

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL

# PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Ralentissement de l'activité  
manufacturière et augmentation  
des obstacles au commerce

Distribution préliminaire

Avant-propos, résumé analytique et chapitre 1

OCT  
2019



FONDS MONÉTAIRE  
INTERNATIONAL

L'économie mondiale connaît un ralentissement synchronisé : la croissance a de nouveau été révisée à la baisse pour 2019, à 3 %, soit son rythme le plus lent depuis la crise financière mondiale. Il s'agit d'un sérieux recul par rapport aux 3,8 % de 2017, année où l'économie mondiale connaissait un redressement synchronisé. Le tassement de la croissance est la conséquence de l'augmentation des obstacles au commerce, de l'incertitude accrue qui entoure les échanges commerciaux et la situation géopolitique, de facteurs spécifiques aux pays qui causent des tensions macroéconomiques dans plusieurs pays émergents et de facteurs structurels, dont une faible productivité et un vieillissement de la population dans les pays avancés.

En 2020, la croissance mondiale devrait s'améliorer légèrement pour atteindre 3,4 %, ce qui correspond à une révision à la baisse de 0,2 % de nos projections d'avril. Toutefois, contrairement au ralentissement synchronisé, cette reprise n'est pas généralisée et elle est précaire. La croissance des pays avancés devrait ralentir pour s'établir à 1,7 % en 2019 et 2020, tandis que celle des pays émergents et des pays en développement devrait s'accélérer, passant de 3,9 % en 2019 à 4,6 % en 2020. Cette accélération s'explique pour moitié par une reprise ou une récession moins forte dans des pays émergents en difficulté, comme la Turquie, l'Argentine et l'Iran, et pour le reste par une reprise dans des pays où la croissance a considérablement ralenti en 2019 par rapport à 2018, comme le Brésil, le Mexique, l'Inde, la Russie et l'Arabie saoudite.

L'atonie de la croissance en 2019 se caractérise notamment par un ralentissement marqué et généralisé sur le plan géographique de l'industrie manufacturière et du commerce mondial. Un certain nombre de facteurs sont en jeu. La hausse des droits de douane et l'incertitude prolongée qui entoure les politiques commerciales ont entraîné une baisse de l'investissement et de la demande de biens d'équipement, qui font l'objet d'un commerce intense. L'industrie automobile connaît également une contraction en raison de chocs spécifiques, tels que les perturbations dues aux nouvelles normes d'émission appliquées dans la zone euro et en Chine, dont les effets sont durables. Ainsi, la croissance du volume des échanges commerciaux au premier semestre de 2019 est de 1 %, soit le plus faible niveau enregistré depuis 2012.

Contrairement à l'industrie manufacturière et au commerce, le secteur des services continue de résister dans la majeure partie du monde, ce qui a permis aux marchés

du travail de conserver leur dynamisme et à la croissance des salaires de rester saine dans les pays avancés. La divergence entre le secteur manufacturier et celui des services est d'une durée inhabituellement longue, ce qui suscite des inquiétudes quant à une éventuelle répercussion de la faiblesse de l'industrie manufacturière sur le secteur des services et quant au moment où elle pourrait se manifester. Certains indicateurs avancés, notamment les nouvelles commandes de services, se sont affaiblis aux États-Unis, en Allemagne et au Japon, mais sont restés robustes en Chine.

Il faut garder à l'esprit que la croissance mondiale affiche un faible niveau de 3 % à un moment où la politique monétaire s'est considérablement assouplie de manière presque simultanée dans tous les pays avancés et pays émergents. L'absence de tensions inflationnistes a conduit les grandes banques centrales à prendre des mesures préventives pour réduire les risques de ralentissement de la croissance et empêcher le désancrage des anticipations inflationnistes, ce qui favorise des conditions financières avantageuses. Nous estimons que, sans cette relance monétaire, la croissance mondiale serait inférieure de 0,5 point de pourcentage en 2019 et en 2020. Ces mesures de relance ont donc contribué à compenser les effets néfastes des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, qui, selon des estimations, entraîneraient une réduction cumulée du niveau du PIB mondial de 0,8 % d'ici à 2020. Étant donné que les banques centrales doivent utiliser leur marge de manœuvre restreinte pour compenser les erreurs commises, elles pourraient se retrouver dépourvues lorsque la conjoncture économique se dégrade. Les mesures de relance budgétaire prises en Chine et aux États-Unis ont également contribué à contrer l'incidence négative des droits de douane.

Les économies des pays avancés continuent de ralentir, en s'approchant de leur potentiel à long terme. Aux États-Unis, l'incertitude liée au commerce a eu des effets négatifs sur l'investissement, mais l'emploi et la consommation demeurent solides, stimulés également par des mesures de relance. Dans la zone euro, la croissance a été revue à la baisse en raison de la faiblesse des exportations, tandis que l'incertitude liée au Brexit continue de peser sur la croissance au Royaume-Uni. Certaines des révisions à la baisse les plus marquées concernent les pays avancés d'Asie, notamment la Région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée et Singapour, qui sont tous particulièrement exposés au ralentissement de

la croissance en Chine et aux répercussions des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine.

La croissance en 2019 a été révisée à la baisse dans tous les grands pays émergents et pays en développement, en partie à cause des incertitudes liées aux politiques commerciales et nationales. En Chine, la révision à la baisse de la croissance s'explique non seulement par l'escalade des droits de douane, mais aussi par le ralentissement de la demande intérieure à la suite des mesures qu'il a fallu prendre pour maîtriser la dette. Dans quelques grands pays, notamment l'Inde, le Brésil, le Mexique, la Russie et l'Afrique du Sud, la croissance en 2019 est nettement inférieure à celle de 2018, là aussi pour des raisons spécifiques, mais une reprise est attendue en 2020.

La croissance dans les pays en développement à faible revenu reste robuste, bien que les résultats soient plus hétérogènes au sein de ce groupe. Une croissance vigoureuse est attendue dans les pays non exportateurs de produits de base, comme le Viet Nam et le Bangladesh, tandis que les résultats des pays exportateurs de produits de base, notamment le Nigéria, devraient rester médiocres.

Les risques de révision à la baisse des perspectives restent élevés. Les obstacles au commerce et la montée des tensions géopolitiques, y compris les risques liés au Brexit, pourraient perturber davantage les chaînes d'approvisionnement et peser sur la confiance, l'investissement et la croissance. Ces tensions, ainsi que d'autres incertitudes entourant les politiques nationales, pourraient avoir une incidence négative sur la reprise prévue de la croissance dans les pays émergents et dans la zone euro. Si ces risques se concrétisaient, la propension au risque pourrait varier brusquement et des facteurs de vulnérabilité financière accumulés pendant des années de faibles taux d'intérêt pourraient être mis au jour. La faiblesse de l'inflation dans les pays avancés pourrait persister et restreindre davantage la marge de manœuvre monétaire, ce qui en limiterait l'efficacité. Les risques liés aux changements climatiques se manifestent aujourd'hui et augmenteront fortement à l'avenir si aucune mesure n'est prise de toute urgence.

S'agissant des priorités à établir, l'élimination des obstacles au commerce au moyen d'accords durables et l'apaisement des tensions géopolitiques figurent en tête de liste. Cela peut considérablement accroître le sentiment de confiance, raviver l'investissement, enrayer le recul du commerce et de l'industrie manufacturière, et accélérer la croissance mondiale. À défaut, et pour écarter d'autres risques pesant sur la croissance et rehausser la production potentielle, l'activité économique devrait être stimulée d'une manière plus équilibrée. La politique monétaire ne peut pas être le seul instrument utilisé et devrait s'accompagner d'une relance budgétaire lorsque l'espace le permet et si la politique n'est pas déjà trop expansionniste. Un pays comme l'Allemagne devrait

profiter de taux d'emprunt négatifs pour investir dans le capital social et les infrastructures, même dans une simple perspective coûts-avantages. Si la croissance devait ralentir davantage, il pourrait être nécessaire d'élaborer une riposte budgétaire coordonnée à l'échelle internationale et adaptée à la situation de chaque pays.

Bien que l'assouplissement des politiques monétaires ait favorisé la croissance, il est important de faire en sorte que les risques financiers ne s'accumulent pas. Comme indiqué dans l'édition d'octobre 2019 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*), étant donné que les taux d'intérêt devraient rester durablement bas, un risque élevé d'aggravation de la vulnérabilité financière existe : il est donc indispensable de mettre en place une réglementation macroprudentielle efficace.

Les pays devraient entreprendre simultanément des réformes structurelles visant à accroître la productivité, la résilience et l'équité. Comme le montre le chapitre 2 du présent rapport, les réformes qui mettent en valeur le capital humain et assouplissent les marchés du travail et des produits peuvent contribuer à inverser la tendance de divergence croissante entre des régions de pays avancés qui est apparue à la fin des années 80. Les données disponibles montrent que c'est l'automatisation, et non les chocs commerciaux, qui est à l'origine des comportements divergents du marché du travail selon les régions d'un pays avancé moyen : il convient donc de préparer les travailleurs pour le futur en leur dispensant des formations leur permettant d'améliorer leurs compétences.

Le chapitre 3 établit le bien-fondé d'une relance des réformes structurelles dans les pays émergents et les pays en développement, y compris ceux à faible revenu. Les réformes structurelles ont ralenti depuis la première décennie 2000. L'ordre et le calendrier des réformes sont importants, car celles-ci donnent de meilleurs résultats quand la conjoncture est favorable et qu'une bonne gouvernance est déjà en place.

Dans le contexte d'un ralentissement synchronisé et d'une reprise incertaine, les perspectives mondiales demeurent précaires. Avec une croissance de 3 %, les dirigeants ne disposent d'aucune marge d'erreur et doivent coopérer pour atténuer de toute urgence les tensions commerciales et géopolitiques. Ils peuvent ainsi non seulement stimuler la croissance, mais aussi catalyser les solutions concertées nécessaires pour améliorer le système commercial mondial. Il est en outre essentiel que les pays continuent de collaborer pour faire face aux grands enjeux, notamment les changements climatiques (voir l'édition d'octobre 2019 du Moniteur des finances publiques (*Fiscal Monitor*) pour des solutions concrètes), la fiscalité internationale, la corruption et la cybersécurité.

Gita Gopinath  
Conseillère économique

*Après avoir fortement ralenti au cours des trois derniers trimestres de 2018, la cadence de l'activité économique mondiale demeure faible. L'élan s'est tout particulièrement essoufflé dans le secteur manufacturier, dont l'activité n'a jamais été aussi morose depuis la crise financière mondiale. La montée des tensions commerciales et géopolitiques a accru les incertitudes entourant l'avenir du système commercial mondial et, plus globalement, de la coopération internationale, avec des répercussions négatives sur la confiance des chefs d'entreprise, les décisions d'investissement et le commerce mondial. Une tendance marquée à rendre les politiques monétaires plus accommodantes, tant dans les actes que dans la communication, a amorti l'impact de ces tensions sur l'état d'esprit et l'activité des marchés financiers, tandis que le secteur des services, qui résiste bien dans l'ensemble, a soutenu la croissance de l'emploi. Les perspectives demeurent néanmoins précaires.*

*Les prévisions envisagent une croissance mondiale de 3,0 % en 2019, ce qui constitue le niveau le plus bas depuis 2008–09 et une révision à la baisse de 0,3 point par rapport à l'édition d'avril 2019 des Perspectives de l'économie mondiale. La croissance devrait s'accélérer pour atteindre 3,4 % en 2020 (soit une révision à la baisse de 0,2 point par rapport à avril), sous l'effet principalement d'une amélioration attendue des résultats économiques dans un certain nombre de pays émergents soumis à des tensions macroéconomiques en Amérique latine, au Moyen-Orient et dans le groupe des pays émergents et pays en développement d'Europe. Cependant, compte tenu des incertitudes entourant les perspectives de certains de ces pays, du ralentissement prévu en Chine et aux États-Unis, et des risques de dégradation considérables, il est tout à fait envisageable que l'activité mondiale adopte un rythme bien plus modeste. Afin d'éviter un tel scénario, l'action des pouvoirs publics doit viser avec détermination à désamorcer les tensions commerciales, à raviver la coopération multilatérale et à soutenir l'activité économique en temps opportun là où cela s'impose. Pour renforcer la résilience, les décideurs doivent s'attaquer aux facteurs de vulnérabilité financière qui présentent des risques pour la croissance à moyen terme. Rendre la croissance plus inclusive, ce qui est essentiel pour améliorer les chances de réussite économique de tous, doit rester un objectif prépondérant.*

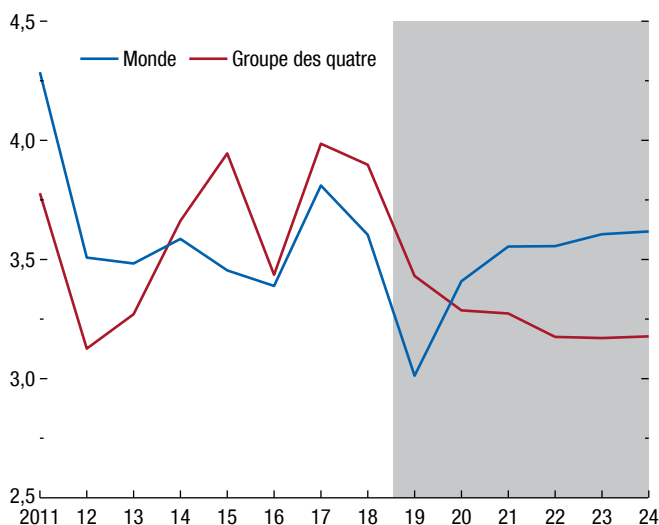
Après un fort ralentissement lors des trois derniers trimestres de 2018, la croissance mondiale s'est stabilisée à un rythme faible au premier semestre de 2019. Les tensions commerciales, qui s'étaient apaisées dans le courant de l'année, se sont à nouveau enflammées, entraînant des augmentations considérables des droits de douane entre les États-Unis et la Chine et une dégradation à l'échelle mondiale de la confiance et de l'état d'esprit du secteur privé. L'humeur des marchés financiers s'est dégradée face à cette évolution, mais la tendance à rendre la politique monétaire plus accommodante aux États-Unis et dans de nombreux autres pays avancés et pays émergents a contribué à contrebalancer cet effet. En conséquence, les conditions financières restent accommodantes de manière générale et, s'agissant des pays avancés, elles se sont encore assouplies par rapport au printemps.

L'économie mondiale devrait connaître en 2019 une croissance de 3,0 % — une nette baisse par rapport à 2017–18 pour les pays émergents et pays en développement ainsi que pour les pays avancés —, qui remontera à 3,4 % en 2020. Les projections donnent un taux de croissance légèrement supérieur pour la période 2021–24. Ces tendances de la croissance mondiale reflètent un vaste repli et un redressement attendu dans un groupe de pays émergents. En revanche, la croissance devrait diminuer en 2020 et par la suite dans un groupe d'économies d'importance systémique, constitué des États-Unis, de la zone euro, de la Chine et du Japon, qui assurent ensemble près de la moitié du PIB mondial (graphique 1).

Les groupes de pays émergents responsables d'une part de la baisse de la croissance pour 2019 et qui assureront la majorité de la reprise attendue en 2020 sont ceux qui ont été confrontés à de fortes tensions ou dont les résultats ont été moins bons que par le passé. Plus particulièrement, l'Argentine, l'Iran, la Turquie et le Venezuela, ainsi que des petits pays touchés par des conflits, tels que la Libye et le Yémen, ont connu ou continuent de connaître de très grandes difficultés macroéconomiques. D'autres grands pays émergents, dont l'Arabie saoudite, le Brésil, le Mexique et la Russie, devraient présenter en 2019 une croissance ne dépassant

### Graphique 1. Croissance du PIB : monde et groupe des quatre (En pourcentage)

Les tendances de la croissance mondiale reflètent un vaste repli et un redressement attendu dans un groupe de pays émergents. En revanche, la croissance devrait diminuer en 2020 et par la suite pour un groupe d'économies d'importance systémique.



Source : estimations des services du FMI.

Note : Groupe des quatre = Chine, États-Unis, Japon, zone euro.

pas 1 %, bien en deçà de leur moyenne historique. En Inde, la croissance s'est tassée en 2019 en raison d'incertitudes en matière de réglementation des entreprises et de l'environnement qui, conjuguées à des craintes quant à la solidité d'établissements financiers non bancaires, ont pesé sur la demande. L'affermissement de la croissance en 2020 et ultérieurement en Inde et dans ces deux groupes (avec, dans certains cas, une contraction qui se poursuit, mais à une cadence moins brutale) constitue le principal facteur de l'embellie mondiale attendue à terme.

La croissance s'est également amoindrie en Chine, où les mesures de réglementation visant à contenir la dette et les conséquences macroéconomiques de la surenchère des tensions commerciales ont fait sentir leurs effets sur la demande globale. Elle devrait continuer de ralentir progressivement au cours des prochaines années, en raison d'une baisse du taux de croissance de la population en âge de travailler et de la convergence progressive des revenus par habitant.

Parmi les pays avancés, la croissance en 2019 devrait être nettement inférieure à celle de 2017–18 dans la zone euro, en Amérique du Nord et dans les petits pays avancés d'Asie. Ce fléchissement de la croissance

s'explique dans une large mesure par un ralentissement généralisé de la production industrielle dû à une diminution de la demande extérieure (y compris de la part de la Chine), par l'aggravation des répercussions mondiales des tensions commerciales et des incertitudes sur la confiance et l'investissement, et par un ralentissement marqué de la production automobile mondiale, qui affecte tout particulièrement l'Allemagne. Selon les prévisions, la croissance devrait rester globalement stable dans le groupe des pays avancés, à 1¾ % en 2020, une légère accélération dans la zone euro compensant une baisse progressive de la croissance aux États-Unis. À moyen terme, la croissance devrait rester atone dans les pays avancés en raison du rythme modeste de la croissance de la productivité et de la lenteur de celle de la population active, du fait du vieillissement démographique.

Les risques pesant sur les perspectives du scénario de référence sont considérables. Comme l'explique le chapitre 1, si les difficultés ne s'estompent pas dans un petit nombre de pays émergents et pays en développement qui sont actuellement en sous régime ou soumis à de très fortes tensions, la croissance mondiale en 2020 n'atteindra pas les chiffres du scénario de référence. Une accentuation des tensions commerciales et de l'incertitude qui en découle pourrait fragiliser la croissance par rapport aux projections de référence. L'état d'esprit des marchés financiers pourrait se dégrader, entraînant un épisode généralisé de fuite du risque qui amènerait les conditions financières à se durcir, en particulier pour les pays vulnérables. Une aggravation des tensions commerciales et géopolitiques, une séparation sans accord entre le Royaume-Uni et l'Union européenne ou une succession de données économiques décevantes laissant présager un ralentissement de longue durée de l'économie mondiale pourraient déclencher un tel épisode. À moyen terme, l'augmentation des obstacles aux échanges et l'exacerbation des tensions commerciales et géopolitiques pourraient nuire à la croissance de la productivité, notamment en perturbant les chaînes d'approvisionnement, et l'accumulation de facteurs de vulnérabilité financière pourrait amplifier la prochaine phase descendante. Enfin, l'absence de mesures d'atténuation des changements climatiques pourrait fragiliser les perspectives, en particulier dans les pays vulnérables.

Au niveau multilatéral, les pays doivent coopérer pour résoudre leurs désaccords commerciaux et abroger les mesures récentes qui établissent des barrières ayant des effets de distorsion. Le monde doit de toute urgence réduire les émissions de gaz à effet de serre et en limiter les

conséquences, à savoir le réchauffement planétaire et les phénomènes climatiques dévastateurs. Le chapitre 2 du Moniteur des finances publiques (*Fiscal Monitor*) préconise en priorité de revoir la tarification du carbone à la hausse et de prendre des mesures visant à promouvoir un approvisionnement énergétique sobre en carbone ainsi que le développement et l'adoption de technologies écologiques. Au niveau national, les politiques macroéconomiques devraient viser à stabiliser l'activité et à renforcer les bases de la reprise ou de la poursuite de la croissance. Une politique monétaire accommodante demeure indiquée pour soutenir la demande et l'emploi et empêcher un fléchissement des anticipations inflationnistes. Comme l'assouplissement des conditions financières qui en résulte pourrait contribuer encore à l'accumulation de facteurs de vulnérabilité financière, il importera d'appliquer des politiques macroprudentielles plus robustes et d'adopter une approche préventive en matière de surveillance afin d'assurer la solidité des bilans et de limiter les risques systémiques.

Compte tenu de la morosité des perspectives et du niveau élevé des risques de dégradation, la politique budgétaire peut jouer un rôle plus actif, en particulier dans les pays disposant de peu de marge pour assouplir la politique monétaire. Les pays où l'activité s'est tassée ou est susceptible de ralentir fortement peuvent envisager de prendre des mesures de relance budgétaire s'ils disposent

d'espace budgétaire et si leur politique budgétaire n'est pas encore trop expansionniste. Dans les pays où un assainissement des finances publiques demeure nécessaire, celui-ci pourrait être mené à un rythme moindre si les conditions du marché le permettent, afin d'éviter une longue période de fragilité économique et une dynamique désinflationniste. Le faible niveau des taux directs dans de nombreux pays et la baisse des taux d'intérêt à long terme à des niveaux historiquement bas réduisent le coût du service de la dette aussi longtemps que ces conditions persistent. Les pays ne connaissant pas de problèmes de viabilité de la dette pourraient utiliser les ressources ainsi dégagées pour soutenir l'activité en tant que de besoin et adopter des mesures visant à relever la production potentielle, telles qu'investir dans les infrastructures pour se préparer aux changements climatiques.

Dans l'ensemble des pays, il est prioritaire de prendre des mesures qui stimulent la croissance de la production potentielle, améliorent l'inclusion et renforcent la résilience. Comme le montre l'analyse exposée aux chapitres 2 et 3, des politiques structurelles favorisant une plus grande ouverture et une plus grande souplesse des marchés et renforçant la gouvernance faciliteraient l'adaptation aux chocs et stimuleraient la production à moyen terme, contribuant ainsi à réduire les disparités à l'échelle nationale et à accélérer la convergence entre les pays.

### Dynamisme en baisse, commerce et production industrielle affaiblis

Au cours de l'année écoulée, la croissance mondiale a considérablement fléchi. Dans les pays avancés, cette fragilité a été largement observée ; elle touche des économies de premier rang (les États-Unis et surtout la zone euro), ainsi que des pays asiatiques avancés de plus petite taille. Le ralentissement de l'activité a été encore plus prononcé dans les pays émergents et les pays en développement, notamment au Brésil, en Chine, en Inde, au Mexique et en Russie, ainsi que dans un petit nombre de pays présentant des tensions macroéconomiques et financières.

La baisse de rythme de la croissance au cours des 12 derniers mois se distingue par le ralentissement notable, observé dans une grande partie du monde, de la production industrielle, en raison de facteurs multiples et interdépendants (graphique 1.1, page 1) :

- *Une brusque contraction de la production et des ventes dans le secteur automobile, avec une baisse de 3 % des achats mondiaux de véhicules en 2018 (encadré 1.1).* La déprime de ce secteur s'explique à la fois par une perturbation de l'offre et par des facteurs influant sur la demande : une forte baisse de la demande après l'expiration des mesures d'incitation fiscale en Chine ; l'adaptation des chaînes de production aux nouvelles normes d'émission dans la zone euro (en particulier en Allemagne) et en Chine ; et les changements qui semblent s'opérer dans les comportements des consommateurs, qui adoptent une attitude attentiste face à l'évolution rapide des technologies et des normes d'émissions dans de nombreux pays, ainsi qu'aux nouvelles possibilités en matière de transport automobile et de partage de voitures.
- *Une piètre confiance des chefs d'entreprise compte tenu de la montée des tensions commerciales et technologiques entre les États-Unis et la Chine.* Les droits de douane américains et les mesures de rétorsion prises par les partenaires commerciaux gagnant en envergure depuis janvier 2018, le coût de certains intrants intermédiaires a augmenté et l'incertitude entourant l'avenir des relations commerciales s'est intensifiée. Les entreprises manufacturières se montrent plus prudentes quant à leurs dépenses de long terme et retardent leurs

achats d'équipements et de machines. Cette tendance est particulièrement marquée dans les pays de l'Asie de l'Est fortement tributaires des chaînes de valeur commerciales et mondiales. En Allemagne et au Japon, la production industrielle était récemment moins élevée qu'il y a un an, alors que la croissance de cette production a fortement ralenti en Chine et au Royaume-Uni, ainsi qu'aux États-Unis dans une certaine mesure (graphique 1.1, page 2). Ces constats valent tout particulièrement pour la production de biens d'équipement<sup>1</sup>.

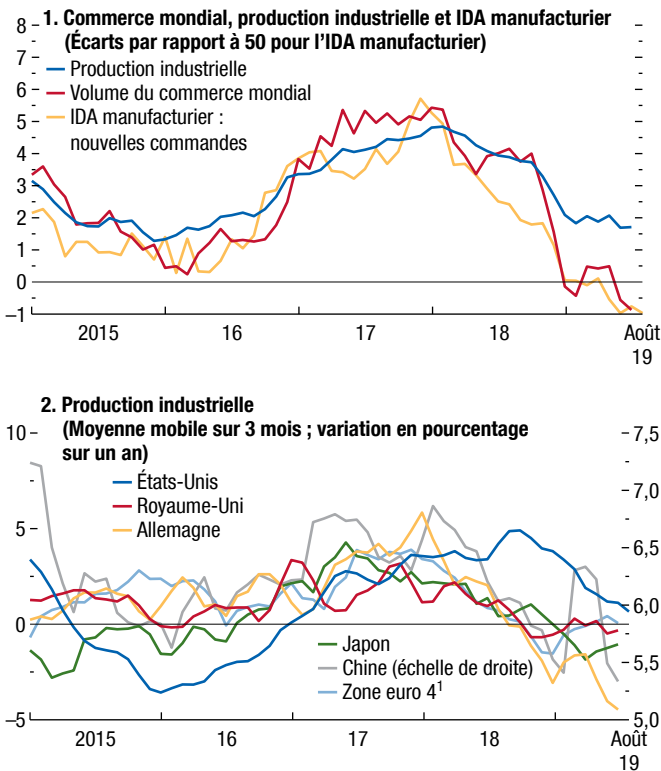
- *Un ralentissement de la demande en Chine, entraîné par les indispensables mesures de réglementation visant à contenir la dette et exacerbé par les conséquences macroéconomiques de la montée des tensions commerciales.*

Du fait du ralentissement de la production industrielle, la croissance des échanges est devenue pratiquement nulle. Au premier semestre 2019, le volume du commerce mondial avait augmenté d'à peine 1 % par rapport à il y a un an, soit le rythme de croissance le plus lent observé pour toute période de six mois depuis 2012. En termes de répartition géographique, l'affaiblissement des importations mondiales est imputable en grande partie à la Chine et aux pays d'Asie de l'Est (avancés et émergents), ainsi qu'aux pays émergents en difficulté (graphique 1.2). Il existe un lien entre le fléchissement du commerce mondial et la réduction des dépenses d'investissement, comme ce fut par exemple le cas en 2015–16. L'investissement nécessite de nombreux biens intermédiaires et d'équipement qui font l'objet d'un commerce intense. Effectivement, l'investissement mondial a ralenti (graphique 1.3), dans la même mesure que la croissance des importations, en raison de facteurs cycliques, du fort tassement de l'investissement dans les pays en difficulté, et des conséquences de la montée des tensions commerciales sur la confiance du secteur manufacturier. Le commerce mondial ralentit également sous l'effet de la contraction de la production et des ventes dans le secteur automobile, qui se manifeste par un ralentissement des achats de biens d'équipement des ménages (graphique 1.4).

<sup>1</sup>Les ventes mondiales de semi-conducteurs ont diminué en 2018, en raison notamment de la saturation du marché des smartphones et, d'une manière plus générale, du nombre réduit de lancements de nouveaux produits technologiques (BCE, 2019).

**Graphique 1.1. Indicateurs de l'activité mondiale**  
(Moyenne mobile sur trois mois ; variation en pourcentage sur un an, sauf indication contraire)

La production industrielle a connu ces 12 derniers mois un ralentissement marqué et généralisé sur le plan géographique.



