mais plus temporaire) des cours s'est produit à la fin de 2008 durant la crise financière mondiale. L'investissement pétrolier a chuté sensiblement, avant de se redresser fortement l'année suivante.

Une enquête empirique utilisant des données annuelles et historiques de Rystad pour la période 1970–2014 et portant sur 41 pays représentant plus de 90 % de la production et de l'investissement pétroliers dans le monde confirme les effets rapides et quantitativement élevés de la faiblesse des cours du pétrole sur l'investissement dans ce secteur. Les résultats sont obtenus à l'aide d'une régression simple en panel à retards échelonnés incluant le taux de croissance de l'investissement réel comme variable dépendante et le taux de croissance des cours du pétrole brut parmi les variables explicatives (graphique 1.DS.7). D'après les estimations, un repli de 1 % du cours du pétrole brut va de pair avec une contraction de plus de 0,6 % de l'écart par rapport à l'investissement tendanciel après trois ans. Ces résultats donnent à penser que la baisse des cours du pétrole se répercute sur

<sup>5</sup>Désigne un producteur qui ajuste sa production de façon à atteindre un cours fixé comme objectif pour un produit de base donné.

**Graphique 1.DS.7. Pétrole : réaction des investissements aux cours**  
(Variation en pourcentage; années à venir sur l'axe des abscisses)



Note : Ce graphique montre l'écart de l'investissement pétrolier par rapport à la tendance sous l'effet d'une variation des cours du pétrole. La réaction cumulée est calculée sur la base de la régression de la différence première des logs de l'investissement sur les retards échelonnés (10) de la différence première des logs des cours du pétrole, une fois neutralisés les effets fixes des pays. Les zones ombrées correspondent à des intervalles de confiance de 95 %.

l'investissement en moins d'un an<sup>6</sup> et confirmer que le récent recul de ces cours a déjà un effet prononcé sur l'investissement dans le secteur pétrolier<sup>7</sup>.

En outre, les incertitudes sur l'évolution future des cours du pétrole s'accroissent. S'il n'est pas facile d'en faire la démonstration, une mesure élémentaire établie à partir d'informations tirées d'options sur contrats à terme entre juillet 2014 et janvier 2015 semble indiquer que, depuis quelques mois, les marchés anticipent une probabilité nettement plus forte de cours extrêmes pour le pétrole<sup>8</sup>. Ces incertitudes accrues peuvent freiner la

<sup>6</sup>Il ressort de ces estimations que le recul des cours du pétrole dans le scénario de référence des PEM s'accompagne d'une baisse de 14 % de l'investissement par rapport à la tendance pendant la première année et de baisses cumulées de 30 % sur trois ans et de 20 % sur cinq ans.

<sup>7</sup>Cette spécification neutralise les effets fixes propres aux pays, qui neutralisent eux-mêmes les effets de caractéristiques intemporelles comme les différences entre la richesse en pétrole et les institutions des pays. Par exemple, Deacon et Bohn (2000) apportent une preuve empirique que le risque de propriété freine l'exploitation des ressources dans certains cas. La régression se fonde alors uniquement sur les variations des cours du pétrole pour expliquer celles de l'investissement dans le pays. Il convient toutefois d'interpréter les résultats avec une certaine prudence, étant donné qu'ils représentent des corrélations et non une relation causale.

<sup>8</sup>D'autres mesures des incertitudes qui pèsent sur les cours du pétrole sont notamment les indices de l'instabilité du secteur pétrolier, qui ont fortement augmenté dans un passé récent, même si cette augmentation est en partie mécanique et s'explique par la chute des cours.

progression de l'investissement dans le secteur pétrolier, voire dans les secteurs non pétroliers à forte intensité pétrolière<sup>9</sup>. Les effets des incertitudes sont aggravés par la nature essentiellement irréversible de l'investissement dans le secteur pétrolier conventionnel<sup>10</sup>. Les travaux publiés sur l'investissement global ont montré la contribution, sur le double plan théorique et empirique, des incertitudes à la valeur croissante de l'option consistant à attendre pour investir, surtout dans un contexte marqué par une irréversibilité partielle (voir, par exemple, Bertola et Caballero, 1994; Bloom, Bond et Van Reenen, 2007). Il existe aussi une preuve directe que les incertitudes réduisent l'investissement dans le secteur pétrolier<sup>11</sup>.

Le présent dossier spécial examine maintenant les effets d'une baisse de l'investissement pétrolier sur la production de pétrole.

### Production du secteur pétrolier

On ne s'attend pas à ce que la production de pétrole ralentisse sensiblement à court terme par suite du récent effondrement des cours. Historiquement, les périodes de chute des cours du pétrole et, par la même, de l'investissement dans ce secteur, ne sont pas suivies immédiatement par une baisse de la production. La production de pétrole réagit le plus souvent avec retard à cause du long délai nécessaire pour transformer l'investissement en production. Plus précisément, une chute des cours ne modifie guère les incitations des producteurs qui ont déjà installé leurs capacités. En revanche, la faiblesse des cours influence la production ultérieure sous l'effet d'une contraction des dépenses de prospection et d'un recul de l'investissement dans la mise en valeur de nouveaux gisements<sup>12</sup>.

<sup>9</sup>Pour une étude des effets sur l'activité économique mondiale réelle des incertitudes pesant sur les cours du pétrole, voir, par exemple, Soojin (2014) et Elder et Serletis (2010). Ces derniers laissent entendre que ces effets sont à la fois économiquement et statistiquement significatifs, même si des problèmes méthodologiques continuent de se poser lorsque les incertitudes sont mesurées et leurs retombées déterminées indépendamment de la faiblesse des cours du pétrole.

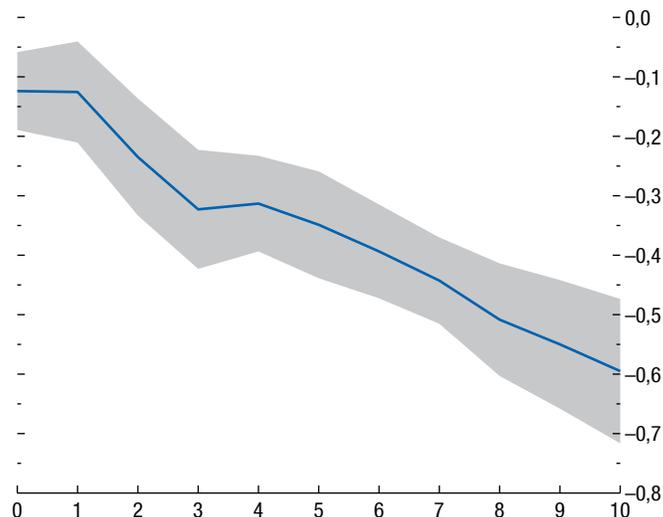
<sup>10</sup>La production de pétrole non conventionnel, en particulier celle de pétrole de réservoirs étanches, engendre moins de coûts irrécupérables, aussi moins d'incertitudes planent-elles sur les cours à venir.

<sup>11</sup>Par exemple, Kellogg (2014) estime la réaction de l'investissement à l'évolution des incertitudes à l'aide de données sur les forages pétroliers au Texas et l'instabilité anticipée des cours du pétrole. Il constate que les activités de forage réagissent aux variations de l'instabilité des cours selon une échelle conforme à la réaction optimale prévue en théorie et que le coût d'une absence de réaction aux chocs sur la stabilité est économiquement significative.

<sup>12</sup>Anderson, Kellogg et Salat (2014) montrent empiriquement que les variations des cours du pétrole ont un effet à la marge extensive, plutôt qu'à la marge intensive, sur les incitations des producteurs — c'est-à-dire qu'elles influent sur les dépenses de prospection et la décision d'investir

### Graphique 1.DS.8. Secteur pétrolier : réaction de la production à l'investissement

(Variation en pourcentage; années à venir sur l'axe des abscisses)



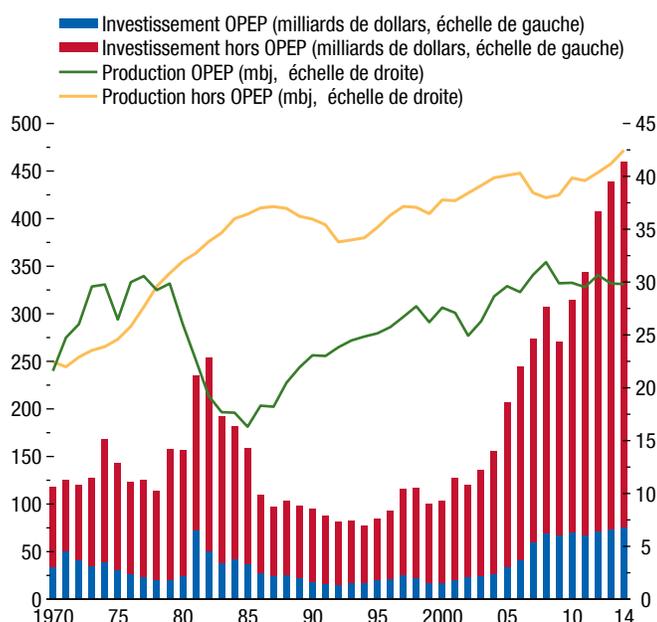
Source : estimations des services du FMI.

Note : Ce graphique montre l'écart de la production de pétrole par rapport à la tendance sous l'effet d'une variation de l'investissement pétrolier. La réaction cumulée est calculée sur la base de la régression de la première différence des logs de la production sur les retards échelonnés (10) de la première différence des logs de l'investissement, une fois neutralisés les effets fixes des pays. Les zones ombrées correspondent à des intervalles de confiance de 95 %.

Des données empiriques, tirées du même échantillon de 41 pays sur la période 1970–2014 (voir supra), confirme la lenteur de la réaction de la production à la chute de l'investissement dans le secteur pétrolier. Les résultats d'une régression simple en panel à retards échelonnés qui inclut la production de pétrole comme variable dépendante et l'investissement pétrolier comme variable explicative donnent à penser qu'une réduction de 1 % de l'investissement va de pair avec une diminution de 0,4 % de la production par rapport à sa tendance, mais après cinq ans seulement (graphique 1.DS.8)<sup>13</sup>. Il convient d'assortir de réserves toute interprétation selon laquelle ces résultats expriment une relation causale,

dans de nouveaux gisements, sans pour autant modifier sensiblement la production des gisements en cours d'exploitation. Pour expliquer ces faits, les auteurs utilisent le modèle classique de Hotelling (1931) d'extraction des ressources épuisables en lui donnant la forme d'un problème de forage : les entreprises choisissent les dates de forage, mais la production des puits existants est limitée par la pression de réservoir, qui diminue à mesure que le pétrole est extrait. Le modèle intègre une règle modifiée de Hotelling pour les recettes de forage, déduction faite des coûts, et explique pourquoi la production est en règle générale freinée.

<sup>13</sup>Ces estimations laissent supposer que la chute de l'investissement consécutive au recul des cours du pétrole dans le scénario de référence des PEM serait associée à une baisse de 4,4 % de la production tendancielle sur trois ans et de plus de 10 % sur cinq ans.

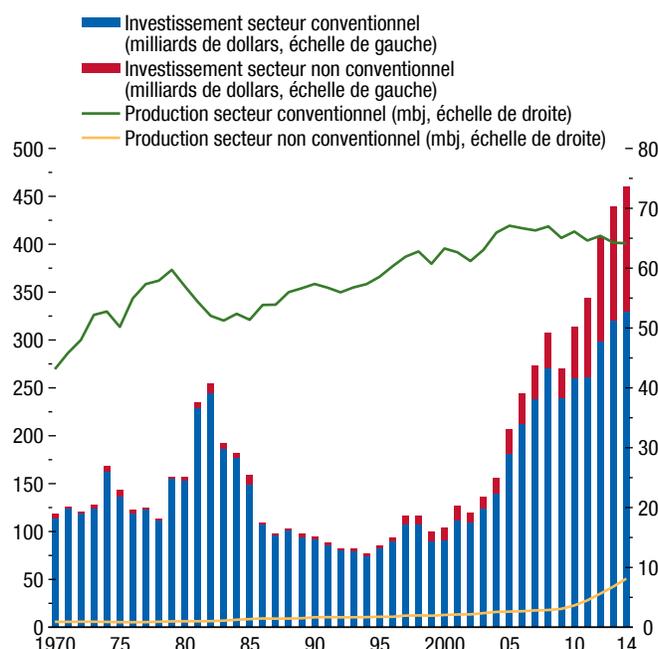
**Graphique 1.DS.9. Secteurs pétroliers de l'OPEP et hors OPEP : production et investissement**

Sources : études et analyses de Rystad Energy; calculs des services du FMI.

Note : mbj = millions de barils par jour; OPEP = Organisation des pays exportateurs de pétrole.

encore que les variations de l'investissement précèdent naturellement celles de la production. Les conséquences de la faiblesse des cours du pétrole sur l'investissement et la production à venir se traduisent déjà dans les anticipations des participants au marché; la courbe des cours à terme est orientée à la hausse, ce qui laisse supposer une augmentation ultérieure des cours au comptant. L'AIE a également abaissé ses prévisions sur la production hors OPEP, par suite du ralentissement des dépenses en capital, dans son dernier rapport sur le marché pétrolier à moyen terme (AIE 2015), même si de fortes variations de la production ne sont pas anticipées pendant quelques années. À court terme, elle a relevé ses prévisions de production pour 2015; cependant, un ralentissement sensible de la production est anticipé en Amérique du Nord.

La production de l'OPEP, et en particulier de l'Arabie saoudite, premier pays producteur de l'organisation, est également guidée par des considérations stratégiques. L'OPEP s'est explicitement employée à influencer les cours, ce qui donne à penser que le marché pétrolier n'est pas un marché parfaitement concurrentiel où les producteurs sont en situation de concurrence atomistique et prennent les prix tels qu'ils sont. Par exemple, face à la hausse de la production hors OPEP dans les années 80, l'Arabie saoudite avait réduit sensiblement la sienne pendant quelques années (graphique 1.DS.9). Cette

**Graphique 1.DS.10. Secteurs pétroliers conventionnel et non conventionnel : production et investissement**

Sources : études et analyses de Rystad Energy; calculs des services du FMI.

Note : mbj = millions de barils par jour.

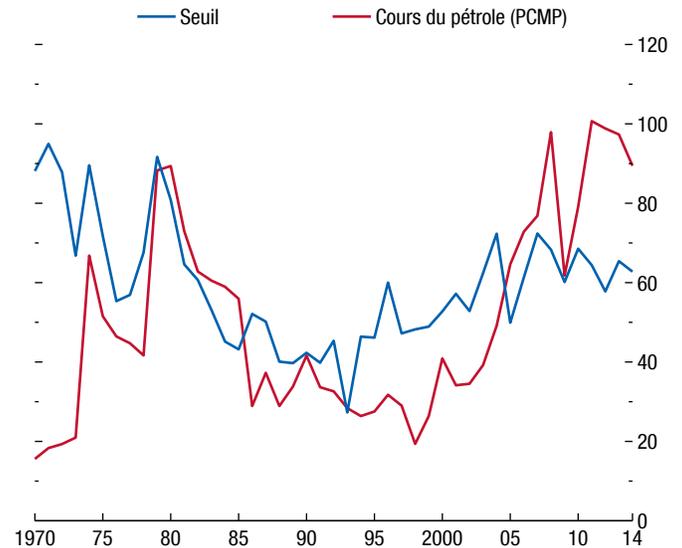
compression n'a pas été suffisante pour freiner la chute des cours, aussi ce pays a-t-il revu sa position en 1986, ce qui a entraîné une nouvelle baisse des cours (voir Gately, 1986). L'histoire semble se répéter avec l'augmentation de la production du pétrole non conventionnel en Amérique du Nord (graphique 1.DS.10). Ces derniers mois, l'Arabie saoudite a expressément déclaré qu'elle ne réduirait pas sa production face à la hausse de celle de pays n'appartenant pas à l'OPEP et à la baisse des cours qui en résulte, malgré les pressions exercées par d'autres membres de l'organisation. Selon certains commentateurs, cette stratégie vise à éliminer du marché certaines activités d'extraction relativement plus coûteuses. L'actuel niveau des cours influera quelque peu sur la production aux États-Unis, mais dans une mesure moindre que dans certains pays non membres de l'OPEP (voir infra).

Il est possible que la réaction de la production de pétrole à la faiblesse des cours soit plus rapide que par le passé. L'évolution des seuils mondiaux de rentabilité (niveau en deçà duquel l'extraction n'est plus rentable) montre que, durant la première décennie 2000, les cours ont nettement dépassé ces seuils jusqu'à leur récent effondrement, certains gisements devenant alors non rentables (graphique 1.DS.11). Malgré des coûts de déclassement assez élevés, l'écart considérable qui est apparu entre les cours (environ 52 dollars le baril en mars 2015) et les

seuils conduira à terme à arrêter la production de certains gisements qui ne sont plus rentables. Naturellement, des mesures dynamiques de réduction des coûts et d'autres gains d'efficacité, tirés notamment d'opérations de consolidation dans le secteur, limiteront les répercussions de la faiblesse des cours sur l'investissement et, par la même, la production. En outre, les coûts moyens de production du pétrole de schiste, élément moteur de la croissance de la production mondiale, se rapprochent sans doute des coûts marginaux, car les taux d'épuisement des gisements sont en général plus élevés que dans le cas du pétrole conventionnel. À en juger par la répartition géographique des coûts d'exploitation par baril, il semble que les gisements les plus onéreux à exploiter se situent notamment au Canada, en mer du Nord et au Royaume-Uni (graphique 1.DS.12)<sup>14</sup>. En conséquence, les répercussions de l'effondrement des cours seront plus rapides et plus intenses sur ces sites. Une enquête approfondie de la structure des coûts de production du pétrole de schiste aux États-Unis laisse entendre que cette production enregistre promptement des gains d'efficacité, étant donné que le cycle de l'investissement est encore plus ou moins à ses débuts. Selon les projections de

<sup>14</sup>La production de pétrole de schiste aux États-Unis semble mieux résister à la chute des cours, compte tenu de l'augmentation des gains d'efficacité. Toutefois, les taux de rentabilité seront nettement inférieurs et certaines sociétés très endettées qui n'ont pris aucune garantie contre cette chute connaissent déjà des difficultés financières et doivent réduire sensiblement leurs dépenses en capital et procéder à des licenciements massifs.

**Graphique 1.DS.11. Évolution des seuils de rentabilité**  
(Dollars constants de 2010 le baril)

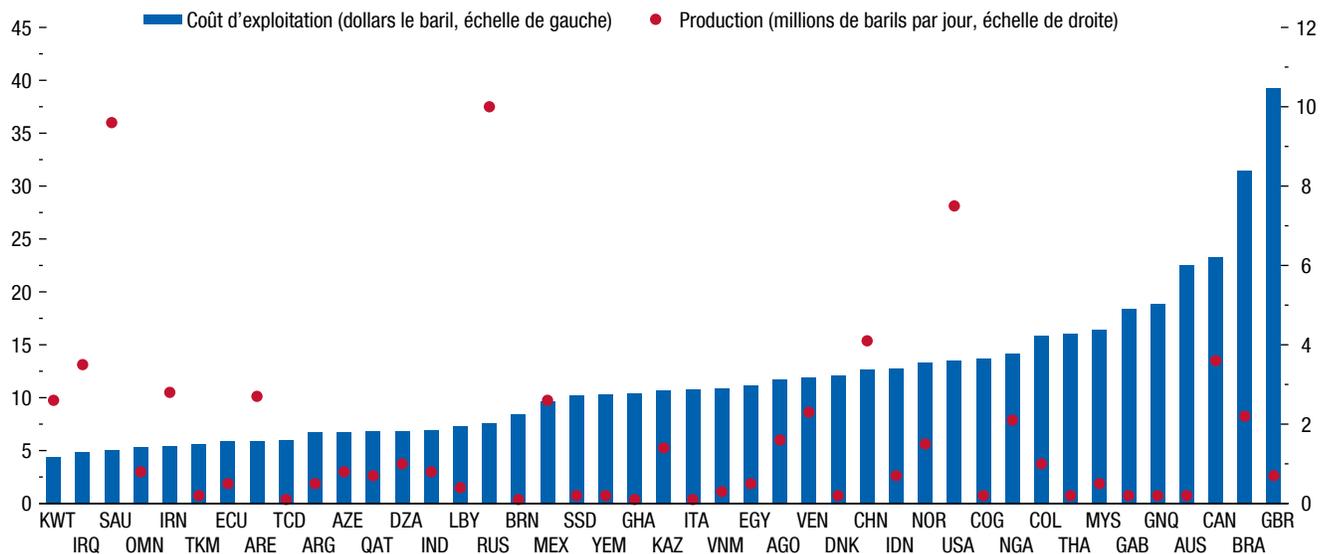


Sources : FMI, système des cours des matières premières; études et analyses de Rystad Energy; calculs des services du FMI.

Note : PCMP = prix au comptant moyen du pétrole (moyenne des références UK Brent Brent, Dubaï et West Texas Intermediate, également pondérée).

Rystad, la faiblesse des cours du pétrole devrait normalement avoir un impact moins sensible sur la production de pétrole de schiste aux États-Unis que sur celle en eau profonde ou dans les sables bitumineux, notamment au Brésil, au Canada et au Royaume-Uni.

**Graphique 1.DS.12. Pétrole : production et coûts d'exploitation par pays**



Sources : études et analyses de Rystad Energy; calculs des services du FMI.

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

### Encadré 1.1. L'effondrement des cours du pétrole : question d'offre ou de demande?

Les cours du pétrole ont diminué de moitié entre juin et décembre 2014. Les retombées de ce recul sur l'économie mondiale dépendent de manière cruciale des facteurs sous-jacents. Si elle tient à une augmentation de l'offre, la baisse aurait dû stimuler la croissance mondiale de diverses façons, notamment en relevant les revenus réels des consommateurs de pétrole. Par contre, si elle est imputable à une contraction de l'activité, elle serait purement et simplement le symptôme d'une faiblesse de la demande mondiale.

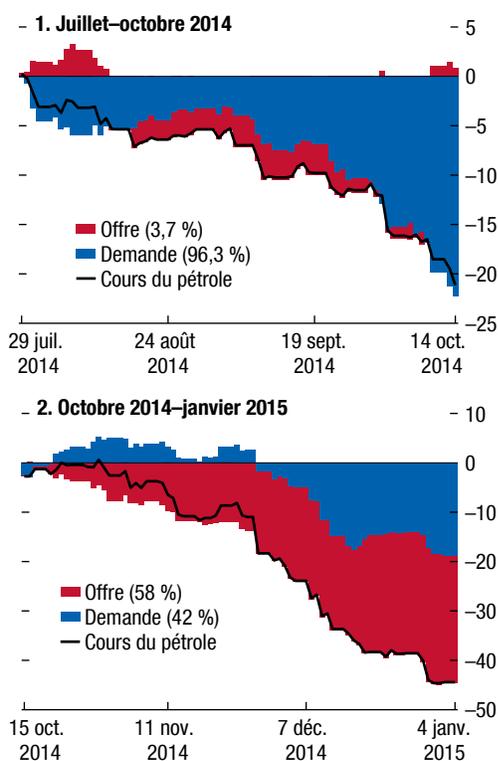
Il est difficile d'identifier les chocs à l'origine du recul. Le pétrole brut est un bien stockable et, à ce titre, un actif réel : son cours dépend non seulement de la situation de l'offre et de la demande, mais aussi des anticipations sur l'évolution du marché. Ces anticipations dépendent elles-mêmes de nombreux facteurs, dont les *perspectives de l'économie mondiale*, mais elles influent aussi sur ces perspectives (par exemple, une vision pessimiste de l'offre de pétrole devrait entraîner une hausse des cours et, en conséquence, un recul de l'activité). Le présent encadré examine deux approches efficaces pour dissocier les chocs sur l'offre et sur la demande qui ont provoqué l'effondrement des cours en 2014. L'identification des chocs dépendant du modèle sous-jacent, les deux séries de résultats ne donnent pas une évaluation chiffrée précise, mais présentent une vision d'ensemble des facteurs susceptibles d'avoir causé cet effondrement.