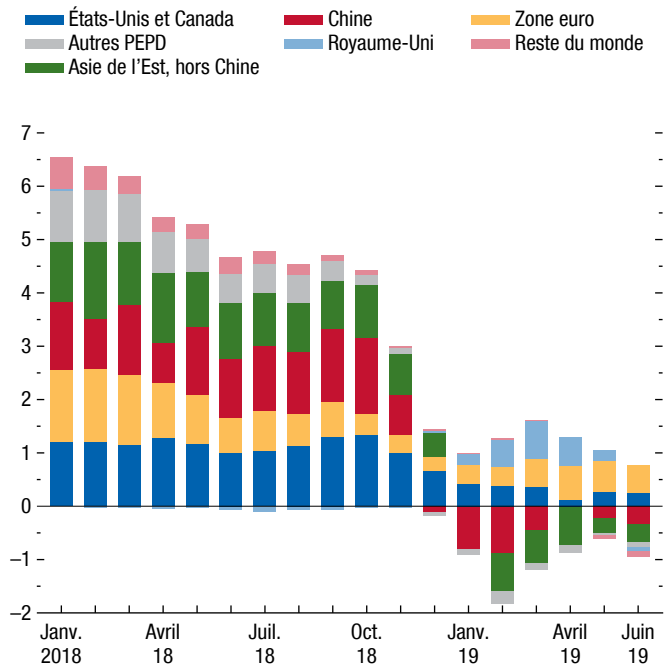
Sources : Bureau néerlandais de l'analyse de la politique économique CPB ; Haver Analytics ; Markit Economics ; calculs des services du FMI.  
Note : IDA = indice des directeurs d'achat.  
<sup>1</sup>Espagne, France, Italie et Pays-Bas.

En Chine, le pays présentant le plus haut niveau de dépenses d'investissement au monde, le ralentissement de l'investissement a été bien inférieur en 2019 à celui des importations, comme cela avait été le cas en 2015–16. La morosité des importations est due notamment, outre aux dépenses de capital intérieures, à la baisse de la croissance des exportations, qui recourent largement à des importations, et à la diminution de la demande d'automobiles (encadré 1.1) et de produits technologiques tels que les smartphones. La concentration des exportations avant l'imposition de droits de douane fin 2018 a probablement aussi joué un rôle, en avançant la demande de composants importés.

Si le secteur manufacturier est en perte de vitesse, les services, qui représentent une plus grande part de l'économie, tiennent bon dans l'ensemble (graphique 1.5,

**Graphique 1.2. Contribution aux importations mondiales**  
(En points de pourcentage ; moyenne mobile sur 3 mois)

Au premier semestre 2019, le volume du commerce mondial avait augmenté d'à peine 1 % par rapport à il y a un an, soit le rythme de croissance le plus lent observé pour toute période de six mois depuis 2012.



Source : calculs des services du FMI.  
Note : PEPD = pays émergents et pays en développement.

page 1). La résilience de l'activité du secteur des services s'est traduite par la régularité de la création globale d'emplois, confortant la confiance des consommateurs (graphique 1.5, page 2) et alimentant de ce fait les dépenses des ménages dans ce secteur. Ce cercle vertueux entre production du secteur des services, emploi et confiance des consommateurs a soutenu la demande intérieure dans plusieurs pays avancés.

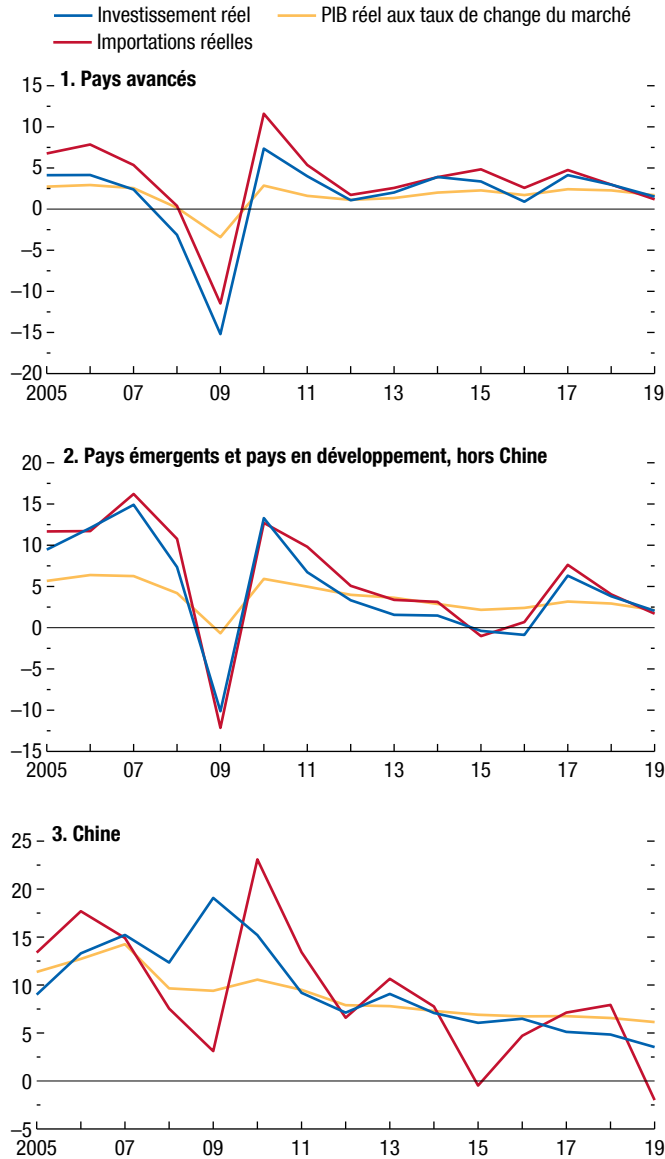
### Une croissance en perte de vitesse

Dans le groupe des pays avancés, la croissance s'est stabilisée au premier semestre 2019, après un brusque repli au deuxième semestre 2018. L'économie américaine est passée à un rythme d'expansion légèrement plus lent (environ 2 % sur base annuelle) au cours des derniers trimestres, l'accélération amenée par les réductions d'impôts de début 2018 s'étant estompée, et l'économie britannique a ralenti, les investisseurs se montrant prudents face aux incertitudes liées au Brexit. La zone euro



**Graphique 1.3. Investissement et commerce mondiaux**  
(Variation en pourcentage)

L'investissement mondial a ralenti en 2019, parallèlement au ralentissement de la croissance des importations.

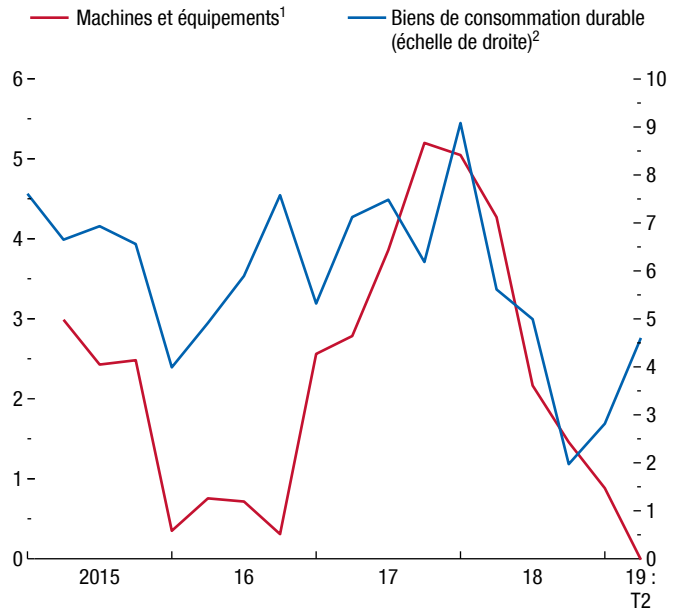


Source : estimations des services du FMI.

a enregistré dans la première moitié de l'année une croissance économique supérieure à celle du deuxième semestre 2018, mais l'économie allemande s'est contractée au deuxième trimestre en raison d'un déclin de l'activité industrielle. D'une manière générale, la faiblesse des exportations freine l'activité dans la zone euro depuis début 2018, tandis que la demande intérieure reste ferme jusqu'ici. Le Japon a connu une forte croissance au

**Graphique 1.4. Dépenses en biens durables**  
(Variation en pourcentage sur un an)

Le ralentissement des achats de machines, d'équipements et de biens de consommation durable a grandement contribué au ralentissement du commerce mondial.



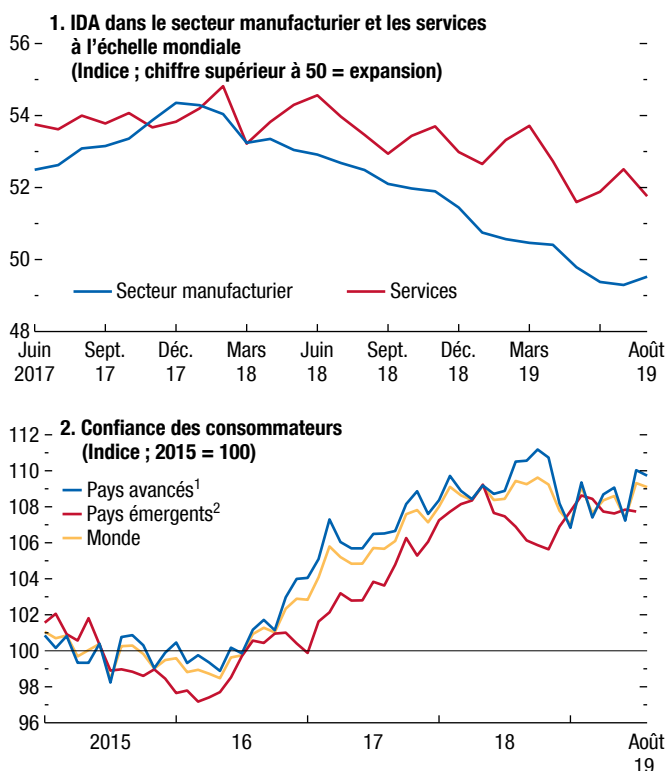
Sources : Haver Analytics ; Markit Economics ; calculs des services du FMI.  
 1'Afrique du Sud, Australie, Brésil, Canada, Chili, Chine, Corée, États-Unis, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Mexique, Royaume-Uni, Russie, Turquie, zone euro.  
 2'Afrique du Sud, Australie, Brésil, Canada, Chili, Chine, Corée, États-Unis, Indonésie, Japon, Malaisie, Mexique, Royaume-Uni, Turquie, zone euro.

premier semestre de cette année, sous l'effet du bon niveau de la consommation privée et publique.

Pour le groupe des pays émergents et des pays en développement, les données préliminaires indiquent une hausse modeste de la croissance au premier semestre 2019, qui reste toutefois bien en deçà du rythme de 2017 et début 2018. En Chine, la croissance a bénéficié des mesures de relance budgétaire et d'un léger relâchement de la cadence du durcissement de la réglementation financière entamé au deuxième semestre 2018. En Inde, la décélération de l'économie s'est poursuivie au deuxième trimestre en raison de faiblesses sectorielles dans l'automobile et l'immobilier, ainsi que d'incertitudes persistantes quant à la solidité d'entreprises financières non bancaires. Au Mexique, la croissance a fortement ralenti au premier semestre sous l'effet d'une grande incertitude, de la sous-exécution du budget et de quelques facteurs temporaires. Par contre, la croissance a repris au deuxième trimestre au Brésil, après une contraction au premier trimestre due en partie à une catastrophe

### Graphique 1.5. Indice mondial des directeurs d'achat et confiance des consommateurs

Le secteur manufacturier est en perte de vitesse, mais les services tiennent bon dans l'ensemble.



Sources : Haver Analytics ; Markit Economics ; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Australie, Corée, Danemark, États-Unis, Hong Kong (RAS), Israël, Japon, Norvège, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse, Taiwan (province chinoise), zone euro.

<sup>2</sup>Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Hongrie, Indonésie, Malaisie, Mexique, Philippines, Pologne, Russie, Thaïlande, Turquie, Ukraine.

minière. De même, la croissance a connu une embellie modeste au deuxième trimestre en Afrique du Sud, grâce à une amélioration de l'approvisionnement électrique. Après une forte contraction au deuxième semestre 2018, la croissance s'est rétablie en Turquie au premier semestre 2019, à la faveur d'une amélioration des conditions financières mondiales, d'un appui budgétaire et d'un desserrement du crédit. À l'inverse, la contraction observée en Argentine s'est poursuivie au premier semestre de cette année, mais plus lentement, et les aléas pour la suite sont clairement orientés à la baisse, compte tenu de la forte dégradation des conditions du marché.

### Une inflation peu marquée

L'expansion mondiale, vaste et synchronisée, de mi-2016 à mi-2018 a contribué à réduire les écarts de production, en particulier dans les pays avancés, mais n'a

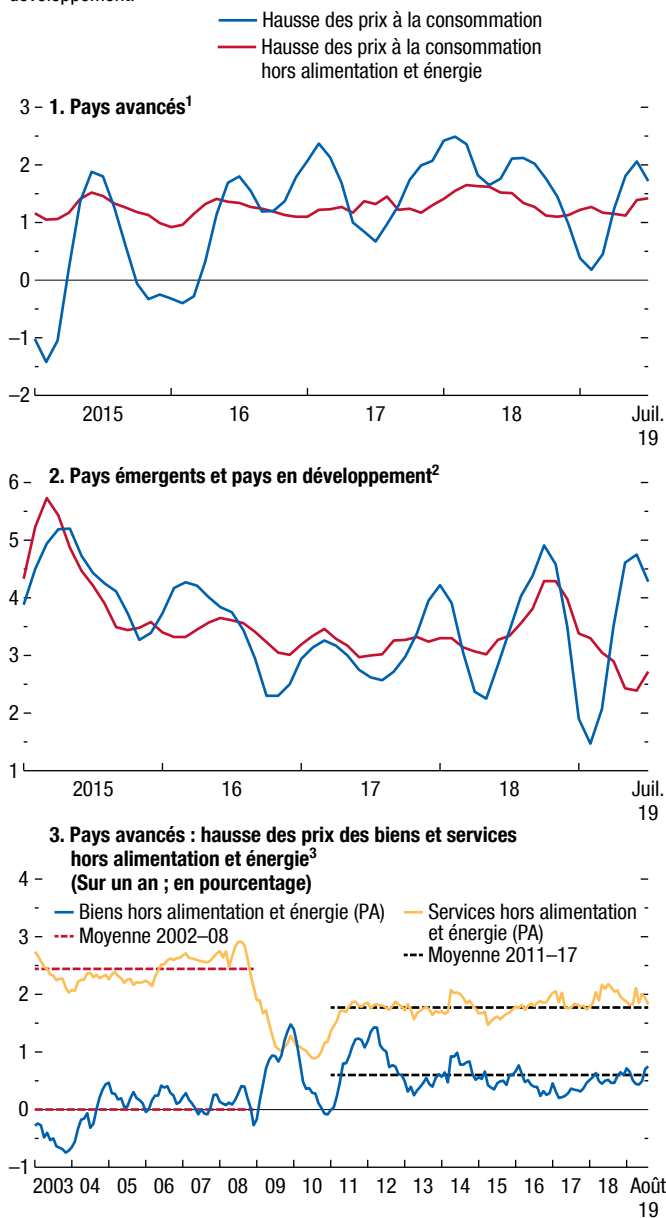
pas entraîné de hausse soutenue des prix à la consommation hors alimentation et énergie. Sans surprise, avec le tassement de l'expansion mondiale, l'inflation hors alimentation et énergie s'est éloignée encore plus de la cible dans la plupart des pays avancés, et elle est inférieure aux moyennes historiques dans un grand nombre de pays émergents et de pays en développement (graphique 1.6). Les rares exceptions à cette vaste tendance au fléchissement de l'inflation sont des pays dans lesquels une forte dépréciation monétaire s'est traduite par une pression à la hausse sur les prix intérieurs (comme en Argentine), ou des pays présentant de graves pénuries de produits de première nécessité (Venezuela).

Malgré la hausse des droits de douane dans certains pays, les pressions inflationnistes restent généralement modérées. Le taux de croissance des salaires, qui était modeste, est en progression à mesure que les taux de chômage se réduisent encore (aux États-Unis et au Royaume-Uni, par exemple, ils n'ont pratiquement jamais été aussi bas) (graphique 1.7, page 1). La part du travail dans le revenu présente une légère tendance ascendante depuis 2014 environ au Japon, aux États-Unis et au Royaume-Uni, et elle est en hausse dans la zone euro depuis début 2018 (graphique 1.7, page 2). Cette évolution ne semble pas s'être traduite par une hausse des prix à la consommation hors alimentation et énergie, ce qui indique une compression modeste de la marge bénéficiaire des entreprises. Dans de nombreux pays émergents et pays en développement d'Europe, des pénuries de main-d'œuvre contribuent à une croissance marquée des salaires. Néanmoins, comme le relève le chapitre 2 des Perspectives économiques régionales pour l'Europe (*Regional economic outlook : Europe*), la croissance des salaires n'a pas donné lieu à une hausse des prix finaux des marchandises dans la région (l'inflation relativement élevée en Turquie peut être attribuée à d'autres facteurs, dont des épisodes de dépréciation monétaire).

Les prix de l'énergie ont baissé de 13 % entre la période de référence de l'édition d'avril 2019 des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) et celle de la présente édition, car le niveau record de la production de pétrole brut aux États-Unis, conjugué à une demande modérée, a plus que compensé l'influence des perturbations de l'offre liées aux sanctions américaines contre l'Iran, aux réductions de la production opérées par les pays de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et aux violences au Venezuela et en Libye (graphique 1.8). L'attentat du 14 septembre contre d'importantes raffineries en Arabie saoudite a fait craindre de graves perturbations de l'offre et entraîné un bond immédiat de plus de 10 % des cours du

**Graphique 1.6. Inflation mondiale**  
(Moyenne mobile sur 3 mois ; variation annuelle en pourcentage, sauf indication contraire)

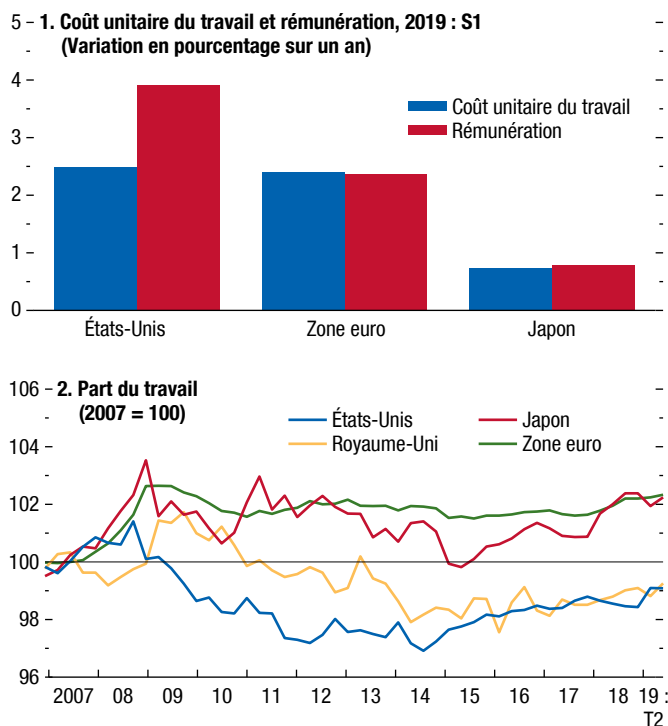
Depuis la mi-2018, l'inflation hors alimentation et énergie est tombé encore plus au-dessous de la cible dans la plupart des pays avancés, et elle est inférieure aux moyennes historiques dans un grand nombre de pays émergents et de pays en développement.



Sources : Consensus Economics ; Haver Analytics ; calculs des services du FMI.  
Note : Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).  
<sup>1</sup>AUT, BEL, CAN, CHE, CZE, DEU, DNK, ESP, EST, FIN, FRA, GBR, GRC, HKG, IRL, ISR, ITA, JPN, KOR, LTU, LUX, LVA, NLD, NOR, PRT, SGP, SVK, SVN, SWE, TWN, USA.  
<sup>2</sup>BGR, BRA, CHL, CHN, COL, HUN, IDN, IND, MEX, MYS, PER, PHL, POL, ROU, RUS, THA, TUR, ZAF.  
<sup>3</sup>L'échantillon comprend 16 pays avancés (PA) : Allemagne, Australie, Autriche, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Italie, Japon, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni et Suède.

**Graphique 1.7. Salaires, coût unitaire du travail et part du travail**

La croissance des salaires et la part du travail dans le revenu ont augmenté récemment dans certains pays avancés.



Sources : Haver Analytics ; calculs des services du FMI.

pétrole brut. Ces cours sont ensuite légèrement retombés, les dégâts se révélant moins étendus qu'on ne le pensait. Les prix du charbon et du gaz naturel ont également diminué entre les périodes de référence, en raison des attentes d'une moindre demande. Les cours des métaux sont restés stables dans l'ensemble, la baisse des prix du cuivre et de l'aluminium compensant la hausse de ceux du nickel et du minerai de fer entre les deux périodes examinées (voir le dossier spécial sur les produits de base).

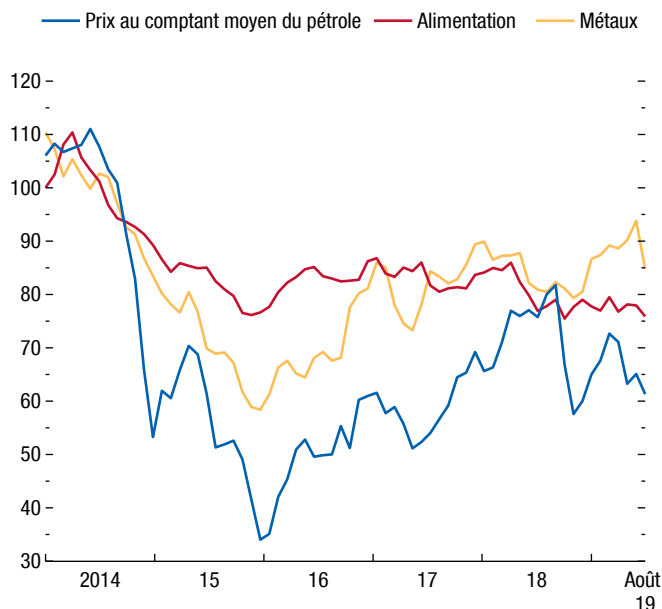
Dans l'ensemble, les faibles chiffres de l'inflation hors alimentation et énergie et l'influence modeste des prix des produits de base sur l'inflation globale ont entraîné une baisse des attentes d'inflation des prix sur les marchés, en particulier aux États-Unis et dans la zone euro.

**Des marchés à l'humeur volatile, une politique monétaire qui s'assouplit**

L'état d'esprit des marchés est volatil depuis avril en raison de plusieurs influences, dont les nouveaux droits de douane américains sur les importations chinoises et les mesures prises en retour par la Chine, la crainte de

**Graphique 1.8. Prix des produits de base**  
 (Déflatés sur la base de l'indice américain des prix à la consommation ; 2014 = 100)

D'une manière générale, les indices des prix des produits de base se sont tassés depuis le printemps.



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

perturbations des chaînes d'approvisionnement technologiques, la persistance des incertitudes autour du Brexit, les tensions géopolitiques et les baisses de taux directeur décidées par plusieurs banques centrales qui adoptent un ton conciliant. Ces forces ont pour effet combiné que les conditions financières dans les pays avancés sont aujourd'hui dans l'ensemble plus favorables qu'à l'époque de l'édition d'avril 2019 des PEM, mais elles n'ont globalement pas changé dans la plupart des pays émergents et des pays en développement (voir l'édition d'octobre 2019 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*, GFSR)).

Dans les *pays avancés*, les grandes banques centrales ont adopté une politique plus accommodante et une position qui se veut plus conciliante depuis le début de l'année, suivies par des mesures d'assouplissement au cours de l'été. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a abaissé son taux directeur en juillet et en septembre, et a mis fin à sa politique de délestage. En septembre, la Banque centrale européenne a réduit le taux de rémunération des dépôts et annoncé la reprise de l'assouplissement quantitatif. Ces changements de politiques, conjugués à l'inquiétude croissante des marchés face à un ralentissement de la croissance, ont entraîné une baisse

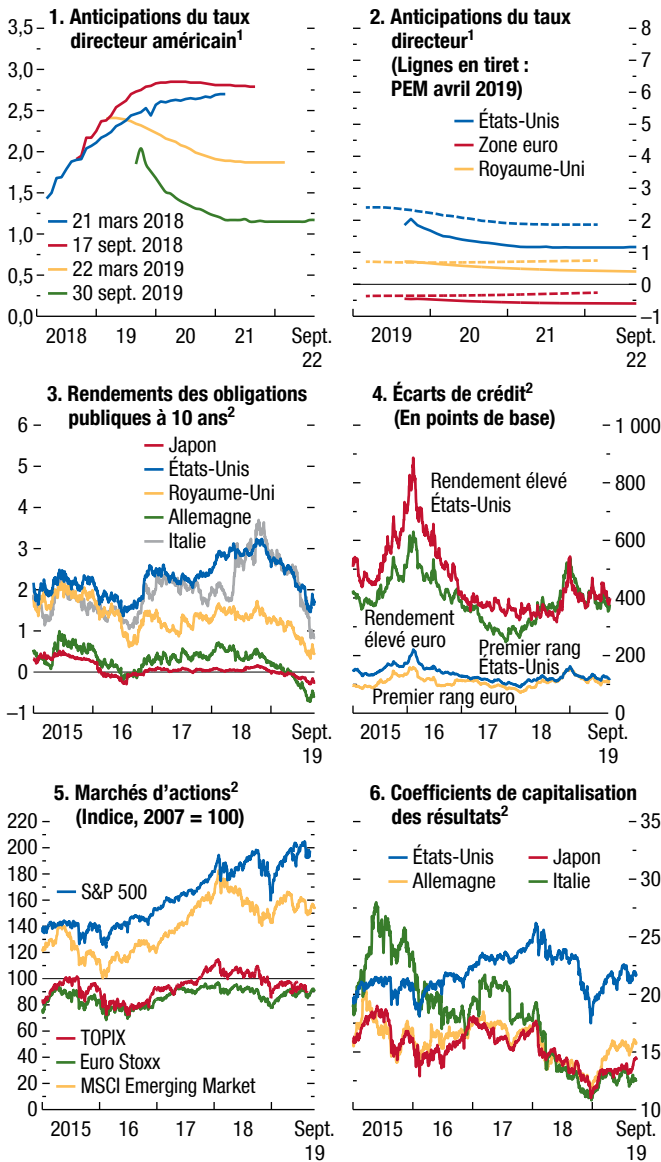
considérable des rendements des obligations d'État, nettement négatifs dans certains cas (graphique 1.9). Ainsi, les rendements des obligations à dix ans des Trésors américain, britannique, allemand et français ont perdu entre 60 et 100 points de base entre mars et fin septembre, tandis que le rendement de celles du Trésor italien a diminué de 175 points de base à la suite de la formation du nouveau gouvernement. Les cours des titres plus risqués se sont montrés instables. Les écarts de rendement entre les titres d'entreprises à haut rendement des États-Unis et ceux de la zone euro se sont légèrement creusés depuis avril, mais restent inférieurs à leurs niveaux de fin 2018. Aux États-Unis et en Europe, les marchés d'actions ont perdu un peu de terrain depuis avril, mais se situent encore bien au-dessus des creux observés lors des ventes massives de la fin 2018.

Les fluctuations monétaires des pays avancés ont dans certains cas été marquées. En termes effectifs réels, le yen s'est apprécié de plus de 5 % et le franc suisse de 3 % entre mars et fin septembre, la volatilité des marchés s'intensifiant. En revanche, la livre sterling s'est dépréciée de 4 %, la perspective d'un Brexit sans accord devenant de plus en plus préoccupante. Le dollar américain a gagné environ 2½ %, alors que l'euro s'est déprécié d'environ 1½ %. Les flux financiers entrants et sortants des pays avancés restent dans l'ensemble modestes, surtout depuis début 2018. Cette situation s'explique notamment par la diminution marquée des flux d'investissements directs étrangers, sous l'influence des opérations financières des sociétés multinationales à la suite de la réforme fiscale aux États-Unis (encadré 1.2).

S'agissant des *pays émergents et pays en développement*, les banques centrales de plusieurs pays (Afrique du Sud, Brésil, Chili, Inde, Indonésie, Mexique, Pérou, Philippines, Russie, Thaïlande et Turquie, par exemple) ont réduit leurs taux directeurs depuis avril. Les écarts de rendement observés sur les obligations souveraines ont été globalement stables sur cette période, à quelques exceptions près (graphique 1.10). Ils se sont resserrés au Brésil, où une réforme des retraites attendue de longue date a de bonnes chances d'être adoptée. Au Mexique, ces écarts se sont creusés temporairement à la suite d'une baisse de notation en juin. En Argentine, les élections primaires du mois d'août ont entraîné une brusque augmentation des rendements des bons du Trésor, les actifs argentins faisant l'objet de ventes massives. En Turquie, les écarts se sont considérablement relâchés à la suite des élections municipales de juin, et demeurent plus importants qu'en avril. Les indices boursiers des pays émergents s'échangent globalement aux mêmes niveaux qu'en avril,

**Graphique 1.9. Pays avancés : marchés monétaires et financiers**  
(En pourcentage, sauf indication contraire)

Les rendements des obligations d'État ont fortement baissé ces derniers mois, et sont dans certains cas nettement négatifs.

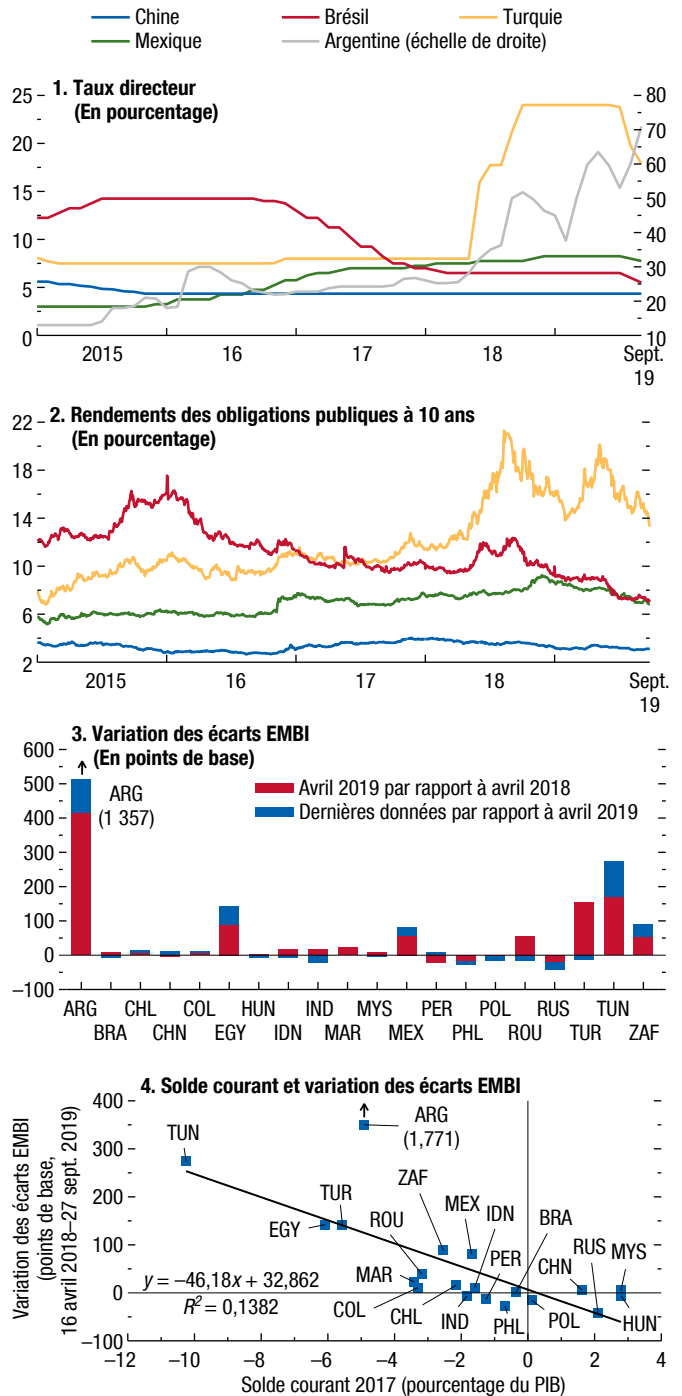


Sources : Bloomberg Finance, L.P. ; Haver Analytics ; Thomson Reuters Datastream ; calculs des services du FMI.  
Note : MSCI = Morgan Stanley Capital International ; S&P = Standard & Poor's ; TOPIX = indice des cours des actions à Tokyo ; PEM = *Perspectives de l'économie mondiale*.

<sup>1</sup>Les anticipations reposent sur les contrats à terme sur le taux des fonds fédéraux pour les États-Unis, le taux interbancaire moyen au jour le jour en livre sterling pour le Royaume-Uni et le taux interbancaire à terme en euro pour la zone euro ; mis à jour le 30 septembre 2019.  
<sup>2</sup>Les données vont jusqu'au 27 septembre 2019.

**Graphique 1.10. Pays émergents : taux d'intérêts et écarts de rendement**

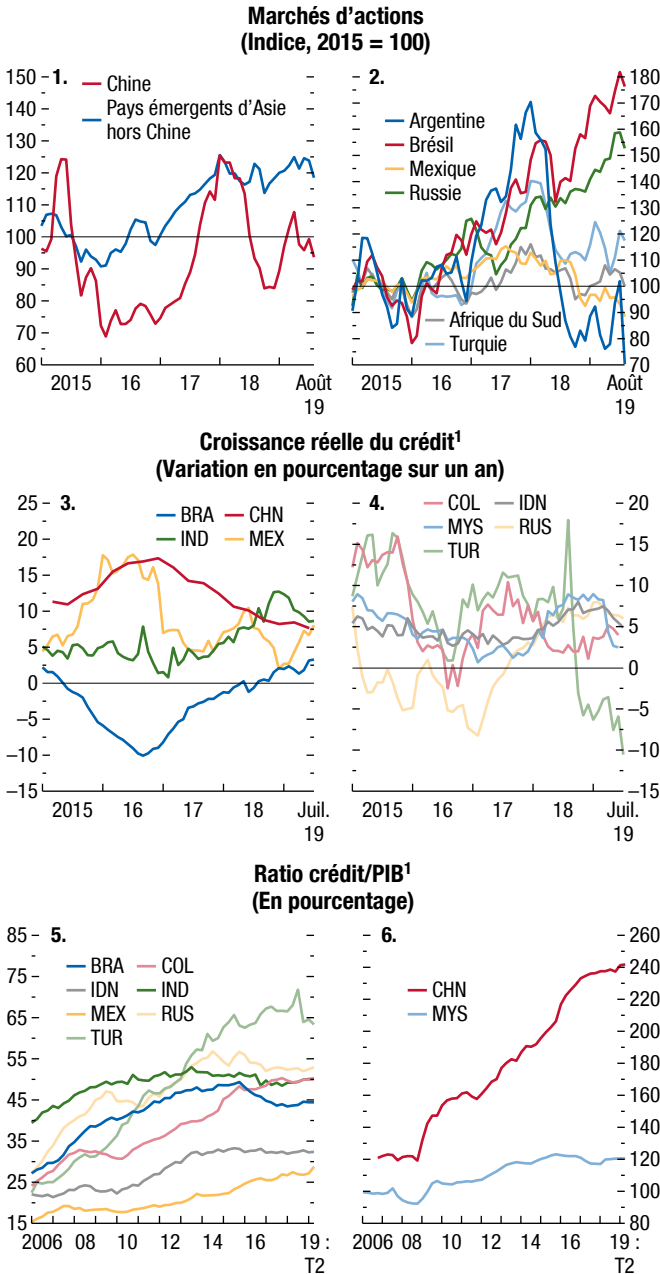
Les écarts de taux sur la dette souveraine des pays émergents sont globalement stables depuis avril, à quelques exceptions près.



Sources : Haver Analytics ; FMI, *International Financial Statistics* ; Thomson Reuters Datastream ; calculs des services du FMI.  
Note : EMBI = JP Morgan Emerging Markets Bond Index. Toutes les données des marchés financiers vont jusqu'au 27 septembre 2019. Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

**Graphique 1.11. Pays émergents : marchés d'actions et crédit**

Les indices boursiers des pays émergents s'établissent globalement aux mêmes niveaux qu'en avril, les perspectives de revenus étant soumises aux influences contradictoires de l'appui accru des politiques monétaires intérieures et extérieures, d'une part, et de la montée des tensions commerciales, d'autre part.



Sources : Bloomberg Finance L.P. ; Haver Analytics ; FMI, *International Financial Statistics* (IFS) ; Thomson Reuters Datastream ; calculs des services du FMI.  
 Note : Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

<sup>1</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 sur la politique monétaire et les opérations de crédit du système financier qui est publié par la banque centrale, et dans le cas de la Chine, pour laquelle le crédit est égal au total du financement social après correction pour tenir compte de l'échange de créances des collectivités locales.

les perspectives de revenus étant soumises aux influences contradictoires de l'appui accru des politiques monétaires intérieures et extérieures, d'une part, et de la montée des tensions commerciales, d'autre part (graphique 1.11).

Les flux de capitaux vers les pays émergents reflètent l'évolution générale de la propension au risque depuis avril, les investisseurs réduisant leur exposition aux actions pour leur préférer des obligations en monnaie forte (graphique 1.12). Les investissements de portefeuille dans les catégories d'actifs des pays émergents restent dans l'ensemble supérieurs aux niveaux observés lors du repli de fin 2018 ; les investisseurs continuent de distinguer les pays en fonction de paramètres économiques et politiques fondamentaux. La plupart des monnaies se sont appréciées entre mars et juillet, à la faveur du ton conciliant et de la position accommodante adoptés par la Réserve fédérale américaine. L'appétence pour le risque diminuant, plusieurs monnaies ont toutefois perdu du terrain en août, dont le peso argentin. Le renminbi chinois s'est déprécié d'environ 3½ % depuis mars (graphique 1.13).

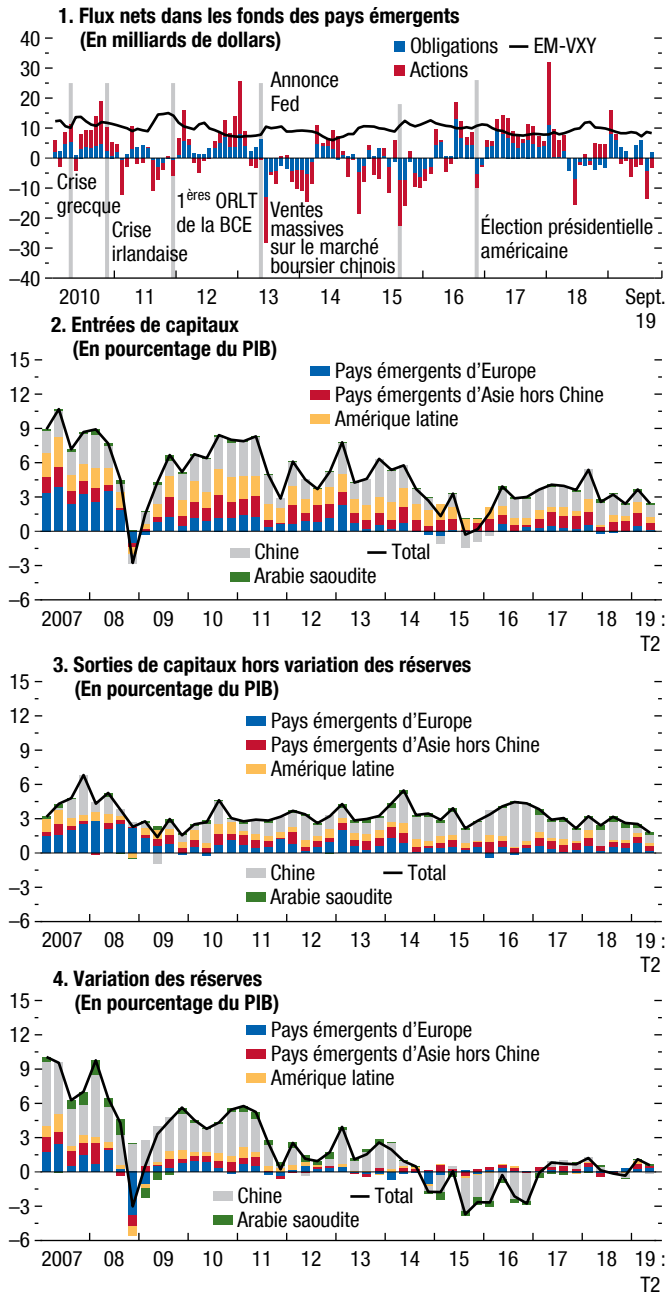
**Perspectives de la croissance mondiale : une modeste hausse malgré de forts vents contraires**

La croissance attendue pour 2019 est de 3,0 %, soit le niveau le plus bas depuis 2009. Exception faite de l'Afrique subsaharienne, plus de la moitié des pays devraient enregistrer une croissance par habitant inférieure à leur taux médian des 25 dernières années. Cette décélération notable s'explique par la persistance d'une fragilité généralisée au cours du deuxième semestre 2018, suivie par une modeste hausse de la croissance au premier semestre 2019 et alimentée dans certains cas par une orientation plus accommodante des politiques économiques (comme en Chine et, dans une certaine mesure, aux États-Unis). Les estimations de croissance ayant été revues à la baisse tant pour le deuxième semestre 2018 que pour la première moitié de cette année, les projections de croissance pour 2019 sont inférieures de 0,3 point de pourcentage à celles de l'édition d'avril 2019 des PEM.

Les forces expliquant le ralentissement de la croissance mondiale en 2018 et 2019, outre l'effet direct d'une croissance très faible ou d'une contraction de l'économie dans les pays en difficulté, sont notamment les suivantes : le retour à un rythme d'expansion plus normal aux États-Unis ; l'affaiblissement de la demande extérieure et les perturbations associées à la mise en œuvre de nouvelles normes d'émission pour les automobiles en Europe, en particulier en Allemagne ; une dégradation

**Graphique 1.12. Pays émergents : flux de capitaux**

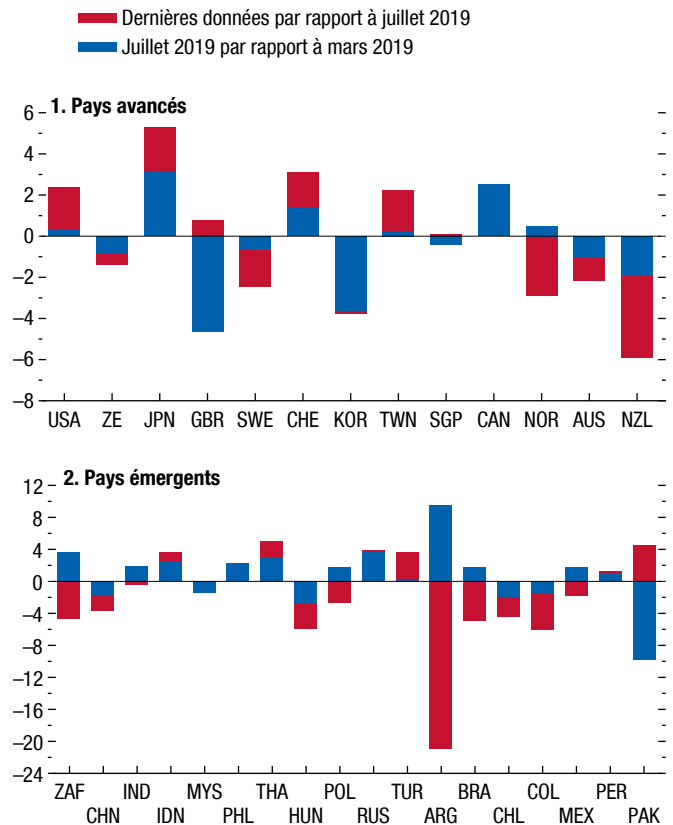
Les flux de capitaux vers les pays émergents reflètent l'évolution générale de la propension au risque depuis avril, les investisseurs réduisant leur exposition aux valeurs boursières pour leur préférer des obligations en monnaie forte.



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

**Graphique 1.13. Variation des taux de change effectifs réels, mars 2019–septembre 2019 (En pourcentage)**

La plupart des monnaies des pays émergents se sont appréciées entre mars et juillet, à la faveur du ton conciliant et de la position accommodante adoptés par la Réserve fédérale américaine. L'appétence pour le risque diminuant, plusieurs monnaies ont toutefois perdu du terrain en août.



Source : calculs des services du FMI.  
 Note : ZE = zone euro. Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO). Les dernières données disponibles datent du 27 septembre 2019.

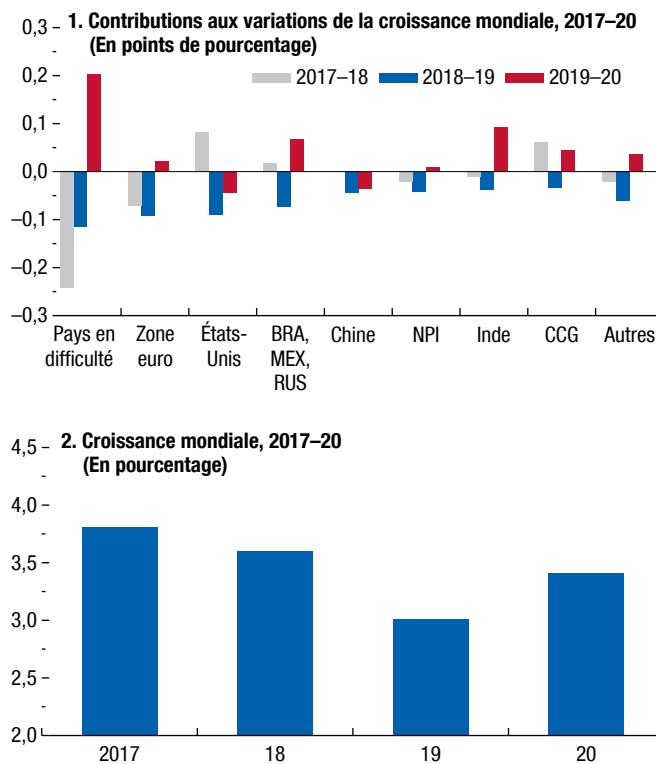
des conditions macroéconomiques imputable en grande partie à des facteurs très spécifiques dans un groupe de pays émergents importants tels que le Brésil, le Mexique et la Russie ; un fléchissement de la croissance chinoise en raison de l'indispensable renforcement de la réglementation financière et des conséquences des tensions commerciales avec les États-Unis ; un affaiblissement de la demande chinoise et une montée de l'incertitude mondiale en matière de politique commerciale qui pèse sur les pays d'Asie de l'Est ; un ralentissement de la demande intérieure en Inde ; et le spectre d'un éventuel Brexit sans accord qui assombrit les perspectives au Royaume-Uni et, plus largement, dans l'Union européenne.

La poursuite de politiques macroéconomiques favorables dans les grandes puissances économiques et la stabilisation attendue dans quelques pays émergents en difficulté devraient rehausser légèrement la croissance mondiale d'ici la fin de l'année et en 2020, amenant ainsi les projections pour la croissance mondiale à 3,4 % pour 2020 (tableau 1.1). La révision à la baisse de 0,2 point pour 2020 par rapport aux PEM d'avril 2019 s'explique en grande partie par l'augmentation des droits de douane, qui nuit à l'économie mondiale : à la suite des annonces faites en mai et août 2019, les droits imposés par les États-Unis sur les importations en provenance de Chine atteindront en moyenne un peu plus de 24 % d'ici décembre 2019 (contre une hypothèse d'environ 12¼ % dans l'édition d'avril 2019 des PEM), alors que les droits imposés en retour par la Chine s'élèveront en moyenne à quelque 26 % (contre une hypothèse d'environ 16½ % dans l'édition d'avril 2019 des PEM). L'encadré scénario 1.2 présente des simulations de l'impact direct des droits de douane compris dans le scénario de référence sur l'activité économique mondiale, ainsi que de leurs éventuelles répercussions sur l'état d'esprit des marchés financiers, la confiance des chefs d'entreprise et la productivité. Comme le montre cet encadré, les retombées de la réorientation des échanges dans quelques pays sont positives, mais elles sont temporaires et probablement inférieures aux effets sur la confiance des chefs d'entreprise et l'état d'esprit des marchés financiers. L'encadré 1.3 présente des informations plus détaillées sur les principales hypothèses relatives aux politiques économiques et aux cours des produits de base utilisées pour les prévisions de la croissance mondiale.

Le graphique 1.14 présente les pays et régions où les fluctuations de la croissance ont eu une incidence sur la croissance mondiale depuis le pic de 2017. La dégradation spectaculaire des conditions macroéconomiques entre 2017 et 2019 dans un petit nombre de pays en grande difficulté (en particulier l'Argentine, l'Iran, la Turquie et le Venezuela) est à l'origine d'environ la moitié de la diminution de la croissance mondiale, tombée de 3,8 % en 2017 à 3,0 % en 2019. Ces mêmes pays, associés au Brésil, au Mexique et à la Russie, qui devraient tous trois connaître une croissance ne dépassant pas environ 1 % en 2019, sont responsables d'environ 70 % de la hausse de la croissance attendue pour 2020. L'économie argentine devrait encore se contracter en 2020, mais pas autant que cette année ; au Venezuela, l'effondrement de la production depuis plusieurs années devrait se poursuivre, mais à un rythme moins brutal qu'en 2019. En Iran, une croissance modeste devrait

### Graphique 1.14. Croissance mondiale

Le ralentissement de la croissance mondiale depuis 2017 et la reprise prévue en 2020 reflètent un vaste repli et un redressement prévu de l'activité dans un groupe de pays émergents en grande difficulté.



Source : estimations des services du FMI.

Note : NPI = nouveaux pays industrialisés d'Asie (Corée, Hong Kong (RAS), Macao (RAS), Singapour, Taiwan (province chinoise) ; pays en difficulté = Argentine, Iran, Libye, Soudan, Turquie, Venezuela ; CCG = Conseil de coopération du Golfe (Arabie saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, Koweït, Oman, Qatar). Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

suivre la récession. L'activité devrait s'accélérer en Arabie saoudite, au Brésil, au Mexique, en Russie et en Turquie. Le rebond attendu de la croissance mondiale dépend également en grande partie de ce que l'état d'esprit des marchés financiers reste favorable et que les entraves temporaires continuent de s'estomper, surtout dans la zone euro, où la production industrielle devrait progressivement augmenter, après une atonie prolongée. Ces facteurs dépendent à leur tour d'un environnement mondial propice sur le plan des politiques économiques, où le ton conciliant adopté par les banques centrales et la montée en puissance de la relance budgétaire en Chine ne soient pas contrecarrés par l'aggravation des tensions commerciales ou par un Brexit chaotique.

L'économie mondiale peut s'attendre à des vents contraires sur la période de projection. Bien que la baisse



récente des taux d'intérêt à long terme dégage davantage de marges budgétaires, l'environnement mondial ne devrait laisser que des marges relativement limitées pour prendre des mesures visant à prévenir les ralentissements et la réduction des flux commerciaux, en raison notamment de la hausse des obstacles aux échanges et au maintien escompté de l'incertitude en matière de politique commerciale (les projections relatives aux volumes mondiaux d'exportations et d'importations ont été globalement revues à la baisse d'environ 3½ % pour la période de projection, par rapport aux PEM d'avril 2019). Bridés par le vieillissement de la population et une piètre croissance de la productivité, les pays avancés devraient retrouver leur modeste taux d'expansion potentiel. En outre, le taux de croissance de la Chine devrait progressivement diminuer à un niveau plus tenable.

Dans ce contexte, la croissance mondiale au-delà de 2020 devrait s'établir aux alentours de 3,6 %. Les prévisions supposent dans une large mesure une normalisation durable dans les pays émergents ou en développement actuellement en difficulté macroéconomique, ainsi que le maintien des bons résultats des pays émergents ou en développement à la croissance relativement plus forte. Les rééquilibrages résultants de l'économie mondiale en faveur des pays émergents et pays en développement les plus dynamiques contribuent à la stabilité du profil de croissance attendu à moyen terme, en relevant de ¼ de point la croissance mondiale à la fin de la période de projection par rapport à une pondération des pays constante au niveau de 2018.

### Prévisions de croissance pour les pays avancés

Pour les pays avancés, la croissance devrait se tasser à 1,7 % en 2019 et 2020. Pour 2019, cette prévision est inférieure de 0,1 point à celle de l'édition d'avril 2019 des PEM.

- Aux *États-Unis*, l'économie a maintenu son élan au premier semestre. Bien que l'investissement soit resté languissant, le niveau de l'emploi et de la consommation était soutenu. La croissance devrait s'établir à 2,4 % en 2019, puis à 2,1 % en 2020. Cette modération attendue repose sur l'hypothèse que l'orientation expansionniste de la politique budgétaire en 2019 deviendra globalement neutre en 2020, la relance alimentée par l'accord budgétaire bisannuel adopté récemment compensant l'estompement des effets de la réforme fiscale de 2017 (Tax Cuts and Jobs Act). Dans l'ensemble, les prévisions de croissance sont revues à la hausse par rapport aux PEM d'avril 2019 (de 0,1 point pour 2019 et de 0,2 point pour 2020). Les révisions apportées aux précédents chiffres du PIB supposent un report moins important sur 2019, et les incertitudes liées au commerce induisent des effets négatifs supplémentaires, mais l'accord budgétaire bisannuel et les baisses du taux directeur de la Réserve fédérale entraînent des révisions nettes à la hausse.
- Dans la *zone euro*, la moindre croissance de la demande extérieure et la réduction des inventaires (en raison d'une production industrielle faible) mettent la croissance en sourdine depuis mi-2018. L'activité devrait accélérer d'ici la fin de l'année et en 2020, mais dans des proportions modestes, à mesure que la demande extérieure remonte en puissance et que des facteurs temporaires (dont les nouvelles normes d'émission qui ont affecté la production automobile allemande) continuent de s'estomper. Les projections envisagent une croissance de 1,2 % en 2019 (0,1 point de moins qu'en avril) et de 1,4 % en 2020. Les prévisions pour 2019 ont été revues légèrement à la baisse pour l'*Allemagne* et la *France* (en raison d'une demande extérieure en deçà des attentes au premier semestre). Les prévisions pour 2019 et 2020 ont été abaissées pour l'*Italie* du fait d'un fléchissement de la consommation privée, d'une diminution de la relance budgétaire et d'une dégradation du contexte extérieur. Les attentes sont également en léger repli pour l'*Espagne*, où la croissance devrait ralentir progressivement, passant de 2,6 % en 2018 à 2,2 % en 2019 et 1,8 % en 2020 (0,1 point en dessous des prévisions d'avril).
- Au *Royaume-Uni*, la croissance devrait être de 1,2 % en 2019 et de 1,4 % en 2020. Par rapport à l'édition d'avril 2019 des PEM, les projections restent inchangées pour ces deux années, sous l'effet négatif de la fragilité de la croissance mondiale et des incertitudes persistantes autour du Brexit, conjugué à l'effet positif de l'augmentation des dépenses publiques annoncée lors du récent examen des dépenses. L'économie s'est contractée au deuxième trimestre et, selon les indicateurs récents, la croissance sera faible au troisième trimestre. Les prévisions supposent une sortie bien encadrée de l'Union européenne, suivie par une transition progressive vers le futur régime. Toutefois, début septembre, la forme que prendra le Brexit demeurerait largement incertaine.
- La croissance économique du *Japon* devrait être de 0,9 % en 2019 (0,1 point en dessous des prévisions de l'édition d'avril 2019 des PEM). La vigueur de la consommation privée et des dépenses publiques au

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

	2018	Projections		Différence par rapport à la Mise à jour des PEM de juillet 2019 <sup>1</sup>		Différence par rapport aux PEM d'avril 2019 <sup>1</sup>	
		2019	2020	2019	2020	2019	2020
<b>Production mondiale</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
États-Unis	2,9	2,4	2,1	-0,2	0,2	0,1	0,2
Zone euro	1,9	1,2	1,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Allemagne <sup>2</sup>	1,5	0,5	1,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,2
France	1,7	1,2	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Italie	0,9	0,0	0,5	-0,1	-0,3	-0,1	-0,4
Espagne	2,6	2,2	1,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1
Japon	0,8	0,9	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,0
Royaume-Uni	1,4	1,2	1,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Canada	1,9	1,5	1,8	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Autres pays avancés <sup>3</sup>	2,6	1,6	2,0	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5
<b>Pays émergents et pays en développement</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>
Pays émergents et pays en développement d'Asie	6,4	5,9	6,0	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3
Chine	6,6	6,1	5,8	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Inde <sup>4</sup>	6,8	6,1	7,0	-0,9	-0,2	-1,2	-0,5
ASEAN-5 <sup>5</sup>	5,2	4,8	4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Pays émergents et pays en développement d'Europe	3,1	1,8	2,5	0,6	0,4	0,6	0,2
Russie	2,3	1,1	1,9	-0,1	0,0	-0,5	0,2
Amérique latine et Caraïbes	1,0	0,2	1,8	-0,4	-0,5	-1,2	-0,6
Brésil	1,1	0,9	2,0	0,1	-0,4	-1,2	-0,5
Mexique	2,0	0,4	1,3	-0,5	-0,6	-1,2	-0,6
Moyen-Orient et Asie centrale	1,9	0,9	2,9	-0,5	-0,3	-0,9	-0,4
Arabie saoudite	2,4	0,2	2,2	-1,7	-0,8	-1,6	0,1
Afrique subsaharienne	3,2	3,2	3,6	-0,2	0,0	-0,3	-0,1
Nigéria	1,9	2,3	2,5	0,0	-0,1	0,2	0,0
Afrique du Sud	0,8	0,7	1,1	0,0	0,0	-0,5	-0,4
<i>Pour mémoire</i>							
Union européenne	2,2	1,5	1,6	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Pays en développement à faible revenu	5,0	5,0	5,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Moyen-Orient et Afrique du Nord	1,1	0,1	2,7	-0,6	-0,4	-1,2	-0,5
Croissance mondiale calculée sur la base des taux de change du marché	3,1	2,5	2,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Volume du commerce mondial (biens et services)</b>	<b>3,6</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,7</b>
Importations							
Pays avancés	3,0	1,2	2,7	-1,0	-0,6	-1,8	-0,5
Pays émergents et pays en développement	5,1	0,7	4,3	-2,2	-0,8	-3,9	-1,0
Exportations							
Pays avancés	3,1	0,9	2,5	-1,3	-0,4	-1,8	-0,6
Pays émergents et pays en développement	3,9	1,9	4,1	-1,0	-0,5	-2,1	-0,7
<b>Cours des produits de base (en dollars)</b>							
Pétrole <sup>6</sup>	29,4	-9,6	-6,2	-5,5	-3,7	3,8	-6,0
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des importations mondiales de produits de base)	1,6	0,9	1,7	1,5	1,2	1,1	0,6
<b>Prix à la consommation</b>							
Pays avancés	2,0	1,5	1,8	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3
Pays émergents et pays en développement <sup>7</sup>	4,8	4,7	4,8	-0,1	0,1	-0,2	0,1
<b>LIBOR (pourcentage)</b>							
Dépôts en dollars (6 mois)	2,5	2,3	2,0	-0,1	-0,3	-0,9	-1,8
Dépôts en euros (3 mois)	-0,3	-0,4	-0,6	-0,1	-0,3	-0,1	-0,4
Dépôts en yen (6 mois)	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent aux niveaux observés entre le 26 juillet et le 23 août 2019. Les pays sont classés sur la base de la taille de leur économie. Les données trimestrielles agrégées sont corrigées des variations saisonnières. PEM = *Perspectives de l'économie mondiale*. À compter des PEM d'octobre 2019, le groupe régional de la Communauté des États indépendants (CEI) est abandonné. Quatre pays de la CEI (Biélorus, République de Moldova, Russie et Ukraine) sont ajoutés au groupe régional « pays émergents et pays en développement d'Europe ». Les huit autres pays (Arménie, Azerbaïdjan, Géorgie, Kazakhstan, Kirghizistan, Ouzbékistan, Tadjikistan et Turkménistan), qui forment le sous-groupe régional « Caucase et Asie centrale », sont combinés avec le Moyen-Orient, l'Afrique du Nord, l'Afghanistan et le Pakistan (MOANAP) pour former le nouveau groupe régional « Moyen-Orient et Asie centrale » (MOAC).