La première approche dissocie les chocs sur l'offre de ceux sur la demande en examinant les variations parallèles des cours du pétrole et des valeurs mobilières. Plus précisément, un modèle d'autorégression vectorielle (ARV) est estimé avec des données quotidiennes sur les cours du pétrole (brut Brent) et les cours mondiaux des valeurs mobilières (Morgan Stanley Capital International [MSCI] All Country World Index) entre le 2 janvier 1991 et le 5 janvier 2015. Les chocs sur l'offre et sur la demande sont identifiés en supposant qu'il existe une relation entre un choc positif (négatif) sur la demande et une hausse (baisse) des cours des valeurs mobilières et du pétrole, tandis qu'un choc sur l'offre a des effets inverses sur les cours du pétrole et sur ceux des valeurs mobilières, une augmentation (diminution) de l'offre de pétrole entraînant une baisse (hausse) des cours du pétrole et une hausse (baisse) de ceux des valeurs mobilières<sup>1</sup>.

Les auteurs du présent encadré sont Samya Beidas-Strom et Carolina Osorio Buitron.

<sup>1</sup>La méthodologie d'identification consistant à employer des restrictions contemporaines sur les signes suit Matheson et Stavrev (2014).

**Graphique 1.1.1. Déterminants des cours du pétrole : modèle à deux variables, estimé à partir de données quotidiennes, juillet 2014–janvier 2015**  
(Variation cumulée du log des cours du pétrole en pourcentage)



Source : calculs des services du FMI.

Selon les résultats, l'effondrement des cours du pétrole depuis le milieu de 2014 est attribuable à des chocs sur l'offre et la demande, avec la contribution relative d'une variation de ces facteurs dans le temps. Si, entre juillet et le milieu d'octobre 2014, la chute peut s'expliquer essentiellement par la faiblesse de la demande (graphique 1.1.1, page 1), l'augmentation de l'offre y a le plus contribué (à hauteur de 64 % environ) entre le milieu d'octobre 2014 et le début de janvier 2015 (graphique 1.1.1, page 2)<sup>2</sup>.

<sup>2</sup>Des estimations établies à partir du MSCI World Index, autre indice des cours des valeurs mobilières dans les pays avancés, ne sont guère différentes dans l'ensemble par rapport au scénario de référence. Les contributions relatives des facteurs liés à l'offre ou à

**Encadré 1.1 (suite)**

Un examen des périodes antérieures donne à penser que l'effondrement des cours du pétrole pendant la crise financière mondiale tient essentiellement à des chocs sur la demande (graphique 1.1.2, page 1), alors qu'en 1986, il avait été principalement causé par des chocs sur l'offre (graphique 1.1.2, page 2)<sup>3</sup>, les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ayant alors décidé de relever leur production pour accroître leur part de marché (Gately, 1986).

La seconde approche est basée sur un modèle structurel d'autorégression vectorielle pour le marché pétrolier mondial, estimé avec des données trimestrielles portant sur la période 1985–2014. Quatre variables sont incluses : la production industrielle mondiale (à titre de mesure indirecte de la situation de la demande mondiale), la production de pétrole dans le monde, les stocks de pétrole des pays de l'OCDE et des pays membres en développement et le prix réel du pétrole<sup>4</sup>. La méthode d'identification est la même que dans l'approche précédente, avec des restrictions supplémentaires<sup>5</sup>. Les cours et la demande mondiale évoluent parallèlement ou inversement selon que les chocs frappent la demande ou l'offre. En outre, si la demande de stocks augmente (pour des motifs de précaution, par exemple), les cours, les stocks et l'offre évoluent dans le même sens, et la demande mondiale dans le sens opposé.

Les résultats donnent à penser que les variations imprévues de la demande et surtout de l'offre expliquent

la demande varient quelque peu si les cours des valeurs mobilières aux États-Unis (Standard & Poor's [S&P] 500) sont utilisés pour saisir les chocs sur la demande de pétrole, mais les résultats sont qualitativement analogues. Les résultats sont également robustes lorsque les valeurs énergétiques sont exclues. Il n'est pas nécessaire d'établir une relation entre les fluctuations des cours de ces valeurs et les chocs de demande sur le marché pétrolier, car elles reflètent éventuellement des changements dans les anticipations sur la rentabilité des sociétés de ce secteur. En conséquence, l'identification est renforcée en se limitant aux cours des valeurs non énergétiques aux États-Unis (faute de données sectorielles sur les cours mondiaux des valeurs mobilières). Les résultats sont très proches de ceux obtenus avec l'indice S&P 500.

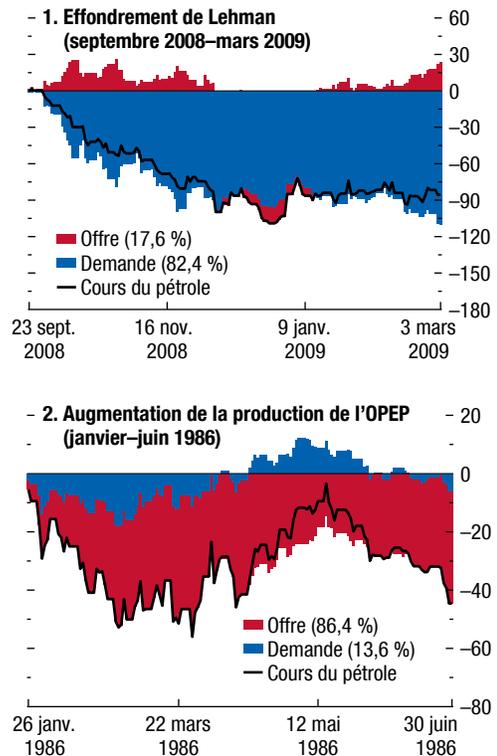
<sup>3</sup>Les calculs ont été effectués à partir d'estimations du modèle utilisant le MSCI World Index, pour lequel des données sont disponibles avant 1991.

<sup>4</sup>Défini en l'occurrence comme le coût d'acquisition par les raffineries aux États-Unis du pétrole brut importé communiqué par l'U.S. Energy Information Agency.

<sup>5</sup>L'identification est basée sur des restrictions de signes et suit Kilian et Murphy (2014). Les résultats de l'ARV sont des estimations mises à jour de la spécification du modèle d'ARV de Beidas-Strom et Pescatori (2014). Pour d'autres approches utilisant un modèle global d'autorégression vectorielle, voir Cashin et al. (2014).

**Graphique 1.1.2. Déterminants des cours du pétrole : modèle à deux variables, estimé à partir de données quotidiennes, 1986 et 2008**

(Variation cumulée du log des cours du pétrole en pourcentage)



Source : calculs des services du FMI.

Note : OPEP = Organisation des pays exportateurs de pétrole.

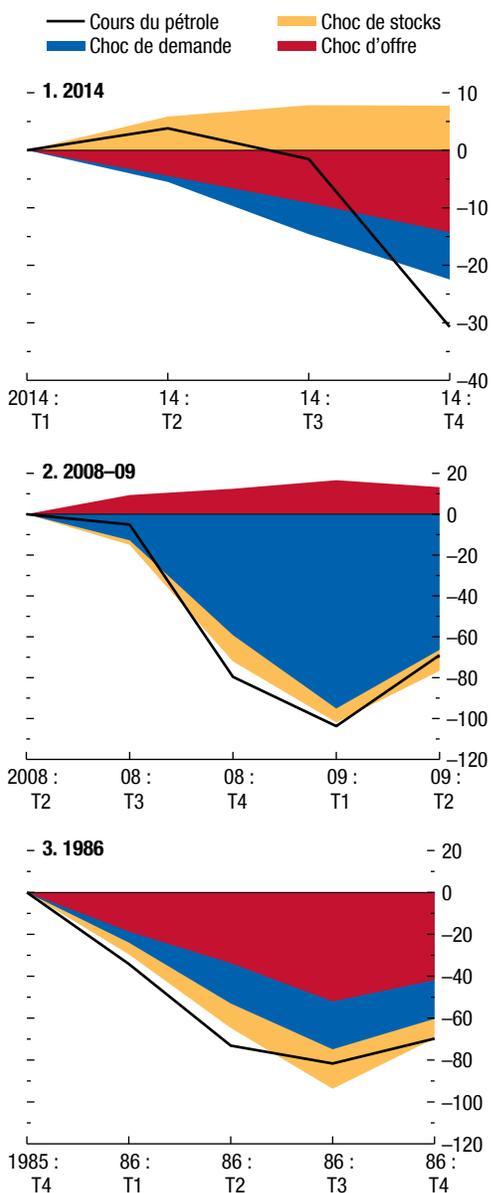
pour ainsi dire les deux tiers de la baisse des cours du pétrole entre le deuxième et le quatrième trimestre de 2014 (graphique 1.1.3, page 1). Les chocs sur la demande de stocks ne semblent pas être la cause de la chute des cours pendant cette période. Un choc positif sur cette demande explique plutôt en grande partie la hausse effective des cours du pétrole observée au deuxième trimestre de 2014, sous l'effet sans doute d'une intensification des tensions géopolitiques, notamment au Moyen-Orient. Ces chocs positifs sur la demande de stocks ont persisté jusqu'à la fin de l'année, compensant dans une certaine mesure les effets négatifs des autres chocs.

L'importante composante inexpliquée (choc résiduel dans le modèle) en 2014 cadre avec l'opinion selon

**Encadré 1.1 (fin)**

**Graphique 1.1.3. Déterminants des cours du pétrole : modèle à quatre variables, estimé à partir de données trimestrielles**

(Variation cumulée du log de l'écart par rapport au cours moyen du pétrole en pourcentage)<sup>1,2</sup>



Source : calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>À partir d'un modèle structurel d'autorégression vectorielle avec des restrictions de signes qui choisit la fonction de réponse impulsionnelle médiane pour la décomposition historique.

<sup>2</sup>La différence entre l'écart des cours du pétrole et les chocs identifiés est un choc résiduel non identifié.

laquelle l'effondrement des cours du pétrole résultait en partie de mutations anticipées dans les fondamentaux du marché. Le modèle ne saisit pas ces anticipations si elles comportent des changements dans les profils par rapport à ceux saisis par les données antérieures<sup>6</sup>.

La décomposition selon la seconde approche des chocs pour les périodes antérieures de baisse des cours du pétrole est conforme aux travaux classiques. Plus précisément, le modèle identifie les chocs positifs sur l'offre et les chocs sur la demande comme les principaux facteurs expliquant, respectivement, le recul des cours en 1986 et leur effondrement en 2008 et au début de 2009 (graphique 1.1.3, pages 2 et 3).

En résumé, les résultats des deux approches semblent indiquer que des facteurs liés à la fois à l'offre et à la demande ont joué un rôle dans l'effondrement des cours du pétrole en 2014. Ils laissent en outre entendre que la situation actuelle du marché n'explique pas totalement ce recul. En effet, Baumeister et Kilian (2015) insistent sur les contributions avant juin 2014 de facteurs spécifiques au marché du pétrole, tandis que la seconde approche suggère que des changements dans les anticipations ont également joué un rôle. Il est difficile de dissocier les facteurs liés à l'offre de ceux liés à la demande dans les anticipations, mais les récentes révisions des perspectives de la croissance mondiale pour 2015–20 semblent insuffisantes pour conférer à la demande un rôle prédominant dans ces changements. Les estimations standard des élasticités de l'offre et de la demande par rapport aux cours à court et à moyen terme auraient nécessité des révisions plus importantes des prévisions de croissance.

<sup>6</sup>La forte augmentation de la production de pétrole de schiste et de pétrole de réservoirs étanches en Amérique du Nord, les changements dans la fonction de l'offre de l'OPEP et le régime des cours du pétrole qui en résulte, les interruptions de production anticipées, les technologies de remplacement qui réduisent l'intensité pétrolière et les variations des taux d'intérêt réels mondiaux sont autant de facteurs qui n'étaient pas totalement prévisibles en utilisant les profils saisis antérieurement par les données. Pour plus de précisions, voir Beidas-Strom et Pescatori (2014).

### Encadré 1.2. Comprendre le rôle des facteurs cycliques et structurels dans le ralentissement du commerce mondial

Le commerce international ne progresse guère depuis la crise financière mondiale, hormis un premier rebond en 2010 (graphique 1.2.1). La faible croissance de l'économie durant cette période, surtout dans les pays avancés, est largement considérée comme un facteur explicatif clé. En fait, les erreurs de prévision de la croissance du commerce et du PIB mondiaux sont étroitement corrélées. Néanmoins, le ratio croissance du commerce/croissance du PIB, ce que l'on appelle l'élasticité-revenu du commerce, baisse aussi. En réalité, cette tendance s'est amorcée avant la crise : l'élasticité-revenu du commerce était légèrement supérieure à 2 en 1986–2000, mais n'était plus que de 1,3 en 2001–14.

L'objet du présent encadré est de permettre de mieux comprendre les facteurs qui contribuent au ralentissement du commerce en analysant des facteurs cycliques (sur la période 2012–14 pour l'essentiel), ainsi que des facteurs structurels à plus long terme. Il est important de chiffrer les contributions de ces facteurs pour comprendre les perspectives du commerce international lorsque la croissance mondiale ralentit (ce dont font état les projections actuelles).

#### Facteurs cycliques

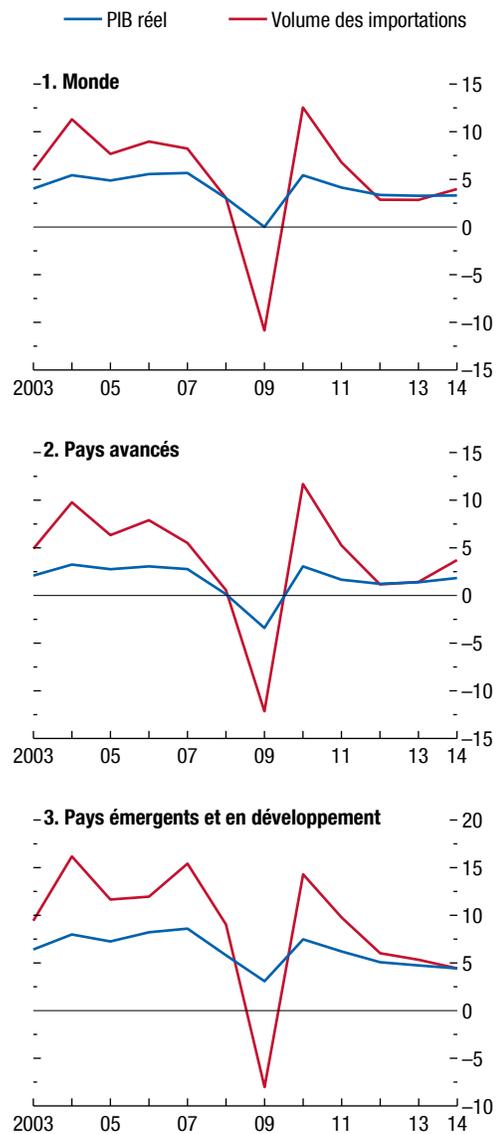
Pendant la crise financière mondiale, les pays avancés ont enregistré des contractions de la production très synchronisées. Ces contractions ont été plus fortes dans les pays déficitaires où l'ajustement extérieur résultait d'une réduction des dépenses (voir chapitre 4 des *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2014). Dans ces pays, un effondrement marqué de la demande et de la production intérieures a provoqué un recul des importations.

Afin de chiffrer les répercussions de la faiblesse de la demande sur les importations, un modèle économétrique standard est utilisé pour établir une relation entre les importations en volume et le PIB intérieur à l'aide de données portant sur un panel de 18 pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et le deuxième trimestre de 2014<sup>1</sup>. Le graphique 1.2.2 montre les volumes effectifs des échanges, ainsi que les prévisions du modèle et d'une tendance linéaire. En prenant la fin de 2011 comme date à laquelle a commencé le récent ralentissement du commerce, la croissance réelle cumulée des importations a

Les auteurs du présent encadré sont Emine Boz et Michele Ruta.

<sup>1</sup>Le modèle estimé est  $\ln I_t = \alpha + \beta \ln Y_t + \gamma \ln P_t + \delta \ln Y_t^*$ , où  $I_t$  et  $Y_t$  représentent, respectivement, les importations réelles, la demande réelle globale et les prix relatifs des importations. La demande globale est mesurée en utilisant le PIB dans cette équation empirique standard des importations.

**Graphique 1.2.1. Croissance du PIB réel et volume des importations**  
(En pourcentage)

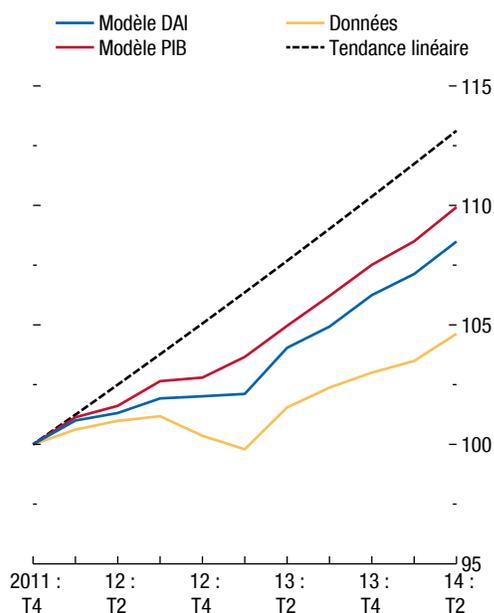


Source : calculs des services du FMI.

## Encadré 1.2 (suite)

## Graphique 1.2.2. Volumes cumulés des importations : données, modèle et tendance linéaire

(Indice, 2011 : T4 = 100)



Source : calculs des services du FMI.

Note : DAI = demande ajustée en fonction de l'intensité des importations.

été de 4,6 %, contre 13,2 % (soit près de trois fois ce qui ressort des données) d'après la tendance linéaire ajustée et une croissance cumulée de 10 % (un peu plus du tiers du ralentissement) selon le modèle standard des importations durant la période 1985–2014.

Comme l'activité économique et la croissance du commerce mondial, l'investissement a été faible ces dernières années. Il est possible qu'il existe une relation entre le ralentissement des importations et celui de l'investissement et des exportations. Les importations sont en général une composante importante de l'investissement et des exportations, de sorte que la faiblesse de la demande de ces éléments de dépenses peut avoir causé celle de la demande d'importations.

Bussière *et al.* (2013) construisent une mesure de la *demande ajustée en fonction de l'intensité des importations* (DAI) qui pondère les composantes du PIB selon leur intensité commerciale relative calculée à partir de tableaux

entrées–sorties<sup>2</sup>. Le modèle DAI (voir graphique 1.2.2), qui tient compte non seulement de la faiblesse de la demande, mais aussi de la réorientation des dépenses vers leurs composantes moins intensives en importations, prévoit pour 2012–14 une croissance des importations de 8,6 %, soit environ la moitié de l'écart entre la croissance observée et ce que laisse supposer la tendance linéaire. À eux seuls, les changements de composition ont donc contribué au ralentissement à hauteur de 1,4 point de pourcentage, soit un chiffre élevé étant donné que les importations n'ont progressé que de 4,6 % pendant cette période. Néanmoins, près de la moitié du ralentissement des importations dans les pays de l'OCDE ces trois dernières années reste inexpliquée; c'est pourquoi l'analyse s'oriente maintenant vers les facteurs structurels.

## Facteurs structurels

Bien que des facteurs cycliques expliquent en partie le ralentissement du commerce mondial, la mutation de sa relation à long terme avec le PIB joue peut-être aussi un rôle. Au cours de la période 1986–2000, le taux de croissance du commerce mondial en volume était pour ainsi dire le double de celui du revenu réel, représenté en général par la progression du PIB réel mondial. Cette période semble avoir été exceptionnelle lorsqu'on la compare aux périodes précédente et ultérieure, pendant lesquelles la croissance des échanges en volume n'a été que légèrement supérieure à celle du PIB réel.

La relation entre les échanges et le revenu est examinée en utilisant un modèle de correction des erreurs pour estimer l'élasticité–revenu des échanges à long terme (élasticité–commerce)<sup>3</sup>.

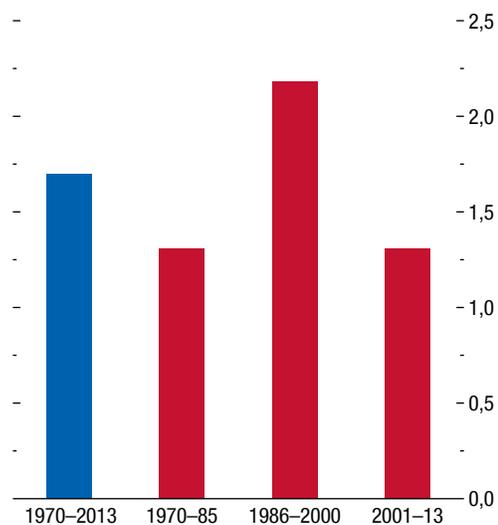
Les résultats semblent indiquer que, durant la période 1970–2013, l'élasticité des échanges à long terme a été de 1,7, tout en variant considérablement (graphique 1.2.3). Pendant la période 1986–2000, une hausse de 1 % du PIB réel mondial est allée de pair avec un accroissement de 2,2 % du commerce international

<sup>2</sup>Boz, Bussière et Marsilli (2014) utilisent cette approche pour clarifier le rôle des changements dans la composition de la demande globale pendant la récente période de croissance faible des échanges. La définition formelle de la demande ajustée en fonction de l'intensité des importations est la suivante : où est le coefficient de pondération saisissant le contenu en importations de la composante correspondante des dépenses au titre de la demande finale.

<sup>3</sup>Cette analyse s'inspire de Constantinescu, Mattoo et Ruta (2015), qui estiment l'équation suivante :  $\Delta \ln(M_t) = \alpha + \beta \Delta \ln(Y_t) + \gamma \ln(M_{t-1}) + \delta \ln(Y_{t-1}) + \varepsilon_t$ , où M et Y sont les importations et le PIB réels, respectivement, et  $\varepsilon$  est un terme d'erreur. L'approche suit Irwin (2002) et Ecsaith, Lindenberg et Miroudot (2010).

## Encadré 1.2 (suite)

Graphique 1.2.3. Élasticité à long terme



Source : calculs des services du FMI.

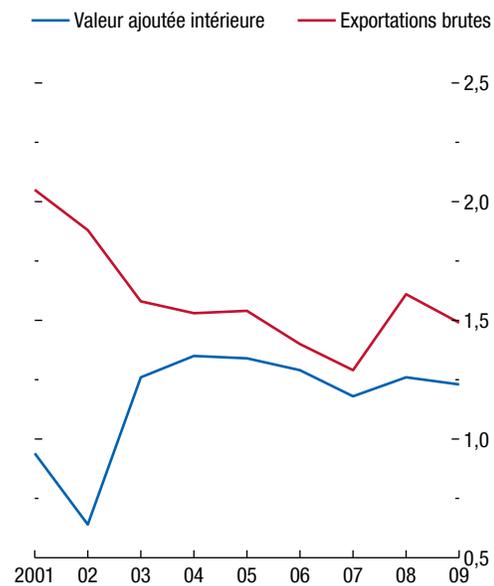
en volume. Cette élasticité est nettement supérieure à celle observée pendant les périodes précédente (1970–85) ou ultérieure (2001–13), où elle était de 1,3.

Une ventilation plus poussée du commerce mondial entre ses composantes (biens manufacturés, produits de base et services) donne à penser que la principale cause de la baisse de l'élasticité des échanges mondiaux a été le recul, guidé par le commerce manufacturier, de l'élasticité–commerce des marchandises pendant les années 2000. Les causes de la baisse de l'élasticité–commerce, de produits manufacturés notamment, pourraient aller du protectionnisme à la mutation de la structure des échanges ou de la demande globale. Il semble ressortir du présent encadré que les changements dans la spécialisation verticale internationale constituent un élément d'explication important. L'élasticité des échanges à long terme a augmenté durant les années 90, la production se segmentant en chaînes d'approvisionnement mondiales, et a baissé dans les années 2000 à mesure que ce processus ralentissait.