<sup>1</sup>Ecart basé sur les chiffres arrondis pour les prévisions de la dernière *Mise à jour des PEM* (juillet 2019), ainsi que pour les prévisions des PEM d'avril 2019, et sur les groupes remaniés et nouveaux.

<sup>2</sup>Pour l'Allemagne, la définition du PIB est passée d'une base corrigée des jours ouvrables (jusqu'aux PEM d'avril 2019) à une base non corrigée (à compter de la *Mise à jour de juillet 2019 des PEM*). Ce changement de définition implique un PIB plus élevé pour 2020, année bissextile.

<sup>3</sup>Hors G-7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni) et pays de la zone euro.

Tableau 1.1 (suite)

	Sur un an				4 <sup>e</sup> trimestre à 4 <sup>e</sup> trimestre <sup>8</sup>			
	2017	2018	Projections		2017	2018	Projections	
			2019	2020			2019	2020
<b>Production mondiale</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>
États-Unis	2,4	2,9	2,4	2,1	2,8	2,5	2,4	2,0
Zone euro	2,5	1,9	1,2	1,4	3,0	1,2	1,0	1,8
Allemagne <sup>2</sup>	2,5	1,5	0,5	1,2	3,4	0,6	0,4	1,3
France	2,3	1,7	1,2	1,3	3,0	1,2	1,0	1,3
Italie	1,7	0,9	0,0	0,5	1,7	0,0	0,2	1,0
Espagne	3,0	2,6	2,2	1,8	3,1	2,3	2,0	1,8
Japon	1,9	0,8	0,9	0,5	2,4	0,3	0,3	1,2
Royaume-Uni	1,8	1,4	1,2	1,4	1,6	1,4	1,0	1,6
Canada	3,0	1,9	1,5	1,8	2,9	1,6	1,8	1,7
Autres pays avancés <sup>3</sup>	2,9	2,6	1,6	2,0	3,0	2,2	1,7	2,1
<b>Pays émergents et pays en développement</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>
Pays émergents et pays en développement d'Asie	6,6	6,4	5,9	6,0	6,8	6,0	6,0	5,9
Chine	6,8	6,6	6,1	5,8	6,7	6,4	6,0	5,7
Inde <sup>4</sup>	7,2	6,8	6,1	7,0	8,1	5,8	6,7	7,2
ASEAN-5 <sup>5</sup>	5,3	5,2	4,8	4,9	5,4	5,2	4,8	4,9
Pays émergents et pays en développement d'Europe	3,9	3,1	1,8	2,5	...	...	...	...
Russie	1,6	2,3	1,1	1,9	0,5	2,9	1,8	1,2
Amérique latine et Caraïbes	1,2	1,0	0,2	1,8	1,3	0,3	0,4	1,8
Brésil	1,1	1,1	0,9	2,0	2,2	1,1	1,2	2,3
Mexique	2,1	2,0	0,4	1,3	1,5	1,6	1,0	0,7
Moyen-Orient et Asie centrale	2,3	1,9	0,9	2,9	...	...	...	...
Arabie saoudite	-0,7	2,4	0,2	2,2	-1,3	4,3	-0,9	3,0
Afrique subsaharienne	3,0	3,2	3,2	3,6	...	...	...	...
Nigéria	0,8	1,9	2,3	2,5	...	...	...	...
Afrique du Sud	1,4	0,8	0,7	1,1	2,2	0,2	0,8	0,6
<i>Pour mémoire</i>								
Union européenne	2,8	2,2	1,5	1,6	3,0	1,7	1,3	1,8
Pays en développement à faible revenu	4,7	5,0	5,0	5,1	...	...	...	...
Moyen-Orient et Afrique du Nord	1,8	1,1	0,1	2,7	...	...	...	...
Croissance mondiale calculée sur la base des taux de change du marché	3,2	3,1	2,5	2,7	3,5	2,6	2,5	2,8
<b>Volume du commerce mondial (biens et services)</b>	<b>5,7</b>	<b>3,6</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Importations								
Pays avancés	4,7	3,0	1,2	2,7	...	...	...	...
Pays émergents et pays en développement	7,5	5,1	0,7	4,3	...	...	...	...
Exportations								
Pays avancés	4,7	3,1	0,9	2,5	...	...	...	...
Pays émergents et pays en développement	7,3	3,9	1,9	4,1	...	...	...	...
<b>Cours des produits de base (en dollars)</b>								
Pétrole <sup>6</sup>	23,3	29,4	-9,6	-6,2	19,6	9,5	-3,8	-8,8
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des importations mondiales de produits de base)	6,4	1,6	0,9	1,7	3,5	-1,8	4,9	-1,0
<b>Prix à la consommation</b>								
Pays avancés	1,7	2,0	1,5	1,8	1,7	1,9	1,7	1,6
Pays émergents et pays en développement <sup>7</sup>	4,3	4,8	4,7	4,8	3,7	4,2	4,1	4,0
<b>LIBOR (pourcentage)</b>								
Dépôts en dollars (6 mois)	1,5	2,5	2,3	2,0	...	...	...	...
Dépôts en euros (3 mois)	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	...	...	...	...
Dépôts en yen (6 mois)	0,0	0,0	0,0	-0,1	...	...	...	...

<sup>4</sup>Pour l'Inde, les données et les prévisions sont présentées sur la base de l'exercice budgétaire, et le PIB, à compter de 2011, est basé sur le PIB aux prix du marché avec l'exercice 2011/12 comme année de référence.

<sup>5</sup>Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Viet Nam.

<sup>6</sup>Moyenne simple des cours U.K. Brent, Dubaï Fateh et West Texas Intermediate. Le cours moyen du pétrole en 2018 était de 68,33 dollars le baril ; hypothèses, sur la base des marchés à terme, pour 2019 : 61,78 dollars le baril, et pour 2020 : 57,94 dollars le baril.

<sup>7</sup>Hors Venezuela. Voir la note pour le Venezuela dans la section des notes de l'appendice statistique.

<sup>8</sup>Pour la production mondiale, les estimations et projections trimestrielles représentent environ 90 % de la production mondiale annuelle en parité de pouvoir d'achat. Pour les pays émergents et pays en développement, les estimations et prévisions trimestrielles représentent environ 80 % de la production annuelle des pays émergents et des pays en développement en parité de pouvoir d'achat.

premier semestre a plus que compensé la faiblesse persistante du secteur extérieur. La croissance devrait être de 0,5 % en 2020 (pas de changement par rapport à l'édition d'avril 2019 des PEM), des mesures budgétaires temporaires amortissant en partie la diminution escomptée de la consommation privée à la suite de la hausse, en octobre 2019, du taux de la taxe à la consommation.

Après 2020, la croissance dans le groupe des pays avancés devrait se stabiliser aux alentours de 1,6 %, chiffre identique aux prévisions des PEM d'avril 2019. La hausse modeste escomptée en matière de productivité devrait compenser les effets du vieillissement de la population, qui freine la croissance de la production potentielle en limitant l'expansion de la main-d'œuvre disponible.

### Prévisions de croissance pour les pays émergents et pays en développement

Dans le groupe des pays émergents et pays en développement, la croissance devrait atteindre un creux de 3,9 % en 2019, avant de remonter à 4,6 % en 2020. Ces chiffres sont inférieurs respectivement de 0,5 point et 0,2 point aux prévisions d'avril, suivant une tendance à la baisse dans toutes les grandes régions, à l'exception des pays émergents et pays en développement d'Europe<sup>2</sup>.

- Les *pays émergents et pays en développement d'Asie* restent le principal moteur de l'économie mondiale, mais la croissance y fléchit progressivement en raison du ralentissement structurel en Chine. La production dans la région devrait croître de 5,9 % cette année et de 6,0 % en 2020 (respectivement 0,4 et 0,3 point en dessous des prévisions de l'édition d'avril 2019 des PEM pour ces deux années). En *Chine*, la surenchère des droits de douane et l'affaiblissement de la demande extérieure ont exacerbé le ralentissement lié au durcissement de la réglementation, indispensable pour freiner l'endettement. Compte tenu des mesures qui devraient continuer de stimuler l'activité en dépit du choc extérieur négatif, les prévisions donnent une

croissance de 6,1 % en 2019 et de 5,8 % en 2020 (respectivement 0,2 et 0,3 point de moins que dans l'édition d'avril 2019 des PEM). En *Inde*, la croissance de l'économie devrait s'établir à 6,1 % en 2019, puis atteindre 7 % en 2020. La révision à la baisse par rapport aux PEM d'avril 2019, de 1,2 point pour 2019 et de 0,5 point pour 2020, s'explique par une demande intérieure qui devrait être en deçà des attentes. La croissance bénéficiera des effets différés de l'assouplissement de la politique monétaire, d'une réduction des taux de l'impôt sur les sociétés, de mesures prises récemment pour remédier à des incertitudes en matière de réglementation des entreprises et de l'environnement, et de programmes publics de soutien à la consommation rurale.

- La morosité de la croissance dans *les pays émergents et pays en développement d'Europe* en 2019 est largement imputable à un ralentissement en Russie et à une stagnation en Turquie. La croissance dans la région devrait être de 1,8 % en 2019 et de 2,5 % en 2020. La révision à la hausse pour 2019 par rapport aux prévisions d'avril s'explique par le niveau moins grave que prévu du repli en *Turquie* au premier semestre, grâce à des mesures d'appui budgétaire. En revanche, en *Russie*, la croissance cette année s'est avérée inférieure aux prévisions d'avril, mais elle devrait se rétablir l'an prochain, contribuant ainsi au relèvement des prévisions de croissance pour la région en 2020. Plusieurs pays d'Europe centrale et orientale, dont la *Hongrie* et la *Pologne*, connaissent une croissance robuste grâce à la bonne tenue de la demande intérieure et à l'augmentation des salaires.
- En *Amérique latine*, les grandes économies ont connu au début de l'année un ralentissement marqué de l'activité, en raison principalement de facteurs spécifiques à chaque pays. Les prévisions pour la région estiment à présent la croissance à 0,2 % cette année (1,2 point de moins que dans les PEM d'avril 2019). Cette importante révision à la baisse pour 2019 s'explique par les mauvais chiffres du *Brésil* (où l'économie a souffert de perturbations dans le secteur minier) et du *Mexique* (où l'investissement reste faible et la consommation privée a ralenti en raison des incertitudes, d'une confiance en berne et de l'augmentation du coût du crédit). En *Argentine*, la contraction de l'économie devrait se poursuivre en 2019 du fait d'une confiance en recul et du durcissement des conditions de financement extérieur. Les prévisions de croissance sont revues à la baisse pour le *Chili*, dont les résultats en début d'année ont été inférieurs aux attentes. Au *Venezuela*,

<sup>2</sup>À compter de l'édition d'octobre 2019 des PEM, le groupe régional de la Communauté des États indépendants (CEI) est abandonné. Quatre pays de la CEI (Belarus, République de Moldova, Russie et Ukraine) sont ajoutés au groupe régional « pays émergents et pays en développement d'Europe ». Les huit autres pays (Arménie, Azerbaïdjan, Géorgie, Kazakhstan, Kirghizistan, Ouzbékistan, Tadjikistan et Turkménistan), qui constituent le sous-groupe régional « Caucase et Asie centrale », sont combinés avec le Moyen-Orient, l'Afrique du Nord, l'Afghanistan et le Pakistan (MOANAP) pour former le nouveau groupe régional « Moyen-Orient et Asie centrale » (MOAC).

la grave crise humanitaire et l'implosion économique continuent de produire des effets dévastateurs : l'économie devrait se contracter d'environ un tiers en 2019. Pour l'ensemble de la région, la croissance devrait remonter à 1,8 % en 2020 (0,6 point en dessous des prévisions d'avril). Ce renforcement est dû au redressement escompté au Brésil (sous l'effet d'une politique monétaire accommodante) et au Mexique (les incertitudes s'estompant progressivement), ainsi qu'à une contraction économique moins brutale en 2020 que cette année en Argentine et au Venezuela.

- Dans la région *Moyen-Orient et Asie centrale*, la croissance devrait s'établir à 0,9 % en 2019, puis se hisser à 2,9 % en 2020. Ces chiffres sont inférieurs respectivement de 0,9 et 0,4 point à ceux de l'édition d'avril 2019 des PEM, en raison principalement de la révision à la baisse des prévisions pour l'*Arabie saoudite* ainsi que pour l'*Iran* (sous l'effet du durcissement des sanctions américaines). La croissance hors pétrole devrait augmenter en 2019 grâce à la hausse des dépenses publiques et à un regain de confiance, mais le PIB pétrolier en Arabie saoudite devrait diminuer en raison de l'extension de l'accord OPEP+ et de la faiblesse générale du marché mondial du pétrole. Il est difficile à ce stade d'estimer les incidences sur la croissance des récents attentats contre des installations pétrolières en Arabie saoudite, mais ceux-ci ajoutent une dose d'incertitude aux prévisions à court terme. La croissance devrait s'accélérer en 2020, avec la stabilisation du PIB pétrolier et la persistance de la bonne dynamique du secteur non pétrolier. Les troubles civils que connaissent d'autres pays, dont la *Libye*, la *Syrie* et le *Yémen*, pèsent sur les perspectives de la région.
- En *Afrique subsaharienne*, les prévisions envisagent à présent une croissance de 3,2 % en 2019 et de 3,6 % en 2020, légèrement en retrait pour les deux années par rapport à l'édition d'avril 2019 des PEM. La hausse des prix pétroliers en début d'année, quoique volatile, a contribué à des perspectives en demi-teinte pour le *Nigéria* et quelques autres pays exportateurs de pétrole de la région, mais en *Angola*, la diminution de la production pétrolière devrait entraîner une contraction de l'économie cette année, avant un léger redressement l'an prochain. En *Afrique du Sud*, en dépit d'une embellie modeste au deuxième trimestre, la croissance en 2019 devrait être inférieure aux projections de l'édition d'avril 2019 des PEM, à la suite d'un très mauvais premier trimestre marqué par des grèves aux conséquences plus importantes que prévu et des problèmes d'approvisionnement énergétique dans le

secteur minier, auxquels s'ajoute une faible production agricole. Bien que les trois principales économies de la région devraient continuer d'enregistrer de piètres résultats, de nombreux autres pays, dont l'économie est généralement plus diversifiée, font preuve d'une croissance vigoureuse. Une vingtaine de pays de la région, qui représentent environ 45 % de la population de l'Afrique subsaharienne et 34 % du PIB de la région (soit 1 % du PIB mondial), devraient connaître une croissance supérieure à 5 % cette année, tandis que la croissance par habitant dans un ensemble légèrement plus vaste de pays est supérieure à celle des pays avancés.

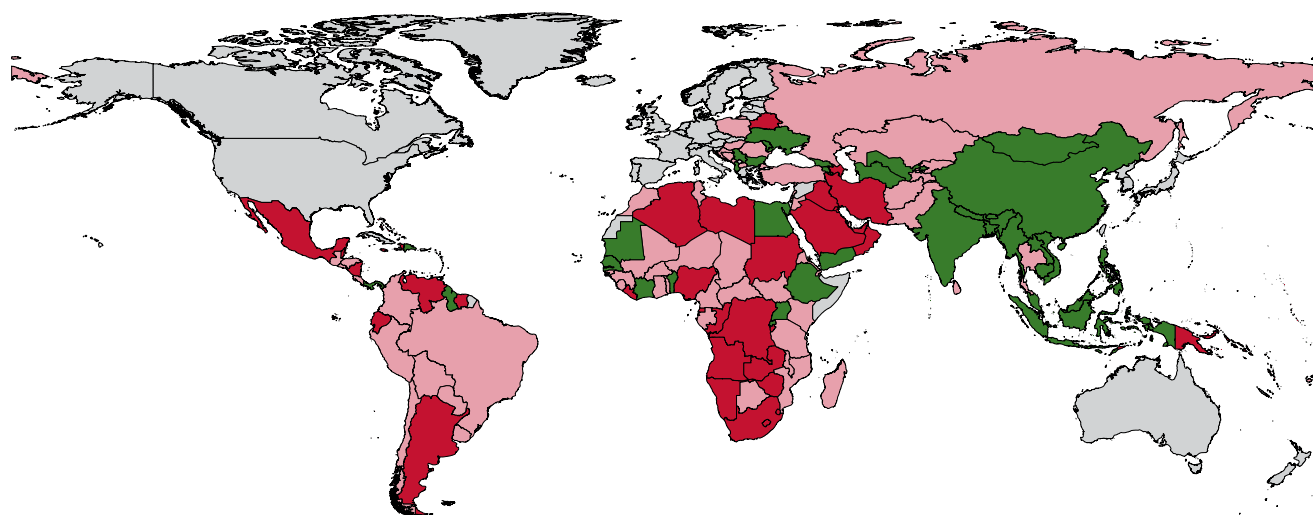
À moyen terme, la croissance du groupe des pays émergents et pays en développement devrait se stabiliser aux alentours de 4,8 %, avec toutefois d'importantes différences entre les régions. Dans les pays émergents et pays en développement d'Asie, elle devrait rester proche de 6 % sur l'ensemble de la période de projection. Cette trajectoire stable repose sur un ralentissement progressif en Chine, où la croissance devrait être de 5,5 % d'ici 2024, et sur un raffermissement de la croissance en Inde, suivi d'une stabilisation aux alentours de 7,3 % à moyen terme, sous réserve de la poursuite de réformes structurelles. En Amérique latine, la croissance devrait dépasser 1,8 % après 2020, mais rester en deçà de 3 % à moyen terme, car des rigidités structurelles, les termes de l'échange défavorables et des déséquilibres budgétaires (en particulier au Brésil) pèsent sur les perspectives. Dans les pays émergents et pays en développement d'Europe, qui connaissent actuellement un creux après la crise financière mondiale, l'activité économique devrait s'accélérer, avec une croissance attendue de quelque 2½ % à moyen terme. Les projections varient en Afrique subsaharienne, mais pour l'ensemble de la région, la croissance devrait passer de 3,6 % en 2020 à 4,2 % en 2024 (bien que, pour près de deux cinquièmes des pays, le taux de croissance à moyen terme devrait dépasser en moyenne 5 %). Les prévisions à moyen terme pour le Moyen-Orient et l'Asie centrale sont largement déterminées par les prévisions relatives aux cours pétroliers, par les ajustements nécessaires pour corriger les déséquilibres macroéconomiques dans certains pays et par les tensions géopolitiques.

Quarante pays émergents et pays en développement (environ un quart du total) devraient connaître une croissance par habitant supérieure à la moyenne pondérée du groupe, qui est de 3,3 %, soit plus de 2 points au-dessus de la moyenne des pays avancés

### Graphique 1.15. Pays émergents et pays en développement : croissance du PIB par habitant (Moyenne 2019–24)

Quarante pays émergents et pays en développement devraient connaître une croissance par habitant supérieure à la moyenne pondérée du groupe, qui est de 3,3 %, soit plus de 2 points au-dessus de la moyenne des pays avancés.

- Inférieure à la croissance agrégée des PA (1,3 % par an)
- Supérieure ou égale à la croissance agrégée des PA et inférieure à celle des PEPD (3,3 % par an)
- Supérieure ou égale à la croissance agrégée des PEPD



Source : estimations des services du FMI.

Note : Le taux agrégé de croissance par habitant des PA (PEPD) désigne le taux de croissance du PIB réel par habitant dans le groupe des pays avancés (pays émergents et pays en développement), calculé en divisant la somme des PIB réels exprimés en parités de pouvoir d'achat par la population totale du groupe. Voir aussi le tableau de l'annexe 1.1.6. PA = pays avancés ; PEPD = pays émergents et pays en développement. Les frontières figurant sur cette carte n'impliquent aucune approbation ou reconnaissance officielle de la part du FMI.

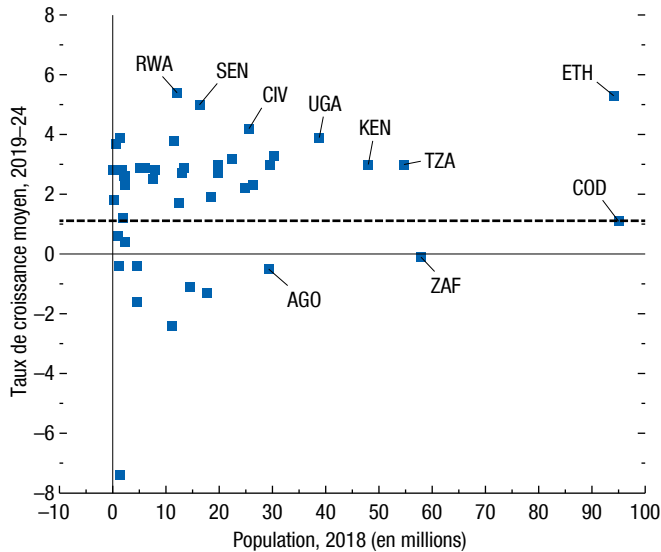
(graphique 1.15). Pour ces pays, qui comprennent la Chine, l'Inde et l'Indonésie, le défi consiste à faire en sorte que ces taux de croissance se concrétisent et que les fruits de la croissance profitent au plus grand nombre. En revanche, les perspectives de convergence sont peu encourageantes pour quelques pays émergents et pays en développement. En Afrique subsaharienne et dans la région Moyen-Orient et Asie centrale, 47 pays, représentant environ 10 % du PIB mondial exprimé en parités de pouvoir d'achat et dont la population totale approche le milliard d'habitants, devraient connaître au cours des cinq prochaines années une croissance par habitant inférieure à celle des pays avancés, ce qui signifie que leurs niveaux de revenu vont s'écarter encore plus de ceux de ces pays. Le graphique 1.16 illustre l'hétérogénéité des taux de croissance par habitant en Afrique subsaharienne, dont la plupart des pays devraient présenter des taux de croissance bien supérieurs à la moyenne pondérée de la région.

### Perspectives de l'inflation

Dans la logique du fléchissement de la croissance et des prix de l'énergie, la hausse des prix à la consommation devrait s'établir en moyenne à 1,5 % cette année dans les pays avancés, contre 2,0 % en 2018. Comme l'économie américaine fonctionne au-dessus de son potentiel, la hausse des prix à la consommation hors alimentation et énergie devrait se situer aux alentours de 2,6 % en 2020–21, au-dessus de sa valeur à moyen terme de 2,2 % (à savoir le niveau conforme à l'objectif à moyen terme de 2,0 % pour l'inflation mesurée par les dépenses de consommation des ménages). Au Japon, le taux d'inflation hors produits alimentaires frais et énergie devrait augmenter pour s'établir à environ 1 % en 2019–20 en raison de la hausse du taux de la taxe à la consommation, entrée en vigueur en octobre, et passer progressivement à 1,2 % à moyen terme. L'inflation globale devrait augmenter peu à peu dans la zone euro, passant de 1,2 % en 2019 à 1,4 % en 2020.

**Graphique 1.16. Afrique subsaharienne : population en 2018 et taux de croissance prévus du PIB par habitant, 2019–24**

En Afrique subsaharienne, la plupart des pays devraient présenter des taux de croissance bien supérieurs à la moyenne pondérée de la région.



Sources : instituts nationaux de statistique ; Organisation des Nations Unies (ONU) ; estimations des services du FMI.

Note : La ligne en tiret indique la moyenne pondérée du taux de croissance par habitant en Afrique subsaharienne sur la période 2019–24. Le Nigéria n'est pas indiqué sur le graphique, car sa population (196 millions en 2018 selon l'ONU) se situe en dehors de la fourchette des valeurs en abscisse. Son taux de croissance moyen par habitant pour 2019–24 devrait être environ de zéro. Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

L'inflation dans les pays émergents et les pays en développement, hormis le Venezuela, devrait diminuer très légèrement pour s'établir à 4,7 % cette année. Parmi les exceptions, citons l'Argentine, où l'inflation a augmenté à la suite de la dépréciation du peso ; la Russie, où l'augmentation en début d'année du taux de TVA a alimenté l'inflation ; enfin, dans une moindre mesure, la Chine, en raison notamment de la hausse des prix du porc. Comme les anticipations inflationnistes deviennent plus conformes à leurs cibles dans quelques pays, et que les répercussions des dépréciations passées s'estompent, l'inflation dans le groupe des pays émergents devrait retomber aux alentours de 4,4 % à moyen terme.

## Perspectives du secteur extérieur

### Croissance du commerce extérieur

Après un pic en 2017, la croissance du commerce mondial s'est considérablement ralentie en 2018 et au premier semestre 2019 ; elle devrait s'établir à 1¼ % cette année.

On doit ce ralentissement à la conjugaison de plusieurs facteurs, dont un ralentissement de l'investissement, l'effet de la montée des tensions commerciales sur les dépenses en biens d'équipement (qui font l'objet d'un commerce intense), la conjoncture du secteur technologique et une baisse marquée des échanges dans le secteur de l'automobile et des pièces automobiles. La croissance du commerce mondial devrait remonter à 3,2 % en 2020 et à 3,75 % les années suivantes. La disparition progressive de certains facteurs temporaires, conjuguée à un redressement mesuré de l'activité mondiale en 2020 et à une accélération progressive de la demande en investissement dans les pays émergents et les pays en développement, devrait contribuer à cette hausse de la croissance du commerce, compensant ainsi la diminution des dépenses d'équipement dans les pays avancés attendue pour 2020 et ultérieurement. Une grande incertitude entoure toutefois l'évolution de la structure des chaînes de valeur et les répercussions des tensions liées au secteur technologique ; ces éléments pourraient peser sur la croissance du commerce.