La Chine offre un bon exemple de cette mutation des relations internationales de production. Dans une large mesure, la chaîne d'approvisionnement manufacturier entre la Chine et les pays avancés a consisté en des importations par la Chine de pièces et de composants qui étaient assemblés en biens finaux exportés vers les pays

Graphique 1.2.4. Élasticités à long terme

(L'axe des abscisses indique la dernière année d'une période de sept ans)



Source : calculs des services du FMI.

avancés. La part de ces importations dans les exportations de marchandises de la Chine est revenue d'un pic de 60 % au milieu des années 90 à environ 35 % à l'heure actuelle sous l'effet du remplacement d'intrants étrangers par des intrants intérieurs, conclusion que corrobore l'augmentation de la valeur ajoutée intérieure dans les entreprises chinoises (Kee et Tang, 2014).

Aux fins d'une analyse plus systématique des retombées des chaînes d'approvisionnement mondiales, les élasticité à long terme du commerce à valeur ajoutée par rapport au revenu sont estimées en glissement sur sept ans, puis comparées à celles du commerce brut calculées de la même façon<sup>4</sup>. Intuitivement, si l'expansion moins rapide des chaînes d'approvisionnement mondiales contribue au ralentissement des échanges,

<sup>4</sup>La base de données OCDE–OMC (Organisation de coopération et de développement économiques–Organisation mondiale du commerce) contient des données sur la valeur ajoutée intérieure et extérieure des exportations au niveau mondial à compter de 1995, mais pour certaines années seulement. Les régressions utilisent une série chronologique mise au point par Duval et al. (2014) en interpolant ces données.

**Encadré 1.2 (fin)**

l'écart entre l'élasticité du commerce brut et celle du commerce à valeur ajoutée devrait se combler à terme, la première convergeant vers la valeur de la seconde. Le graphique 1.2.4 montre qu'au niveau mondial, les élasticités à long terme du commerce brut par rapport au PIB ont bel et bien baissé avec le temps et se rapprochent des estimations plus faibles et plus stables des élasticités du commerce à valeur ajoutée.

Dans l'ensemble, des facteurs à la fois cycliques et structurels ont, semble-t-il, joué un rôle dans le récent ralentissement des échanges. La moitié pour ainsi dire du recul observé peut tenir à l'effet conjugué de la faiblesse de l'activité et de la réorientation de la composition de la demande vers des biens moins intensifs en importations.

Le développement plus lent des chaînes d'approvisionnement mondiales, qu'indique à l'évidence la diminution de l'élasticité-revenu des échanges à long terme, semble avoir contribué également au ralentissement.

D'autres facteurs, qui ne sont pas analysés dans le présent encadré, peuvent aussi avoir joué un rôle dans le ralentissement des échanges. Il s'agit notamment du rythme plus lent de la libéralisation du commerce, ainsi que de la diminution des écarts de salaire entre pays avancés et pays émergents. Enfin, des incertitudes quant à l'exactitude des données commerciales, notamment pour le secteur des services, compliquent l'opération consistant à tirer des conclusions définitives sur l'ampleur réelle du ralentissement des échanges.

## Bibliographie

- Aastveit, Knut Are, Hilde C. Bjørnland, and Leif Anders Thorsrud. Forthcoming. “What Drives Oil Prices? Emerging versus Developed Economies.” *Journal of Applied Econometrics*.
- Agence internationale de l'énergie (AIE). 2015. *Oil: Medium-Term Oil Market Report 2015—Market Analysis and Forecasts to 2020*. Paris.
- Anderson, Soren T., Ryan Kellogg, and Stephen W. Salant. 2014. “Hotelling under Pressure.” NBER Working Paper 20280, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Arezki, Rabah, and Olivier J. Blanchard. 2014. “Seven Questions about the Recent Oil Price Slump,” iMFdirect (blog), International Monetary Fund, December 22. <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/12/22/seven-questions-about-the-recent-oil-price-slump>.
- Baumeister, Christiane, and Lutz Kilian. 2015. “Understanding the Decline in the Price of Oil since June 2014.” CFS Working Paper 501, Center for Financial Studies (CFS), Goethe University, Frankfurt am Main, Germany.
- Beidas-Strom, Samya, and Andrea Pescatori. 2014. “Oil Price Volatility and the Role of Speculation.” IMF Working Paper 14/218, International Monetary Fund, Washington.
- Bertola, Giuseppe, and Ricardo J. Caballero. 1994. “Irreversibility and Aggregate Investment.” *Review of Economic Studies* 61 (2): 223–46.
- Blanchard, Olivier J., and Jordi Galí. 2009. “The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?” In *International Dimensions of Monetary Policy*, edited by Jordi Galí and M. Gertler, 373–428. Chicago: University of Chicago Press.
- Bloom, Nick, Stephen Bond, and John Van Reenen. 2007. “Uncertainty and Investment Dynamics.” *Review of Economic Studies* 74 (2): 391–415.
- Boz, Emine, Matthieu Bussière, and Clément Marsilli. 2014. “Recent Slowdown in Global Trade: Cyclical or Structural?” *VoxEU*, November 12.
- Bussière, Matthieu, Giovanni Callegari, Fabio Ghironi, Giulia Sestieri, and Norihiko Yamano. 2013. “Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008–09.” *American Economic Journal: Macroeconomics* 5 (3): 118–51.
- Cashin, Paul, Kamiar Mohaddes, Maziar Raissi, and Mehdi Raissi. 2014. “The Differential Effects of Oil Demand and Supply Shocks on the Global Economy.” *Energy Economics* 44 (July): 113–34.
- Constantinescu, Cristina, Aaditya Mattoo, and Michele Ruta. 2015. “The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?” IMF Working Paper 15/6, International Monetary Fund, Washington.
- Deacon, Robert T., and Henning Bohn. 2000. “Ownership Risk, Investment, and the Use of Natural Resources.” *American Economic Review* 90 (3): 526–49.
- Duval, Romain, Kevin Cheng, Kum Hwa Oh, Richa Saraf, and Dulani Seneviratne. 2014. “Trade Integration and Business Cycle Synchronization: A Reappraisal with Focus on Asia.” IMF Working Paper 14/52, International Monetary Fund, Washington.
- Elder, John, and Apostolos Serletis. 2010. “Oil Price Uncertainty.” *Journal of Money, Credit and Banking* 42 (6): 1137–59.
- Escaith, Hubert, Nannette Lindenberg, and Sébastien Miroudot. 2010. “International Supply Chains and Trade Elasticity in Times of Global Crisis.” WTO Staff Working Paper ERSD-2010-08, World Trade Organization, Geneva.
- Fonds monétaire international (FMI). 2014. *2014 Pilot External Sector Report*. Washington.
- Gately, Dermot. 1986. “Lessons from the 1986 Oil Price Collapse.” *Brookings Papers on Economic Activity* 17 (2): 237–84.
- Hamilton, James D. 2003. “What Is an Oil Shock?” *Journal of Econometrics* 113 (2): 363–98.
- Hotelling, Harold. 1931. “The Economics of Exhaustible Resources.” *Journal of Political Economy* 39 (2): 137–75.
- Irwin, Douglas. 2002. “Long-Run Trends in World Trade and Income.” *World Trade Review* 1 (1): 89–100.
- Kee, Hiau Looi, and Heiwai Tang. 2014. “Domestic Value Added in Exports: Theory and Firm Evidence from China.” Unpublished, World Bank, Washington.
- Kellogg, Ryan. 2014. “The Effect of Uncertainty on Investment: Evidence from Texas Oil Drilling.” *American Economic Review* 104 (6): 1698–734.
- Kilian, Lutz. 2009. “Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market.” *American Economic Review* 99 (3): 1053–69.
- , and Daniel P. Murphy. 2014. “The Role of Inventories and Speculative Trading in the Global Market for Crude Oil.” *Journal of Applied Econometrics* 29 (3): 454–78.
- Kojima, Masami. 2013. “Petroleum Product Pricing and Complementary Policies: Experience of 65 Developing Countries since 2009.” Policy Research Working Paper 6396, World Bank, Washington.
- Matheson, Troy, and Emil Stavrev. 2014. “News and Monetary Shocks at a High Frequency: A Simple Approach.” *Economics Letters* 125 (2): 282–86.
- Soojin, Jo. 2014. “The Effects of Oil Price Uncertainty on Global Real Economic Activity.” *Journal of Money, Credit, and Banking* 46 (6): 1113–35.
- Timmermann, Allan. 2006. “An Evaluation of the *World Economic Outlook Forecasts*.” IMF Working Paper 06/59, International Monetary Fund, Washington.

*L'économie mondiale devrait croître, selon les prévisions, de 3,5 % en 2015 et de 3,8 % en 2016, bien que les perspectives diffèrent selon les grands pays et régions considérés. La croissance ralentit dans les pays émergents, sous l'effet de l'ajustement à des anticipations de croissance moins favorables à moyen terme, à la baisse des recettes des exportations de produits de base et à certains facteurs propres aux pays. Les perspectives des pays avancés semblent s'améliorer par suite de l'impulsion exercée sur les revenus disponibles par la baisse des prix du pétrole, du maintien du soutien fourni par une politique monétaire accommodante et par un ajustement budgétaire plus modéré. Les perspectives de la croissance mondiale à court terme sont plus équilibrées qu'en octobre 2014, mais elles risquent toujours de se dégrader. La baisse des prix du pétrole pourrait stimuler l'activité dans une mesure plus importante que prévu. Les tensions géopolitiques continuent de constituer une menace, et les risques de perturbations négatives des prix des actifs continuent d'être un facteur notable. Dans certains pays avancés, la persistance d'une faible inflation ou la déflation pourrait également nuire à l'activité économique.*

**D**urant la crise financière mondiale et au cours des années qui ont suivi, les principaux chocs internationaux — la crise des crédits immobiliers à risque (subprime) et de Lehman Brothers en 2008–09 et la crise de la zone euro en 2011–12 — ont eu des répercussions similaires, bien que d'ampleurs diverses, dans toutes les régions. Les forces qui déterminent actuellement les perspectives mondiales — en particulier la baisse des cours du pétrole et des produits de base — ont toutefois un caractère plus redistributif et profitent à certaines régions au détriment d'autres (graphique 2.1). Les écarts entre les taux de croissance des grands pays, et les ajustements des taux d'intérêt et de change qui en résultent, ont également des effets différents selon les régions. Ces forces constituent le contexte des perspectives régionales qui font l'objet de ce chapitre :

- Bien qu'elles aient un effet positif net sur l'économie mondiale et sur les régions importatrices de pétrole et de produits de base, les récentes chutes des cours du pétrole (et dans une moindre mesure des produits de base) pèsent sur les économies des pays exportateurs

de produits de base d'Amérique latine et des Caraïbes, de la Communauté des États indépendants, du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord, et d'Afrique subsaharienne.

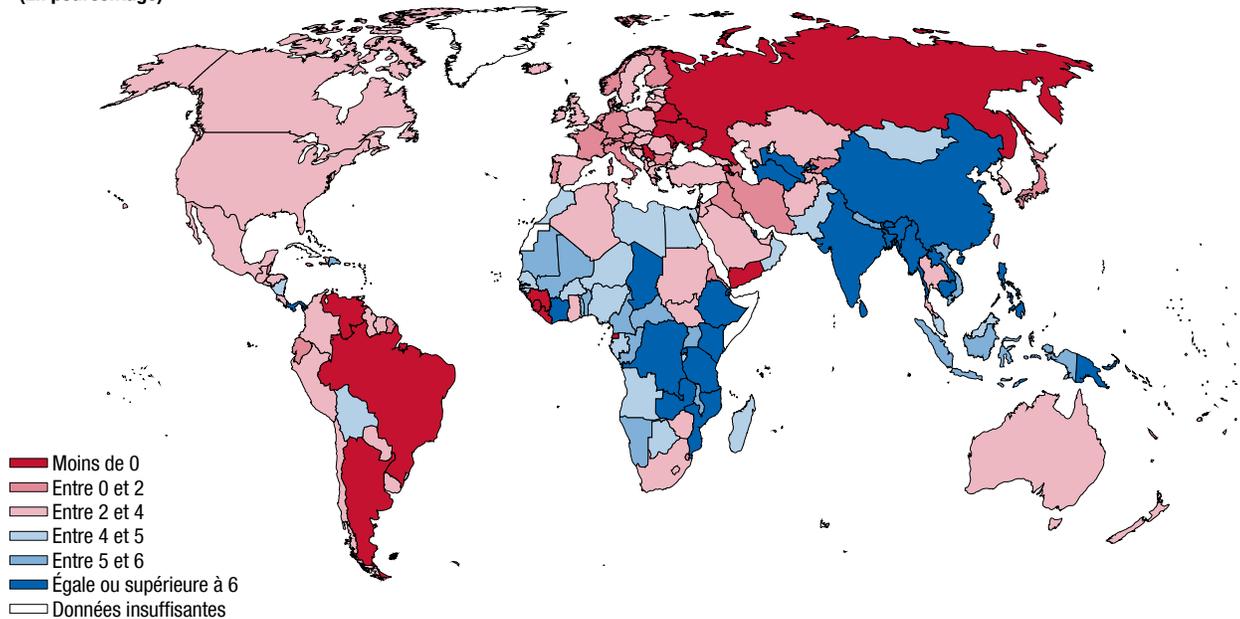
- Les trajectoires divergentes empruntées par les grands pays — la solide croissance des États-Unis, les reprises plus timides observées dans les pays de la zone euro et au Japon et le ralentissement de la croissance en Chine — ont également des répercussions différentes sur les régions et sur les pays, car elles favorisent ceux qui ont d'étroits liens commerciaux avec les États-Unis, mais défavorisent ceux dont les économies sont plus étroitement liées à celles d'autres grands pays.
- Le raffermissement du dollar et l'affaiblissement de l'euro et du yen ont également un effet redistributif. À l'évidence, ils favorisent les timides reprises de la zone euro et du Japon, mais ils compliquent (jusqu'ici sans créer de problème ingérable) la reprise aux États-Unis. Ils suscitent toutefois des tensions entre la stabilité financière et la compétitivité dans les régions et les pays dont l'endettement en dollars s'est accru au cours des dernières années.

### États-Unis et Canada : une solide reprise

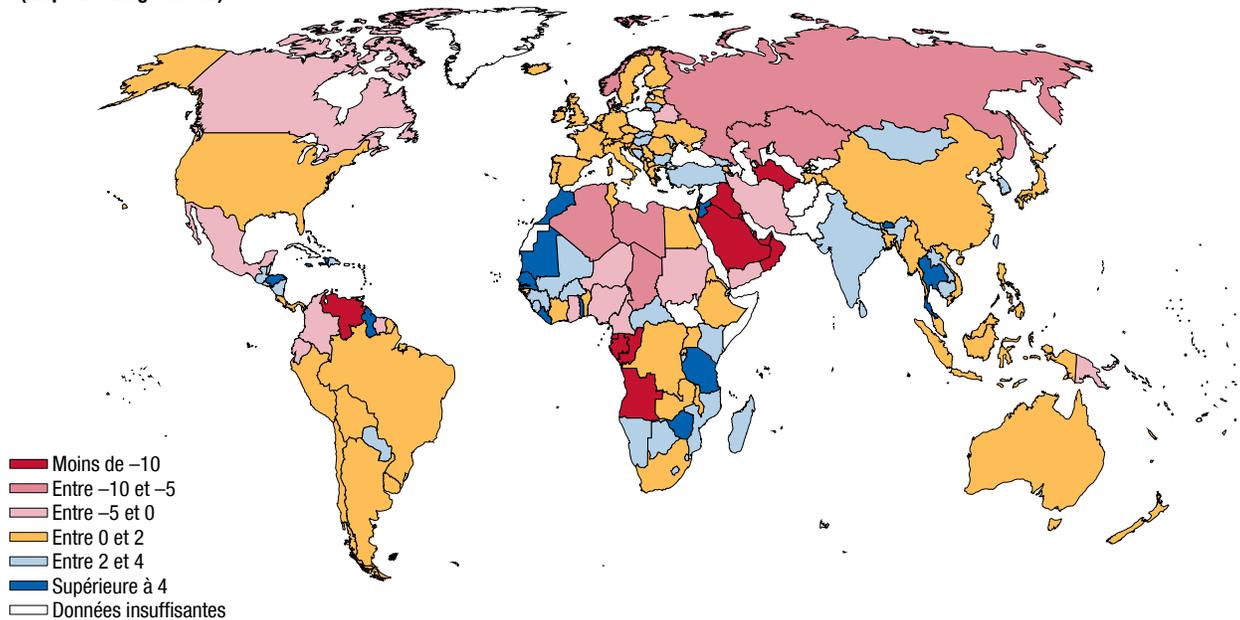
*La croissance reste solide aux États-Unis et au Canada. Toutefois, si la faiblesse des prix de l'énergie renforce la dynamique de la croissance aux États-Unis, elle expose l'économie canadienne à des risques en raison de la taille relativement importante de son secteur de l'énergie. Aux États-Unis, la situation sur le marché du travail ainsi que la confiance des entreprises et des consommateurs se sont nettement améliorées. L'économie résiste jusqu'à présent à la détérioration des conditions extérieures et au renforcement du dollar. Le prochain défi qu'il lui faudra relever consistera à normaliser sans à-coups sa politique monétaire. Il continuera d'être difficile d'aboutir à un consensus politique sur un plan de rééquilibrage budgétaire à moyen terme et sur des réformes axées sur l'offre — donnant lieu notamment à une simplification du régime fiscal, à la réalisation d'investissements dans les infrastructures et dans le capital humain et à la réforme de l'immigration — pour stimuler la croissance à moyen terme. Au Canada, la poursuite*

**Graphique 2.1. Prévisions de croissance du PIB pour 2015 et effets d'un choc de l'offre de pétrole**

**1. Prévisions de croissance du PIB pour 2015<sup>1</sup>**  
(En pourcentage)



**2. Balance commerciale pétrolière, effets prix purs<sup>2</sup>**  
(En pourcentage du PIB)



Source : estimations des services du FMI.

<sup>1</sup>La Syrie n'est pas prise en compte par suite des incertitudes qui caractérisent sa situation politique.

<sup>2</sup>La carte indique l'impact sur la balance commerciale pétrolière (en pourcentage du PIB) de la baisse des prix du pétrole indiquée par les projections pour 2015 par rapport aux hypothèses concernant les prix du pétrole sur lesquels reposaient les projections des *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2014. Les calculs reposent sur l'hypothèse que les volumes des exportations et des importations de pétrole ne se sont pas modifiés par rapport aux projections d'octobre.

d'une politique monétaire accommodante et un assainissement progressif des finances publiques contribueraient à assurer une croissance plus équilibrée et plus largement répartie.

La croissance est soutenue aux États-Unis, puisqu'elle s'est effectuée à un taux moyen annualisé de 3,9 % au cours des trois derniers trimestres de 2014. La consommation — qui est le principal moteur de la croissance — a bénéficié de la progression régulière du nombre d'emplois et des revenus, de la baisse des prix du pétrole et du renforcement de la confiance des consommateurs. Le taux de chômage est tombé à 5,5 % en février, soit 1,2 point de pourcentage en dessous du niveau auquel il se trouvait il y a un an (graphique 2.2). Dans l'ensemble, les investissements non résidentiels soutiennent la croissance, mais la baisse des prix du pétrole a eu un impact négatif sur les investissements dans le secteur de l'énergie.

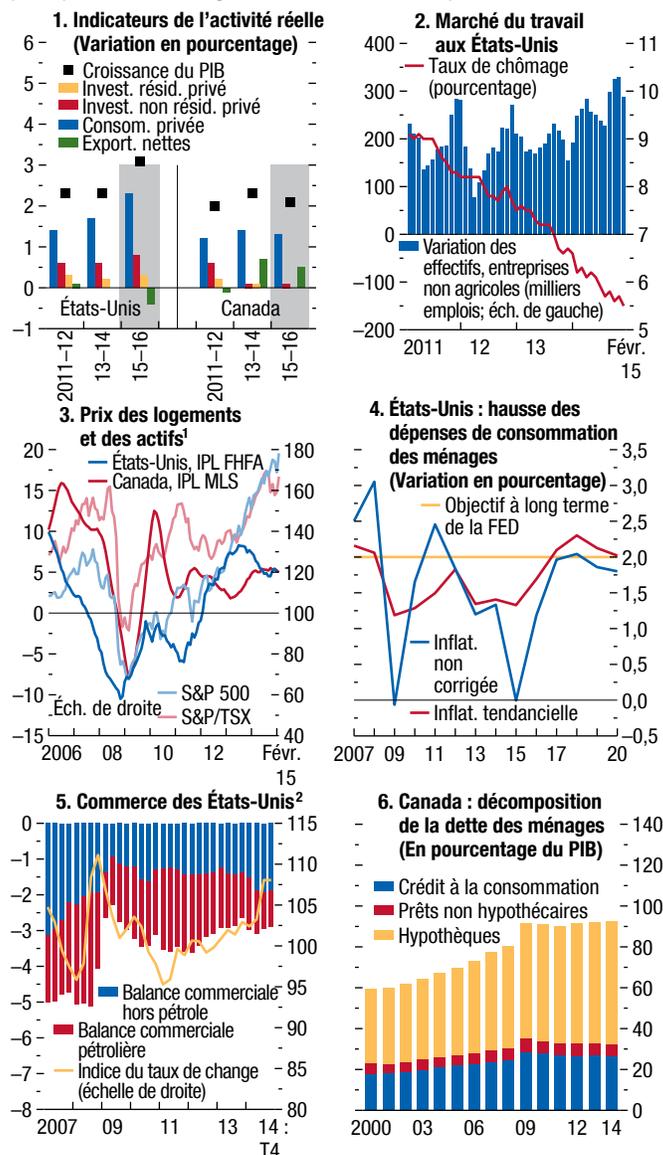
Malgré la reprise, il n'existe guère de signe de réelles pressions au niveau des prix et des salaires. L'indice fondamental des prix à la consommation des ménages de février n'était supérieur que de 1,4 % à son niveau de l'année précédente, et l'inflation non corrigée (0,2 %) était encore plus faible, par suite essentiellement de la baisse des prix de l'énergie. Les salaires réels ont augmenté de moins de 1 % en 2014, malgré le raffermissement progressif du marché du travail.

Les achats d'actifs par la Réserve fédérale ont pris fin en octobre 2014, et les taux d'intérêt directeurs devraient être relevés par rapport à leur plancher zéro vers le troisième trimestre de l'année; ces taux ne devraient toutefois que lentement augmenter. La Réserve fédérale a indiqué clairement que leur relèvement dépendra des progrès accomplis en direction de ses objectifs, qui consistent à assurer un emploi maximum et un taux d'inflation de 2 %. Les taux d'intérêt à long terme ont encore baissé par suite, essentiellement, de la faiblesse des conditions extérieures, de la demande excédentaire d'actifs sûrs et des anticipations concernant la fermeté future du dollar.

Les conditions restent favorables à l'obtention de solides résultats économiques aux États-Unis en 2015. La baisse marquée des prix de l'énergie, la maîtrise de l'inflation, une politique monétaire accommodante, des conditions financières favorables, l'atténuation du frein fiscal, le raffermissement des bilans des ménages, des entreprises et des banques, et l'amélioration du marché immobilier conjuguèrent leurs effets pour maintenir une solide dynamique de croissance. Ces forces devraient plus que contrebalancer le raffermissement du dollar. Selon les projections, le taux de croissance devrait atteindre 3,1 % en 2015 — comme indiqué dans les *Perspectives*

### Graphique 2.2. États-Unis et Canada : une solide reprise

La croissance tendancielle est solide aux États-Unis. La consommation progresse à un rythme satisfaisant par suite de la nette amélioration des conditions sur le marché du travail, mais les investissements ont encore beaucoup de terrain à regagner. Les pressions exercées au niveau des salaires et des prix restent modérées, en partie à cause de la faiblesse des prix de l'énergie. Au Canada, la croissance s'est ralentie au premier trimestre de 2014, pour toutefois fortement s'accélérer au cours des deux trimestres suivants, car les exportations ont bénéficié de la reprise aux États-Unis et de l'affaiblissement de la monnaie nationale. Le Canada devra continuer à faire preuve de vigilance face aux risques posés par le marché du logement et aux effets du choc pétrolier.



Sources : Association canadienne de l'immeuble; Banque centrale du Canada; Duke/CFO Magazine Global Outlook Survey; Haver Analytics; Statistique Canada; U.S. Bureau of Economic Analysis; U.S. Bureau of Labor Statistics; estimations des services du FMI.

Note : résid. = résidentiel; FED = Réserve fédérale; IPL FHFA = Indice des prix du logement du Federal Housing Finance Agency; IPL MLS = Indice des prix de logements MLS; S&P = Standard & Poor's; TSX = Toronto Stock Exchange.

<sup>1</sup>Variation en glissement annuel et en pourcentage des prix des logements; indice, janvier 2005 = 100 pour S&P et TSX.

<sup>2</sup>Pourcentage du PIB pour les balances commerciales hors pétrole et pétrolière; indice pondéré par les échanges, janvier 1997 = 100, pour le taux de change.

**Tableau 2.1. Pays avancés : 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>Pays avancés</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>
États-Unis	2,4	3,1	3,1	1,6	0,1	1,5	-2,4	-2,3	-2,4	6,2	5,5	5,1
Zone euro <sup>4, 5</sup>	0,9	1,5	1,6	0,4	0,1	1,0	2,3	3,3	3,1	11,6	11,1	10,6
Japon	-0,1	1,0	1,2	2,7	1,0	0,9	0,5	1,9	2,0	3,6	3,7	3,7
Royaume-Uni <sup>4</sup>	2,6	2,7	2,3	1,5	0,1	1,7	-5,5	-4,8	-4,6	6,2	5,4	5,4
Canada	2,5	2,2	2,0	1,9	0,9	2,0	-2,2	-2,6	-2,3	6,9	7,0	6,9
Autres pays avancés <sup>6</sup>	2,8	2,8	3,1	1,4	1,1	1,9	4,8	4,9	4,3	4,7	4,7	4,6

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 le tableau A6 de l'appendice statistique.

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

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

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

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

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

de l'économie mondiale (PEM) d'octobre 2014 — et demeurer à ce niveau en 2016 (tableau 2.1).

Les perspectives à plus long terme sont toutefois moins favorables. La croissance potentielle ne devrait être, selon les estimations, que de 2,0 % environ, par suite du vieillissement de la population, du manque d'innovation et de la faiblesse des gains de productivité (voir le chapitre 3).

Pour remédier au problème de la croissance potentielle, les États-Unis devront mettre en œuvre un ambitieux programme de mesures axées sur l'offre dans un contexte politique conflictuel. La priorité doit être donnée à la conclusion d'un accord sur un plan de rééquilibrage des finances publiques à moyen terme, pour empêcher que la dette n'augmente de nouveau sous l'effet des coûts budgétaires engendrés par le vieillissement de la population. Il faudra, pour maîtriser l'endettement, déployer des efforts pour ralentir la progression des coûts des soins de santé, réformer la sécurité sociale et accroître les recettes fiscales. L'action publique devrait également viser à accroître le taux d'activité (notamment en éliminant les effets de dissuasion du régime fiscal, en fournissant un appui à la garde d'enfants et en adoptant une politique de l'immigration fondée sur les qualifications), à encourager l'innovation, à renforcer la productivité et à s'attaquer aux problèmes de la pauvreté et du chômage de longue durée. Les PEM d'octobre 2014 font clairement valoir que les États-Unis pourraient réaliser des investissements essentiels dans les infrastructures, dont le coût serait relativement modeste à court terme, mais qui auraient des avantages importants pour la production à long terme.

Les facteurs négatifs et positifs qui déterminent les perspectives à court terme s'équilibrent de manière générale.

Sur le plan négatif, le raffermissement du dollar pourrait nuire aux exportations, et la faiblesse des cours du pétrole pourrait réduire les investissements dans le secteur pétrolier dans une plus large mesure que ne l'indiquent les projections actuelles. La récente compression des primes de terme pourrait, de surcroît, s'inverser, ce qui aurait pour effet de durcir les conditions de crédit et de compromettre la reprise du marché immobilier. Les perspectives budgétaires incertaines dues à la surenchère politique qui caractérise les négociations de la limite d'endettement ou du budget de 2016 pourraient également nuire à la confiance et entraver la croissance. Sur le plan positif, la baisse des prix de l'énergie pourrait avoir un effet plus marqué que ne l'indiquent les prévisions actuelles sur la consommation ou sur les investissements des sociétés hors pétrole. La situation pourrait en outre se rétablir plus rapidement sur le marché du travail et entraîner une amélioration des niveaux de revenu et de la confiance des ménages. Enfin, l'accroissement de l'offre de crédit hypothécaire dû aux récentes actions gouvernementales pourrait promouvoir une reprise plus rapide du marché immobilier.

Les résultats récemment affichés par le Canada dans le domaine de la croissance sont solides, et font pendant au raffermissement de la reprise aux États-Unis, à la dépréciation du taux de change et à une forte demande énergétique. Ces mouvements ont entraîné une reprise opportune des exportations, mais n'ont pas encore donné lieu à d'importants investissements ni à un redressement de la situation de l'emploi. Le taux de croissance économique devrait s'établir à 2,2 % en 2015 (soit un taux pratiquement inchangé par rapport aux prévisions d'octobre des PEM), grâce au raffermissement de l'économie des États-Unis. Des risques persistent toutefois, car la chute exceptionnellement forte des

prix du pétrole pourrait continuer d'entraver les investissements des entreprises dans le secteur de l'énergie et ralentir la croissance de l'emploi.

La Banque du Canada a pris des mesures par anticipation et a réduit son taux directeur de 25 points de base en janvier pour protéger l'économie des effets négatifs du choc exercé par les prix du pétrole. La poursuite d'une politique monétaire accommodante parallèlement à un rééquilibrage budgétaire progressif au niveau des administrations publiques contribuerait à rééquilibrer la croissance en réduisant la contribution de la consommation des ménages au profit de celle des investissements des entreprises de manière à promouvoir une reprise de portée plus générale et plus durable. Des politiques macroprudentielles ciblées aideraient à remédier aux importants facteurs de vulnérabilité du secteur du logement.

## Europe

### Pays avancés d'Europe : retombées d'une fragile reprise dans la zone euro

*La zone euro donne des signes de reprise et d'évolution positive par suite de la baisse des prix du pétrole et de conditions financières favorables, mais elle continue d'être confrontée au risque d'une période prolongée de croissance modérée et de faible inflation. Il importe de donner la priorité au renforcement de la croissance en suivant une démarche globale caractérisée non seulement par le recours à des mesures d'assouplissement quantitatif, mais aussi par l'utilisation de l'espace budgétaire disponible, en particulier pour les investissements, des réformes structurelles favorables à la productivité et des mesures de renforcement des bilans. La croissance est plus robuste dans les pays avancés d'Europe situés en dehors de la zone euro, mais certains de ces derniers pourraient devoir renforcer leurs mesures macroprudentielles si les risques liés au marché immobilier ne s'atténuent pas.*

L'activité a été moins soutenue que prévu dans la zone euro au milieu de 2014 parce que l'investissement privé est resté léthargique, sauf en Irlande, en Espagne et en Allemagne. La croissance a été plus soutenue que prévu au quatrième trimestre, mais elle s'est effectuée à un rythme inégal selon les pays. Le ralentissement de l'investissement tient au fléchissement économique persistant, à l'évolution à la baisse des anticipations de croissance, aux incertitudes caractérisant le climat politique et l'action publique, aux tensions géopolitiques et à des conditions du crédit difficiles. L'atténuation du frein fiscal et l'amélioration de la consommation ont, en revanche, favorisé la croissance, de même que les exportations nettes.

La Banque centrale européenne (BCE) a annoncé un programme d'achat d'actifs décisif, notamment l'acquisition d'obligations souveraines, pour remédier à la faiblesse persistante de l'inflation dans la zone. L'inflation tendancielle et l'inflation non corrigée sont bien inférieures à l'objectif de stabilité des prix à moyen terme de la BCE depuis un certain temps (graphique 2.3), l'inflation non corrigée étant devenue négative en décembre 2014. Le programme d'acquisition d'actifs de la BCE, d'un volume plus important que prévu, contribue à la dépréciation de l'euro, essentiellement par rapport au dollar. En termes effectifs réels, le taux de change s'est déprécié de plus de 5 % depuis octobre. Selon des informations préliminaires, les mesures prises par la BCE ont permis d'enrayer la baisse des anticipations inflationnistes et d'instaurer des conditions financières encore plus favorables.

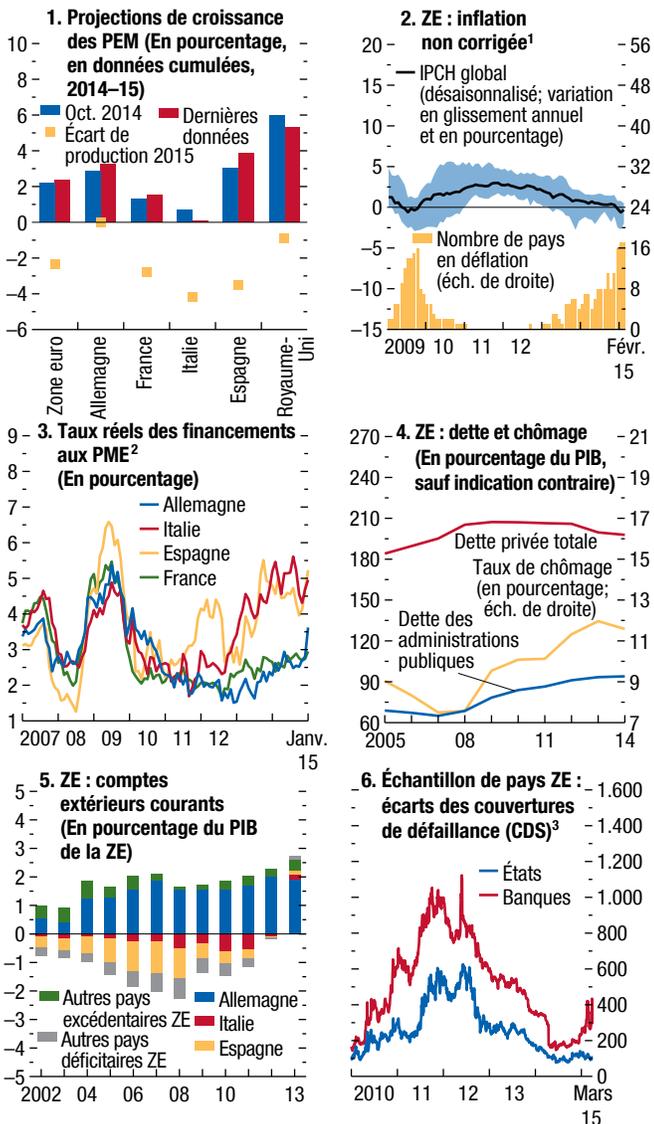
D'importantes mesures ont été prises depuis la fin de 2014, notamment l'achèvement d'une évaluation approfondie des banques, le lancement du Mécanisme de surveillance unique, l'annonce de plans pour la création du Fonds européen pour les investissements stratégiques qui utilisera des fonds dont dispose actuellement l'Union européenne et des contributions nationales pour catalyser l'investissement privé, et l'émission de nouvelles directives pour accroître la souplesse dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance dans le cas des pays procédant à des réformes structurelles ou à des investissements. Les grands pays du cœur de la zone euro n'ont toutefois réalisé que des progrès limités en ce qui concerne l'adoption d'une politique budgétaire plus accommodante et la réduction des importants excédents de leurs comptes courants.

Les perspectives de la zone euro n'ont, dans l'ensemble, guère évolué par rapport aux prévisions des PEM d'octobre 2014. Le taux de croissance devrait passer de 0,9 % en 2014 à 1,5 % en 2015. Cette accélération en 2015 est due au raffermissement de la croissance observé à la fin de 2014, à des hausses de salaire favorables, à l'élan imprimé à court terme par la baisse des prix du pétrole et par les mesures de la BCE qui ont contribué à améliorer les conditions financières. Au-delà de 2015, le taux de croissance de la zone euro devrait fluctuer aux alentours de 1½ %, par suite des contraintes existant au niveau de la demande et de l'offre. Selon les prévisions, le taux d'inflation sera de l'ordre de 0,1 % en 2015 et devrait rester inférieur à l'objectif de stabilité des prix à moyen terme de la BCE durant la période couverte par les prévisions en raison de la persistance du sous-emploi des ressources intérieures.

Les perspectives à moyen terme d'une croissance modérée tiennent en grande partie aux séquelles des crises antérieures, malgré les effets positifs des mesures

### Graphique 2.3. Pays avancés d'Europe : retombées d'une zone euro qui stagne

La reprise est inégale selon les pays de la zone euro. La croissance devrait rester modérée. Les taux d'intérêt réels ont augmenté par suite de la faiblesse généralisée de l'inflation. La fragmentation financière persiste, bien que la situation s'améliore. L'endettement et le chômage sont toujours élevés, et les excédents des comptes courants ont augmenté. Les marchés financiers, qui prennent en compte les interventions de la BCE, continuent d'offrir des conditions intéressantes.



Sources : Bloomberg, L.P.; Banque centrale européenne (BCE); Eurostat; Haver Analytics; estimations des services du FMI.  
 Note : Zone euro (ZE) = Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, République slovaque, Slovénie. IPCH = Indice des prix à la consommation harmonisé; PME = petites et moyennes entreprises.  
<sup>1</sup> Les aires colorées décrivent les variations de l'IPCH dans l'ensemble des pays de la zone euro.  
<sup>2</sup> Prêts d'institutions monétaires et financières aux entreprises, d'un montant inférieur à 1 million d'euros et ayant une échéance de 1 à 5 ans.  
<sup>3</sup> Pays de la zone euro (Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal) affichant d'importants écarts entre les taux des emprunts durant la crise de l'endettement souverain de 2010-11. Les écarts des CDS à 5 ans en points de base sont pondérés, dans le cas des États, par l'endettement brut des administrations publiques et, dans le cas des banques, par le montant total des actifs. Les données vont jusqu'au 30 mars 2015. Les données sur les écarts souverains ne comprennent pas les données relatives à la Grèce.

prises par la BCE. Le niveau élevé du fardeau de la dette en termes réels, les actifs dépréciés figurant aux bilans, l'ampleur du chômage et le pessimisme des investisseurs quant à la possibilité d'une solide reprise continueront de peser sur la demande. L'évaluation approfondie qui a été réalisée a amélioré la transparence des bilans bancaires et la confiance, mais les flux de crédits resteront probablement modérés jusqu'à ce que les bilans aient été renforcés et que la demande de crédit se soit rétablie. Les incertitudes et le pessimisme concernant la détermination de la zone euro à confronter ses défis économiques modéreront probablement la confiance, de même que l'évolution politique nationale et mondiale (comme l'évolution récente de la situation en Grèce, en Russie et en Ukraine). Bien que certains progrès aient récemment été accomplis, les obstacles existant de longue date à la productivité et à la compétitivité compromettent probablement les possibilités de croissance de la région à moyen terme.

La croissance de la production devrait être plus robuste dans la plupart des autres pays avancés d'Europe (tableau 2.2). Au Royaume-Uni, la baisse des prix du pétrole et l'amélioration des conditions du marché des capitaux devraient soutenir la poursuite d'une croissance régulière. La solide reprise et les perspectives satisfaisantes de la Suède sont dues à la consommation et à un taux d'investissement dans l'immobilier supérieur à 10 %. En Suisse, toutefois, la forte appréciation du taux de change ralentira probablement la croissance à court terme. L'inflation s'est amenuisée dans tous les pays par suite de la baisse des prix du pétrole et — à divers degrés — du ralentissement de la hausse des prix dans la zone euro. Ces pays ont adopté des mesures macroprudentielles pour faire face aux préoccupations suscitées par les répercussions de la situation du marché du logement sur la stabilité financière, mais il n'est pas évident que les mesures actuelles suffisent à maîtriser les risques.

Les perspectives de tous les pays avancés d'Europe sont plus stables que ne l'indiquaient les prévisions des PEM d'octobre 2014. Les principaux risques de dégradation tiennent à la possibilité d'une stagnation et à la persistance d'une faible inflation dans la zone euro, qui freine la croissance et l'inflation dans le reste de l'Europe. Les chocs économiques — qu'il s'agisse du ralentissement de la croissance mondiale, des événements géopolitiques, de l'essoufflement des réformes dans la zone euro, des incertitudes du climat politique et des orientations stratégiques, et des revirements de politiques — pourraient atténuer les anticipations inflationnistes et déclencher une dynamique de déflation de la dette. Des améliorations pourraient résulter d'un impact positif plus important de la baisse des prix du

**Tableau 2.2. 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>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	...	...	...
<b>Pays avancés</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>	<b>9,3</b>
Zone euro <sup>4, 5</sup>	0,9	1,5	1,6	0,4	0,1	1,0	2,3	3,3	3,1	11,6	11,1	10,6
Allemagne	1,6	1,6	1,7	0,8	0,2	1,3	7,5	8,4	7,9	5,0	4,9	4,8
France	0,4	1,2	1,5	0,6	0,1	0,8	-1,1	-0,1	-0,3	10,2	10,1	9,9
Italie	-0,4	0,5	1,1	0,2	0,0	0,8	1,8	2,6	2,5	12,8	12,6	12,3
Espagne	1,4	2,5	2,0	-0,2	-0,7	0,7	0,1	0,3	0,4	24,5	22,6	21,1
Pays-Bas	0,9	1,6	1,6	0,3	-0,1	0,9	10,3	10,4	10,1	7,4	7,2	7,0
Belgique	1,0	1,3	1,5	0,5	0,1	0,9	1,6	2,3	2,4	8,5	8,4	8,2
Autriche	0,3	0,9	1,6	1,5	1,1	1,5	1,8	1,9	1,8	5,0	5,1	5,0
Grèce	0,8	2,5	3,7	-1,4	-0,3	0,3	0,9	1,4	1,1	26,5	24,8	22,1
Portugal	0,9	1,6	1,5	-0,2	0,6	1,3	0,6	1,4	1,0	13,9	13,1	12,6
Irlande	4,8	3,9	3,3	0,3	0,2	1,5	6,2	4,9	4,8	11,3	9,8	8,8
Finlande	-0,1	0,8	1,4	1,2	0,6	1,6	-0,6	-0,3	-0,3	8,6	8,7	8,5
République slovaque	2,4	2,9	3,3	-0,1	0,0	1,4	0,2	0,4	0,4	13,2	12,4	11,7
Lituanie	2,9	2,8	3,2	0,2	-0,3	2,0	-0,4	0,2	-0,8	10,7	10,6	10,5
Slovénie	2,6	2,1	1,9	0,2	-0,4	0,7	5,8	7,1	6,5	9,8	9,0	8,3
Luxembourg	2,9	2,5	2,3	0,7	0,5	1,6	5,2	4,7	4,6	7,1	6,9	6,7
Lettonie	2,4	2,3	3,3	0,7	0,5	1,7	-3,1	-2,2	-3,0	10,8	10,4	10,2
Estonie	2,1	2,5	3,4	0,5	0,4	1,7	-0,1	-0,4	-0,7	7,0	7,0	6,8
Chypre	-2,3	0,2	1,4	-0,3	-1,0	0,9	-1,9	-1,9	-1,4	16,2	15,9	14,9
Malte	3,5	3,2	2,7	0,8	1,1	1,4	2,7	3,1	3,1	5,9	6,1	6,3
Royaume-Uni <sup>5</sup>	2,6	2,7	2,3	1,5	0,1	1,7	-5,5	-4,8	-4,6	6,2	5,4	5,4
Suisse	2,0	0,8	1,2	0,0	-1,2	-0,4	7,0	5,8	5,5	3,2	3,4	3,6
Suède	2,1	2,7	2,8	-0,2	0,2	1,1	6,3	6,3	6,3	7,9	7,7	7,6
Norvège	2,2	1,0	1,5	2,0	2,3	2,2	8,5	7,6	7,0	3,5	3,8	3,9
République tchèque	2,0	2,5	2,7	0,4	-0,1	1,3	0,6	1,6	0,9	6,1	6,1	5,7
Danemark	1,0	1,6	2,0	0,6	0,8	1,6	6,3	6,1	5,5	6,5	6,2	5,5
Islande	1,8	3,5	3,2	2,0	0,9	2,1	4,7	6,1	4,7	5,0	4,0	4,0
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<sup>6</sup></b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,0</b>	...	...	...
Turquie	2,9	3,1	3,6	8,9	6,6	6,5	-5,7	-4,2	-4,8	9,9	11,4	11,6
Pologne	3,3	3,5	3,5	0,0	-0,8	1,2	-1,2	-1,8	-2,4	9,0	8,0	7,7
Roumanie	2,9	2,7	2,9	1,1	1,0	2,4	-0,5	-1,1	-1,5	6,8	6,7	6,7
Hongrie	3,6	2,7	2,3	-0,3	0,0	2,3	4,2	4,8	4,1	7,8	7,6	7,4
Bulgarie <sup>5</sup>	1,7	1,2	1,5	-1,6	-1,0	0,6	0,0	0,2	-0,8	11,5	10,9	10,3
Serbie	-1,8	-0,5	1,5	2,1	2,7	4,0	-6,0	-4,7	-4,7	19,7	20,7	22,0
Croatie	-0,4	0,5	1,0	-0,2	-0,9	0,9	0,7	2,2	2,0	17,1	17,3	16,9

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 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>Non compris la Lituanie. 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.

pétrole et des mesures prises par la BCE. Il reste important, pour le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse, de maîtriser les risques posés à la stabilité financière par le marché immobilier et le marché hypothécaire.

Il est nécessaire de formuler une stratégie de grande envergure pour remédier à la faiblesse de l'inflation dans

la zone euro et prévenir la stagnation. Une telle stratégie exigera la poursuite d'actions simultanément sur plusieurs fronts, en plus des mesures prises par la BCE pour accroître son bilan par le biais d'acquisition d'actifs souverains jusqu'à l'obtention d'un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation.

- Il est crucial de mener des efforts concertés pour faire face au volume élevé des prêts improductifs et renforcer les bilans bancaires, pour améliorer la transmission monétaire et pour stimuler l'expansion du crédit. L'imposition de réglementations plus strictes sur les prêts improductifs et l'amélioration des procédures d'insolvabilité et de saisie immobilière inciteraient davantage les banques à se défaire plus rapidement de ces prêts.
- Une orientation généralement neutre de la politique budgétaire permet à la fois de soutenir la croissance et de promouvoir la viabilité de la dette, mais les pays qui disposent d'un espace budgétaire devraient faire plus pour stimuler la croissance, notamment en procédant à des investissements dans les infrastructures. Les pays dont l'espace budgétaire est limité devraient profiter de la nouvelle souplesse conférée par le Pacte de stabilité et de croissance pour entreprendre des investissements et des réformes structurelles et poursuivre des politiques budgétaires propices à la croissance.
- Il importe de mener des réformes structurelles pour accroître la productivité et promouvoir la croissance à moyen terme, relancer l'investissement, encourager le recrutement de personnel et promouvoir un rééquilibrage. Il convient en priorité d'assouplir les marchés du travail et des produits, de procéder à des dérèglementations pour éliminer les obstacles à l'investissement, et de poursuivre les efforts pour accroître l'intégration du marché commun.

D'autres pays avancés d'Europe devraient s'employer à soutenir leur reprise tout en maintenant la stabilité financière. Au Royaume-Uni, la politique monétaire devrait rester accommodante pendant un certain temps, en raison de la faiblesse actuelle des pressions inflationnistes. Certains pays devraient envisager de poursuivre l'assouplissement de leur politique, notamment par le biais de l'acquisition d'actifs étrangers (Suisse) et d'un nouvel assouplissement quantitatif (Suède). Il importe d'accroître les fonds propres des banques pour réduire les facteurs de vulnérabilité du secteur financier, et de renforcer les mesures macroprudentielles lorsque les risques associés au secteur du logement ne sont pas maîtrisés. Si ces mesures se révélaient insuffisantes, il serait possible d'envisager de relever les taux d'intérêt, en prenant dûment en compte les arbitrages entre les dommages que cela pourrait causer à l'économie réelle et les coûts ultimes des facteurs de vulnérabilité financière. Les mesures visant à accroître l'offre de logements doivent avoir la priorité en Suède et au Royaume-Uni. À l'échelle internationale, il importe de mener à son terme le programme de réformes du secteur financier dans son ensemble, notamment les réformes

axées sur les grandes banques qui revêtent une importance systémique et les réformes visant à renforcer les mécanismes de résolution transfrontières. La Suède devra procéder à des réformes du marché du travail pour accélérer le rythme de la transition des groupes vulnérables à une situation d'emploi et maintenir les acquis en ce domaine.