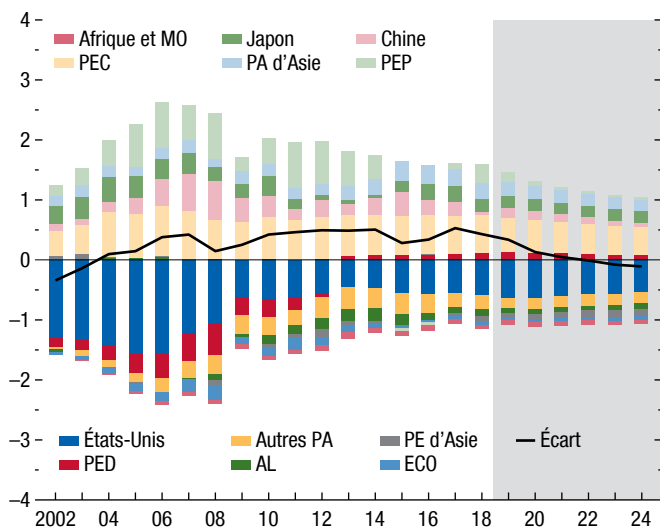
### Positions des comptes de transactions courantes

Après une augmentation minimale en 2018, due principalement à la hausse des cours pétroliers, les déficits et les excédents des transactions courantes devraient se réduire progressivement en 2019 et au cours des années suivantes (graphique 1.17). Dans les pays en excédent, les soldes des transactions courantes devraient diminuer progressivement en 2019 et à moyen terme dans les pays exportateurs de pétrole, les pays européens avancés qui sont créditeurs, et les pays avancés d'Asie. En Chine, l'augmentation modeste de l'excédent en 2019 devrait être compensée au cours des années suivantes, à mesure que se poursuit le rééquilibrage. Les déficits devraient s'amoinrir en Europe centrale et orientale en 2019, en raison de l'équilibrage du solde des transactions courantes en Turquie à la suite d'une forte réduction de la demande intérieure. Aux États-Unis, où le déficit des transactions courantes s'est creusé en 2019–20 à la faveur d'une politique budgétaire expansionniste et d'un dollar fort, le déficit devrait diminuer à moyen terme sous l'effet d'un tassement de la croissance de la demande intérieure<sup>3</sup>. Les mesures commerciales imposées récemment par les

<sup>3</sup>Les chiffres de la balance des paiements présentent depuis quelques années une incohérence marquée de signe positif dans le solde mondial des transactions courantes. Il est supposé que cette incohérence se réduira progressivement au cours de la période de prévision, les excédents mondiaux des transactions courantes devant se compresser davantage que les déficits.

**Graphique 1.17. Soldes des transactions courantes**  
(En pourcentage du PIB mondial)

Les déficits et les excédents des transactions courantes à l'échelle mondiale devraient se contracter progressivement en 2019 et par la suite.



Source : estimations des services du FMI.

Note : AL = Amérique latine (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, Uruguay) ; Afrique et MO = Afrique et Moyen-Orient (Afrique du Sud, Égypte, Éthiopie, Ghana, Jordanie, Kenya, Liban, Maroc, République démocratique du Congo, Soudan, Tanzanie, Tunisie) ; autres PA = autres pays avancés (Australie, Canada, France, Islande, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni) ; PA d'Asie = pays avancés d'Asie (Corée, province chinoise de Taiwan, RAS de Hong Kong, Singapour) ; ÉCO = Europe centrale et orientale (Biélorus, Bulgarie, Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie, Turquie, Ukraine) ; PE d'Asie = pays émergents d'Asie (Inde, Indonésie, Pakistan, Philippines, Thaïlande, Viet Nam) ; PEC = pays européens créditeurs (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Suède, Suisse) ; PED = pays européens débiteurs (Chypre, Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal, Slovaquie) ; PEP = pays exportateurs de pétrole (Arabie saoudite, Algérie, Azerbaïdjan, Émirats arabes unis, Iran, Kazakhstan, Koweït, Nigéria, Oman, Qatar, Russie, Venezuela).

États-Unis et les mesures de rétorsion prises par leurs partenaires commerciaux devraient avoir un effet limité sur les déséquilibres extérieurs globaux (voir l'édition 2018 du Rapport du FMI sur le secteur extérieur (*External Sector Report*) et le chapitre 4 de l'édition d'avril 2019 des PEM pour un examen des relations entre les coûts du commerce et les déséquilibres extérieurs).

Comme noté dans l'édition 2019 du Rapport du FMI sur le secteur extérieur, les déséquilibres courants de nombreux pays en 2018 étaient trop élevés par rapport à des normes qui correspondent aux paramètres économiques fondamentaux et aux politiques économiques souhaitables dans chaque pays. Comme le montre la plage 1 du graphique 1.18, selon les projections, les soldes excessifs des transactions courantes devraient se réduire légèrement en 2019, et ce mouvement devrait, en moyenne, se poursuivre sur le moyen terme

(graphique 1.18, page 2)<sup>4</sup>. Par ailleurs, étant donné que les variations des paramètres macroéconomiques fondamentaux par rapport à 2018 influent non seulement sur les soldes courants, mais aussi sur leur valeur d'équilibre, la trajectoire des futurs déséquilibres excessifs ne peut être déduite précisément de cet exercice<sup>5</sup>.

### Positions extérieures globales

Les variations des positions extérieures globales s'expliquent par les flux financiers nets et les réévaluations résultant des fluctuations des taux de change et des prix des actifs. Étant donné que les projections des PEM supposent que les taux de change effectifs réels sont plus ou moins stables et que les prix des actifs varient de façon limitée, les variations des positions extérieures globales sont déterminées par les projections des emprunts et prêts extérieurs nets (conformément au solde des transactions courantes), leurs ratios au PIB national et mondial étant affectés par les taux de croissance qui sont prévus pour les différents pays et pour l'économie mondiale dans son ensemble<sup>6, 7</sup>.

Comme le montre la page 1 du graphique 1.19, les positions créditrices et débitrices devraient augmenter légèrement en pourcentage du PIB mondial cette année, puis se stabiliser sur la période de projection. Du côté des pays créditeurs, le renforcement de la position créditrice d'un groupe de pays européens avancés et, dans une moindre mesure, de pays avancés d'Asie est partiellement compensé par une certaine réduction de la position créditrice de la Chine et de pays exportateurs de pétrole. Du côté des débiteurs, le passif net des États-Unis augmente dans un premier temps, puis se stabilise en raison de la réduction attendue de leur déficit courant à mesure que s'estompe la relance budgétaire, tandis que la position des pays débiteurs de la zone euro continue de s'améliorer.

<sup>4</sup>Il est estimé que la variation du solde courant en 2019 a compensé en moyenne environ un cinquième de l'écart de solde courant de 2018 ; la variation entre 2018 et 2024 compenserait moins de la moitié de l'écart de 2018.

<sup>5</sup>Par exemple, une amélioration des termes de l'échange va généralement de pair avec un taux de change d'équilibre plus élevé.

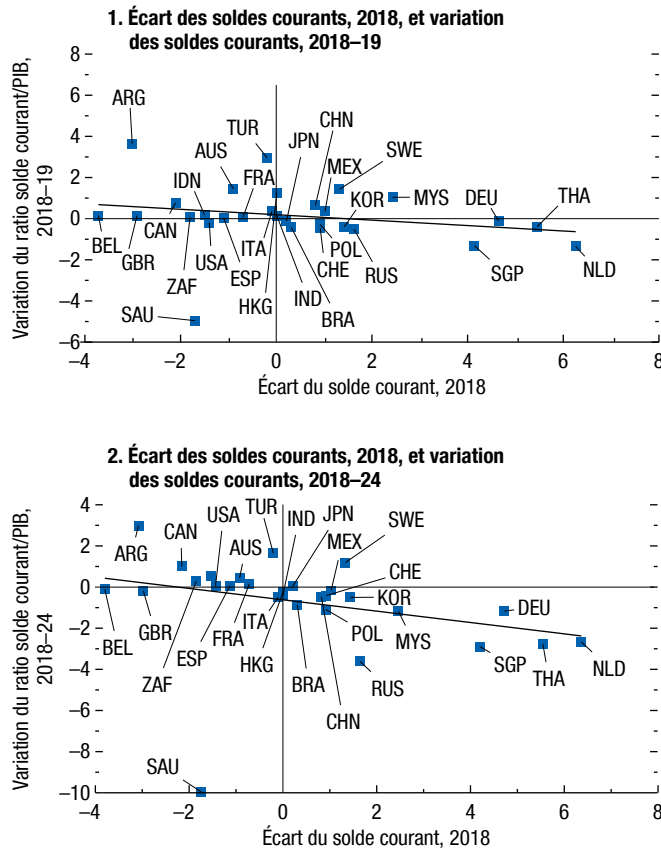
<sup>6</sup>Les prévisions des PEM incluent des projections des rendements des obligations publiques à 10 ans, qui influeraient sur les cours des obligations, mais l'impact de ces variations des cours des obligations sur l'évaluation des avoirs et engagements extérieurs n'est généralement pas inclus dans les prévisions de la position extérieure globale.

<sup>7</sup>Outre les variations des taux de change, la baisse des cours mondiaux des actions fin 2018 (par rapport aux niveaux de fin 2017) entraîne une dégradation des positions extérieures globales fin 2018 dans les pays détenant des volumes importants de participations nettes à l'étranger et d'investissements directs étrangers, et une amélioration correspondante des positions des pays présentant des passifs extérieurs nets sous forme de participations.



**Graphique 1.18. Soldes courants par rapport aux paramètres économiques fondamentaux**

Selon les projections, les soldes excessifs des transactions courantes devraient se réduire légèrement en 2019, et ce mouvement devrait dans l'ensemble se poursuivre sur le moyen terme.

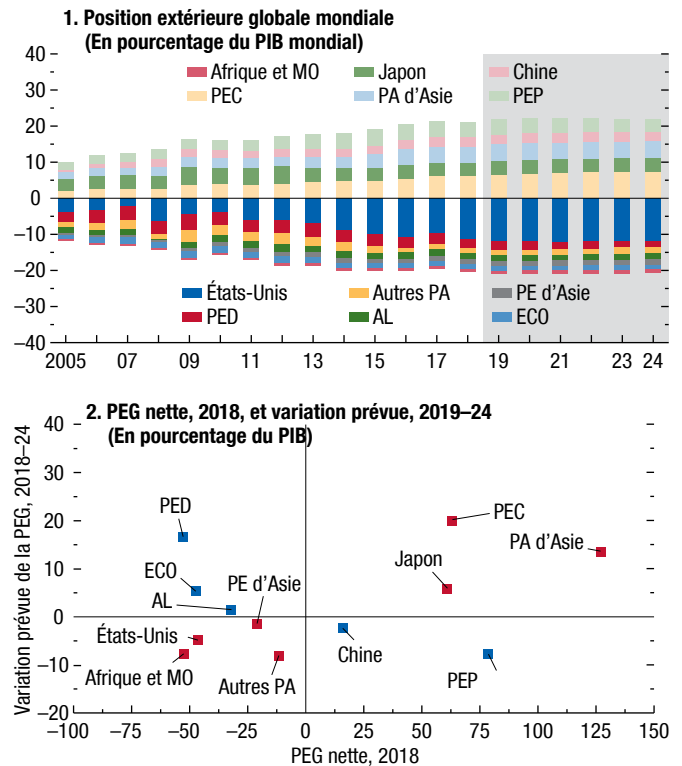


Source : calculs des services du FMI.  
 Note : Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

Des tendances similaires sont mises en évidence à la plage 2 du graphique 1.19, qui indique les variations prévues des positions extérieures globales nettes en pourcentage du PIB national dans divers pays et régions entre 2018 et 2024, dernière année de l'horizon de projection des PEM. La position créditrice nette devrait dépasser 80 % du PIB pour les pays européens avancés, 65 % pour le Japon, et 140 % pour les petits pays avancés d'Asie, tandis que la position créditrice nette de la Chine redescendrait à quelque 12 %. La position débitrice des États-Unis devrait se creuser pour atteindre environ 50 % du PIB, soit 5 points de plus que dans l'estimation de 2018, tandis que la position extérieure globale nette d'un groupe de pays débiteurs de la zone euro, parmi lesquels l'Espagne et l'Italie, devrait s'améliorer de plus de 16 points de leur PIB collectif.

**Graphique 1.19. Position extérieure globale nette**

Les positions créditrices et débitrices exprimées en pourcentage du PIB mondial devraient augmenter légèrement cette année, puis se stabiliser sur l'horizon de prévision.



Source : estimations des services du FMI.  
 Note : AL = Amérique latine (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, Uruguay) ; Afrique et MO = Afrique et Moyen-Orient (Afrique du Sud, Égypte, Éthiopie, Ghana, Jordanie, Kenya, Liban, Maroc, République démocratique du Congo, Soudan, Tanzanie, Tunisie) ; autres PA = autres pays avancés (Australie, Canada, France, Islande, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni) ; PA d'Asie = pays avancés d'Asie (Corée, province chinoise de Taiwan, RAS de Hong Kong, Singapour) ; ECO = Europe centrale et orientale (Biélorus, Bulgarie, Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie, Turquie, Ukraine) ; PE d'Asie = pays émergents d'Asie (Inde, Indonésie, Pakistan, Philippines, Thaïlande, Viet Nam) ; PEG = pays européens créditeurs (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Suède, Suisse) ; PED = pays européens débiteurs (Chypre, Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal, Slovaquie, Slovénie) ; PEP = pays exportateurs de pétrole (Arabie saoudite, Algérie, Azerbaïdjan, Émirats arabes unis, Iran, Kazakhstan, Koweït, Nigéria, Oman, Qatar, Russie, Venezuela) ; PEG = position extérieure globale.

**Implications des déséquilibres**

Les déséquilibres extérieurs excessifs qui persistent dans les grandes économies et les choix de politique publique qui menacent d'aggraver ces déséquilibres constituent des risques pour la stabilité mondiale. La politique budgétaire expansionniste des États-Unis devrait y creuser le déficit des transactions courantes en 2019-20, ce qui pourrait aggraver encore les tensions commerciales. À moyen terme, un renforcement des positions

débitrices dans de grandes économies pourrait freiner la croissance mondiale et peut-être provoquer des ajustements prononcés et perturbateurs des taux de change et des prix des actifs (voir également l'édition 2019 du Rapport sur le secteur extérieur).

Comme noté dans la section consacrée aux priorités, les États-Unis, dont l'économie opère déjà au-delà du plein-emploi, devraient mettre en œuvre un plan à moyen terme dont l'objectif serait d'inverser la hausse du ratio de la dette publique, et l'accompagner de mesures budgétaires visant à accroître progressivement le potentiel de l'offre intérieure. Cela contribuerait à pérenniser la dynamique de croissance et à limiter les déséquilibres extérieurs. Un recours accru à la croissance de la demande dans certains pays créditeurs, en particulier ceux qui, comme l'Allemagne, disposent de l'espace nécessaire pour la soutenir et connaissent un affaiblissement de la demande, faciliterait le rééquilibrage à l'échelle nationale et mondiale, tout en alimentant la croissance mondiale à moyen terme.

### Des aléas orientés à la baisse

Les aléas entourant les prévisions de référence restent orientés à la baisse. Le récent assouplissement de la politique monétaire dans de nombreux pays pourrait stimuler la demande davantage que prévu, en particulier si les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine s'apaisent et si un Brexit sans accord peut être évité, mais les prévisions semblent dominées par des aléas orientés à la baisse. Comme évoqué dans la section sur les perspectives de la croissance mondiale, environ 70 % du gain de croissance projeté pour 2020 est imputable à un petit groupe de pays émergents et pays en développement qui sont en grande difficulté ou présentent actuellement des résultats inférieurs à leurs moyennes historiques. En outre, les prévisions mondiales supposent une croissance soutenue dans un certain nombre de pays émergents qui devraient maintenir de relativement bons résultats, alors même que la croissance devrait fléchir aux États-Unis et en Chine. La croissance mondiale n'atteindra pas les chiffres du scénario de référence si les entraves actuelles ne disparaissent pas dans les pays en difficulté ou en sous-régime, ou si l'activité déçoit dans le groupe de pays censés maintenir des taux d'expansion robustes.

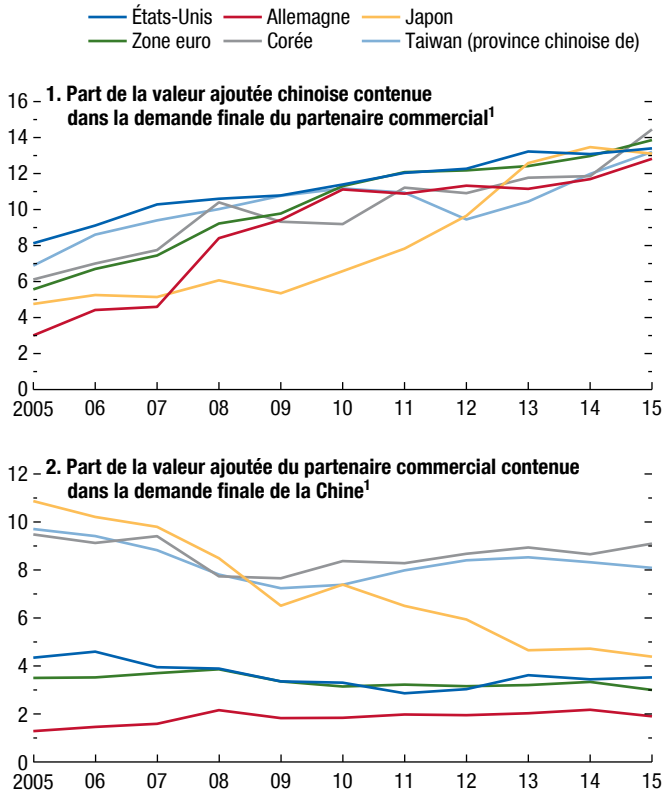
*Nouvelles perturbations du commerce et des chaînes d'approvisionnement* : la surenchère des tensions s'est poursuivie ces derniers mois en matière commerciale et dans les chaînes d'approvisionnement technologique. Depuis le printemps, les marchés financiers ont été secoués par l'élargissement des droits de douane américains à toutes

les importations en provenance de Chine, par les restrictions imposées par les États-Unis au commerce avec des entreprises technologiques chinoises, et par le risque apparemment accru d'un Brexit sans accord (voir l'encadré scénario 1 de l'édition d'avril 2019 des PEM, qui porte sur les implications macroéconomiques d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne sans accord de libre-échange). Ces éléments sont survenus après une série d'augmentations des droits de douane depuis début 2018 entre les États-Unis et la Chine, annoncées sur un ton belliqueux, qui ont contribué à un repli généralisé de la confiance des chefs d'entreprise et de l'investissement ainsi qu'à un ralentissement marqué du commerce mondial, amenant dans certains cas les autorités budgétaires et monétaires à aménager des mesures visant à compenser les effets négatifs sur la confiance et la demande. Si les tensions dans ces domaines venaient à s'intensifier, l'investissement en souffrirait davantage et il pourrait en résulter une désorganisation des chaînes d'approvisionnement mondiales et une réduction des retombées des progrès technologiques, ce qui nuirait à la croissance de la productivité et de la production à moyen terme (voir l'encadré scénario 1.1 pour une analyse des incidences de la relocalisation de la production par les entreprises des pays avancés face à l'incertitude croissante en matière de politique commerciale). Les derniers chiffres relatifs aux liens entre entrées et sorties font apparaître que la technologie est de plus en plus interconnectée, comme en témoigne la dépendance croissante du secteur technologique américain à l'égard des importations de valeur ajoutée en provenance de producteurs chinois (graphique 1.20). On assiste à une montée généralisée des incertitudes et entraves commerciales, notamment avec le durcissement des procédures d'exportation que le Japon et la Corée se sont infligé mutuellement. Ces restrictions ont eu jusqu'ici des effets restreints, mais une escalade des tensions pourrait affecter considérablement ces deux pays et entraîner des répercussions pour la région via les chaînes d'approvisionnement du secteur technologique.

Comme évoqué plus haut, le maintien de la bonne santé économique du secteur des services constitue un point relativement positif de l'économie mondiale, en particulier dans les pays avancés. Compte tenu de la faiblesse persistante de la production manufacturière mondiale, les services destinés aux entreprises, tels que la logistique, les finances, les services juridiques et le commerce de gros, sont exposés à un fléchissement de la demande. En fonction de la gravité de ce fléchissement, les entreprises de ces catégories pourraient freiner l'embauche, affaiblissant ainsi le cercle vertueux entre croissance de l'emploi, confiance

**Graphique 1.20. Chaîne d’approvisionnement d’équipements technologiques**  
(En pourcentage)

Les liens entre entrées et sorties font apparaître que la technologie est de plus en plus interconnectée, comme en témoigne la dépendance croissante du secteur technologique américain à l’égard des importations de valeur ajoutée en provenance des producteurs chinois.



Source : Organisation de coopération et de développement économiques, base de données sur le commerce en valeur ajoutée.  
<sup>1</sup>Équipement informatique, électronique et électrique.

des consommateurs et dépenses des ménages. Il s’en suivrait une diminution de la demande de services destinés aux consommateurs, tels que le commerce de détail, la restauration et l’hôtellerie, qui minerait la confiance des chefs d’entreprise dans ces catégories et amplifierait les répercussions sur le marché de l’emploi.

*Brusques diminutions de l’appétit pour le risque* : dans un contexte où de nombreux pays assouplissent leur politique monétaire et présentent des conditions financières accommodantes, les marchés financiers sont plus prompts aux sautes d’humeur. Ces derniers mois, la montée des tensions entre les États-Unis et la Chine en matière commerciale et dans le secteur technologique a entraîné des baisses rapides de l’appétit mondial pour le risque et un repli vers des actifs sûrs. L’encadré scénario 1.2, qui intègre aux scénarios présentés dans

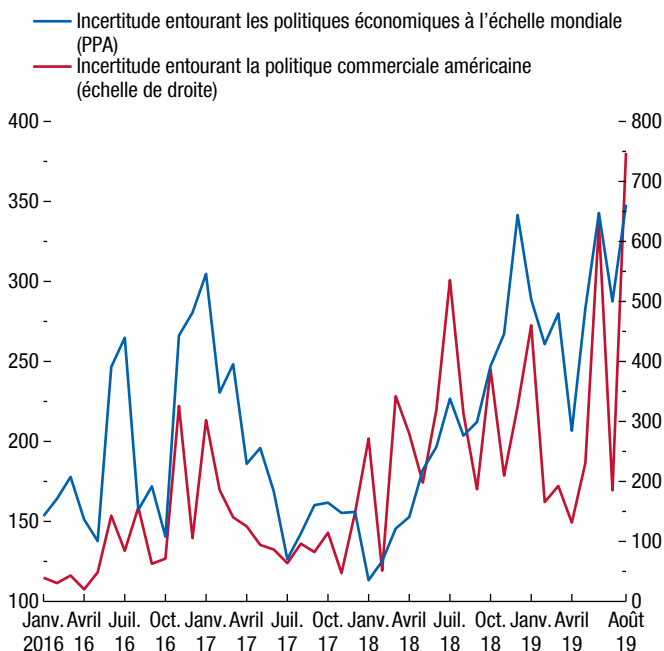
l’édition d’octobre 2018 des PEM les récentes mesures en matière de droits de douane, illustre les importants effets des tensions commerciales sur la croissance mondiale, car elles dégradent l’état d’esprit des marchés financiers et nuisent à la productivité. Les déclencheurs potentiels d’épisodes d’aversion au risque restent nombreux : une escalade supplémentaire des tensions commerciales ; la persistance des incertitudes entourant les politiques budgétaires et une dégradation de la dynamique de la dette dans certains pays lourdement endettés ; une intensification des tensions dans les grands pays émergents qui connaissent actuellement de difficiles ajustements macroéconomiques ; un Brexit sans accord ; ou un ralentissement plus fort que prévu en Chine, où les tensions commerciales et le nécessaire renforcement de la réglementation nationale forment des freins à la croissance. Une brusque fuite du risque pourrait mettre au jour les facteurs de vulnérabilité financière accumulés pendant des années de taux d’intérêt bas et nuire à la croissance mondiale si les emprunteurs fortement exposés éprouvent des difficultés à refinancer leur dette et si les flux de capitaux se détournent des pays émergents et préémergents (voir l’édition d’octobre 2019 du GFSR pour de plus amples informations sur la vulnérabilité financière).

*Accumulation persistante de facteurs de vulnérabilité financière* : les pressions inflationnistes modérées ont permis aux banques centrales d’assouplir leurs politiques pour faire face à la hausse des risques pesant sur la croissance. Conjuguées à l’évolution des attentes du marché quant aux futures décisions des banques centrales, ces mesures ont contribué à un assouplissement des conditions financières (dans une proportion que ne justifie peut-être pas la communication des banques centrales, notamment dans le cas de la trajectoire escomptée par les marchés pour le taux directeur de la Réserve fédérale américaine, qui reste bien en deçà des projections établies par son comité de politique monétaire). Si l’assouplissement des conditions financières a soutenu la demande et l’emploi, il entraînerait également une sous-évaluation du risque dans certains segments des marchés financiers. Une insuffisance des mesures de réglementation et de surveillance face à cette sous-évaluation risquerait de permettre une nouvelle accumulation de facteurs de vulnérabilité financière, aggravant potentiellement la prochaine phase descendante.

*Risques de cyberattaques* : les cyberattaques contre des infrastructures financières font peser une menace sur les perspectives dans la mesure où elles peuvent gravement mettre à mal les systèmes de paiement internationaux et perturber la circulation des biens et services.

**Graphique 1.21. Incertitude et tensions commerciales**  
(Indice)

L'incertitude mondiale entourant les politiques économiques reste élevée.



Source : Baker, Bloom et Davis (2016).

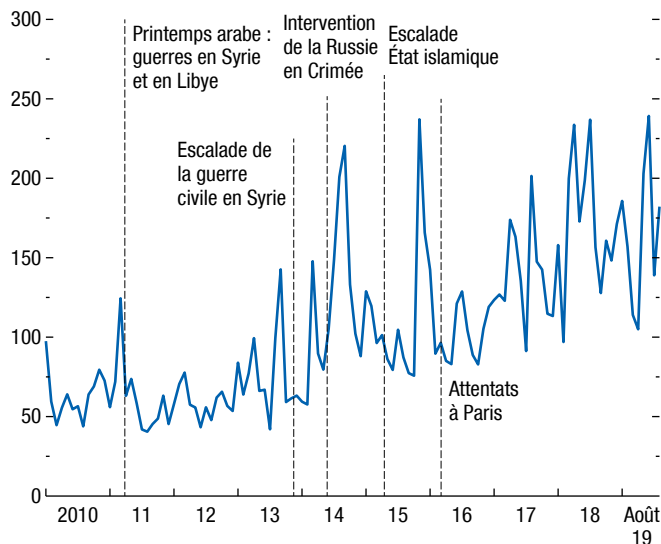
Note : L'indice mondial d'incertitude entourant les politiques économiques de Baker–Bloom–Davis est une moyenne pondérée par le PIB des indices d'incertitude de 20 pays : Allemagne, Australie, Brésil, Canada, Chili, Chine, Corée, Espagne, États-Unis, France, Grèce, Inde, Irlande, Italie, Japon, Mexique, Pays-Bas, Royaume-Uni, Russie et Suède. Moyenne de l'indice mondial d'incertitude entourant les politiques économiques de 1997 à 2015 = 100 ; moyenne de l'indice d'incertitude entourant la politique commerciale américaine de 1985 à 2010 = 100 ; PPA = parités de pouvoir d'achat.

*Pressions désinflationnistes* : la crainte d'observer des spirales désinflationnistes s'est apaisée au cours de la phase ascendante de mi-2016 à mi-2018. Le ralentissement de la croissance économique et le tassement de l'inflation hors alimentation et énergie dans les pays avancés et les pays émergents ont ravivé ces craintes. La diminution de l'inflation et la persistance des anticipations inflationnistes correspondantes peuvent augmenter le coût réel du service de la dette pour les emprunteurs et peser sur les dépenses d'équipement des entreprises. En maintenant les taux d'intérêts nominaux à un niveau bas, la faiblesse de l'inflation peut également entraver les marges de manœuvre monétaire dont les banques centrales disposent pour lutter contre les ralentissements, ce qui signifie que la croissance pourrait être affaiblie plus longtemps en cas de chocs négatifs.

*Tensions géopolitiques, incertitudes politiques intérieures et conflits* : les changements de cap qui semblent s'opérer

**Graphique 1.22. Indice du risque géopolitique**  
(Indice)

Les fortes tensions géopolitiques augmentent le risque de graves coûts humanitaires et de difficultés économiques accrues dans certaines régions.



Source : Caldara et Iacoviello (2018).