### **Pays émergents et pays en développement d'Europe : une croissance plus lente dans un contexte caractérisé par une faible demande extérieure**

*L'activité économique s'est ralentie dans les pays émergents et dans les pays en développement d'Europe l'année dernière, et un plus grand nombre de pays se sont trouvés en situation de déflation. Cette année, la baisse des prix du pétrole stimulera la croissance dans une certaine mesure, mais intensifiera les pressions désinflationnistes. La demande extérieure reste faible et l'ampleur de la dette des sociétés continue de peser sur l'investissement. Les pays qui disposent d'une marge de manœuvre au niveau de la politique monétaire devraient utiliser cette dernière pour appuyer la demande intérieure, tandis que les pays affichant des positions budgétaires peu solides devraient conforter la viabilité de ces dernières pour contrer les risques d'une éventuelle volatilité des marchés.*

La croissance économique s'est ralentie en Turquie et en Europe du Sud-Est (où certains pays sont entrés en récession) durant l'année écoulée, mais elle est restée soutenue en Hongrie et en Pologne (graphique 2.4). Elle a, dans l'ensemble, été entraînée par la demande intérieure (sauf en Turquie), par suite essentiellement d'un raffermissement de la consommation privée due à l'amélioration des conditions sur le marché du travail et à l'augmentation des salaires réels résultant de la baisse de l'inflation importée.

L'inflation non corrigée et l'inflation tendancielle ont continué de baisser par suite de la très faible inflation observée dans la zone euro, de la réduction des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, et du sous-emploi des ressources intérieures. La Hongrie et la Pologne comptent désormais parmi les pays en déflation, mais l'inflation reste soutenue en Turquie par suite de la dépréciation du taux de change, de l'assouplissement de la politique monétaire et de la hausse des prix des denrées alimentaires intérieures.

La baisse des prix du pétrole devrait donner une impulsion à la région, en neutralisant l'effet de la faiblesse de la croissance de la zone euro, de la récession en Russie et du niveau toujours élevé de l'endettement des sociétés (tableau 2.2) :

- Selon les projections, le taux de croissance de la Hongrie devrait s'abaisser à 2,7 % en 2015, par suite

du ralentissement de la progression des investissements et de conditions budgétaires moins propices. Le taux de croissance de la Pologne devrait, quant à lui, atteindre 3,5 % en 2015 grâce à l'élan donné par la demande intérieure et l'amélioration de la situation économique des partenaires commerciaux.

- Le taux de croissance devrait s'établir en moyenne à 3,1 % en Turquie durant la période 2015–16, contre 2,9 % en 2014, la consommation privée étant stimulée par la baisse des prix de l'énergie. Le déficit du compte courant continuera de se réduire grâce à une forte chute de la valeur des importations d'énergie.
- Les projections indiquent une amélioration de la croissance en Europe du Sud-Est en 2015–16, sous l'effet de la reconstruction des zones sinistrées par des inondations en Bosnie-Herzégovine et en Serbie et de l'amélioration de l'emploi dans les autres pays.

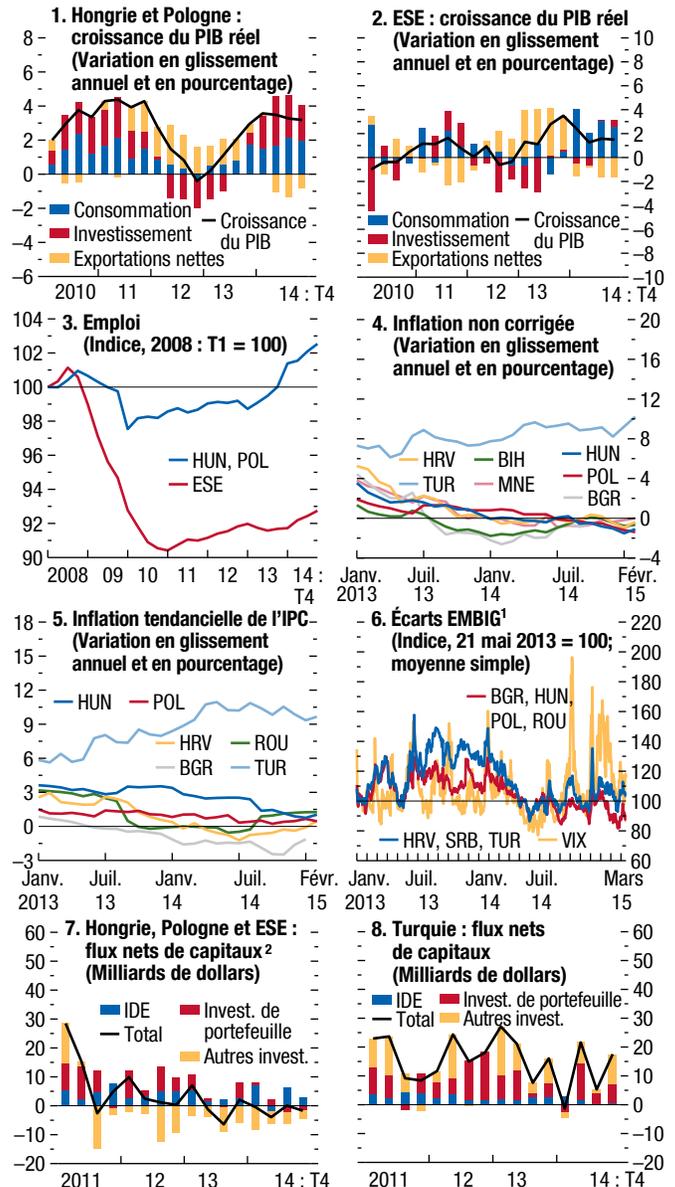
Les perspectives risquent toujours de se dégrader. La possibilité d'une récession plus profonde en Russie ou d'un ralentissement dans la zone euro pose des risques au niveau de la demande extérieure, tandis qu'un soudain accroissement de la prime de terme aux États-Unis et des fluctuations du dollar pourrait être source de volatilité sur les marchés des pays dont les déficits budgétaires et extérieurs sont encore importants. L'assouplissement quantitatif de la BCE pourrait avoir un effet plus positif si l'impact sur la croissance dans la zone euro et sur l'inflation est plus marqué. L'impulsion donnée par la baisse des prix du pétrole pourrait stimuler l'activité.

Il importe de continuer de donner la priorité à des mesures de soutien de la demande intérieure, en particulier dans les pays qui ont des liens étroits avec la zone euro. De nombreux pays doivent maintenir des conditions monétaires souples tandis qu'ils reconstituent progressivement leur marge de manœuvre budgétaire.

- La politique monétaire devrait rester accommodante en Pologne et en Roumanie, étant donné les perspectives inflationnistes favorables et la poursuite d'un assouplissement quantitatif dans la zone euro. La Hongrie, dont la production reste inférieure au potentiel et qui est en butte à des pressions désinflationnistes persistantes, pourrait prendre des mesures prudentes pour procéder à un nouveau relâchement monétaire. La Turquie ne devrait, en revanche, envisager de mener une telle politique que si ses anticipations inflationnistes sont ancrées sur le taux cible et si le taux d'intérêt réel est manifestement positif.
- Dans un certain nombre de pays, l'ampleur de la dette publique et les déficits budgétaires témoignent de la nécessité d'un rééquilibrage budgétaire, notamment par

**Graphique 2.4. Pays émergents et pays en développement d'Europe : une croissance plus lente dans un contexte caractérisé par une faible demande extérieure**

L'activité économique s'est ralentie en 2014, mais elle est restée robuste en Hongrie et en Pologne, où la consommation privée est devenue le principal moteur de la croissance du fait de l'amélioration des conditions du marché du travail. L'inflation a encore diminué, sauf en Turquie, parce qu'elle reste peu élevée dans la zone euro, que les ressources intérieures sont encore sous-employées et que les prix de l'énergie et des denrées alimentaires sont faibles.



Sources : Bloomberg, L.P.; Banque européenne pour la reconstruction et le développement; Haver Analytics; calculs des services du FMI.  
 Note : L'Europe du Sud-Est (ESE) comprend l'Albanie, la Bosnie-Herzégovine, la Bulgarie, la Croatie, le Kosovo, l'ex-République yougoslave de Macédoine, le Monténégro, la Roumanie et la Serbie, lorsque les données sont disponibles. Tous les agrégats relatifs à ce groupe de pays sont pondérés par le PIB évalué à la parité du pouvoir d'achat en proportion du PIB du groupe, sauf indication contraire. Les indicatifs des pays utilisés dans les graphiques sont les codes pays de l'Organisation internationale de normalisation (ISO). IPC = indice des prix à la consommation; EMBIG = Emerging Markets Bond Index Global de J.P. Morgan; IDE = investissement direct étranger; invest. = investissement; VIX = Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index.  
<sup>1</sup>Données jusqu'au 27 mars 2015 compris.  
<sup>2</sup>Les données pour le quatrième trimestre de 2014 (2014 : T4) couvrent la Bulgarie, la Hongrie, l'ex-République yougoslave de Macédoine, le Monténégro, la Pologne (base mensuelle), la Roumanie et la Serbie.

le biais de mesures de maîtrise des dépenses (Hongrie, Serbie) et de la restructuration des grandes entreprises d'État (Serbie). Il serait possible d'accélérer le calendrier des investissements publics pour compenser l'effet de frein de l'orientation plus restrictive de la politique budgétaire prévue à court terme, notamment en Pologne en Roumanie, grâce à une plus grande absorption des fonds de l'Union européenne. Le durcissement de la politique budgétaire en Turquie — tel qu'envisagé dans le nouveau programme à moyen terme — contribuera à progressivement réduire les déséquilibres extérieurs et atténuera les pressions sur la politique monétaire.

- La plupart des pays devront en priorité entreprendre de réduire l'important stock de prêts improductifs. Il est essentiel d'améliorer le traitement juridique et fiscal de la passation en charge des prêts — comme l'a récemment fait l'Albanie — et de poursuivre le renforcement des cadres de restructuration de la dette et de résolution bancaire.

### Asie et Pacifique : malgré un certain ralentissement, de meilleurs résultats que les autres régions

*Selon les prévisions, la croissance en Asie devrait se poursuivre au même rythme en 2015, et la région devrait continuer d'afficher des résultats supérieurs au reste du monde à moyen terme. Bien que le rythme de l'activité économique chinoise se ralentisse pour s'établir à un niveau plus durable, la croissance devrait, selon les projections, s'accroître dans d'autres parties de la région. Cette évolution tient à l'impulsion donnée par la baisse des prix du pétrole, au raffermissement de la demande extérieure et aux conditions financières toujours accommodantes malgré la politique de resserrement récemment adoptée. Les perspectives sont mitigées, mais les risques de dégradation continuent de dominer. L'ampleur de l'endettement des ménages et des sociétés dans un contexte caractérisé par des taux d'intérêt réels élevés et un dollar fort pourrait amplifier les chocs. Les risques posés à la croissance de l'intérieur de la région s'accroissent également, et le réaligement des grandes monnaies de réserve pourrait engendrer des arbitrages inconfortables entre la stabilité financière et la compétitivité. Les responsables de l'action publique devraient maintenir des cadres prudents et constituer des marges de manœuvre pour renforcer la capacité de résistance et mettre en œuvre des réformes pour soutenir un rééquilibrage de la demande et réduire les goulots d'étranglement qui font obstacle à la croissance.*

Bien que la région de l'Asie et du Pacifique continue d'afficher le taux de croissance le plus élevé au monde,

l'activité dans la région s'est légèrement ralentie en 2014, par suite d'effets de frein intérieurs et extérieurs. Le taux de croissance est tombé de 5,9 % en 2013 à 5,6 % l'année dernière. Si la croissance a repris dans une grande partie de la région, certains grands pays comme la Chine, l'Indonésie et le Japon, ont connu un ralentissement de leur économie, qui a fait contrepois. L'expansion des exportations en volume s'est ralentie, par suite du tassement de la demande en Chine, dans la zone euro et au Japon, qui a plus que contrebalancé la vigueur de la demande aux États-Unis (graphique 2.5). Les investissements ont dans l'ensemble diminué, en particulier en Chine, où les mouvements de correction sont devenus plus prononcés dans le domaine de l'immobilier. La consommation, qui est restée relativement robuste, sauf au Japon, a été le principal moteur de la croissance dans pratiquement toute la région.

En 2015, la forte chute des cours mondiaux des produits de base appuiera la croissance du PIB dans toute la région. Étant donné que la région importe du pétrole sur une base nette, la chute des prix de ce produit donnera une impulsion exceptionnelle au pouvoir d'achat de l'ordre de 1,7 % de son PIB en 2015, ce qui permettra de soutenir les dépenses intérieures et d'accroître les comptes courants. Les exportateurs de produits de base (Australie, Indonésie, Malaisie et Nouvelle-Zélande) enregistreront une diminution de leurs recettes en devises et un freinage de leur croissance, bien que la dépréciation des monnaies fasse quelque peu tampon. L'inflation non corrigée — qui évoluait déjà à la baisse par suite du ralentissement de la croissance et du raffermissement des taux de change pondéré par le commerce — devrait encore se ralentir lorsque que la récente baisse des prix du pétrole se fera sentir à la pompe, bien que l'inflation tendancielle n'ait que légèrement diminué.

Les conditions financières accommodantes commencent à se durcir. Les ratios du crédit privé au PIB sont sensiblement supérieurs à la tendance dans certains pays. Les importantes sorties de portefeuille, le ralentissement des émissions de titres de créances des sociétés (en particulier dans les pays émergents d'Asie) et la hausse des taux d'intérêt du marché à court terme observée depuis le dernier trimestre de 2014 cadrent avec l'évolution mondiale et les anticipations d'un relèvement des taux directeurs aux États-Unis. Les taux d'intérêt réels à court terme ont, de surcroît, très légèrement augmenté par suite du ralentissement de l'inflation tendancielle, tandis que l'appréciation du dollar a accru le coût du service de la dette des émetteurs d'obligations de sociétés libellées en devises n'ayant pas procédé à des opérations de couverture. Le renchérissement du coût réel du service de la dette des ménages pourrait également réduire les

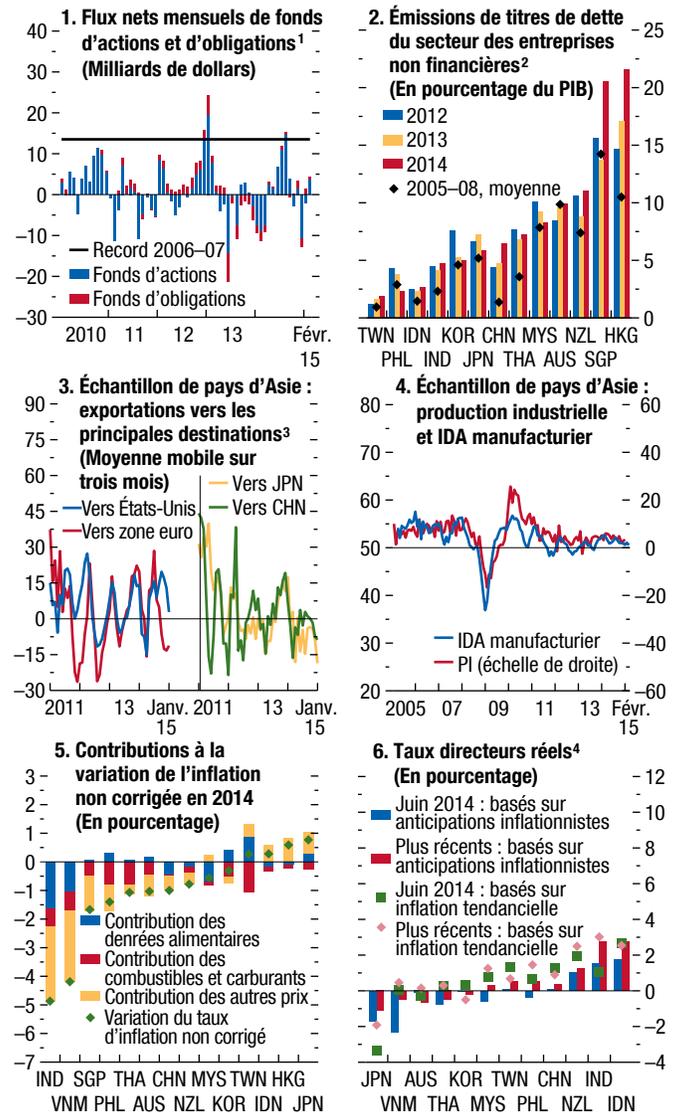
dépenses de consommation de ces derniers. Les prêts bancaires s'accroissent à un rythme relativement plus lent (bien qu'encore relativement soutenu dans les grands pays), l'augmentation des ratios des prêts aux dépôts laissant présager un nouveau ralentissement.

Malgré l'impulsion donnée par la baisse des prix du pétrole, les perspectives de croissance à court terme de l'Asie sont légèrement moins favorables. Les révisions à la baisse de la croissance des grands pays émergents situés en dehors de l'Asie atténueront la contribution extérieure à la croissance de la région, de même que le nouveau durcissement des conditions financières internationales. La trajectoire de croissance plus lente, mais plus durable, actuellement suivie par la Chine exercera un effet de frein supplémentaire. Les prévisions de la croissance de l'Asie ont légèrement baissé par rapport aux prévisions des PEM d'octobre 2014 pour s'établir à 5,6 % en 2015 et à 5,5 % en 2016, bien que les résultats diffèrent selon les pays de la région (tableau 2.3) :

- En Chine, le taux de croissance est tombé à 7,4 % en 2014 et devrait encore diminuer pour s'établir à 6,8 % en 2015 (0,3 point de pourcentage de moins que les prévisions des PEM d'octobre 2014) par suite de l'atténuation des excès antérieurement observés dans le domaine de l'immobilier, du crédit et des investissements. La mise en œuvre de réformes structurelles et la baisse des prix des produits de base devraient favoriser les activités axées sur les consommateurs et amortir dans une certaine mesure l'effet de ralentissement.
- Au Japon, l'activité a été décevante à la suite du relèvement de la taxe sur la consommation au milieu de 2014, qui a provoqué une contraction plus marquée que prévu de cette dernière. Selon les projections, le taux de croissance du PIB devrait passer de -0,1 % en 2014 à 1 % en 2015 (soit un taux supérieur au taux de croissance potentiel et pratiquement similaire aux prévisions des PEM d'octobre 2014). Cette amélioration s'explique par l'affaiblissement du yen, par l'augmentation des salaires réels et par la hausse des cours des titres résultant de l'intensification des mesures supplémentaires d'assouplissement quantitatif et qualitatif prises par la Banque du Japon, ainsi que par la baisse des prix des produits de base. Sachant que la production est inférieure à son potentiel, le rythme de croissance devrait contribuer à accélérer la hausse sous-jacente des prix et des salaires d'ici 2016.
- Le rythme de la croissance devrait s'accélérer en Inde pour passer de 7,2 % en 2014 à 7,5 % en 2015. La croissance bénéficiera des récentes réformes, de la reprise des investissements qui en a découlé et de la baisse des

**Graphique 2.5. Asie et Pacifique : un certain ralentissement, mais de meilleurs résultats que les autres régions**

L'Asie devrait, selon les prévisions, continuer d'afficher la croissance la plus rapide de toutes les régions du monde, même si elle ralentit quelque peu. Les conditions financières n'ont commencé à se durcir que récemment et elles ont soutenu la demande intérieure, mais les exportations ont diminué. L'inflation s'est ralentie par suite de la baisse des prix du pétrole et des denrées alimentaires, et les indicateurs à haute fréquence font état d'un léger tassement de la croissance.



Sources : CEIC; Dealogic; Haver Analytics; estimations des services du FMI. Note : PI = production industrielle; IDA = indice des directeurs d'achat. Les indicatifs des pays utilisés dans les graphiques sont les codes pays de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).  
<sup>1</sup>Les données comprennent les flux de fonds négociés sur les marchés des valeurs mobilières et les flux de fonds mutuels de placement pour l'Australie, les pays émergents d'Asie, la Corée, la RAS de Hong Kong, la Nouvelle-Zélande, Singapour et la province chinoise de Taiwan.  
<sup>2</sup>Les données couvrent les émissions obligataires et les émissions de prêts syndiqués. Les données sont établies sur la base de la résidence.  
<sup>3</sup>L'échantillon de pays d'Asie comprend les pays d'Asie de l'Est (Chine, Corée, RAS de Hong Kong, province chinoise de Taiwan), le Japon, la Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande. L'Indonésie et le Viet Nam ne sont pas inclus dans l'échantillon en raison des décalages des données.  
<sup>4</sup>Données de mars 2015. Les données sur l'inflation tendancielle utilisées pour établir le taux le plus récent sont celles de février 2015 ou les données les plus récentes disponibles.

**Tableau 2.3. 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>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	...	...	...
<b>Pays avancés</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>
Japon	-0,1	1,0	1,2	2,7	1,0	0,9	0,5	1,9	2,0	3,6	3,7	3,7
Corée	3,3	3,3	3,5	1,3	1,5	2,5	6,3	7,1	5,2	3,5	3,6	3,5
Australie	2,7	2,8	3,2	2,5	2,0	2,3	-2,8	-4,0	-3,7	6,1	6,4	6,2
Taiwan (province chinoise de)	3,7	3,8	4,1	1,2	0,7	1,3	12,3	12,4	11,7	4,0	4,0	4,0
Singapour	2,9	3,0	3,0	1,0	0,0	1,7	19,1	20,7	18,8	2,0	2,0	2,0
Hong Kong (RAS)	2,3	2,8	3,1	4,4	3,2	3,4	1,6	2,0	2,2	3,2	3,2	3,1
Nouvelle-Zélande	3,2	2,9	2,7	1,2	0,8	2,1	-3,5	-4,8	-5,2	5,4	5,3	5,2
<b>Pays émergents et en développement</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	...	...	...
Chine	7,4	6,8	6,3	2,0	1,2	1,5	2,0	3,2	3,2	4,1	4,1	4,1
Inde	7,2	7,5	7,5	6,0	6,1	5,7	-1,4	-1,3	-1,6	...	...	...
<b>ASEAN-5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	...	...	...
Indonésie	5,0	5,2	5,5	6,4	6,8	5,8	-3,0	-3,0	-2,9	6,1	5,8	5,6
Thaïlande	0,7	3,7	4,0	1,9	0,3	2,4	3,8	4,4	2,4	0,8	0,8	0,8
Malaisie	6,0	4,8	4,9	3,1	2,7	3,0	4,6	2,1	1,4	2,9	3,0	3,0
Philippines	6,1	6,7	6,3	4,2	2,1	2,8	4,4	5,5	5,0	6,8	6,2	6,0
Viet Nam	6,0	6,0	5,8	4,1	2,5	3,2	5,4	4,8	4,9	2,5	2,5	2,5
<b>Autres pays émergents et en développement<sup>4</sup></b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Pays émergents d'Asie <sup>5</sup>	6,8	6,6	6,4	3,4	2,9	3,0	1,4	2,2	2,1	...	...	...

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 autres pays émergents et en développement d'Asie incluent les pays suivants : Bangladesh, Bhoutan, Brunéi Darussalam, Cambodge, Fidji, Kiribati, Maldives, îles Marshall, Micronésie, Mongolie, Myanmar, Népal, Palaos, Papouasie-Nouvelle-Guinée, République démocratique populaire lao, îles Salomon, 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.

prix du pétrole. Cette dernière permettra d'accroître les revenus disponibles réels, en particulier pour les ménages pauvres, et contribuera à réduire l'inflation.

- La phase de ralentissement du cycle mondial des produits de base continue de grever l'économie australienne en exacerbant la baisse, escomptée de longue date, des investissements axés sur les ressources naturelles. La poursuite d'une politique monétaire d'accompagnement et le léger affaiblissement du taux de change appuieront toutefois l'activité hors ressources : le taux de croissance devrait progressivement augmenter en 2015–16 pour atteindre environ 3 % (soit un taux correspondant approximativement aux projections des PEM d'octobre 2014).
- La croissance s'est quelque peu enlisée en Corée, en raison de la fragilité de la confiance des ménages et des investisseurs. Les projections du taux de croissance, soit 3,3 % cette année, reposent sur l'hypothèse que la poursuite de politiques d'accompagnement monétaires et macroprudentielles et

l'amélioration des termes de l'échange engendreront une reprise de la demande globale.