Note : L'indice du risque géopolitique de Caldara et Iacoviello reflète les résultats automatisés de recherches de texte dans les archives électroniques de 11 journaux nationaux et internationaux. L'indice est calculé en comptant le nombre d'articles relatifs au risque géopolitique dans chaque journal pour chaque mois (en pourcentage du nombre total d'articles) ; l'indice est normalisé pour atteindre en moyenne une valeur de 100 dans la décennie 2000–09.

dans certains pays et le haut niveau d'incertitude entourant les réformes pèsent sur l'investissement et la croissance. En outre, certains facteurs de risque géopolitique examinés dans de précédentes éditions des PEM sont devenus plus marqués — notamment les tensions accrues dans le golfe Persique à la suite des attentats contre de grandes raffineries pétrolières en Arabie saoudite, qui exacerbent le contexte conflictuel du Moyen-Orient, et des tensions en Asie de l'Est (graphiques 1.21 et 1.22). Pris isolément, ces facteurs n'ont pas de grande incidence sur la croissance au-delà des pays directement concernés, mais leur accumulation, conjuguée aux tensions commerciales et au durcissement des conditions financières mondiales, pourrait avoir des effets disproportionnés sur l'état d'esprit général. Parallèlement, la poursuite des troubles civils dans de nombreux pays risque d'entraîner de terribles coûts humanitaires, des tensions migratoires dans les pays adjacents et, conjuguée aux tensions géopolitiques, une hausse de la volatilité des marchés des produits de base.

*Changements climatiques* : l'atténuation des graves menaces que les changements climatiques font peser sur la santé et les conditions de vie des habitants de nombreux

pays nécessite une transition rapide et ambitieuse vers une économie sobre en carbone (chapitre 2 du Moniteur des finances publiques). Toutefois, les stratégies nationales d'atténuation ne suscitent pas une grande adhésion de la population dans quelques pays, et la coopération internationale est mise à mal par la non-participation de pays grands émetteurs (voir l'encadré 1 du dossier spécial sur les produits de base, qui se penche sur les émissions). Le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat a averti en octobre 2018 que, au rythme actuel d'augmentation, la planète pourrait se réchauffer de 1,5 °C (par rapport aux niveaux de l'ère préindustrielle) entre 2030 et 2052, s'accompagnant de phénomènes extrêmes de température, de précipitations et de sécheresse. Compte tenu des incertitudes, le réchauffement pourrait intervenir plus rapidement avec des conséquences plus catastrophiques, ce qui aurait des effets humanitaires dévastateurs et se traduirait par des pertes de production brutales et persistantes dans de nombreux pays. Les changements climatiques risquent également d'exacerber les inégalités entre pays, même dans les pays avancés, qui devraient pourtant être plus à même de s'adapter (voir l'encadré 2.2 du chapitre 2).

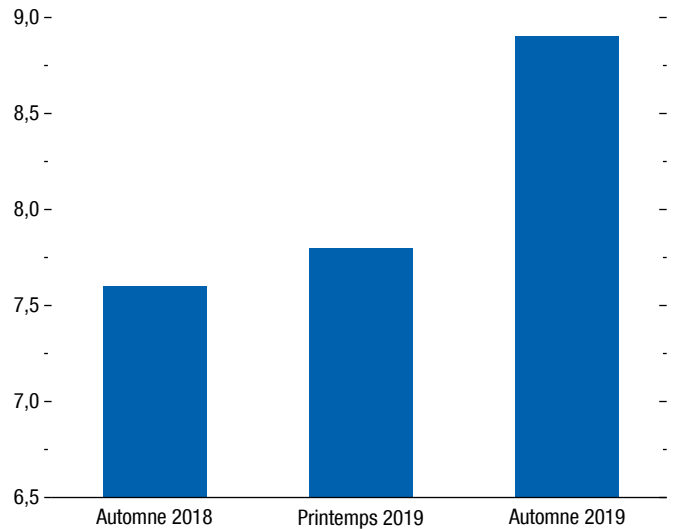
*Évaluation du risque cohérente à l'échelle mondiale dans les prévisions des PEM* : les intervalles de confiance des prévisions des PEM sont déterminés à l'aide du module G20MOD du système flexible de modèles multinationaux du FMI<sup>8</sup>. Ces intervalles sont asymétriques pour la plupart des régions et pointent vers une croissance inférieure à celle du scénario de référence. Ceci s'explique par la prépondérance des surprises négatives en matière de croissance dans le passé, et par le peu de marge laissée à la politique monétaire pour compenser les chocs négatifs sur la croissance, étant donné que les taux d'intérêt dans la plupart des pays avancés se situent à leur plancher effectif ou s'en rapprochent<sup>9</sup>. L'évaluation du risque

<sup>8</sup>Le modèle G-20 du FMI (G20MOD) est un modèle global et structurel de l'économie mondiale qui tient compte des répercussions internationales et des principales relations économiques entre le secteur des ménages, le secteur des entreprises et le secteur public, y compris la politique monétaire.

<sup>9</sup>L'établissement d'une évaluation du risque pour les prévisions au moyen de ce modèle se fait en deux étapes. Premièrement, le modèle est utilisé pour simuler les chocs économiques qui ont influé sur l'économie mondiale dans le passé. Les principaux moteurs des dynamiques conjoncturelles de la production, de l'inflation et des taux d'intérêt sont traditionnellement la demande intérieure et les chocs pétroliers. Deuxièmement, ces estimations de chocs sont utilisées pour produire un grand nombre de scénarios contrefactuels, à l'échelle de l'économie mondiale, en échantillonnant des données rétrospectives sur cinq ans sur la base de leur fonction de répartition conjointe. La répartition prédictive conjointe qui en résulte et qui porte sur un vaste ensemble de variables économiques est cohérente sur les plans interne et mondial, et se prête à l'analyse de risque tant à l'échelle mondiale qu'à celle des pays.

**Graphique 1.23. Probabilité d'une croissance mondiale inférieure à 2,5 % à un horizon d'un an**  
(En pourcentage)

L'estimation de la probabilité que la croissance mondiale à un horizon d'un an soit inférieure à 2,5 % — le dixième centile des chiffres de la croissance mondiale sur les 25 dernières années — s'est accrue depuis le printemps.



Source : estimations des services du FMI.

Note : Les probabilités sont calculées à l'aide du module G20MOD du système flexible de modèles multinationaux du FMI. Le module G20MOD est un modèle global et structurel de l'économie mondiale qui tient compte des répercussions internationales et des principales relations économiques entre le secteur des ménages, le secteur des entreprises et le secteur public, y compris la politique monétaire.

ainsi obtenue permet également de calculer la probabilité d'un ralentissement économique mondial. L'estimation de la probabilité que la croissance mondiale à un horizon d'un an soit inférieure à 2,5 % — le dixième centile des chiffres de la croissance mondiale sur les 25 dernières années — s'est accrue depuis le printemps : elle est aujourd'hui de près de 9 % (graphique 1.23).

## Priorités

L'économie mondiale reste dans une période délicate. Même si les menaces évoquées dans la section précédente sont écartées, ce que suppose le scénario de référence, la croissance par habitant devrait rester inférieure aux moyennes passées dans la plupart des groupes, à l'exception de l'Afrique subsaharienne, à moyen terme. Par ailleurs, les conditions sont très difficiles pour un certain nombre de pays émergents qui doivent procéder à d'importants ajustements de leur politique macroéconomique.

Comme le relève la section consacrée aux perspectives de croissance mondiale, l'économie fait face à divers vents contraires, qui affectent les pays de différentes manières et viennent s'ajouter à des facteurs spécifiques et à des positions cycliques divergentes ; les objectifs et les priorités varient donc fortement d'un pays à l'autre. Un objectif commun, qui constitue une priorité absolue dans de nombreux cas, est de supprimer les incertitudes ou les risques pour la croissance qui découlent des politiques publiques. À l'heure actuelle, les erreurs que constituerait un Brexit sans accord ou une aggravation des différends commerciaux pourraient nuire grandement à l'état d'esprit, à la croissance et à la création d'emplois, et risqueraient de réduire à néant les marges d'action pour des raisons pourtant évitables.

### Politiques multilatérales

La coopération multilatérale est indispensable pour régler certains des problèmes à court ou long terme qui menacent la viabilité et l'inclusivité de la croissance mondiale. Les domaines du commerce et des technologies sont ceux où la coopération doit être urgemment renforcée. Faire de même en matière de fiscalité internationale, de réforme de la réglementation financière mondiale, de changements climatiques et de corruption contribuerait à remédier aux vulnérabilités et à partager plus largement les fruits de l'intégration économique.

*Commerce et technologie* : les dirigeants devraient travailler ensemble à la réduction des tensions commerciales, qui ont affaibli l'activité mondiale et sapé la confiance. Ils devraient également lever dans les meilleurs délais les incertitudes entourant l'évolution d'accords commerciaux de longue date (dont ceux entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, ainsi qu'entre le Canada, les États-Unis et le Mexique). Les pays ne devraient pas recourir aux droits de douane pour corriger leurs balances commerciales bilatérales. Plus fondamentalement, les différends commerciaux reflètent des frustrations profondes à l'égard de lacunes du système commercial multilatéral fondé sur des règles. Les dirigeants devraient s'attaquer ensemble à la racine des problèmes qu'ils reprochent au système, et coopérer pour améliorer la gouvernance du commerce. Il faut pour cela résoudre l'impasse relative à l'organe d'appel du système de règlement des différends de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), afin que les règles existantes de l'OMC puissent continuer d'être appliquées, moderniser les règles de l'OMC pour couvrir des domaines tels que le commerce électronique, les subventions et les transferts

de technologies, et faire progresser les négociations dans de nouveaux domaines, tels que les transactions numériques. Le principe selon lequel tous les pays doivent participer à toutes les négociations pourrait être revu afin de permettre éventuellement aux pays qui le souhaitent d'aller plus loin et plus rapidement, tout en conservant les nouveaux accords dans l'enceinte de l'OMC et en les laissant ouverts à tous les membres. À tout le moins, une trêve dans l'escalade des entraves aux échanges éviterait d'ajouter encore de nouveaux facteurs déstabilisateurs à une économie mondiale qui ralentit. Les dirigeants devraient également coopérer plus étroitement pour freiner les cyberattaques transfrontières visant des intérêts stratégiques et commerciaux nationaux, ainsi que pour limiter des pratiques qui faussent la concurrence, telles qu'obliger les entreprises à céder leur propriété intellectuelle en échange de l'accès à un marché. Faute de progrès tangibles dans ces domaines, il est probable que les tensions s'intensifieront dans le secteur des technologies, nuisant à la libre circulation des idées entre les pays et, potentiellement, à la croissance de la productivité à long terme.

*Fiscalité internationale* : en raison de la concurrence fiscale internationale que suscite la montée en puissance des multinationales, il est de plus en plus difficile pour les États de lutter contre la fraude fiscale et de recouvrer les recettes dont ils ont besoin pour financer leur budget. Il convient de renforcer les efforts visant à réduire au maximum les possibilités transfrontières de fraude et d'évasion fiscales, tels que le fait l'initiative « Érosion de la base d'imposition et transfert de bénéfices » de l'Organisation de coopération et de développement économiques et du G-20 (voir l'encadré 1.3 de l'édition d'avril 2019 du Moniteur des finances publiques). Selon une étude du FMI (2019), cette initiative a engrangé des avancées considérables en matière de coopération fiscale internationale, mais des facteurs de vulnérabilité subsistent. Les limites du principe de pleine concurrence — selon lequel les opérations entre des parties liées doivent se faire aux mêmes prix que si elles étaient effectuées entre des parties indépendantes — et le recours à la notion de présence physique du contribuable pour établir une base légale d'assujettissement à l'impôt ont permis à des entreprises apparemment rentables de ne payer que peu d'impôts. Certaines améliorations peuvent être réalisées sur un plan unilatéral ou régional, mais des solutions plus fondamentales exigent un renforcement des institutions de la coopération mondiale.

*Réformes de la réglementation financière et dispositif mondial de sécurité financière* : les réformes entamées

après la crise financière mondiale demeurent inachevées. Les progrès enregistrés dans certains domaines, tels que le contrôle plus important auquel sont soumises des institutions financières d'importance mondiale et la plus grande efficacité des mécanismes de résolution, sont actuellement remis en question ou abrogés. Les dirigeants devraient s'employer à achever le programme de réformes, notamment en améliorant les mécanismes internationaux de résolution et en renforçant encore les dispositifs de politiques macroprudentielles (ce qui pourrait passer par la simplification de règles complexes dans certains domaines, comme l'évoque l'étude d'Adrian et Obstfeld de 2017). L'émergence de risques pour la cybersécurité du système financier et la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme requièrent également une action coordonnée et collective. Enfin, les dirigeants devraient veiller à ce que le dispositif mondial de sécurité financière dispose des ressources adéquates afin d'atténuer des ajustements de portefeuille déstabilisants dans une économie mondiale lourdement endettée et de réduire la nécessité pour les pays de se prémunir eux-mêmes contre les chocs extérieurs.

*Changements climatiques et migrations* : le monde doit de toute urgence réduire les émissions de gaz à effet de serre et en limiter les conséquences, à savoir le réchauffement planétaire et les phénomènes climatiques dévastateurs<sup>10</sup>. À cet égard, la polarisation et la discorde politiques dans de nombreux pays ne sont pas de bon augure pour parvenir à un accord sur des stratégies nationales et internationales dans des délais permettant de maintenir encore les changements climatiques à des niveaux gérables. Il est indispensable de redoubler d'efforts sans tarder, ce qui impliquera d'établir une répartition des coûts et des gains suscitant une adhésion politique suffisante aux niveaux national et international. En intensifiant les flux migratoires, les phénomènes climatiques aggravent en outre une situation déjà complexe dans laquelle des réfugiés fuient des zones de conflit. Les migrations internationales vont devenir de plus en plus importantes, à mesure que de nombreux pays avancés connaissent des problèmes liés au vieillissement démographique. La coopération internationale faciliterait l'intégration des migrants, contribuant ainsi à maximiser les gains en matière de main-d'œuvre et de productivité

<sup>10</sup>Voir le chapitre 3 de l'édition d'octobre 2017 des PEM sur les conséquences macroéconomiques des chocs climatiques, ainsi que FMI (2019), et le chapitre 2 de l'édition d'octobre 2019 du Moniteur des finances publiques pour un examen des options de politique budgétaire pour la mise en œuvre de stratégies d'atténuation et d'adaptation aux changements climatiques.

qu'ils apportent à leurs pays de destination, et à gonfler les flux d'envois de fonds qui allègent la charge de leurs pays d'origine.

*Corruption et gouvernance* : une opération d'envergure internationale s'impose aussi pour endiguer la corruption, qui ébranle la confiance dans les pouvoirs publics et les institutions dans de nombreux pays (voir l'édition d'avril 2019 du Moniteur des finances publiques). Si rien n'est fait, une corruption omniprésente peut fausser les politiques publiques et entraîner une diminution des recettes, une baisse de qualité des services publics et une dégradation des infrastructures.

### Politiques au niveau national

Face à la persistance de la faible conjoncture et des risques, les politiques macroéconomiques, et plus particulièrement la politique monétaire, sont déjà devenues plus accommodantes dans de nombreux pays. Les politiques macroéconomiques de la plupart des pays devraient maintenant viser à stabiliser l'activité et à renforcer les bases de la reprise ou de la poursuite de la croissance. Dans les pays disposant d'espace budgétaire et où la croissance s'est fortement tassée, des mesures d'appui budgétaire plus actives — y compris un investissement accru de l'État dans la formation de la main-d'œuvre et dans les infrastructures afin de relever le potentiel de croissance — pourraient se justifier. Pour assurer de meilleures perspectives économiques à tous, il est essentiel de rendre la croissance plus inclusive et d'éviter de longues périodes creuses qui touchent de façon disproportionnée les couches les plus vulnérables de la population. Le renforcement de la résilience face aux sautes d'humeur des marchés financiers et l'allègement des entraves structurelles au potentiel de croissance de la production demeurent également des objectifs prédominants.

### Pays avancés

Dans les pays avancés, où la croissance de la demande finale est généralement modeste, les pressions inflationnistes sont faibles et les estimations des anticipations inflationnistes sur la base des prix de marché ont diminué ces derniers mois, une politique monétaire accommodante demeure indiquée pour prévenir un ralentissement plus marqué de l'activité et un fléchissement des anticipations inflationnistes. Cela vaut tout particulièrement pour les pays où l'inflation persiste à rester en deçà de la cible, et où la production se situe déjà en dessous de son potentiel ou risque de le faire. Comme évoqué dans

l'encadré 1.4, la léthargie de l'inflation indique que le potentiel de production pourrait être plus élevé et que les écarts de production pourraient être plus négatifs que ce qui ressort des estimations actuelles. Toutefois, étant donné que le maintien d'une politique monétaire accommodante peut entraîner un accroissement des facteurs de vulnérabilité financière, il importera d'appliquer des politiques macroprudentielles plus robustes et d'adopter une approche proactive en matière de surveillance. Comme évoqué dans l'édition d'octobre 2019 du GFSR, les politiques relatives au secteur financier devraient viser à assurer la solidité des bilans et à limiter les risques systémiques en recourant à des instruments tels que des volants de liquidité, des volants de fonds propres anticycliques ou des volants de capitaux ciblant des secteurs donnés, en concevant des instruments fondés sur les emprunteurs pour atténuer le cas échéant les facteurs de vulnérabilité liés à la dette, et en renforçant la surveillance macroprudentielle des établissements financiers non bancaires. Dans certains pays, les banques doivent davantage assainir leurs bilans afin d'atténuer le risque de boucles de rétroaction entre banques et États. Il est essentiel d'éviter un détricotage des réformes de la réglementation adoptées après la crise, dans un contexte où la politique monétaire reste accommodante et le niveau d'endettement élevé.

Compte tenu de la morosité des perspectives et des importants risques, la politique budgétaire peut jouer un rôle plus actif, en particulier dans les pays disposant de peu de marge pour assouplir la politique monétaire. Le faible niveau des taux directeurs dans de nombreux pays et la baisse des taux d'intérêt à long terme à des niveaux historiquement bas, voire négatifs, réduisent l'effet probable d'un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire, mais ils accroissent les possibilités budgétaires tant qu'ils durent. Dès lors, les pays où l'activité s'est tassée ou est susceptible de ralentir fortement peuvent envisager de prendre des mesures de relance budgétaire s'ils disposent d'espace budgétaire et si leur politique budgétaire n'est pas encore trop expansionniste. Dans les pays où la demande est faible, mais un assainissement des finances publiques demeure nécessaire, celui-ci pourrait être mené à un rythme moins soutenu si les conditions du marché le permettent, afin d'éviter une longue période de fragilité économique et une dynamique désinflationniste. Les dirigeants devraient préparer à l'avance un arsenal de mesures de politique budgétaire afin d'être prêts à agir rapidement, et planifier une composition appropriée du relâchement de la politique budgétaire. Des dépenses d'infrastructures ou des

incitations à l'investissement (y compris dans les sources d'énergie propre) constitueraient des mesures idéales, car elles stimuleraient la production tant à court qu'à moyen terme, contribuant ainsi à renforcer la viabilité de la dette. Plus généralement, le potentiel de production s'annonçant modeste à moyen terme dans la plupart des pays avancés, ceux-ci devraient calibrer avec prudence la composition des dépenses budgétaires et des taxes en vue de relever le taux d'activité de la population et la croissance de la productivité en investissant dans la formation de la main-d'œuvre, les infrastructures matérielles et la recherche-développement.

Des politiques structurelles nationales favorisant une plus grande ouverture et une plus grande souplesse des marchés dans les pays avancés renforceraient la résilience économique et le potentiel de production, et contribueraient en outre à réduire les disparités économiques au sein des pays et à améliorer les adaptations du marché du travail aux chocs dans les régions à la traîne (voir le chapitre 2). Il est également urgent de réduire les émissions de carbone afin d'éviter les graves risques économiques et sociaux liés aux changements climatiques. Il importe donc de passer à des structures de production à moindre intensité de carbone, notamment en recourant à la taxation du carbone, de promouvoir les infrastructures sobres en carbone et d'encourager l'innovation dans les technologies écologiques (voir le chapitre 2 de l'édition d'octobre 2019 du *Moniteur des finances publiques*). En plus des mesures budgétaires destinées à renforcer le potentiel de production, il demeure indispensable de préserver le dynamisme et les opportunités en veillant à ce que la politique de la concurrence facilite l'entrée de nouvelles entreprises et empêche les entreprises existantes d'abuser de leur puissance de marché, à l'heure où un petit nombre de grandes entreprises s'approprient des parts de marché croissantes dans les pays avancés (chapitre 2 de l'édition d'avril 2019 des PEM).

Aux *États-Unis*, où le taux de chômage n'a jamais été aussi bas et où l'inflation est proche de la cible, l'association d'une politique monétaire accommodante, de vigilance en matière de réglementation et de surveillance financières, et d'un assainissement progressif des finances publiques contribuerait à maintenir l'expansion et à limiter les risques. En l'absence de fortes pressions à la hausse des salaires et de l'inflation — l'inflation moyenne s'est établie juste en dessous de la cible au cours de l'année écoulée et les anticipations ont récemment diminué —, la Réserve fédérale a été en mesure de réduire les taux directeurs pour se prémunir contre les risques liés à l'économie mondiale. La trajectoire future



du taux directeur devrait dépendre des perspectives économiques et des risques, en fonction des prochaines données. Pour que les conditions financières restent favorables, il convient de maintenir l'approche actuelle, fondée sur les risques, en matière de réglementation, de contrôle et de résolution — et de renforcer dans le cas des établissements financiers non bancaires — afin de limiter les facteurs de vulnérabilité liés à la hausse de la dette des entreprises et à l'émergence de menaces pour la cybersécurité. La dette publique reste sur une trajectoire nettement haussière ; elle devrait donc faire l'objet d'un assainissement. Il conviendrait de relever le ratio recettes/PIB en instaurant une taxe sur le carbone de grande ampleur et une taxe fédérale à la consommation, ainsi qu'en augmentant les taxes fédérales sur le carburant. Cela dégagerait un espace budgétaire pour apporter une aide aux familles à faible revenu et à revenu intermédiaire (notamment en contribuant aux dépenses de garde d'enfants et en atténuant le côté « tout ou rien » des prestations sociales) ainsi que pour prendre des mesures visant à relever la croissance potentielle : investir dans les infrastructures (y compris pour stimuler l'offre d'énergie verte), soutenir l'apprentissage tout au long de la vie et la formation professionnelle, et accroître le taux de participation à la vie active. Pour compenser la hausse attendue des dépenses liées au vieillissement, il est nécessaire d'indexer les prestations de sécurité sociale sur l'indice des prix à la consommation et de relever l'âge de la retraite.

Au *Royaume-Uni*, les paramètres de politique économique souhaitables à court terme dépendront des modalités de la séparation de l'Union européenne. La hausse des dépenses publiques envisagée par le gouvernement devrait atténuer le coût économique du Brexit, mais il importe de continuer à réduire le ratio d'endettement afin de constituer des marges face aux chocs futurs. Dans le cas d'un Brexit chaotique s'accompagnant d'une hausse brutale des entraves au commerce de biens et de services avec l'Union européenne, la riposte devra tenir compte de l'étendue de la réaction négative des marchés financiers et de ses répercussions probables sur la stabilité macroéconomique. Les réformes structurelles devraient donner la priorité à l'amélioration de la qualité des infrastructures et au renforcement des compétences de la main-d'œuvre, ainsi qu'à une réaffectation efficace des travailleurs des secteurs touchés par le Brexit vers les secteurs en expansion.

Dans la *zone euro*, la politique monétaire est devenue, à juste titre, plus accommodante en réponse au taux obstinément bas de l'inflation hors alimentation et énergie et à un essoufflement marqué depuis mi-2018. Même si,

dans l'idéal, l'orientation de la politique budgétaire devrait viser à créer des conditions plus favorables que ce qui était envisagé avant le ralentissement, elle doit varier d'un pays à l'autre en fonction de l'espace budgétaire disponible. L'*Allemagne*, qui dispose de marges pour assouplir la politique budgétaire, mais présente une croissance faible, pourrait relever l'investissement public dans le capital physique et humain ou réduire le coin fiscal sur le travail, en vue de stimuler la demande, de réduire l'excédent excessif du solde courant et de renforcer le potentiel de production. Les pays fortement endettés, tels que l'*Espagne*, la *France* et l'*Italie*, devraient reconstituer progressivement leurs marges de manœuvre budgétaires, tout en protégeant l'investissement. Il est particulièrement essentiel que l'Italie, dont l'endettement et les besoins bruts de financement sont importants, s'engage de façon crédible sur une trajectoire d'endettement à la baisse à moyen terme. Si la croissance venait à ralentir considérablement, les pays disposant d'espace budgétaire devraient utiliser celui-ci de façon plus active pour accompagner le relâchement monétaire afin de se prémunir contre les dynamiques désinflationnistes et d'éviter de prolonger la période de faible croissance. Parallèlement, la trajectoire de l'assainissement des finances publiques pourrait être ajustée temporairement dans les pays dont l'espace budgétaire est en péril, sous réserve que leurs conditions de financement restent favorables et que la viabilité de la dette ne soit pas menacée. Une riposte budgétaire synchronisée, mais tenant compte des spécificités des États membres, pourrait amplifier les résultats pour toute la zone. L'achèvement de l'union bancaire et la poursuite de l'assainissement des bilans des banques restent indispensables pour renforcer la résilience et améliorer l'intermédiation du crédit dans certains pays. Compte tenu du maintien de la politique monétaire accommodante et de la disparité des positions conjoncturelles, les autorités de régulation doivent calibrer les instruments macroprudentiels de façon à faire face à tout nouveau risque pour la stabilité financière. Il est urgent, dans de nombreux pays, d'adopter des réformes en vue de rehausser la productivité et la compétitivité. Le développement accru du marché unique des services renforcerait l'efficacité dans toute l'Union européenne. Celle-ci dispose d'instruments auxquels elle pourrait recourir pour encourager les réformes dans ses États membres. Dans l'ensemble, il est nécessaire de renforcer la souplesse du marché du travail, de supprimer les entraves à l'accès aux marchés de produits, de moderniser le fonctionnement des régimes de solvabilité des entreprises et de réduire les charges administratives.

Au Japon, la vigueur de la demande devrait ralentir à la suite de l'augmentation, en octobre, de la taxe à la consommation, mais les mesures prises par le gouvernement devraient atténuer ce mouvement. L'inflation reste bien en deçà de la cible de la banque centrale. Une politique monétaire accommodante s'imposera sur une longue période pour relever durablement les anticipations inflationnistes. La politique budgétaire devrait viser la viabilité des finances publiques à long terme, compte tenu de la rapidité du vieillissement et de la diminution de la population, tout en protégeant la demande et les mesures de reflation. La prévention des risques budgétaires sur le long terme nécessite des hausses supplémentaires de la taxe à la consommation et des réformes visant à réduire les dépenses en matière de retraites, de santé et de soins de longue durée. Certaines avancées ont été enregistrées s'agissant des réformes structurelles, dont l'adoption de la « réforme du style de travail » qui vise à améliorer les conditions de travail, un nouveau statut de résident pour les travailleurs étrangers disposant de compétences professionnelles et techniques, et l'approfondissement de l'intégration commerciale avec l'Union européenne et les pays parties à l'Accord de partenariat transpacifique global et progressiste. Des efforts supplémentaires sont nécessaires pour réformer non seulement le marché du travail — notamment pour améliorer les compétences des travailleurs et les perspectives de carrière des travailleurs non réguliers, réduire la segmentation et accroître la mobilité —, mais aussi les marchés de produits et le secteur des entreprises, afin de rehausser la productivité et l'investissement.

### Pays émergents et pays en développement

Les pays émergents et pays en développement présentent des situations très diverses. Le contexte est extrêmement difficile dans quelques pays en raison de dissensions politiques ou de conflits transfrontaliers ; d'autres pays font face à des conditions de financement extérieur compliquées, en raison de leurs déséquilibres macroéconomiques ou des ajustements qu'ils doivent apporter à leurs politiques publiques. Dans les pays où les conditions sont plus stables, la récente diminution de l'inflation a donné aux banques centrales la possibilité d'assouplir leur politique monétaire afin de soutenir l'activité. Face à la volatilité de la situation extérieure et à l'éventualité de sautes d'humeur des marchés, le renforcement de la résilience financière constitue un objectif clé pour de nombreux pays émergents et pays en développement. La réglementation et le contrôle devraient assurer des volants

de capitaux et de liquidités suffisants pour faire face à des mouvements déstabilisants dans les portefeuilles mondiaux et à une éventuelle détérioration de la croissance et de la qualité du crédit. Les mesures visant à surveiller et à réduire les asymétries de monnaies et d'échéances dans les bilans sont également essentielles pour préserver la stabilité financière et aideront les taux de change à amortir les chocs. Dans les nombreux pays présentant une dette publique élevée, la politique budgétaire devrait, en règle générale, viser à assainir les finances publiques en vue de maîtriser les coûts d'emprunt et de dégager de l'espace budgétaire pour faire face aux futures phases descendantes et pour répondre aux besoins de développement, tout en adaptant le rythme et l'échelonnement de cet ajustement afin d'éviter une faiblesse de longue durée. L'amélioration du ciblage des subventions, la rationalisation des dépenses récurrentes et l'élargissement de la base imposable peuvent contribuer à préserver les investissements nécessaires au renforcement de la croissance potentielle et des dépenses sociales (éducation, santé et protection sociale). La mobilisation des recettes s'impose tout particulièrement dans les pays en développement à faible revenu qui doivent progresser sur la voie des objectifs de développement durable des Nations Unies.

En plus d'assurer un dosage avisé de leurs politiques macroéconomiques et financières, de nombreux pays émergents et pays en développement peuvent renforcer leurs institutions, leur gouvernance et leurs cadres d'action par des réformes structurelles qui amélioreront leurs perspectives de croissance et leur résilience. De fait, les principales conclusions du chapitre 3 plaident nettement en faveur d'une relance des réformes structurelles dans les pays émergents et pays en développement. Ce chapitre montre que dans ces pays, et plus particulièrement dans les pays en développement à faible revenu, il y a encore largement matière à réformer dans les domaines des financements intérieurs et extérieurs, du commerce, de la réglementation du marché du travail et du marché des produits, ainsi que de la gouvernance. Le chapitre conclut que, dans la majorité des pays, de grandes réformes simultanées dans ces domaines pourraient accroître la croissance d'un point de pourcentage sur une période de 5 à 10 ans, multipliant par deux le rythme de convergence.

En Chine, l'objectif prédominant consiste à renforcer la viabilité et la qualité de la croissance, tout en résistant aux vents contraires que représentent les tensions commerciales et l'affaiblissement de la demande mondiale. Le pays doit à cet effet prendre des mesures de soutien à l'économie à court terme, tout en veillant à ce que,

progressivement, la croissance ne se fonde plus sur des investissements financés par le crédit, mais sur la consommation privée, et en améliorant l'affectation des ressources et l'efficacité de l'économie. En plus d'un certain relâchement monétaire, des mesures d'appui budgétaire (inscrites pour la plupart dans la loi de finances) ont empêché les tensions commerciales de freiner brusquement la confiance et l'activité économique. Toute nouvelle mesure de relance devrait donner la priorité à des transferts ciblés en faveur des ménages à faible revenu, et non à des dépenses infrastructurelles à grande échelle. Pour faciliter la transition vers une croissance viable, une réglementation visant à endiguer la finance parallèle a contribué à réduire le recours au crédit, mais l'endettement des entreprises reste élevé et celui des ménages augmente rapidement. Pour réduire encore la dette, il convient de poursuivre la diminution du volume excessif des garanties implicites et de renforcer l'arsenal macroprudentiel. Par ailleurs, en réduisant encore le rôle des entreprises publiques et en abaissant les obstacles à l'entrée sur des marchés tels que les télécommunications et le secteur bancaire, le pays augmenterait la productivité ainsi que la mobilité de la main-d'œuvre. L'adoption d'un régime d'imposition progressif et l'augmentation des dépenses consacrées aux soins de santé, à l'éducation et aux transferts sociaux contribueraient à réduire l'épargne de précaution et à encourager la consommation.

En *Inde*, les autorités devraient recourir à la politique monétaire et à des réformes structurelles de grande ampleur pour remédier à la faiblesse conjoncturelle et renforcer la confiance. Une trajectoire crédible d'assainissement des finances publiques est indispensable pour diminuer à moyen terme l'endettement élevé du pays. Elle doit s'accompagner d'une rationalisation des subventions et d'un élargissement de la base imposable. Les banques du secteur public doivent améliorer leur gouvernance et l'efficacité de leurs octrois de crédits, et le secteur public doit réduire son rôle dans le système financier. Une réforme de la législation en matière d'embauche et de licenciement inciterait à la création d'emplois et permettrait de tirer parti du vaste dividende démographique du pays. Les réformes foncières devraient également être améliorées afin d'encourager et d'accélérer le développement des infrastructures.

Au *Brsil*, la réforme des retraites constitue une étape essentielle pour assurer la viabilité du système de sécurité sociale et celle de la dette publique. Il convient de poursuivre l'assainissement progressif des finances publiques afin de respecter le plafond constitutionnel sur les dépenses au cours des prochaines années. La politique

monétaire doit rester accommodante pour soutenir la croissance économique, sous réserve que les anticipations inflationnistes demeurent ancrées. Pour relever la croissance potentielle, l'État devra mener un programme de réforme ambitieux portant sur la fiscalité, l'ouverture aux échanges et l'investissement dans les infrastructures.

Au *Mexique*, l'adhésion au plan d'assainissement des finances publiques à moyen terme établi par l'État est essentielle pour préserver la confiance des marchés et stabiliser la dette publique. Des objectifs budgétaires à moyen terme plus ambitieux permettraient de dégager d'importantes marges de manœuvre pour faire face aux chocs négatifs et mieux satisfaire aux besoins de dépenses à long terme découlant des tendances démographiques. Si l'inflation, en baisse, continue de se rapprocher de sa cible et que les anticipations inflationnistes demeurent ancrées, la politique monétaire pourrait devenir plus accommodante dans les mois à venir. La banque centrale devrait maintenir la flexibilité du taux de change et n'intervenir sur le marché des changes qu'en cas de perturbation sur les marchés.

En *Russie*, les autorités devraient adopter une composition de la fiscalité et des dépenses publiques plus favorable à la croissance et éviter d'utiliser la caisse nationale d'assurance sociale à des fins quasi budgétaires. La politique monétaire pourrait être assouplie et devenir neutre si les pressions inflationnistes continuent de s'apaiser. Afin d'améliorer l'intermédiation du crédit, les autorités devraient poursuivre la consolidation du secteur bancaire tout en réduisant la place de l'État. Des réformes structurelles restent nécessaires pour rehausser la croissance potentielle, dont des mesures de renforcement de la concurrence, d'amélioration des procédures de passation des marchés publics et de réforme du marché du travail.

En *Turquie*, il convient d'adopter une stratégie globale, accompagnée d'une communication claire, en vue d'apurer les bilans privés, de renforcer la transparence des bilans du secteur public et, en définitive, de rétablir la crédibilité et l'indépendance des institutions économiques, qui doivent fonctionner selon des règles établies. À cet effet, cette stratégie globale devrait poursuivre les objectifs suivants : 1) maintenir les taux directeurs à leur niveau actuel jusqu'à ce que l'inflation et les anticipations inflationnistes diminuent durablement, ce qui contribuerait également à étayer la lire turque et à reconstituer les réserves ; 2) prendre des mesures de renforcement des finances publiques à moyen terme ; 3) rétablir la confiance dans les banques au moyen d'évaluations approfondies (analyses par des tiers de la qualité des actifs et tests de résistance rigoureux), de plans crédibles de recapitalisation

des banques et d'une limitation de l'octroi de crédits par la banque d'État ; 4) améliorer encore le régime d'insolvabilité et les mécanismes extrajudiciaires de restructuration afin de promouvoir des procédures de restructuration pertinentes et de dégager des capacités de prêt en faveur d'entreprises saines et productives ; et 5) axer les réformes structurelles sur l'appui à une croissance plus durable et fondée sur la productivité totale des facteurs.

En *Afrique du Sud*, un rééquilibrage des finances publiques progressif mais concret et porteur de croissance est nécessaire pour stabiliser la dette publique. Les mesures devraient prévoir une diminution de la masse salariale du secteur public, une réduction des effectifs et une élimination des gaspillages dans les entités publiques, un élargissement de la matière imposable, ainsi qu'un renforcement de l'administration fiscale. La politique monétaire devrait continuer de s'appuyer sur les données disponibles et surveiller étroitement les risques pour l'inflation. Des réformes structurelles s'imposent pour regagner la confiance des investisseurs, relever le potentiel de croissance et stimuler la création d'emplois. Parmi les priorités, citons la refonte des modèles commerciaux des entreprises publiques, l'amélioration de la concurrence sur les marchés de produits en abaissant les obstacles à l'entrée et en simplifiant la réglementation, et l'assouplissement du marché du travail.

Les *pays à faible revenu* partagent un grand nombre de leurs priorités avec le groupe des pays émergents, notamment le renforcement de la résilience face à la volatilité des conditions extérieures. Plusieurs pays préémergents à faible revenu ont assisté au cours de l'année écoulée à une forte fluctuation des conditions extérieures de financement. Un renforcement des cadres de politique monétaire et macroprudentielle, qui veillerait à préserver la souplesse des taux de change, leur permettrait de résister à cet environnement. Avec la faiblesse des taux d'intérêt observée récemment, l'encours de la dette publique a augmenté rapidement dans les pays de ce groupe. Si les conditions de financement deviennent moins accommodantes, les risques de refinancement pourraient s'accroître, et un

creusement de l'écart de rendement sur les obligations souveraines pourrait entraîner une hausse des coûts d'emprunt pour les entreprises et les ménages. La politique budgétaire devrait viser à garantir la viabilité de la dette, tout en protégeant les mesures de soutien aux populations vulnérables et en contribuant à progresser sur la voie des objectifs de développement durable des Nations Unies. Il convient à cet effet d'élargir l'assiette de l'impôt, d'améliorer l'administration fiscale, d'éliminer les subventions dispendieuses et de donner la priorité aux dépenses d'infrastructure, de santé, d'éducation et de réduction de la pauvreté. Les pays à faible revenu sont par ailleurs les principales victimes des catastrophes naturelles et de l'intensification des changements climatiques. Pour en atténuer les retombées, ils devront se doter de stratégies d'adaptation prévoyant d'investir dans la préparation aux catastrophes et dans des infrastructures climato-intelligentes, d'intégrer des technologies et des règlements d'urbanisme appropriés, et de mettre en place des dispositifs de protection sociale bien ciblés, en vue de réduire les facteurs de vulnérabilité et de renforcer leurs capacités de réaction.

Les *pays en développement exportateurs de produits de base* ont des priorités semblables, mais les perspectives moroses pour les prix de ces produits pèsent en outre sur leurs finances publiques. En plus d'assurer la viabilité de leurs finances publiques, les pays de ce groupe doivent diversifier leur économie afin de moins dépendre des activités d'extraction et de raffinage de ressources. Les circonstances varient d'un pays à l'autre, mais d'une manière générale, les mesures suivantes contribuent à atteindre cet objectif global : une gestion macroéconomique saine ; une amélioration de la qualité de l'enseignement et des compétences de la main-d'œuvre pour augmenter largement le taux d'activité ; des investissements visant à combler le déficit d'infrastructures ; la promotion du développement et de l'inclusion dans le secteur financier ; le renforcement du droit de propriété et de l'exécution des contrats ; et la réduction des entraves aux échanges afin d'inciter l'arrivée d'entreprises et de stimuler l'investissement privé.

**Encadré scénario 1.1. Conséquences de la relocalisation dans des pays avancés d'une partie de la production**

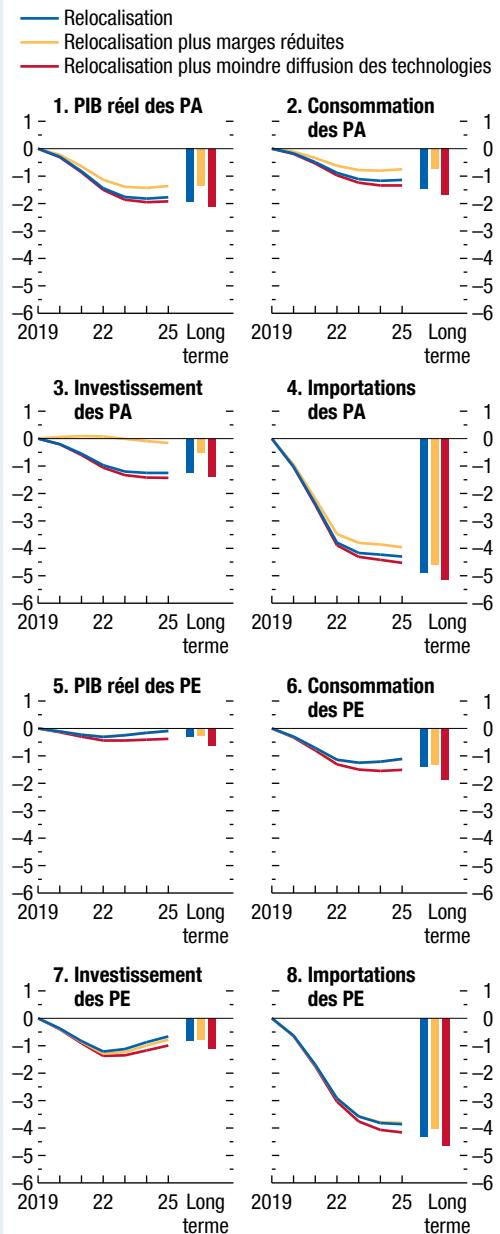
Si la production était rapatriée dans des pays avancés incapables d'égaliser l'efficacité et les coûts de main-d'œuvre plus bas des chaînes de valeur délaissées à l'étranger, l'activité en pâtirait dans les pays avancés et les pays émergents. Si des sociétés multinationales absorbent une partie des effets en autorisant une compression de leurs marges, alors ceux-ci pourraient être atténués. Toutefois, un résultat est peut-être plus probable : une économie mondiale moins ouverte pourrait freiner la diffusion des technologies, provoquant ainsi un nouveau repli de l'activité.

Le modèle monétaire et budgétaire mondial intégré du FMI est utilisé ici pour examiner les répercussions de la relocalisation par des multinationales de leur production dans des pays avancés. Ce rapatriement pourrait être motivé par la volonté de rapprocher une partie de la production du consommateur final, afin d'éviter d'éventuelles perturbations de la chaîne d'approvisionnement provoquées par des événements dans des pays lointains, ou par des actions des pouvoirs publics plus près du pays d'origine. Une expérimentation très simplifiée est envisagée, dans le but d'illustrer les conséquences et de mettre en évidence les possibles circuits par lesquels elles pourraient se manifester.

L'hypothèse est la suivante : sur un horizon de trois ans, des sociétés multinationales aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon rapatrient une part suffisante de leur production pour que leurs importations diminuent de 10 % en valeur nominale (ligne bleue dans le graphique scénario 1.1.1). Compte tenu des coûts de production relatifs, la relocalisation se traduit par une hausse des prix des biens de consommation et d'équipement dans les pays avancés. La demande intérieure se replie, tout comme la production, malgré la baisse des importations<sup>1</sup>. Dans les pays émergents, le recul de la production et des exportations ampute les revenus, les ménages et les entreprises réduisent leurs dépenses et la production diminue plus modestement que dans les pays avancés. Cependant, les ménages dans les pays avancés comme émergents pâtissent tout autant de la détérioration des termes de l'échange des pays émergents. Les taux de

<sup>1</sup>Il convient de noter que l'emploi pourrait progresser dans les secteurs où la production intérieure augmente ; ici toutefois, l'impact net global, qui est négatif, est montré.

**Graphique scénario 1.1.1. Relocalisation dans des pays avancés**  
(Écart par rapport aux valeurs témoins, en pourcentage)



Source : estimations des services du FMI.  
Note : PA = pays avancé ; PE = pays émergent.

**Encadré scénario 1.1 (fin)**

change des pays avancés s'apprécient, ce qui augmente le coût réel des importations des pays émergents. Une part plus importante de la production des pays émergents doit être exportée pour payer la facture de leurs importations, si bien que la production destinée à la consommation intérieure diminue.

Une réaction possible des multinationales pourrait consister à ne pas répercuter intégralement la hausse des coûts de production, et donc à autoriser une compression de leurs marges bénéficiaires (ligne jaune). Une modération de la hausse des prix consécutive permet de préserver la consommation des ménages et soutient l'investissement, les entreprises ayant besoin de davantage de capitaux pour produire les biens supplémentaires. Une grande incertitude entoure l'ampleur de la compression des marges des entreprises, et la réduction modeste envisagée ici est présentée uniquement à des fins d'illustration. Plus les marges sont comprimées, moins les effets de la relocalisation sont néfastes pour les pays avancés. Néanmoins, des marges réduites ne contribuent guère à améliorer l'incidence sur les pays émergents.

La réduction des marges bénéficiaires pourrait certes en partie neutraliser les effets négatifs de la relocalisation. Cependant, une économie mondiale moins ouverte pourrait avoir une conséquence moins positive, à savoir une

moins diffusion des technologies. Des données empiriques montrent que l'ouverture aux échanges est un facteur essentiel de la diffusion des technologies<sup>2</sup>. Si les multinationales raccourcissent les chaînes d'approvisionnement en produisant davantage de biens plus près du consommateur final dans des pays avancés, les pays émergents pourraient avoir un accès nettement plus restreint aux dernières évolutions technologiques. Cet encadré envisage de modestes reculs temporaires de la croissance de la productivité dans les secteurs des biens échangeables (ligne rouge) qui dépendent de la distance entre un pays ou une région et la frontière de productivité et de l'ouverture relative (0,1 point de pourcentage pour les pays avancés, 0,25 point de pourcentage pour les pays émergents)<sup>3</sup>. Une moindre diffusion des technologies accentuerait sensiblement les effets négatifs sur les pays émergents et amplifierait modestement l'impact sur les pays avancés.

<sup>2</sup>Voir « La croissance de la productivité est-elle partagée dans une économie mondialisée ? » dans le chapitre 4 de l'édition d'avril 2018 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

<sup>3</sup>Un recul temporaire de la croissance de la productivité est supposé. Il est toutefois possible qu'une économie mondiale moins ouverte ait des effets néfastes durables sur la croissance de la productivité. Si tel était le cas, les répercussions à plus long terme seraient bien plus négatives que celles estimées ici.

## Encadré scénario 1.2. Tensions commerciales : scénario actualisé

Les actualisations de l'impact estimé des tensions commerciales à l'échelle mondiale sur les différents pays sont issues du modèle monétaire et budgétaire mondial intégré (GIMF) du FMI. Les données des simulations du modèle englobent des mesures tarifaires précises et une analyse hors modèle de l'éventuel impact des effets de la confiance sur l'investissement, les conditions financières pour les entreprises et les évolutions de la productivité qui surviennent lorsque les ressources sont redéployées entre les pays. Comme toutes les mesures tarifaires étudiées dans ces simulations sont intégrées dans les projections de référence de ces *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM), leurs effets sur le PIB mondial doivent être interprétés par rapport à un scénario de référence exempt de mesures tarifaires (comme celui des PEM d'octobre 2017)<sup>1</sup>.

Les trois premiers niveaux (sur six) de l'analyse estiment les effets directs sur le commerce des mesures tarifaires, appliquées et annoncées. Toutes les mesures sont supposées être permanentes. Le premier niveau contient l'impact des mesures tarifaires appliquées figurant dans le scénario de référence des PEM d'avril 2019. Celles-ci comprennent les droits de douane imposés par les États-Unis sur l'aluminium et l'acier, un droit de 25 points de pourcentage sur 50 milliards de dollars d'importations en provenance de Chine et un droit de 10 points de pourcentage sur 200 milliards de dollars supplémentaires d'importations chinoises. Toutes les mesures de rétorsion des partenaires commerciaux des États-Unis sont incluses dans ce niveau. Le deuxième niveau ajoute l'impact de l'augmentation de 200 milliards de dollars du droit de douane imposé par les États-Unis sur les importations chinoises en mai 2019 et les représailles tarifaires de la Chine. Le troisième niveau ajoute les droits de douane de 15 points de pourcentage imposés par les États-Unis sur l'ensemble des biens en provenance de Chine (soit environ 300 milliards de dollars) qui n'avaient pas encore été frappés, à compter de septembre 2019, et un relèvement de 5 points de pourcentage des droits sur les 250 milliards de dollars d'importations chinoises déjà frappées. Les mesures de rétorsion de la Chine sont incluses dans ce niveau.

Les trois niveaux restants reposent sur une analyse hors modèle. Le quatrième niveau ajoute l'impact potentiel d'un recul de la confiance sur l'investissement. Il s'agit du

même effet temporaire que celui inclus dans l'analyse des PEM d'octobre 2018 de l'impact des tensions commerciales sur l'investissement via les effets de la confiance<sup>2</sup>. Toutefois, le calendrier a été modifié afin de mieux s'aligner sur les changements de date de l'application des mesures tarifaires par rapport aux hypothèses de 2018. L'impact maximal sur l'activité est retardé puisque les mesures tarifaires ont été imposées plus tard que supposé. Le cinquième niveau ajoute l'impact sur les écarts de taux sur les obligations d'entreprises de la réaction potentielle des marchés aux tensions commerciales. L'ampleur de l'impact est identique à celui utilisé dans les PEM d'octobre 2018 mais le calendrier est adapté pour s'aligner sur l'application retardée des mesures tarifaires. Le point culminant de l'élargissement des écarts de taux sur les obligations d'entreprises intervient à présent en 2020, soit un an plus tard que supposé dans l'analyse des PEM d'octobre 2018<sup>3</sup>. Le dernier niveau ajoute l'impact potentiel sur la productivité découlant du redéploiement des ressources entre les secteurs dans les différents pays. Ce niveau, qui est inédit, ne figure pas dans l'analyse des PEM d'octobre 2018.

<sup>2</sup>L'ampleur de ces effets a été déterminée à l'aide de l'indicateur d'incertitude globale relative aux politiques économiques de Baker, Bloom et Davis (BBD) et de son impact estimé sur l'investissement aux États-Unis. (Pour plus de précisions sur l'indicateur d'incertitude de BBD, voir <http://www.policyuncertainty.com>.) Une augmentation d'un écart-type de l'indicateur d'incertitude de BBD (soit environ un sixième de la variation observée pendant la crise financière mondiale) se traduit par une chute estimée à 1 % de l'investissement aux États-Unis en un an. Dans le cas présent, ce recul de 1 % de l'investissement est étalé sur trois ans, l'impact maximal intervenant en 2020. L'impact de la baisse de l'investissement dans d'autres pays est ensuite calculé en fonction de leur ouverture aux échanges par rapport aux États-Unis : les pays plus tributaires du commerce constatent un recul de l'investissement plus prononcé que les États-Unis. Il convient de noter que, depuis l'automne 2018, une partie de ces effets serait déjà intégrée dans les prévisions des *Perspectives de l'économie mondiale*, sachant que les mesures tarifaires ont été imposées.

<sup>3</sup>L'ampleur de ce resserrement se fonde sur les estimations par plusieurs opérateurs des marchés financiers de l'impact sur les bénéfices des sociétés américaines du pire scénario de guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine. (Dans le pire scénario, les États-Unis imposent un droit de douane de 25 % sur toutes les importations chinoises et la Chine applique la réciprocité.) À partir des relations historiques, cette réduction des bénéfices estimée à 15 % est ensuite mise en correspondance avec un élargissement des écarts de taux sur les obligations d'entreprises américaines, lui-même mis en rapport avec les écarts de taux sur les obligations d'entreprises d'autres pays en fonction de leur note de crédit par rapport à leurs homologues américaines. Cet élargissement des écarts de taux est censé débiter en 2019 et culminer en 2020, le creusement maximal perdurant pour moitié en 2021.

<sup>1</sup>L'analyse dans les PEM d'octobre 2018 englobe aussi une taxe imposée par les États-Unis sur toutes les voitures et pièces automobiles importées. Ce niveau ne figure pas dans la présente analyse.

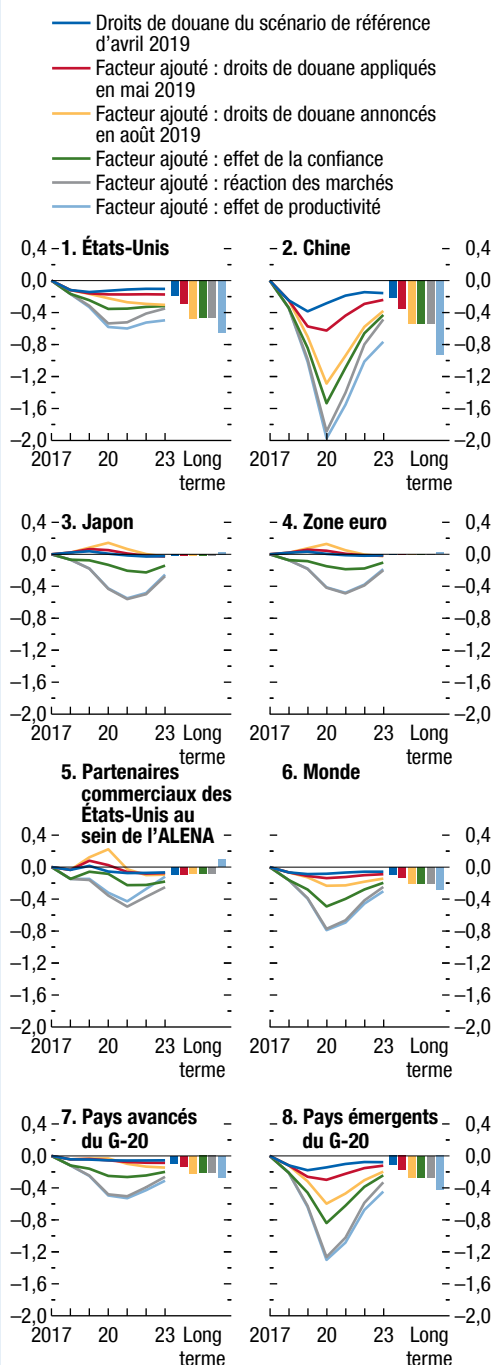
### Encadré scénario 1.2 (suite)

L'impact des mesures tarifaires dans le modèle GIMF tient compte des distorsions macroéconomiques créées par les droits de douane dans l'utilisation des facteurs de production, du capital et du travail, ainsi que des effets de revenu. Toutefois, les droits de douane provoquent aussi des distorsions sectorielles, du fait de la redistribution des facteurs entre les secteurs dans les différents pays, dont les modèles fortement agrégés comme le modèle GIMF ne peuvent rendre compte. En revanche, les modèles d'équilibre général calculable (MEGC) tiennent compte de l'impact sur la production du transfert de ressources entre les secteurs, dans l'hypothèse où l'utilisation totale des ressources demeure inchangée. Implicitement, il s'agit d'une estimation de l'impact sur la productivité du déplacement de facteurs entre des secteurs ayant une productivité sous-jacente différente. Pour estimer l'ampleur possible de cet effet de productivité, les relèvements des droits de douane dans les trois premiers niveaux sont exploités dans un nouveau modèle MEGC mondial décrit dans Caliendo *et al.* (2017). L'impact sur l'activité qui en résulte est une estimation de l'effet à moyen terme et représente une variation implicite de la productivité de la main-d'œuvre. Le dernier niveau inclut cette variation de la productivité de la main-d'œuvre par étapes sur plus de cinq ans, à compter de 2020.

Dans la suite logique des scénarios antérieurs, tous les niveaux du scénario postulent que la zone euro et le Japon ne sont pas en mesure d'assouplir davantage leur politique monétaire (conventionnelle) pour faire face aux évolutions macroéconomiques, compte tenu de la contrainte de positivité des taux d'intérêt nominaux. Si d'autres mesures monétaires non conventionnelles étaient appliquées, le recul du PIB au Japon et dans la zone euro serait moindre à court terme qu'estimé ici. Dans tous les autres pays et régions, la politique monétaire classique riposte selon une fonction de réaction comme celle proposée par Taylor. Il est important de prendre acte de la grande incertitude qui entoure l'ampleur et la persistance des effets de la confiance sur l'investissement et du resserrement des écarts de taux sur les obligations d'entreprises. Ces effets pourraient être soit plus modérés soit plus prononcés que supposé ici. S'agissant du niveau du scénario qui inclut le resserrement des écarts de taux sur les obligations d'entreprises, l'un des aspects laissés de côté dans l'analyse est la possibilité que les mouvements vers les valeurs refuges atténuent l'impact du durcissement des conditions financières dans des pays comme l'Allemagne, le Japon et les États-Unis.

Les effets estimés sur l'activité (mis en évidence dans le graphique scénario 1.2.1) montrent que les droits de douane inclus dans le scénario de référence des PEM

**Graphique scénario 1.2.1. PIB réel**  
(Écart par rapport aux valeurs témoins, en pourcentage)



Source : estimations des services du FMI.  
Note : G-20 = Groupe des Vingt ; ALENA = Accord de libre-échange nord-américain.