- L'évolution au sein de l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est continuera de varier d'un pays à un autre. Selon les prévisions, le taux de croissance restera dans l'ensemble inchangé en Indonésie en 2015 (tandis que les prévisions antérieures indiquaient un taux plus élevé), mais devrait augmenter en 2016 par suite de la mise en œuvre des réformes. La croissance devrait se ralentir en Malaisie cette année (pour s'effectuer au rythme de 4,8 %) en raison d'une détérioration des termes de l'échange. La situation devrait s'améliorer en Thaïlande parce que les politiques à court terme seront mieux définies, et le taux de croissance des Philippines a été révisé à la hausse et porté à 6,7 % pour 2015 en raison de l'impulsion donnée à la consommation par la baisse des prix du pétrole.
- Les projections indiquent que le groupe des autres pays émergents et en développement d'Asie enregistrera une

reprise, mais qu'il existera des différences entre les pays. En Papouasie-Nouvelle-Guinée, le lancement d'un important projet de gaz naturel donnera une impulsion exceptionnelle à la croissance. L'activité devrait également être soutenue dans les États insulaires du Pacifique et dans d'autres petits pays. Par contre, la faiblesse des prix des produits de base aura pour effet de ralentir la croissance en Mongolie.

Les risques de dégradation continuent de caractériser les perspectives de croissance, notamment :

- *Le ralentissement de la croissance en Chine et au Japon* — Une croissance nettement plus lente que ne l'indiquent les projections actuelles pour la Chine et le Japon aurait également un impact sur le reste de la région et sur l'économie mondiale en raison de la taille des économies de ces pays et de la profondeur des liens commerciaux et financiers qu'ils entretiennent avec d'autres nations. Le principal risque, dans le cas de la Chine, résulterait de la non-application du programme de réforme visant à remédier aux risques financiers, à rééquilibrer l'économie et à exploiter de nouvelles sources de croissance. Au Japon, le défi consiste à mettre en œuvre des réformes structurelles pour améliorer les perspectives de croissance à moyen terme tout en contrebalançant le plan de relance budgétaire à court terme par un plan convaincant de rééquilibrage à moyen terme. Les perspectives de croissance à moyen terme de l'Asie dépendent aussi dans une mesure cruciale du succès de ces stratégies de réforme.
- *La persistance de la solidité du dollar par rapport à l'euro et au yen* — Les réalignements prolongés des grandes monnaies de réserve provoqués par des politiques monétaires asynchrones pourraient compromettre la croissance en Asie par le biais des circuits du commerce et des bilans. Les pays émergents d'Asie, dont les sociétés ont contracté d'importants emprunts en dollars, pourraient devoir trouver un équilibre adéquat entre le maintien de la stabilité financière (en faisant évoluer leurs monnaies parallèlement au dollar) et le maintien de leur compétitivité extérieure (en stabilisant leur taux de change par rapport à la monnaie de leurs principaux partenaires commerciaux et concurrents). Ce processus pourrait également déclencher une cascade d'ajustements perturbateurs.
- *Les effets secondaires des conditions financières mondiales* — L'augmentation du taux d'endettement des ménages et des entreprises en Asie, favorisé par des conditions financières mondiales accommodantes, accroît la sensibilité aux modifications apportées aux politiques monétaires des pays étrangers. Le niveau plus élevé du coût du service de la dette et la réduction

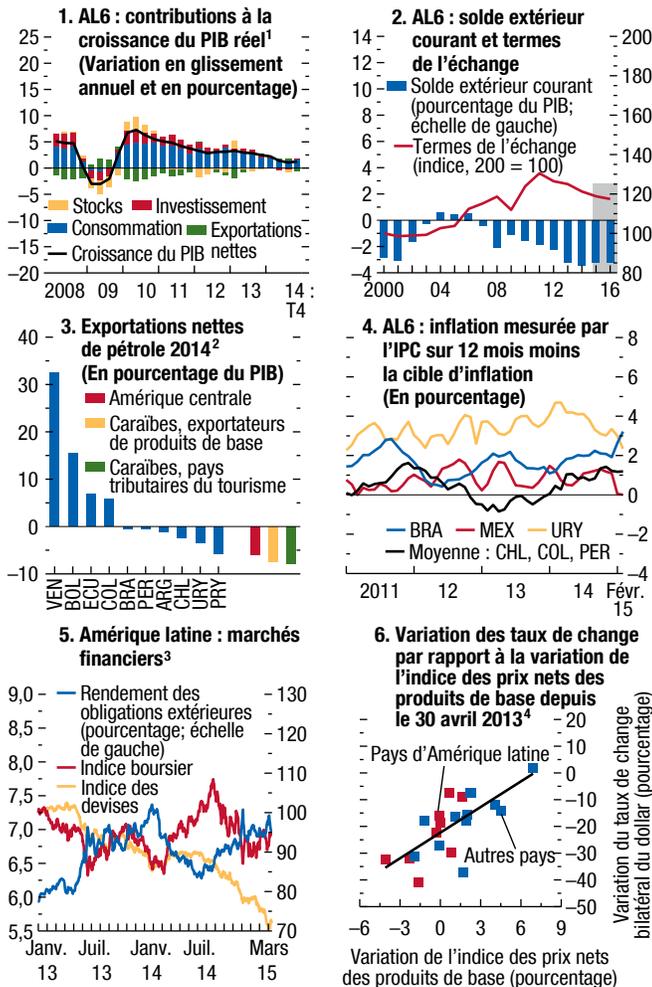
des taux de refinancement devraient avoir un effet sur la rentabilité et les investissements des sociétés et pourraient nettement freiner la consommation des ménages, en particulier si ces évolutions s'accompagnent d'une chute des prix des logements.

Les politiques publiques devraient continuer de viser à maintenir des cadres prudents et à renforcer la capacité d'adaptation et la croissance potentielle :

- La politique monétaire ne devrait pas répondre à la baisse de l'inflation non corrigée due à une chute des prix du pétrole. Il importera toutefois de procéder à un relâchement monétaire si cette baisse se répercute sur l'inflation tendancielle ou sur les anticipations inflationnistes. À ce jour, les réductions de prix ne sont visibles que pour certaines catégories bien définies d'articles du panier de consommation. Toutefois, dans les pays dans lesquels les écarts de production sont actuellement négatifs (Australie, Corée, Japon, Thaïlande), les responsables de l'action publique pourraient devoir prendre des mesures pour prévenir une baisse persistante des anticipations inflationnistes.
- Dans le domaine de la politique budgétaire, les pays devraient suivre l'exemple de l'Inde, de l'Indonésie et de la Malaisie, et saisir l'occasion offerte par la faiblesse actuelle des prix des combustibles et des denrées alimentaires pour poursuivre les réformes ou éliminer progressivement les subventions, qui sont généralement mal ciblées. De telles mesures permettraient d'améliorer l'efficacité des dépenses et de protéger les dépenses publiques de futures fluctuations des prix du pétrole. Les pays affichant d'importantes dettes publiques (Japon, Malaisie) devraient poursuivre leur rééquilibrage budgétaire, en adaptant leur politique budgétaire aux conditions et aux perspectives économiques. Les pays émergents d'Asie, qui ont d'importants déficits d'infrastructures, devraient envisager de privilégier les dépenses au titre des équipements publics au lieu de procéder à un relâchement monétaire.
- Les taux de change devraient pouvoir réagir à des variations des flux de la balance des paiements engendrés par les fluctuations des prix des produits de base et des flux de capitaux, liées notamment à la poursuite de politiques monétaires asynchrones dans les pays avancés. Les autorités devraient intervenir sur les marchés des changes pour faire face à des conditions du marché chaotiques, en particulier lorsqu'une surréaction du taux de change menace la stabilité financière.
- La préservation de la stabilité financière peut exiger non seulement une réglementation et une supervision rigoureuses, mais aussi un recours préventif à des

### Graphique 2.6. Amérique latine et Caraïbes : une faiblesse persistante

La croissance de la production s'est encore ralentie en Amérique latine et dans les Caraïbes, car la baisse des prix des produits de base a touché les exportateurs de la région. Les déficits des soldes extérieurs courants de la plupart des pays de la région ont continué de s'accroître, bien que la récente chute des prix du pétrole ait allégé le fardeau des pays importateurs nets, notamment d'Amérique centrale et des Caraïbes. La baisse des prix du pétrole devrait également faciliter la désinflation, mais ses effets seront en partie contrebalancés par l'affaiblissement des taux de change qui contribuent dans une mesure essentielle à faciliter l'ajustement extérieur.



Sources : Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; autorités nationales; estimations des services du FMI.

Note : IPC = indice des prix à la consommation; AL6 = Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Uruguay. Les agrégats du groupe de pays sont pondérés par le PIB évalué à la parité du pouvoir d'achat en proportion du PIB du groupe, sauf indication contraire. Les indicatifs des pays utilisés dans les graphiques sont les codes pays de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

<sup>1</sup>Corrigé des variations saisonnières, moyenne pondérée par la parité du pouvoir d'achat. Les données sur les stocks comprennent des écarts statistiques.

<sup>2</sup>Les données pour la Bolivie comprennent les exportations de gaz naturel. Moyenne simple pour l'Amérique centrale (Belize, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panama); Caraïbes, exportateurs de produits de base (Guyane, Suriname, Trinité-et-Tobago); et Caraïbes, pays tributaires du tourisme (Bahamas, Barbade, Jamaïque, pays de l'Union monétaire des Caraïbes orientales).

<sup>3</sup>Les rendements des obligations extérieures sont basés sur l'indice Emerging Markets Bond Index établi pour l'Amérique latine par J.P. Morgan. L'indice boursier est l'indice MSCI Emerging Markets Latin America Index qui donne le rendement net total local. L'indice des devises est l'indice Bloomberg J.P. Morgan Latin America Currency Index. L'année de base des deux indices a été changée et fixée au 2 janvier 2013 (2 janvier 2013 = 100). Les données vont jusqu'au 26 mars 2015 inclus.

<sup>4</sup>L'indice des prix nets des produits de base est basé sur Gruss (1014). Les données vont jusqu'à la fin de février 2015.

politiques macroprudentielles pour maîtriser les effets du cycle financier sur les prix des actifs, sur le crédit et sur la demande globale.

- Il sera nécessaire, dans toute la région, de procéder à des réformes structurelles pour recommencer à obtenir des gains de productivité. En Chine, il importe de procéder à des réformes financières et à des réformes des entreprises d'État pour accroître l'efficacité de l'allocation des ressources. La réforme du système de pension et d'autres domaines de protection sociale contribuera à modifier la composition de la croissance en faveur de la consommation intérieure, qui sera probablement plus durable à long terme. Au Japon, des mesures conçues pour accroître la productivité des services et le taux d'activité devraient être poursuivies. Dans le cas d'autres pays, notamment l'Inde, les pays membres de l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est et la plupart des autres pays émergents et en développement, des mesures de développement des infrastructures essentielles et de stimulation de la productivité pour remédier aux goulots d'étranglement existant au niveau de l'offre contribueraient à stimuler la demande à court terme et à soutenir la capacité d'adaptation à des réalignements des monnaies de réserve.

### Amérique latine et Caraïbes : une nouvelle année caractérisée par une croissance décevante

Le taux de croissance est tombé à 1,3 % en 2014 en Amérique latine et dans les Caraïbes et devrait, selon les projections, encore diminuer en 2015. Le fléchissement des marchés mondiaux des produits de base continue d'être le principal frein à l'activité économique en Amérique du Sud, bien que la baisse des prix du pétrole et la solide reprise aux États-Unis aient donné une impulsion dans d'autres parties de la région. L'atonie de l'activité économique et le manque de confiance des consommateurs au Brésil ainsi que l'intensification de la crise économique au Venezuela assombrissent encore les perspectives à court terme. Un régime de taux de change flexible peut aider l'économie dans une mesure cruciale à s'adapter au durcissement des conditions extérieures, mais les responsables de l'action publique devront également veiller à ce que des positions budgétaires prudentes aient été mises en place et à ce que les réformes structurelles aient été achevées de manière à pouvoir accroître les investissements et la productivité.

La croissance en Amérique latine et dans les Caraïbes a diminué pour la quatrième année consécutive pour s'établir à 1,3 % en 2014, soit un taux proche des projections des PEM d'octobre 2014 (graphique 2.6). Les

investissements continuent d'être la principale raison du ralentissement économique, car l'atonie de la demande extérieure et la dégradation des termes de l'échange incitent les entreprises à comprimer leurs budgets d'équipement, notamment en Amérique du Sud. Dans certains pays, les incertitudes politiques ont aggravé le manque de confiance du secteur privé. La chute des prix de produits de base a également entraîné un nouvel accroissement des déficits des comptes extérieurs courants de la plupart des pays exportateurs de produits de base, bien que les importateurs nets aient profité de la forte chute des prix du pétrole.

Les monnaies des pays dotés d'un régime de taux de change flexible ont réagi rapidement à l'évolution des perspectives extérieures et à la détérioration des conditions intérieures puisque leur valeur, pondérée par les termes de l'échange, s'est dépréciée d'en moyenne 10 % depuis août 2014 et, dans certains cas, de jusqu'à 15 à 20 %. Les marchés des valeurs mobilières ont chuté et les spreads sur les crédits extérieurs se sont creusés. Les émissions d'obligations de sociétés se sont dans l'ensemble maintenues, mais les sociétés ayant d'importants engagements sur le marché des produits de base ont commencé à ressentir le durcissement des conditions de financement. L'expansion du crédit continue de se ralentir.

Étant donné qu'aucun facteur ne semble devoir stimuler l'activité à court terme, que les prix des produits de base demeureront probablement à un faible niveau et que de nombreux pays ont une marge de manœuvre réduite, la croissance de la région devrait, selon les projections, tomber en dessous de 1 % en 2015 (soit 1¼ point de pourcentage de moins que ne l'indiquaient les projections des PEM d'octobre 2014), c'est-à-dire à un niveau nettement inférieur au taux de croissance moyen de 4,1 % observé sur la période 2004–13 (tableau 2.4). Les révisions à la baisse touchent essentiellement les pays d'Amérique du Sud exportateurs de produits de base. En attendant, le produit reste proche de son potentiel comme en témoigne le niveau toujours faible du chômage dans de nombreux pays.

- Selon les projections, l'économie brésilienne devrait se contracter de 1 % en 2015 — pour s'établir à un niveau inférieur de près de 2½ points de pourcentage aux prévisions des PEM d'octobre 2014. Le secteur privé reste très peu confiant bien que les incertitudes liées aux élections se soient dissipées, par suite des risques associés à la possibilité d'un prochain rationnement de l'électricité et de l'eau, aux problèmes de compétitivité qui n'ont pas été réglés et aux répercussions de l'enquête sur Petrobras. La détermination

renouvelée des autorités brésiliennes à maîtriser le déficit budgétaire et à juguler l'inflation contribuera à rétablir la confiance dans le cadre de la politique macroéconomique brésilienne, mais elle aura pour effet de réduire encore plus la demande à court terme.

- Les projections établies pour les pays andins sont relativement favorables, mais elles ont également été révisées à la baisse depuis octobre — les projections de la croissance établies cette année pour le Chili, la Colombie et le Pérou sont inférieures de ½ à 1,3 point de pourcentage à celles d'octobre. Au Chili, les incertitudes sur l'impact des réformes des politiques publiques semblent entraver les investissements, bien qu'il semble que la croissance reprenne. Au Pérou, la faiblesse des exportations et des investissements a provoqué un brusque ralentissement en 2014, mais la poursuite d'une action concertée et le lancement de nouvelles opérations minières devraient permettre une reprise dans le courant de l'année. En Colombie, la baisse des prix du pétrole ramènera le taux de croissance à moins de 4 %.
- Selon les projections, la croissance de l'Argentine sera légèrement négative en 2015, l'augmentation des dépenses publiques et de la consommation privée étant en partie compensée par la contraction des investissements et des exportations. Au Venezuela, la chute des prix du pétrole a aggravé une situation déjà difficile. Les contrôles administratifs généralisés ainsi que d'autres distorsions administratives ont intensifié les pénuries de biens essentiels, poussé le taux d'inflation à plus de 60 % en 2014 et provoqué une profonde récession.
- L'économie mexicaine devrait afficher une croissance de 3 % cette année — soit un résultat satisfaisant, bien qu'inférieur aux attentes antérieures parce que l'atonie persistante de la demande intérieure et l'orientation plus restrictive de la politique budgétaire ont atténué les répercussions positives de la croissance plus soutenue des États-Unis.
- Sur un plan positif, la baisse des prix du pétrole et la solide reprise des États-Unis ont amélioré les perspectives des pays d'Amérique centrale. Les envois de fonds ont progressé de 9 % en 2014 et, conjointement à l'amélioration des exportations, ils continueront de soutenir l'activité économique et faciliteront les importants efforts visant à renforcer les positions budgétaires d'un certain nombre de pays.
- Les pays des Caraïbes tributaires du tourisme commencent également à enregistrer une reprise du nombre de visiteurs. Les écarts de compétitivité qui existent de longue date, l'ampleur de la dette publique et les

**Tableau 2.4. 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>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,4</b>	...	...	...
États-Unis	2,4	3,1	3,1	1,6	0,1	1,5	-2,4	-2,3	-2,4	6,2	5,5	5,1
Canada	2,5	2,2	2,0	1,9	0,9	2,0	-2,2	-2,6	-2,3	6,9	7,0	6,9
Mexique	2,1	3,0	3,3	4,0	3,2	3,0	-2,1	-2,2	-2,2	4,8	4,3	4,0
<b>Amérique du Sud<sup>4</sup></b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,3</b>	...	...	...	<b>-2,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,2</b>	...	...	...
Brésil	0,1	-1,0	1,0	6,3	7,8	5,9	-3,9	-3,7	-3,4	4,8	5,9	6,3
Argentine <sup>5, 6</sup>	0,5	-0,3	0,1	...	18,6	23,2	-0,9	-1,7	-1,8	7,3	7,0	8,1
Colombie	4,6	3,4	3,7	2,9	3,4	3,0	-5,0	-5,8	-4,9	9,1	9,0	8,9
Venezuela	-4,0	-7,0	-4,0	62,2	96,8	83,7	4,3	-4,7	-0,8	8,0	12,8	16,1
Chili	1,8	2,7	3,3	4,4	3,0	3,0	-1,2	-1,2	-2,0	6,4	7,2	7,0
Pérou	2,4	3,8	5,0	3,2	2,5	2,0	-4,1	-4,6	-4,3	6,0	6,0	6,0
Équateur	3,6	1,9	3,6	3,6	3,2	3,0	-0,8	-3,3	-3,0	5,0	5,0	5,0
Bolivie	5,4	4,3	4,3	5,8	5,1	5,0	0,7	-2,8	-4,2	4,0	4,0	4,0
Uruguay	3,3	2,8	2,9	8,9	7,9	7,5	-4,7	-3,8	-4,1	6,5	6,8	7,0
Paraguay	4,4	4,0	4,0	5,0	3,6	4,5	0,1	-1,7	-2,2	5,5	5,5	5,5
<b>Amérique centrale<sup>7</sup></b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>-5,9</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,2</b>	...	...	...
<b>Caraïbes<sup>8</sup></b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Amérique latine et Caraïbes <sup>9</sup>	1,3	0,9	2,0	...	...	...	-2,8	-3,2	-3,0	...	...	...
Non compris l'Argentine	1,4	1,0	2,2	7,9	9,0	7,6	-3,0	-3,4	-3,1	...	...	...
Union monétaire des Caraïbes orientales <sup>10</sup>	1,7	2,0	2,1	0,8	0,7	1,6	-15,8	-13,9	-14,5	...	...	...

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 les tableaux A6 et A7 de l'appendice statistique.

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

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

<sup>4</sup>Inclut également le Guyana et le Suriname. 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 15 décembre 2014, le Conseil d'administration a établi que les mesures qu'il avait demandé à l'Argentine de prendre avant la fin de septembre 2014 avaient été appliquées et que les autorités argentines avaient commencé à mener une action pour remédier à la communication de données inexactes. Le Conseil d'administration réexaminera cette question conformément au calendrier fixé en décembre 2013 et 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. Les projections des services du FMI relatives à l'évolution moyenne de l'IPC pour 2014 ne sont pas présentées dans les *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 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 15 décembre 2014, il a établi que les mesures qu'il avait demandé à l'Argentine de prendre avant la fin de septembre 2014 avaient été appliquées et que les autorités argentines avaient entrepris de remédier à la communication de données inexactes. Le Conseil d'administration réexaminera cette question conformément au calendrier fixé en décembre 2013 et 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.

facteurs de fragilité du secteur financier continuent néanmoins d'être des motifs de préoccupation pressants.

Les risques associés à ces perspectives moroses sont considérables et des possibilités de dégradation existent. L'activité des pays exportateurs de produits de base de la région pourrait encore se ralentir en cas de chocs défavorables, notamment un ralentissement des investissements plus marqué que prévu en Chine. À l'évidence, la poursuite de l'évolution à la baisse des prix des produits de base

aurait un impact favorable sur l'économie des importateurs nets, en particulier les pays d'Amérique centrale et des Caraïbes. Nombre de ces pays ont néanmoins contracté des financements concessionnels auprès du Venezuela dans le cadre de leurs importations pétrolières. Une réduction éventuelle de cet appui de Petrocaribe pourrait exercer des pressions sur les finances publiques de certains de ces pays.

Les perspectives économiques peu souriantes, ainsi que la hausse imminente des taux d'intérêt des États-Unis,

pourraient également limiter les financements extérieurs disponibles et provoquer de nouvelles corrections sur les marchés financiers. Ce scénario pourrait imposer des pressions sur certaines sociétés emprunteuses, en particulier dans les secteurs confrontés à une brusque contraction de leurs recettes et à un fort accroissement de leurs taux d'endettement. Sur un plan positif, la solide croissance des États-Unis pourrait donner une impulsion plus forte que prévu aux partenaires commerciaux de la région.

La persistance pendant une période prolongée d'un faible niveau d'investissement, qui aurait pour effet de réduire encore plus la croissance potentielle de la région, est l'un des risques majeurs à moyen terme. La poursuite à mauvais escient de mesures de relance excessives pour remédier au ralentissement au lieu de s'attaquer aux goulots d'étranglement au niveau de l'offre et aux problèmes de compétitivité pourrait également compromettre la stabilité macroéconomique acquise par les pays au prix de durs efforts.

Le principal problème consiste donc, pour la région, à gérer l'ajustement à un nouveau contexte extérieur tout en maintenant de solides facteurs fondamentaux et en augmentant la croissance potentielle.

La souplesse du taux de change peut contribuer dans une mesure cruciale à absorber les chocs défavorables au niveau des termes de l'échange et à rééquilibrer la demande. Les possibilités de poursuivre une politique monétaire accommodante sont limitées : l'inflation est généralement supérieure aux cibles médianes d'inflation, et la dépréciation des monnaies compensera, du moins en partie, l'effet modéré de la baisse des prix des produits de base. Les pays dont les anticipations inflationnistes sont bien ancrées auront néanmoins une certaine latitude pour préciser l'orientation de leur politique en réponse à de nouvelles données peu satisfaisantes.

L'affaiblissement de la situation des finances publiques depuis la crise financière mondiale limite les orientations budgétaires que peuvent adopter un grand nombre des pays de la région. Les exportateurs de produits de base jouissant d'une solide marge de manœuvre peuvent encore se permettre de compenser le ralentissement actuel, mais ils devront néanmoins éviter d'accroître durablement leurs déficits. De nombreux importateurs de produits de base bénéficient, quant à eux, de l'allègement de la charge que constituent les subventions au pétrole et devraient saisir cette opportunité de conforter ces gains en prenant des mesures pour s'orienter vers un système de tarification basé sur les prix du marché.

Au-delà de ces ajustements, les sombres perspectives actuelles mettent en relief le caractère pressant de la poursuite de réformes axées sur l'offre. Pour améliorer les perspectives

de croissance et poursuivre les efforts de réduction de la pauvreté dans un contexte extérieur plus difficile, il sera nécessaire de déployer des efforts résolus pour améliorer le cadre de l'activité économique, accroître la productivité et augmenter l'épargne et l'investissement.

### Communauté des États indépendants : la chute des prix du pétrole assombrit les perspectives

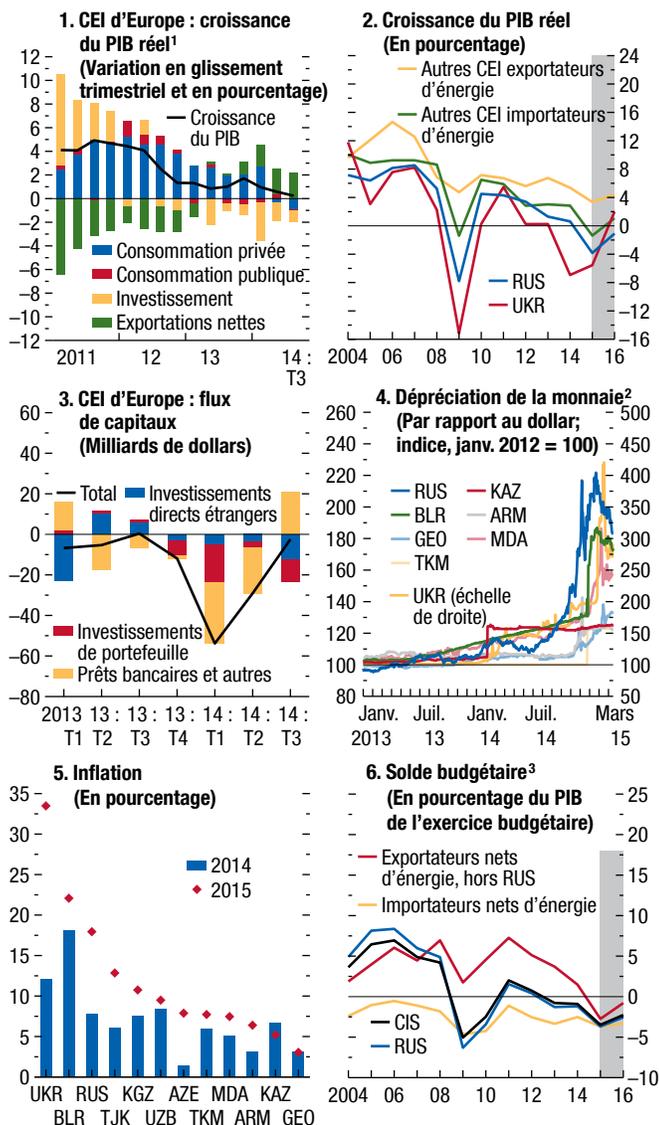
*Selon les projections, la région de la Communauté des États indépendants devrait entrer en récession en 2015. Les perspectives des exportateurs de pétrole se sont nettement assombries par suite de la chute des prix du pétrole et de la forte contraction de l'économie russe. Les avantages procurés aux importateurs de pétrole par la baisse des prix de ce produit seront probablement plus que contrebalancés par les problèmes économiques intérieurs et les répercussions de la contraction de l'économie russe, qui se propageront par le biais des envois de fonds, du commerce et des investissements directs étrangers.*

L'activité économique s'est encore ralentie dans les pays européens de la Communauté des États indépendants dans la deuxième moitié de 2014, durant laquelle la contribution de la consommation privée est devenue négative (graphique 2.7). La chute des prix du pétrole, conjuguée aux sanctions internationales, a encore aggravé les défaillances structurelles fondamentales de la Russie; cela a eu pour effet de miner la confiance et de provoquer une forte dépréciation du rouble et, par conséquent, d'accroître les tensions inflationnistes. La Banque centrale de Russie a réagi en relevant son taux directeur de 750 points de base pour le porter à 17 % en décembre, et les autorités russes ont annoncé diverses mesures pour rétablir des conditions normales sur le marché. Les effets de la dépréciation du rouble se sont également propagés à d'autres pays de la Communauté des États indépendants. La récession s'est aggravée en Ukraine en 2014, en grande partie à cause de l'impact économique du conflit dans l'Est. Les pressions sur l'hryvnia se sont nettement accrues depuis octobre dernier et ont contribué à une forte contraction des réserves en devises ainsi qu'à une accélération de l'inflation.

Les perspectives de la Communauté des États indépendants se sont clairement dégradées, et les projections font maintenant état d'une contraction de 2,6 % pour 2015 (soit environ 4 points de pourcentage de moins que les prévisions des PEM d'octobre 2014) ainsi que d'un taux d'inflation supérieur à 10 % dans de nombreux pays (tableau 2.5). La croissance devrait aussi nettement se ralentir dans le Caucase et en Asie centrale — pour tomber de 5,3 % en 2014 à 3,2 % en 2015, ce qui représente

### Graphique 2.7. Communauté des États indépendants : aux prises avec les risques géopolitiques et la faiblesse des prix du pétrole

La Russie et l'Ukraine entrent en récession dans un contexte caractérisé par une forte inflation due aux tensions géopolitiques et à la chute des prix du pétrole. La croissance se ralentit également dans d'autres pays membres de la Communauté des États indépendants (CEI), dont l'orientation de la politique budgétaire souffre de surcroît des retombées négatives, notamment, de la situation en Russie.



Sources : Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; estimations des services du FMI.  
 Note : CEI d'Europe = Bélarus, Moldova, Russie, Ukraine; CIE hors Europe = Arménie, Azerbaïdjan, Géorgie, Kazakhstan, Ouzbékistan, République kirghize, Tadjikistan, Turkménistan. Exportateurs nets d'énergie, à l'exclusion de la Russie = Azerbaïdjan, Kazakhstan, Ouzbékistan, Turkménistan. Importateurs nets d'énergie = Arménie, Bélarus, Géorgie, Moldova, République kirghize, Tadjikistan, Ukraine. Les indicatifs des pays utilisés dans les graphiques sont les codes pays de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

<sup>1</sup>La Moldova n'a pas été prise en compte en raison des insuffisances des données.

<sup>2</sup>Les données vont jusqu'au 27 mars 2015 inclus.

<sup>3</sup>Déficit primaire hors pétrole pour la Russie, solde global pour les importateurs nets d'énergie et prêts/emprunts nets des administrations publiques pour la CEI et les exportateurs nets d'énergie à l'exclusion de la Russie.

une révision à la baisse de 2,4 points de pourcentage par rapport aux PEM d'octobre 2014. Cette baisse tiendra, selon les projections, aux répercussions de la situation en Russie (qui se propageront par le biais des envois de fonds, du commerce et des investissements directs étrangers) et à la baisse des prix des exportations de pétrole, de métaux et de minerais.

- La chute des prix du pétrole, le durcissement des conditions financières, les sanctions internationales et l'amenuisement de la confiance devraient, selon les projections, provoquer une récession en Russie en 2015. La production devrait se contracter de 3,8 %, ce qui représente une révision à la baisse d'environ 4¼ points de pourcentage par rapport aux prévisions des PEM d'octobre 2014. En 2016, la contraction de la production ne devrait plus être que de 1,1 % parce que le ralentissement de l'inflation et la production de substituts à une certaine partie des importations contribueront à une légère reprise de la demande.
- Malgré l'annonce récente par l'État d'un programme de relance au Kazakhstan, la baisse des prix du pétrole et les retards de production du champ pétrolifère de Kashagan, ainsi que la faiblesse de l'économie mondiale, devraient maintenir le taux de croissance à 2,0 % en 2015 (soit une révision à la baisse de près de 3 points de pourcentage) et à 3,1 % en 2016.
- L'évolution de l'économie ukrainienne devrait s'inverser en 2015 : l'activité se stabilisera sous l'effet du rétablissement de la confiance des consommateurs et des investisseurs et du début des travaux de reconstruction. Les projections continuent de faire état d'une diminution de la production de 5,5 % en 2015, ce qui témoigne d'une certaine amélioration par rapport à la contraction de 6,8 % de 2014.
- L'Arménie et le Bélarus devraient, selon les projections, entrer en récession en 2015, et la Géorgie affichera une croissance plus lente. Les évolutions défavorables observées dans ces trois pays tiennent aux répercussions de la situation en Russie. En Moldova, le ralentissement de la progression du crédit, conjugué à la diminution des exportations et des envois de fonds, provoquera une faible contraction du PIB cette année. Les perspectives risquent essentiellement de se détériorer. Une longue période d'incertitude et l'imposition de sanctions supplémentaires à la Russie pourraient encore réduire les investissements. La dégradation des bilans des banques et des sociétés, engendrée par la forte dépréciation des monnaies nationales récemment enregistrée dans la région, pourrait compromettre la stabilité financière. Une reprise plus précoce que prévu des cours du pétrole profiterait aux

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

	PIB réel			Prix à la consommation <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 (CEI)<sup>4</sup></b>	<b>1,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,3</b>	<b>8,1</b>	<b>16,8</b>	<b>9,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	...	...	...
<b>Exportateurs nets d'énergie</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,1</b>	<b>7,5</b>	<b>15,6</b>	<b>9,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	...	...	...
Russie	0,6	-3,8	-1,1	7,8	17,9	9,8	3,1	5,4	6,3	5,1	6,5	6,5
Kazakhstan	4,3	2,0	3,1	6,7	5,2	5,5	1,6	-4,1	-3,1	5,2	5,2	5,2
Ouzbékistan	8,1	6,2	6,5	8,4	9,5	9,8	0,1	0,2	0,2	...	...	...
Azerbaïdjan	2,8	0,6	2,5	1,4	7,9	6,2	15,3	5,3	8,2	6,0	6,0	6,0
Turkménistan	10,3	9,0	9,2	6,0	7,7	6,6	-5,9	-11,1	-6,7	...	...	...
<b>Importateurs nets d'énergie</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>1,6</b>	<b>12,3</b>	<b>25,2</b>	<b>11,4</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>-4,2</b>	...	...	...
Ukraine <sup>5</sup>	-6,8	-5,5	2,0	12,1	33,5	10,6	-4,0	-1,4	-1,3	10,5	11,5	11,0
Bélarus	1,6	-2,3	-0,1	18,1	22,1	17,4	-6,1	-7,0	-4,2	0,5	0,5	0,5
Géorgie	4,7	2,0	3,0	3,1	3,0	5,0	-9,6	-11,5	-12,0	...	...	...
Arménie	3,4	-1,0	...	3,1	6,4	4,0	-9,2	-8,6	-8,6	18,0	17,9	17,7
Tadjikistan	6,7	3,0	4,1	6,1	12,8	6,3	-9,1	-7,1	-5,8	...	...	...
République kirghize	3,6	1,7	3,4	7,5	10,7	8,6	-13,7	-17,0	-15,2	7,6	7,5	7,4
Moldova	4,6	-1,0	3,0	5,1	7,5	6,3	-5,5	-4,5	-5,4	4,0	4,5	4,3
<i>Pour mémoire</i>												
Caucase et Asie centrale <sup>6</sup>	5,3	3,2	4,2	5,8	6,9	6,6	1,7	-3,4	-2,0	...	...	...
Pays à faible revenu de la CEI <sup>7</sup>	6,7	4,2	5,0	6,9	8,7	8,2	-4,2	-3,8	-3,6	...	...	...
Exportateurs nets d'énergie hors Russie	5,4	3,4	4,4	5,9	6,9	6,7	3,0	-2,6	-1,2	...	...	...

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 (CEI), 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 Sevastopol.

<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 CEI sont l'Arménie, la Géorgie, la Moldova, l'Ouzbékistan, la République kirghize et le Tadjikistan.

exportateurs de pétrole, de même que, par le biais de ses effets favorables sur l'économie russe, aux importateurs de pétrole de la Communauté des États indépendants.

Par suite de l'aggravation de la situation économique et des importants risques de dégradation, il importe de donner la priorité au maintien de la stabilité macroéconomique. En Russie, le resserrement des conditions de la politique monétaire et l'adoption par la banque centrale d'un régime de taux de change flottant plus rapidement que prévu ont été des mesures appropriées. Étant donné que la politique monétaire est limitée par une inflation supérieure à la cible établie et par les préoccupations suscitées par la stabilité financière, et que la Russie dispose d'importantes réserves budgétaires, il serait justifié d'assouplir la cible du solde structurel hors pétrole en 2015. Dans le cas de l'Ukraine, il convient toujours de renforcer les réserves et de durcir l'orientation de la politique budgétaire. En ce qui concerne le Bélarus, il est nécessaire d'accroître la flexibilité du régime de change et de poursuivre de strictes politiques macroéconomiques ainsi que de profondes réformes

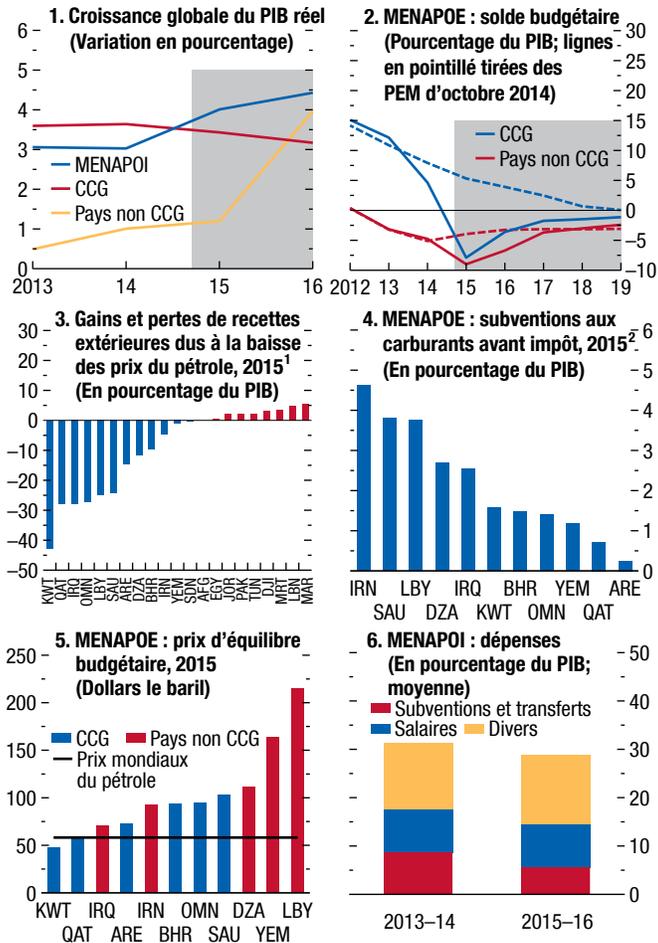
structurelles pour juguler l'inflation de manière durable et réduire les déséquilibres extérieurs.

Face aux répercussions négatives de la situation en Russie, les pays du Caucase et de l'Asie centrale devraient poursuivre une politique budgétaire contracyclique à condition d'avoir l'espace budgétaire et les financements requis et que la situation extérieure le leur permette. Ces pays devraient, de manière générale, accepter un régime de change plus souple, appuyé par des politiques macroéconomiques et structurelles adéquates et, si nécessaire, une nouvelle dépréciation de leur monnaie pour réduire le plus possible la contraction de leurs réserves et l'érosion de leur compétitivité. Une augmentation de la souplesse du taux de change contribuerait aussi à terme à aider ces pays à s'ajuster à des chocs défavorables. Il pourrait être nécessaire de resserrer la politique monétaire pour faire face aux pressions inflationnistes dues à la dépréciation de la monnaie.

À moyen terme, la plupart des exportateurs de pétrole devront procéder à un recalibrage de leurs plans de rééquilibrage budgétaire, car le choc pétrolier devrait persister. Il

**Graphique 2.8. Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan : pétrole, conflits et transitions**

La croissance est restée très modérée dans toute la région Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan (MOANAP) en 2014 dans un contexte caractérisé par la baisse des prix du pétrole, l'intensification des conflits et l'orientation toujours incertaine des politiques publiques. La chute des prix du pétrole a eu un effet négatif sur les soldes extérieurs et budgétaires de pays exportateurs de pétrole de la région, mais elle a fourni un répit nécessaire aux importateurs de pétrole. Cette baisse offre à toute la région l'occasion de mener des réformes structurelles et des réformes des subventions qui pourraient dégager l'espace budgétaire nécessaire à la réalisation d'investissements propices à la croissance, améliorer la compétitivité, appuyer la création d'emplois et promouvoir une croissance solidaire.



Sources : Haver Analytics; FMI, Système des avis d'information; Agence internationale de l'énergie; autorités nationales; estimations des services du FMI. Note : Conseil de coopération du Golfe (CCG) = Arabie saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, Koweït, Oman, Qatar; exportateurs de pétrole de MENAP (MENAPOE) = Algérie, Arabie saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, République islamique d'Iran, Iraq, Koweït, Libye, Oman, Qatar, Yémen; importateurs de pétrole de MENAP (MENAPOI) = Afghanistan, Djibouti, Égypte, Jordanie, Liban, Maroc, Mauritanie, Pakistan, Soudan, Syrie, Tunisie. Les indicatifs des pays utilisés dans les graphiques sont les codes pays de l'Organisation internationale de normalisation (ISO). À partir de 2011, les données ne couvrent pas la Syrie.

<sup>1</sup>Les pertes (gains) de recettes extérieures résultant de la baisse des prix du pétrole sont égales (égaux) à l'écart indiqué par les projections entre les valeurs en dollars des exportations nettes de pétrole en 2015 établies sur la base des hypothèses relatives au prix du pétrole en 2015 retenues dans les *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2015 et dans les PEM d'octobre 2014, et le volume des exportations nettes de pétrole dans ces dernières, moyennant les ajustements effectués au titre de facteurs idiosyncratiques propres aux pays.

<sup>2</sup>Le montant de la facture des subventions est estimé sur la base des données de 2013. Les calculs ont été établis au moyen de la méthode de l'écart de prix conformément à Clements *et al.* (2013) et Sdralevich *et al.* (2014).

leur faudrait, en priorité, maîtriser des dépenses courantes difficiles à éliminer, élargir la base d'imposition et renforcer leur administration fiscale. Il conviendrait dans la mesure du possible de préserver les dépenses favorables à la croissance dans les infrastructures, les services de santé et l'éducation ainsi que les services d'assistance sociale ciblés. Les importateurs de pétrole devraient reprendre leurs efforts de rééquilibrage budgétaire de manière à reconstituer leur marge de manœuvre dès que les conditions cycliques le leur permettront. Il importera d'intensifier les efforts de réforme structurelle dans les domaines de la gouvernance, de la lutte contre la corruption, de l'éducation et du secteur financier pour diversifier les économies, améliorer le climat de l'activité économique et renforcer l'intermédiation financière.

**Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan : pétrole, conflits et transitions**

La croissance est restée très modérée dans la région Moyen-Orient, Afrique du Nord, Afghanistan et Pakistan (MENAP) en 2014, dans un contexte caractérisé par la baisse des prix du pétrole, de violents conflits et la persistance des incertitudes relatives aux politiques publiques. La situation ne devrait que légèrement se raffermir cette année, et les fortes révisions à la baisse des projections de la croissance de MENAP peuvent être imputées aux exportateurs de pétrole de la région. La situation pourrait se dégrader. La plupart des pays exportateurs de pétrole, confrontés à de lourdes pertes dues à la chute des cours de ce produit, doivent procéder au recalibrage de leur plan de rééquilibrage budgétaire à moyen terme. Dans l'ensemble de la région, la baisse des prix du pétrole a créé des conditions propices à la poursuite des réformes des subventions qui permettront de créer l'espace budgétaire requis pour financer des dépenses sources de croissance. Il sera également nécessaire de procéder à des réformes structurelles pour améliorer les perspectives de manière durable et inclusive.

**Pays exportateurs de pétrole**

Par suite de la forte baisse des prix du pétrole, les pays exportateurs de MENAP enregistrent de très fortes baisses de leurs recettes d'exportation et de leurs recettes budgétaires (graphique 2.8). La plupart des exportateurs de pétrole de la région devraient éviter de procéder à de fortes compressions de leurs dépenses en effectuant des ponctions sur leurs importants volants de capitaux et en utilisant les financements disponibles.

La croissance devrait, selon les projections actuelles, s'effectuer à un taux pratiquement inchangé en 2015 (2,4 %), ce qui représente une révision à la baisse de

**Tableau 2.6. 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>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,1</b>	...	...	...
<b>Pays exportateurs de pétrole<sup>4</sup></b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>10,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,7</b>	...	...	...
Arabie saoudite	3,6	3,0	2,7	2,7	2,0	2,5	14,1	-1,0	3,7	5,5	...	...
Iran	3,0	0,6	1,3	15,5	16,5	17,0	3,8	0,8	1,2	11,2	12,3	13,2
Émirats arabes unis	3,6	3,2	3,2	2,3	2,1	2,3	12,1	5,3	7,2	...	...	...
Algérie	4,1	2,6	3,9	2,9	4,0	4,0	-4,3	-15,7	-13,2	10,6	11,8	11,9
Iraq	-2,4	1,3	7,6	2,2	3,0	3,0	-3,5	-9,6	-3,6	...	...	...
Qatar	6,1	7,1	6,5	3,0	1,8	2,7	25,1	8,4	5,0	...	...	...
Koweït	1,3	1,7	1,8	2,9	3,3	3,6	35,3	15,7	19,3	2,1	2,1	2,1
<b>Pays importateurs de pétrole<sup>5</sup></b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>9,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,5</b>	...	...	...
Égypte	2,2	4,0	4,3	10,1	10,3	10,5	-0,8	-3,3	-4,3	13,4	13,1	12,5
Pakistan	4,1	4,3	4,7	8,6	4,7	4,5	-1,2	-1,3	-1,4	6,7	6,5	6,1
Maroc	2,9	4,4	5,0	0,4	1,5	2,0	-5,8	-3,4	-3,3	9,1	9,0	8,9
Soudan	3,4	3,3	3,9	36,9	19,0	10,5	-5,2	-4,2	-3,9	13,6	13,3	13,0
Tunisie	2,3	3,0	3,8	4,9	5,0	4,1	-8,9	-6,4	-5,2	15,3	15,0	14,0
Liban	2,0	2,5	2,5	1,9	1,1	2,8	-24,9	-22,2	-21,7	...	...	...
Jordanie	3,1	3,8	4,5	2,9	1,2	2,5	-7,0	-7,6	-6,6	11,9	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Moyen-Orient et Afrique du Nord	2,4	2,7	3,7	6,5	6,2	6,4	7,0	-2,0	0,0	...	...	...
Israël <sup>6</sup>	2,8	3,5	3,3	0,5	-0,2	2,1	3,0	4,5	4,4	6,0	5,5	5,3
Maghreb <sup>7</sup>	1,0	3,3	5,6	2,5	3,3	3,6	-8,1	-14,6	-11,6	...	...	...
Mashreq <sup>8</sup>	2,2	3,9	4,2	8,9	8,9	9,3	-4,7	-6,2	-6,8	...	...	...

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>Ce groupe comprend aussi l'Afghanistan, Djibouti et la Mauritanie. La Syrie n'est pas prise en compte en raison des incertitudes qui caractérisent la situation politique.

<sup>6</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>7</sup>Algérie, Libye, Maroc, Mauritanie et Tunisie.

<sup>8</sup>Égypte, Jordanie et Liban. La Syrie n'est pas prise en compte en raison des incertitudes qui caractérisent la situation politique.

1½ point de pourcentage des prévisions des PEM d'octobre 2014, puis remonter à 3,5 % en 2016 (tableau 2.6). Plus précisément :

- Les prévisions de croissance pour l'Arabie saoudite ont été révisées à la baisse de 1½ point de pourcentage par rapport aux prévisions des PEM d'octobre 2014 pour s'établir à 3,0 % en 2015 et à 2,7 % pour 2016. Environ la moitié de cette révision tient au changement d'année de base pour les données du PIB réel<sup>1</sup>. Le solde budgétaire de l'Arabie saoudite sera nettement déficitaire en 2015 et en 2016 en raison de la baisse des prix du pétrole.

<sup>1</sup>L'adoption de 2010 comme nouvelle année de base s'est traduite par une augmentation de la part du PIB pétrolier (43 % contre 21 % auparavant) et, par conséquent, par une diminution des taux de croissance du PIB réel en 2013-14, période durant laquelle la croissance du PIB pétrolier a été limitée.

- Les projections font état d'un taux de croissance de la République islamique d'Iran de 0,6 % en 2015 et de 1,3 % en 2016, ce qui représente une révision à la baisse d'environ 1½ point de pourcentage et de 1 point de pourcentage, respectivement, par rapport aux PEM d'octobre 2014. Ces révisions sont dues à l'impact de la diminution des prix du pétrole et à la poursuite des incertitudes concernant les progrès en direction d'un plein accord avec le P5+1<sup>2</sup>.
- Selon les projections, la croissance en Iraq sera de 1,3 % en 2015, grâce à l'augmentation de la production du pétrole, mais l'activité hors pétrole devrait demeurer stationnaire en raison des difficiles conditions sécuritaires et des compressions des dépenses

<sup>2</sup>Le P5+1 est constitué par les cinq membres permanents du Conseil de sécurité des Nations Unies et par l'Allemagne.

budgétaires effectuées en réponse à la baisse des prix du pétrole.

- La croissance en Algérie devrait se ralentir de 4,1 % en 2014 à 2,6 % en 2015, la baisse des prix du pétrole exacerbant les facteurs de vulnérabilité budgétaires et extérieurs auxquels est actuellement confrontée l'économie.

La production et les prix du pétrole, ainsi que la poursuite des conflits dans la région, compromettent fortement les perspectives. Les incertitudes restent très fortes sur le marché du pétrole : la volatilité des prix a atteint un niveau record et la production de pétrole risque de baisser. La croissance hors pétrole est également exposée à des risques qui tiennent à la possibilité que l'ajustement budgétaire soit plus important qu'on ne le prévoit actuellement ou que l'investissement privé souffrira de la baisse de la confiance. L'aggravation des conflits et les troubles sécuritaires observés dans un certain nombre de pays exportateurs de pétrole pourraient continuer de nuire à l'activité économique, retarder les réformes et miner la confiance.

Les responsables de l'action publique doivent se préparer à une période prolongée de faibles prix du pétrole et réévaluer leur plan de dépenses à moyen terme en conséquence. Les pays doivent prendre des mesures pour remédier à leurs facteurs de vulnérabilité budgétaires, à savoir l'érosion rapide de leurs volants de réserve et le niveau élevé du prix du pétrole requis pour atteindre le seuil de rentabilité, et pour économiser des montants équitables de leur patrimoine pétrolier non renouvelable au profit des futures générations. Afin d'atténuer l'effet de frein sur la croissance, les plans de rééquilibrage budgétaire devraient viser à maîtriser les dépenses courantes, notamment en limitant l'expansion de la masse salariale du secteur public et en réduisant les subventions généralisées à l'énergie, qui continuent d'être élevées dans de nombreux pays malgré la faiblesse des prix du pétrole. Des mesures consistant à établir l'ordre de priorité des dépenses en capital et à accroître le recouvrement des recettes hors pétrole devraient accompagner les efforts de maîtrise des dépenses.

Il est nécessaire de poursuivre d'importantes réformes structurelles parallèlement au rééquilibrage budgétaire, pour abandonner les modèles antérieurs d'une croissance entraînée par des dépenses publiques financées par le pétrole et pour accroître la productivité dans le secteur privé hors pétrole. Le défi consistera à promouvoir la diversification de l'économie en faveur d'activités échangeables et à permettre au secteur privé de devenir un moteur de la croissance plus autonome, tout en encourageant la création d'emplois dans le secteur privé.

## Pays importateurs de pétrole

Les pays importateurs de pétrole de la région ont continué d'afficher une timide reprise en 2014. L'élan donné par le renforcement de la stabilité politique et les réformes initiales a été freiné par l'intensification des conflits régionaux et la poursuite des tensions sociopolitiques et sécuritaires. La faiblesse de la croissance dans la zone euro et la dégradation de la compétitivité due au raffermissement du dollar (certains pays ancrent leur taux de change sur le dollar) ont également pesé sur l'activité économique. Des signes d'amélioration de la confiance commencent toutefois à apparaître comme en témoigne, notamment, l'amélioration de la note des premières émissions obligataires internationales lancées par l'Égypte et le Pakistan depuis sept ans.

Le taux de croissance devrait passer de 3,0 % l'année dernière à 4,0 % en 2015 et à 4,4 % en 2016 (tableau 2.6). La demande intérieure devrait se raffermir grâce à l'amélioration de la confiance, au relâchement monétaire et à l'atténuation du frein fiscal. Une reprise en Europe favorisera la croissance des exportations et contrebalancera les effets négatifs d'un ralentissement de la croissance des pays exportateurs de pétrole de la région. La baisse des prix du pétrole atténue les facteurs de vulnérabilité, mais son impact sur la croissance est limité, car les autorités mettent en réserve une grande partie des gains exceptionnels qu'elle aura permis de réaliser. L'intensification des problèmes sécuritaires et leurs retombées dans la région assombriront de surcroît les perspectives de réforme. Certains facteurs propres aux pays entrent également en jeu :

- En Égypte, les plans de stabilisation macroéconomique et les vastes réformes structurelles devraient accroître la confiance, et le taux de croissance devrait atteindre 4 % cette année<sup>3</sup>. Il sera cependant nécessaire de poursuivre le rééquilibrage budgétaire, d'exécuter les réformes de manière régulière et d'obtenir des financements extérieurs pour maintenir la stabilité macroéconomique, générer une croissance durable et créer des emplois.
- Au Maroc, l'exécution résolue des politiques publiques (y compris l'élimination des subventions à l'énergie) a contribué à stabiliser l'économie. L'amélioration de la demande extérieure, le renforcement de la confiance intérieure et la reprise de la production agricole devraient porter le taux de croissance à 4,4 % en 2015 et à 5 % en 2016, mais il sera nécessaire de poursuivre les

<sup>3</sup>Les projections ne prennent pas en compte l'impact éventuel des accords d'investissement conclus lors de la Conférence pour le développement économique de l'Égypte en mars 2015.

réformes structurelles, notamment celles qui touchent le cadre de l'activité économique, pour améliorer la compétitivité et l'emploi.

- L'économie pakistanaise s'est stabilisée et les prévisions font état d'une croissance de 4,3 % pour 2015 ainsi que d'une amélioration progressive des positions budgétaires et extérieures. Il sera essentiel de poursuivre d'ambitieuses réformes pour conforter ces progrès et contrer les effets négatifs sur l'activité économique de la chute des prix du coton et des tensions sécuritaires et politiques.
- La confiance et la croissance devraient se rétablir en Tunisie grâce à l'achèvement de la transition politique, mais l'aggravation des déséquilibres extérieurs, la persistance des facteurs de vulnérabilité dans le secteur bancaire et les tensions sécuritaires pèseront sur l'activité économique. En Jordanie, la baisse des prix du pétrole et la poursuite des réformes devraient contribuer à accélérer la croissance cette année. L'économie libanaise souffre de l'impasse politique et des répercussions du conflit en Syrie. Le Soudan, quant à lui, continue de s'ajuster à la baisse de ses recettes pétrolières due à la sécession du Soudan du Sud dans un contexte caractérisé par un environnement régional volatil, des sanctions et un lourd fardeau de la dette.

Les perspectives de la région risquent de se dégrader.

L'intensification des tensions et les revers observés dans le cadre des transitions politiques pourraient compromettre davantage les échanges, la confiance, les efforts de réforme et la stabilité macroéconomique. La croissance plus lente que prévu en Europe, dans les pays membres du Conseil de coopération des États arabes du Golfe ou dans les pays émergents pourrait nuire au tourisme et aux exportations et, avec un certain décalage, réduire les envois de fonds et les appuis financiers. Sur un plan positif, les avantages plus importants que prévu conférés par la baisse des prix du pétrole pourraient stimuler encore plus la croissance.

Il faudra, pour améliorer les perspectives économiques et la création d'emplois, poursuivre des réformes structurelles multidimensionnelles. Les réformes du climat de l'activité économique et de la gouvernance, l'élargissement de l'accès aux financements, l'accroissement de l'efficacité du marché du travail et l'amélioration des infrastructures sont autant de facteurs essentiels à la réduction des coûts d'exploitation des entreprises et à la création d'emplois. Le développement des compétences des salariés par le biais de services d'éducation alignés sur les besoins du secteur privé, l'adoption des dernières technologies et techniques de gestion, la recherche d'une plus grande intégration commerciale et la réorientation du rôle de l'État en faveur de la fourniture d'un appui au secteur privé contribueront

à promouvoir la productivité et l'innovation. La fourniture d'un soutien international sous forme de financements, d'accès aux grands marchés d'exportation, d'assistance technique et de conseils sur l'action à mener aurait pour effet de conforter ces réformes.

Les politiques macroéconomiques peuvent soutenir ces réformes favorables à la croissance et à l'équité tout en assurant la stabilité macroéconomique. La baisse des prix du pétrole crée des conditions propices à une accélération des réformes des subventions et à l'augmentation des taxes sur l'énergie. Les pays confrontés à des préoccupations ayant trait à la viabilité de leurs positions budgétaire et extérieure pourraient épargner les gains exceptionnels. Ceux qui disposent d'une marge de manœuvre pourraient consacrer les ressources libérées au financement de dépenses dans l'infrastructure, les soins de santé et l'éducation qui sont source de croissance. Étant donné les incertitudes concernant la persistance de la baisse des prix du pétrole, les pays devraient éviter de prendre des engagements de dépenses irréversibles, et notamment d'accroître les dépenses au titre de la masse salariale dans le secteur public. L'augmentation des réserves et la faiblesse de l'inflation offrent l'occasion d'accroître la souplesse du régime de change de manière à améliorer la compétitivité — en particulier à la suite de l'appréciation du dollar — et la capacité d'ajustement à des chocs.

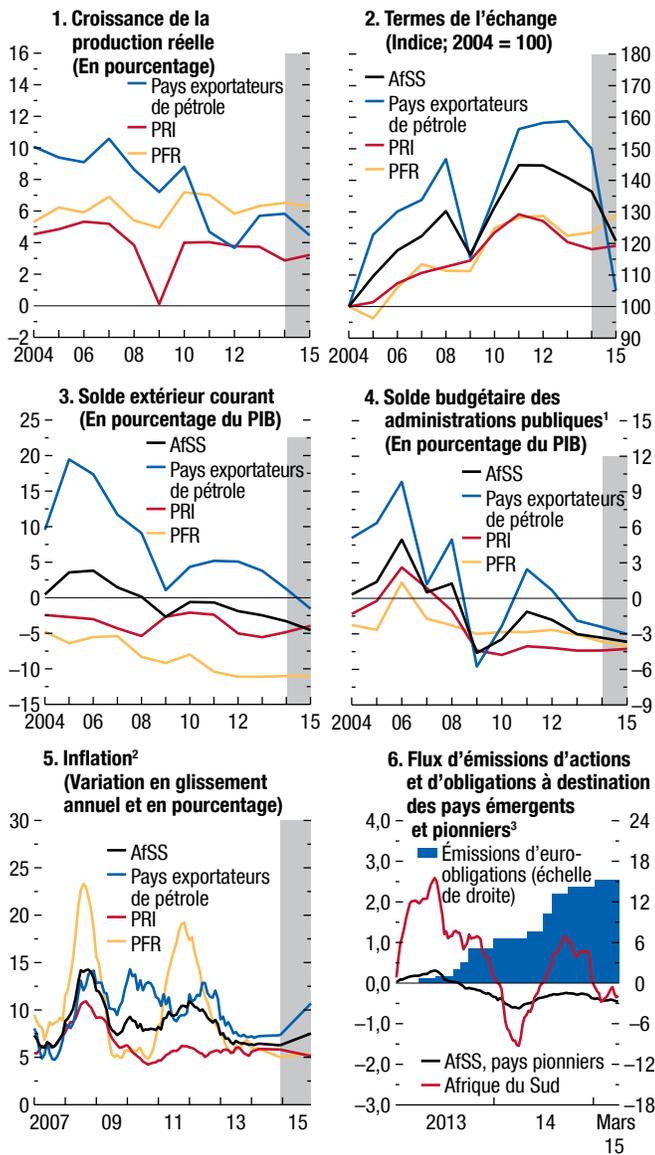
### Afrique subsaharienne : une capacité de résistance malgré des vents contraires

*La croissance reste soutenue en Afrique subsaharienne, bien qu'elle doive se ralentir en 2015 par suite des vents contraires engendrés par la baisse des prix des produits de base et l'épidémie d'Ébola dans certains pays. Les principaux risques tiennent à la poursuite d'un nouveau ralentissement de la croissance des principaux partenaires commerciaux, à un resserrement plus prononcé que prévu des conditions de financement à l'échelle mondiale et à un accroissement des menaces sécuritaires intérieures et des incertitudes politiques à l'approche d'élections. Les pays exportateurs de pétrole devraient procéder sans tarder à des ajustements budgétaires, tandis que les importateurs de pétrole devraient adopter une orientation stratégique permettant à la fois de promouvoir la croissance et de préserver la stabilité.*

La croissance en Afrique subsaharienne s'est poursuivie pendant toute l'année 2014 au rythme soutenu de 5 %, bien que ce taux soit inférieur à celui de 5,2 % enregistré en 2013. Le taux affiché par l'Afrique du Sud est tombé de 2,2 % en 2013 à 1,5 % en 2014, par suite des

**Graphique 2.9. Afrique subsaharienne : le maintien du rythme de croissance**

La croissance restera soutenue en Afrique subsaharienne malgré l'important choc défavorable exercé par la baisse des prix du pétrole. Les exportateurs de pétrole seront confrontés à un défi considérable. Les autres pays de la région bénéficieront de la baisse des prix du pétrole qui, dans certains cas, sera toutefois contrebalancée par la baisse des prix à l'exportation d'autres produits de base.



Sources : EPFR Global; Haver Analytics; FMI, base de données de Statistiques financières internationales; estimations des services du FMI.  
 Note : AfSS = Afrique subsaharienne; PFR = pays à faible revenu (AfSS); PRI = pays à revenu intermédiaire (AfSS). Les pays exportateurs de pétrole ne couvrent ici que les pays exportateurs de pétrole d'Afrique subsaharienne. Voir le tableau 2.7 pour la composition des différents groupes de pays et l'appendice statistique pour une description de la méthode suivie pour constituer les groupes de pays.  
 1 Les administrations publiques comprennent l'administration centrale, les États d'une fédération, les administrations locales et les caisses de sécurité sociale.  
 2 Par suite de l'insuffisance des données, l'Érythrée est exclue des PFR, le Zimbabwe est exclu des PFR avant décembre 2009, et le Soudan du Sud est exclu des pays exportateurs de pétrole avant juin 2012.  
 3 Les données relatives aux émissions d'obligations et actions couvrent les flux cumulés depuis janvier 2013 exprimés en milliards de dollars. Pays pionniers = Botswana, République du Congo, Côte d'Ivoire, Gabon, Ghana, Kenya, Malawi, Maurice, Namibie, Nigéria, Zambie et Zimbabwe.

grèves des mineurs et des problèmes d'alimentation en électricité. Dans d'autres pays de la région, la croissance, entraînée par la vigueur des investissements dans les industries extractives et l'infrastructure et par la consommation privée, s'est maintenue, en particulier dans les pays à faible revenu. Les seules exceptions sont la Guinée, le Libéria et la Sierra Leone, où la croissance a chuté par suite de l'épidémie d'Ébola, qui a fortement perturbé les secteurs de l'agriculture et des services et a forcé le report de projets dans les industries extractives.

Les pays exportateurs de pétrole de la région, en particulier ceux qui disposaient de marges de manœuvre limitées (Nigéria, Tchad), ont commencé à s'ajuster à la baisse des prix du pétrole. Cet ajustement s'est traduit par une croissance plus lente qu'initialement prévu. En revanche, la croissance des pays importateurs de pétrole de la région a, dans l'ensemble, correspondu aux projections antérieures, même si elle varie très fortement selon les pays.

Les soldes budgétaires et les soldes des comptes courants des pays exportateurs de pétrole de la région se sont fortement dégradés, en raison de la poursuite d'ambitieux programmes d'investissement dans les infrastructures financés par des recettes pétrolières en diminution (graphique 2.9). Les soldes budgétaires de pays d'autres parties de la région se sont également dégradés en raison du maintien des pressions budgétaires dans les pays touchés par l'épidémie d'Ébola et, dans le cas du Mozambique, par l'ampleur de dépenses exceptionnelles. En revanche, les efforts de rééquilibrage ont permis d'améliorer les soldes budgétaires au Ghana et en Zambie. La faiblesse des prix pétroliers et des denrées alimentaires a contribué à conforter un contexte régional caractérisé, dans l'ensemble, par une faible inflation, qui pourrait permettre aux pays confrontés à une croissance plus lente à adopter une politique monétaire plus accommodante. Le dollar s'est récemment apprécié, ce qui pourrait compromettre la compétitivité de certains pays dont la monnaie est dans une certaine mesure rattachée au dollar.

L'existence de conditions de financement favorables à l'échelle mondiale pendant la majeure partie de l'année a favorisé un accroissement des émissions d'obligations souveraines dont le montant est passé de 6,5 milliards de dollars en 2013 à 8,7 milliards de dollars en 2014, et a donné lieu au lancement de premières émissions par la Côte d'Ivoire, l'Éthiopie et le Kenya. Les conditions se sont toutefois considérablement durcies depuis décembre, et les rendements des obligations de la région évoluent à la hausse, en particulier au Ghana (par suite de l'ampleur du déficit budgétaire) ainsi qu'au Gabon et au Nigéria (sous l'effet de la baisse des prix du pétrole).

**Tableau 2.7. 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>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,1</b>	...	...	...
<b>Pays exportateurs de pétrole<sup>4</sup></b>	<b>5,8</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>7,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,3</b>	...	...	...
Nigéria	6,3	4,8	5,0	8,1	9,6	10,7	2,2	0,7	1,3	...	...	...
Angola	4,2	4,5	3,9	7,3	8,4	8,5	-0,8	-6,3	-4,2	...	...	...
Gabon	5,1	4,4	5,5	4,5	2,5	2,5	11,2	-2,3	0,9	...	...	...
Tchad		7,6	4,9	1,7	3,2	2,9	-8,7	-10,5	-8,3	...	...	...
République du Congo	6,0	5,2	7,5	0,9	3,0	2,9	-6,2	-11,3	-3,1	...	...	...
<b>Pays à revenu intermédiaire<sup>5</sup></b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>6,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,1</b>	...	...	...
Afrique du Sud	1,5	2,0	2,1	6,1	4,5	5,6	-5,4	-4,6	-4,7	25,1	25,1	24,9
Ghana	4,2	3,5	6,4	15,5	12,2	10,2	-9,2	-7,0	-6,2	...	...	...
Côte d'Ivoire	7,5	7,7	7,8	0,4	1,2	1,5	-3,3	-2,3	-1,7	...	...	...
Cameroun	5,1	5,0	5,0	1,9	2,0	2,1	-4,2	-4,8	-4,8	...	...	...
Zambie	5,4	6,7	6,9	7,9	7,7	6,5	-0,2	0,3	0,9	...	...	...
Sénégal	4,5	4,6	5,1	-0,5	1,5	1,4	-10,3	-7,6	-7,3	...	...	...
<b>Pays à faible revenu<sup>6</sup></b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,9</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>-11,0</b>	<b>-11,1</b>	<b>-11,0</b>	...	...	...
Éthiopie	10,3	8,6	8,5	7,4	6,8	8,2	-9,0	-6,6	-6,3	...	...	...
Kenya	5,3	6,9	7,2	6,9	5,1	5,0	-9,2	-7,7	-7,4	...	...	...
Tanzanie	7,2	7,2	7,1	6,1	4,2	4,5	-10,2	-10,0	-9,5	...	...	...
Ouganda	4,9	5,4	5,6	4,7	4,9	4,8	-7,5	-8,8	-9,0	...	...	...
Madagascar	3,0	5,0	5,0	6,1	7,6	6,9	-2,3	-3,2	-3,4	...	...	...
République démocratique du Congo	9,1	9,2	8,4	1,0	2,4	3,5	-9,6	-10,7	-9,5	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Afrique subsaharienne hors Soudan du Sud	5,0	4,5	5,0	6,4	6,4	7,0	-3,3	-4,5	-4,1	...	...	...

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 le tableau A7 de l'appendice statistique.

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

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

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

<sup>5</sup>Ce groupe comprend en outre les pays suivants : Botswana, la République de Cabo Verde, Lesotho, Maurice, Namibie, Seychelles et Swaziland.

<sup>6</sup>Ce groupe comprend en outre 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.

Selon les projections, l'Afrique subsaharienne devrait enregistrer une solide croissance en 2015–16, mais, en raison de l'affaiblissement des conditions mondiales, ses perspectives économiques ont été révisées à la baisse par rapport aux prévisions antérieures (tableau 2.7). Son taux de croissance devrait tomber à 4,5 % en 2015 — ce qui représente une forte révision à la baisse de 1¼ point de pourcentage par rapport aux PEM d'octobre 2014 — avant de remonter à 5,1 % en 2016. Les pays exportateurs de pétrole de la région seront fortement touchés, puisque leur croissance en 2015 se ralentira de près de 2½ points de pourcentage. La croissance des pays importateurs de la région devrait toutefois s'effectuer au rythme moyen de 4¾ % en 2015–16, soit 0,3 point de pourcentage de moins que les prévisions des PEM d'octobre 2014, l'impact favorable de la baisse des prix du pétrole étant compensé dans une large mesure par la diminution des prix à l'exportation des produits de base.

Les perspectives de la région pourraient fortement se dégrader. Les récents épisodes de volatilité indiquent que les pays pionniers et les pays exportateurs de pétrole qui prévoient de couvrir leurs besoins de financement en s'adressant aux marchés internationaux pourraient s'exposer à un changement d'humeur des investisseurs, en particulier dans le contexte d'un resserrement la politique monétaire des États-Unis. La poursuite du tassement de la croissance en Europe ou dans les pays émergents, en particulier en Chine, pourrait réduire la demande d'exportations, continuer de faire baisser les prix des produits de base et limiter les investissements directs étrangers dans les industries extractives et dans les infrastructures. La stabilité macroéconomique pourrait également être compromise si des politiques adéquates ne sont pas mises en œuvre, notamment pour procéder aux importants ajustements budgétaires qui sont nécessaires. Les risques qui émanent de la région comprennent la persistance et l'impact régional de

l'épidémie d'Ébola, l'aggravation des préoccupations sécuritaires et les incertitudes politiques à l'approche d'importantes élections (par exemple au Nigéria et en Tanzanie).

Étant donné la faible marge de manœuvre dont ils disposent, la plupart des pays exportateurs de pétrole de la région devront prendre sans tarder des mesures d'ajustement budgétaire pour faire face aux chocs des termes de l'échange auxquels ils sont confrontés de manière persistante. Ces ajustements devraient être associés dans la mesure du possible à un assouplissement de leur régime des changes. Les autres pays de la région devront continuer de concilier des mesures permettant à la fois d'accroître les investissements publics et de maintenir la viabilité de dette tout en reconstituant la marge de manœuvre budgétaire de manière à assurer une croissance soutenue et solidaire. La faiblesse actuelle des prix du pétrole offre une occasion unique d'entreprendre de difficiles réformes politiques pour éliminer les dernières subventions aux combustibles. Compte tenu de la possibilité de rapides flambées de la

volatilité des taux de change et des flux de capitaux, les pays devraient aussi surveiller attentivement leur secteur financier, et ceux qui envisagent d'émettre des euro-obligations devraient préparer des dispositifs d'intervention.

## Bibliographie

- Clements, Benedict, David Coady, Stefania Fabrizio, Sanjeev Gupta, Trevor Alleyne, and Carlo Sdravovich. 2013. *Energy Subsidy Reform: Lessons and Implications*. Washington: International Monetary Fund.
- 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.
- Sdravovich, Carlo, Randa Sab, Younes Zouhar, and Giorgia Albertin. 2014. "Subsidy Reform in the Middle East and North Africa: Recent Progress and Challenges Ahead." Middle East and Central Asia Departmental Paper, International Monetary Fund, Washington.