**Encadré scénario 1.2 (fin)**

d'avril 2019 (ligne bleu foncé) ont un impact direct assez modéré selon les estimations : les États-Unis et la Chine sont particulièrement touchés, la Chine supportant la plus grande partie des coûts. Le fait que les États-Unis et la Chine soient les plus pénalisés se vérifie aussi pour l'impact direct des mesures tarifaires appliquées en mai 2019 (ligne grise) et de celles annoncées en août 2019 (ligne jaune). Toutefois, l'ampleur des effets devient beaucoup plus significative. Les retombées à court terme de ces mesures sur les autres pays sont positives d'après les estimations, sachant que certains pays, notamment les partenaires commerciaux des États-Unis en Amérique du Nord, bénéficient de la réorientation des courants d'échanges. Ces effets bénéfiques disparaissent néanmoins à moyen terme et les retombées deviennent négatives puisque les ménages et les entreprises en Chine et aux États-Unis peuvent se procurer dans leur pays respectif davantage de biens qui étaient importés auparavant. L'ajout des effets de la confiance sur l'investissement (ligne verte) et de l'élargissement des écarts de taux sur les obligations d'entreprises (ligne rouge) aboutit à un résultat négatif pour l'ensemble des pays. Pour les États-Unis et la Chine, la prise en compte des effets de productivité estimés (ligne bleu clair) accentue les effets néfastes sur l'économie, mais, comme ils se manifestent progressivement sur plus de cinq ans, cet impact négatif s'amplifie dans le temps et est considérable à moyen et

long terme. Pour certains autres pays, l'effet de productivité est positif mais modeste. Les variations de la demande mondiale entraînent une redistribution des ressources dans ces pays, des secteurs moins productifs vers des secteurs plus productifs<sup>4</sup>.

Globalement, la Chine est le pays le plus touché : la production diminue de 2 % à court terme et de 1 % à long terme (bâton bleu clair). Les États-Unis la suivent de très près, la production reculant de 0,6 % à court et long terme. Selon les estimations, le creux de l'activité mondiale se produira en 2020, avec une production inférieure de quelque 0,8 % à la projection de référence. Le creux d'activité dans l'ensemble des pays avancés est très similaire à celui des États-Unis, à environ -1/2 %. Contrairement aux États-Unis, les effets directs sur le commerce à long terme sont modestes et négatifs dans les pays avancés, même s'ils sont largement compensés par des effets de productivité positifs dans certains pays.

<sup>4</sup>Comme observé précédemment, l'effet de productivité découle du transfert des ressources entre des secteurs ayant une productivité différente. Les pays qui entretiennent les liens commerciaux les plus étroits avec le Canada, les États-Unis et le Mexique en bénéficient le plus. Dans l'analyse les États-Unis et le Mexique placement des ressources de l'agriculture et des industries extractives vers le secteur manufacturier dans ces deux pays est à l'origine de l'amélioration de la productivité globale.

### Encadré 1.1. L'industrie automobile mondiale : évolution récente et conséquences pour les perspectives mondiales

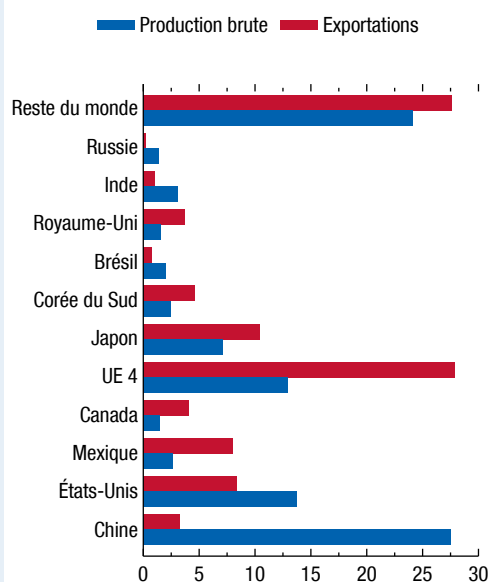
En 2018, l'industrie automobile a subi une contraction pour la première fois depuis la crise financière internationale, alimentant ainsi le ralentissement mondial depuis l'an dernier. Deux principaux facteurs expliquent le repli de l'activité : la suppression des allègements fiscaux en Chine et le lancement de nouveaux tests d'émissions de carbone en Europe. Les perspectives du secteur à court terme demeurent moroses et les initiatives prises pour réduire l'intensité de carbone constituent une difficulté majeure à moyen terme.

Le secteur automobile est une industrie mondialement interconnectée qui a un grand poids économique. La production brute du secteur (à savoir la somme de sa valeur ajoutée et de sa consommation intermédiaire) représente environ 5,7 % de la production mondiale, d'après la base de données World Input-Output (Timmer *et al.*, 2015). Les véhicules et pièces détachées constituent le cinquième produit d'exportation au monde, avec quelque 8 % des exportations mondiales de biens en 2018 (graphique 1.1.1). Le secteur consomme aussi énormément de produits de base, d'autres produits manufacturés et de services : l'industrie automobile est le deuxième consommateur d'acier et d'aluminium et requiert des volumes importants de cuivre, de caoutchouc, de plastique et de composants électroniques (graphique 1.1.2).

Au cours de la contraction de 2018 (mesurée en unités ; graphique 1.1.3, page 1), la production automobile mondiale a reculé d'environ 1,7 % ou de quelque 2,4 % après correction pour tenir compte des écarts de valeur entre les unités (par exemple, les véhicules allemands sont en moyenne plus onéreux que les voitures indiennes). Les ventes mondiales d'automobiles ont baissé d'environ 3 %. La Chine (premier marché automobile mondial) a subi une contraction de 4 % des unités produites, soit son premier recul en plus de vingt ans. Des baisses sensibles ont été enregistrées en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni, tandis que la production a très légèrement augmenté aux États-Unis et dans les grands pays émergents (graphique 1.1.3, page 2). Le repli s'est poursuivi en 2019, comme le montre la diminution des ventes mondiales de véhicules légers jusqu'en juin 2019 (graphique 1.1.4, page 1), dans le contexte d'une dynamique durablement hésitante en Chine et en Europe. Dans la suite logique de ces résultats, les cours de bourse des 14 plus grands constructeurs automobiles ont chuté de 28 %,

L'auteur de cet encadré est Luisa Charry, avec le concours d'Aneta Radzikowski en matière de recherche.

**Graphique 1.1.1. Industrie automobile mondiale : part du total, 2018**  
(En pourcentage)



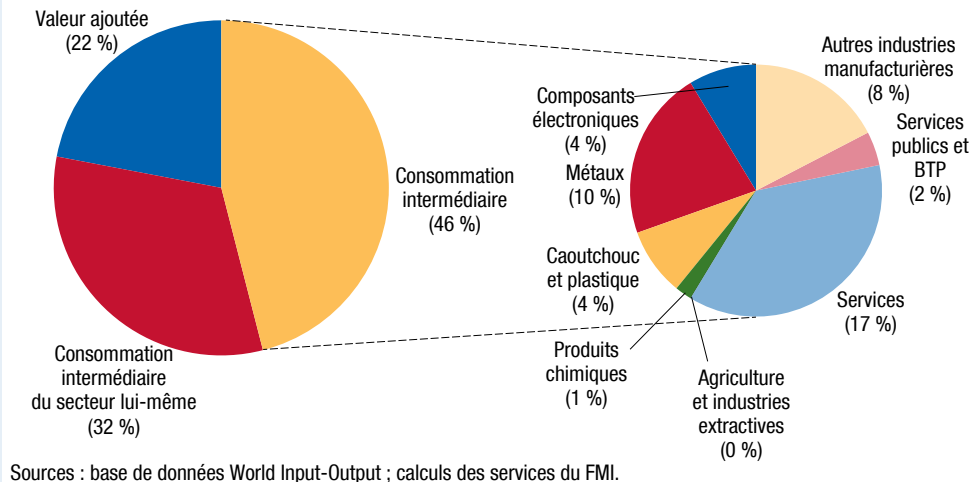
Sources : Association des constructeurs automobiles japonais ; Association espagnole des constructeurs d'automobiles et de camions (ANFAC) ; base de données World Input-Output ; CEIC ; Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement ; Haver Analytics ; offices statistiques nationaux ; Society of Motor Manufacturers and Traders ; Statista ; calculs des services du FMI.  
Note : UE 4 = France, Allemagne, Italie, Espagne.

en moyenne, depuis mars 2018 (alors que dans le même temps l'indice MSCI World a progressé d'environ 1 %).

Le repli de l'activité dans le secteur a alimenté le ralentissement de la croissance mondiale à partir du second semestre de 2018. Les données comptables du revenu national par secteur pour 2018 ne sont pas encore disponibles dans de nombreux pays. Cependant, dans l'hypothèse d'une diminution proportionnelle de la valeur ajoutée, selon les estimations du FMI, la contraction de la production automobile a directement amputé la croissance de la production mondiale de 0,04 point de pourcentage l'an dernier (après un impact positif de 0,02 point de pourcentage en 2017). Sachant que la croissance mondiale a ralenti de 0,2 point de pourcentage l'an dernier, de 3,8 % en 2017 à 3,6 % en 2018, ces estimations donnent à penser que la production automobile a été un facteur important du ralentissement mondial.

## Encadré 1.1 (suite)

Graphique 1.1.2. Industrie automobile mondiale : structure de la production, 2014



Sources : base de données World Input-Output ; calculs des services du FMI.

Les évolutions de l'industrie automobile ont aussi joué un rôle dans la dynamique du commerce mondial. Les exportations de véhicules des 14 plus grands pays producteurs, mesurées en unités, ont reculé de 3,1 % en 2018. Après correction pour tenir compte des différences de valeur des unités entre les exportateurs, d'après les estimations du FMI, la baisse des exportations de véhicules a directement amputé les volumes des échanges mondiaux de 0,12 point de pourcentage en 2018 (après une incidence positive de 0,03 % en 2017). En outre, les liens étroits du secteur avec les chaînes de valeur signifient que les effets globaux peuvent être plus prononcés une fois que l'impact sur le commerce de pièces automobiles, pour lequel des données en volume ne sont pas encore disponibles dans un assez grand nombre de pays, et d'autres biens intermédiaires utilisés dans la production automobile est pris en considération. Un cadre mondial d'entrées-sorties s'inspirant de Bems, Johnson et Yi (2011) semble indiquer que le secteur a peut-être amputé le commerce mondial de pas moins de 0,5 point de pourcentage en 2018 une fois que ces retombées sont prises en compte. Pour référence, la croissance de l'ensemble des exportations mondiales de biens et services s'est établie à 3,8 points de pourcentage en 2018 (contre une croissance de 5,4 % en 2017).

Plusieurs facteurs permettent d'expliquer les résultats du secteur :

- La demande de véhicules en Chine a pâti de l'augmentation des taxes et du durcissement des conditions financières. Des allègements fiscaux ont été mis

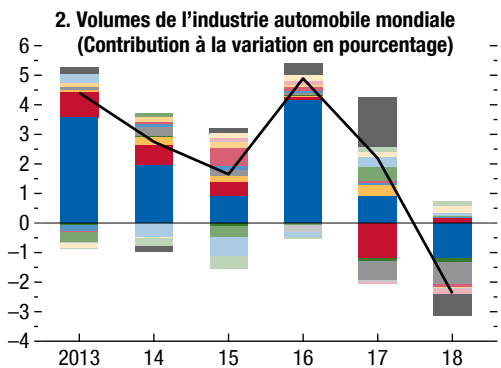
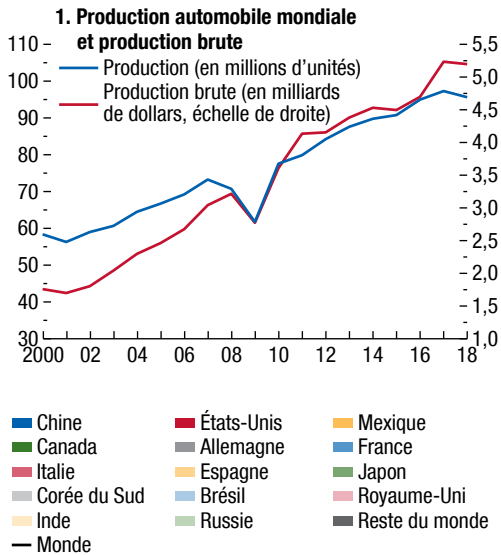
en place dans ce pays pour encourager la motorisation. La taxe à l'achat sur les véhicules de petite et moyenne taille a été ramenée de 10 % à 5 % fin 2015 puis relevée à 7,5 % en 2017 et à 10 % en 2018 (graphique 1.1.4, page 2). D'après des analystes du secteur, les taux des taxes moins élevés en 2016–17 se sont traduits par des ventes anticipées à hauteur de 2 à 7 millions d'unités (environ 20 % de la production totale), avant une baisse des ventes en 2018–19<sup>1</sup>. Des réglementations plus strictes en matière de crédit entre particuliers ont aussi pesé sur la demande. Parallèlement, des relèvements des droits de douane sur les importations de voitures américaines et des réductions des droits sur les importations de véhicules en provenance d'autres pays ont peut-être incité les consommateurs à la prudence.

- Le lancement de nouveaux tests d'émissions en Europe a perturbé la production et le commerce de voitures. En septembre 2018, un nouveau test d'émissions à l'échelle de la zone euro (connu sous le nom WLTP) est entré en vigueur. Le grand nombre de modèles devant être homologués a provoqué des engorgements dans les organismes d'essais et plusieurs constructeurs automobiles ont été contraints d'ajuster leurs programmes de production afin d'éviter une accumulation intempestive de stocks. Les autres facteurs qui ont pesé sur l'activité

<sup>1</sup>Mian et Sufi (2012) mettent en évidence une redistribution comparable étalée dans le temps aux États-Unis pendant le programme « Cash for Clunkers » (prime à la casse) de 2009.

Encadré 1.1 (suite)

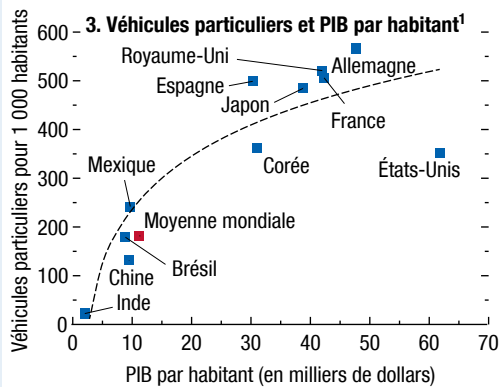
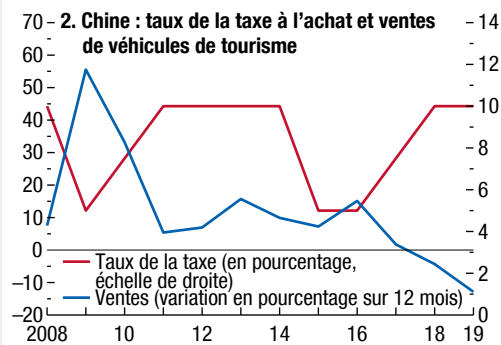
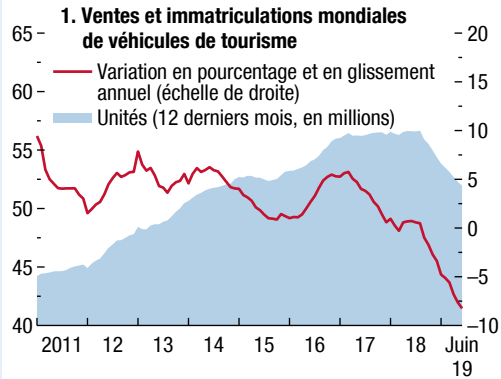
Graphique 1.1.3. Production automobile mondiale



Sources : base de données World Input-Output ; offices statistiques nationaux ; Organisation internationale des constructeurs automobiles ; calculs des services du FMI.

englobent le recul de la demande des pays émergents (la Turquie tout particulièrement) et du Royaume-Uni et l'accélération de l'abandon des véhicules diesel au profit de véhicules à moteur à essence et à carburant de substitution.

Graphique 1.1.4. Ventes mondiales et utilisation des véhicules de tourisme



Sources : Economist Intelligence Unit ; Haver Analytics ; Organisation internationale des constructeurs automobiles ; calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>La ligne en tiret indique une tendance logarithmique.

**Encadré 1.1 (fin)**

- La demande de voitures aux États-Unis a résisté en 2018 malgré le resserrement des conditions financières (et l'augmentation des droits de douane sur l'acier et l'aluminium). Bien que la hausse des taux d'intérêt dans le cadre d'un financement automobile en 2017–18 et le durcissement des conditions d'octroi des prêts aient pesé sur la demande, les dispositions relatives à l'amortissement des véhicules dans la loi sur les réductions d'impôt et les emplois (Tax Cuts and Jobs Act) se sont révélées bénéfiques. En outre, si la hausse des droits de douane sur l'acier et l'aluminium a augmenté de 240 dollars (selon des estimations) le coût de production d'un véhicule moyen aux États-Unis en 2018 (Schultz *et al.*, 2019), il est difficile de savoir quelle partie de ce montant a été répercutée sur le consommateur final.

Les perspectives du secteur restent modérées. Certains analystes (à l'instar de IHS Markit) tablent sur une baisse de 4 % de la production de véhicules légers en 2019 et sur une croissance stable en 2020 (0,1 %). En Chine, la hausse des droits de douane sur les importations de véhicules légers en provenance des États-Unis (qui devrait entrer en vigueur en décembre 2019), la saturation croissante du marché (graphique 1.1.4, page 3), un parc de véhicules récent et des subventions à l'achat de véhicules électriques moins généreuses risquent de continuer à freiner la demande ; l'instauration d'une nouvelle norme

d'émission à la mi-2019 pourrait de surcroît perturber la production. En Europe, plusieurs facteurs nuisent aux perspectives : le recul de la demande de véhicules à moteur diesel, l'incertitude persistante entourant le Brexit et les tests d'émissions prévus pour fin 2019. Ailleurs, l'assouplissement des conditions financières devrait avoir un impact positif, surtout aux États-Unis et dans les grands pays émergents. Toutefois, les discussions en cours au sujet des droits de douane sur les importations des États-Unis en provenance de l'Union européenne et du Japon en vertu de l'article 232 du Trade Expansion Act pourraient peser sur l'activité à court terme.

Plus fondamentalement, les initiatives visant à réduire l'intensité de carbone devraient déterminer les perspectives à moyen terme. Une nette intensification des investissements dans la production de voitures électriques et autres véhicules à carburant de substitution est attendue à moyen terme, notamment en Europe. Toutefois, les chaînes d'approvisionnement pour les véhicules électriques sont plusieurs fois plus courtes que celles des véhicules à combustibles. En outre, les prix d'entrée de gamme demeurent plus élevés que ceux des voitures à combustibles, ce qui pourrait restreindre la demande. Par conséquent, face aux difficultés qu'ils rencontrent, les constructeurs automobiles devront apporter des modifications à leurs modèles économiques en allant au-delà de celles qu'exige la reconfiguration technologique.

## Encadré 1.2. Le recul des investissements directs étrangers mondiaux en 2018

Les flux financiers en direction et en provenance des pays avancés sont nettement plus faibles depuis la crise financière internationale (graphique 1.2.1). Les investissements de portefeuille en titres de créance ont en particulier diminué, ce qui s'explique par une conjugaison de facteurs : les achats massifs d'actifs (dette publique) par les banques centrales, un plus grand éclatement des marchés de la dette dans la zone euro et une accumulation nettement moindre de réserves par les pays émergents et pays en développement. Les autres flux d'investissement ont aussi baissé sensiblement puisque les banques mondiales ont réduit la taille de leurs bilans après le développement spectaculaire de leurs activités transnationales pendant l'essor antérieur à la crise. Néanmoins, jusqu'à fin 2017, les flux d'investissements directs étrangers (IDE) avaient en réalité augmenté légèrement par rapport à la période antérieure à la crise, pour atteindre en moyenne plus de 3 % du PIB par an (plus de 1 800 milliards de dollars).

Les données concernant 2018 font apparaître une situation différente : les IDE à l'étranger par les pays avancés ainsi que les IDE entrants ont pratiquement fait du surplace. Cet encadré examine les facteurs à l'origine de cette chute ainsi que les conséquences pour les pays émergents et pays en développement. Ce recul des IDE met-il en évidence un plus grand éclatement ? Cet encadré affirme que non et que la contraction des IDE s'explique pour l'essentiel par des opérations purement financières réalisées par de grandes sociétés multinationales, y compris en réaction à l'évolution du droit fiscal des États-Unis.

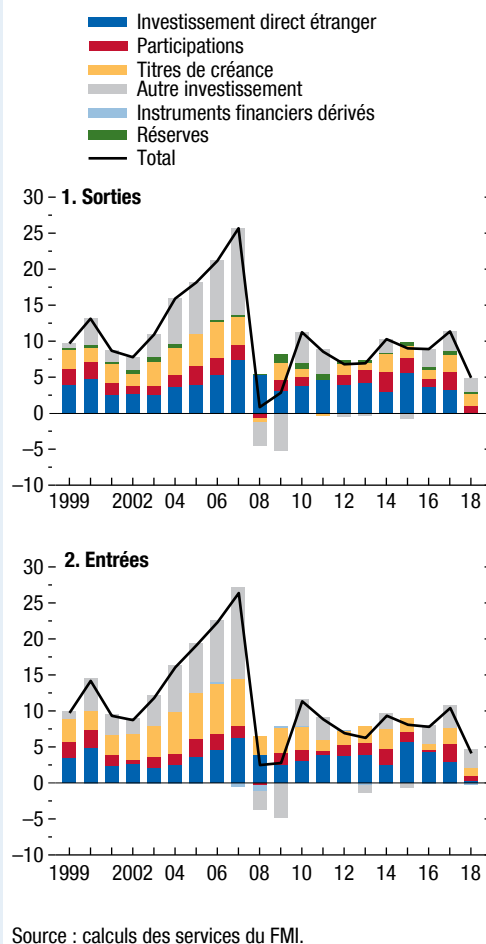
En l'occurrence, la loi américaine de 2017 sur les réductions d'impôt et les emplois (Tax Cuts and Jobs Act), qui a globalement supprimé les impôts sur les bénéfices rapatriés par les multinationales des États-Unis, est un événement important qui a influé sur les IDE en 2018<sup>1</sup>. Conformément à la loi, les sociétés multinationales américaines ont rapatrié les bénéfices accumulés précédemment par leurs filiales étrangères. En 2011–17, ces multinationales ont en moyenne réinvesti dans leurs filiales étrangères quelque 300 milliards de dollars par an de bénéfices tirés des IDE (environ deux tiers du total de leurs

L'auteur de cet encadré est Gian Maria Milesi-Ferretti.

<sup>1</sup>Les bénéfices des filiales étrangères peuvent être rapatriés dans la maison-mère sous la forme de dividendes ou réinvestis dans les filiales étrangères. Dans les deux cas, les bénéfices apparaissent comme un revenu primaire dans le compte des transactions courantes et les bénéfices réinvestis sont comptabilisés comme de nouveaux IDE à l'étranger (une sortie de capitaux). Dans le précédent régime fiscal, en général, les sociétés américaines ne distribuaient pas la plus grande partie de leurs bénéfices à l'étranger.

### Graphique 1.2.1. Pays avancés : flux financiers

(En pourcentage du PIB)

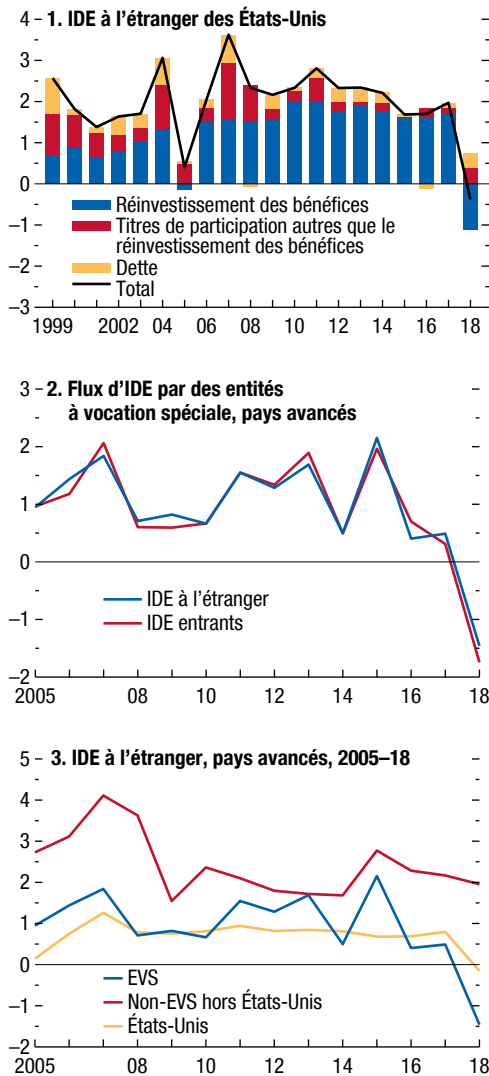


bénéfices à l'étranger). En revanche, en 2018, elles ont rapatrié 230 milliards de dollars. En d'autres termes, les dividendes versés aux sociétés-mères par les filiales étrangères étaient supérieurs de 230 milliards de dollars aux bénéfices de ces filiales (graphique 1.2.2, page 1, bâtons bleus). Ce montant rapatrié a dépassé les nouveaux IDE à l'étranger, si bien que le total des IDE à l'étranger des sociétés américaines était négatif en 2018 (graphique 1.2.2, page 1, ligne noire).

Où ce rapatriement des bénéfices a-t-il commencé ? Comme le démontre le US Bureau of Economic Analysis et comme décrit dans Setser (2019), cette pratique a avant tout débuté sur quelques places financières, avec la distribution des dividendes des Bermudes, des Pays-Bas

Encadré 1.2 (suite)

**Graphique 1.2.2. Flux d'investissements directs étrangers**  
(En pourcentage du PIB)



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques ; US Bureau of Economic Analysis ; calculs des services du FMI.  
Note : IDE = investissement direct étranger ; EVS = entité à vocation spéciale.

et de l'Irlande pour environ 500 milliards de dollars, soit près de trois fois plus que le revenu déclaré par les filiales américaines sur ces territoires. En outre, selon les données disponibles, les actifs rapatriés ont été investis principalement depuis l'étranger dans des instruments financiers américains (Smolyansky, Suarez et Tabova, 2019). Par conséquent, le rapatriement des bénéfices réduirait les IDE à l'étranger et, de fait, les créances des non-résidents sur l'économie des États-Unis (par exemple sous la forme d'investissements de portefeuille en titres de créance), sachant que les filiales étrangères des multinationales américaines sont résidentes du pays dans lequel elles sont implantées.

Toutefois, à lui seul, le recul des IDE à l'étranger des États-Unis n'explique qu'en partie la contraction de 1 500 milliards de dollars des IDE à l'étranger des pays avancés entre 2017 et 2018. Le reste provient surtout de la zone euro, en particulier du Luxembourg et des Pays-Bas, où les IDE à l'étranger sont passés de 340 milliards de dollars en 2017 à -730 milliards de dollars en 2018. Dans ces pays, la plus grande partie des IDE correspond aux opérations financières d'entités à vocation spéciale. Ces filiales de multinationales sont des entités intermédiaires qui génèrent peu ou pas d'emploi ou de valeur ajoutée, dont le bilan financier se compose surtout d'actifs et de passifs transnationaux. Elles sont créées pour 1) accéder aux marchés financiers ou à des services financiers complexes, 2) isoler le(s) propriétaire(s) des risques financiers, 3) réduire les contraintes réglementaires et la pression fiscale ou 4) préserver la confidentialité de leurs transactions et propriétaire(s)<sup>2</sup>.

Il ressort des statistiques publiées par l'Organisation de coopération et de développement économiques que les IDE à l'étranger par des entités à vocation spéciale des pays avancés, essentiellement domiciliées au Luxembourg et aux Pays-Bas, ont reculé de 240 milliards de dollars en 2017 à -740 milliards de dollars en 2018 et sont donc à l'origine de plus de 90 % de la contraction des flux d'IDE. La page 2 du graphique 1.2.2 illustre l'évolution des investissements des entités à vocation spéciale dans les pays avancés depuis 2005, en soulignant la baisse significative en 2018 ainsi que la symétrie entre l'évolution des actifs et des passifs<sup>3</sup>. La diminution des

<sup>2</sup>Voir FMI (2018) pour un examen de la nature des entités à vocation spéciale et de la comptabilisation de leurs activités dans la balance des paiements.

<sup>3</sup>Tous les pays ne déclarent pas séparément les transactions et avoirs d'IDE par des entités à vocation spéciale ; c'est pourquoi les estimations du graphique sous-évaluent leur rôle dans une certaine mesure.

### Encadré 1.2 (fin)

positions d'IDE par les entités à vocation spéciale est aussi le principal facteur expliquant la réduction sensible des IDE entrants pour les pays avancés mise en évidence dans la plage 2 du graphique 1.2.1. La plage 3 du graphique 1.2.2 fait ressortir les contributions des États-Unis et des entités à vocation spéciale au recul des IDE à l'étranger des pays avancés.

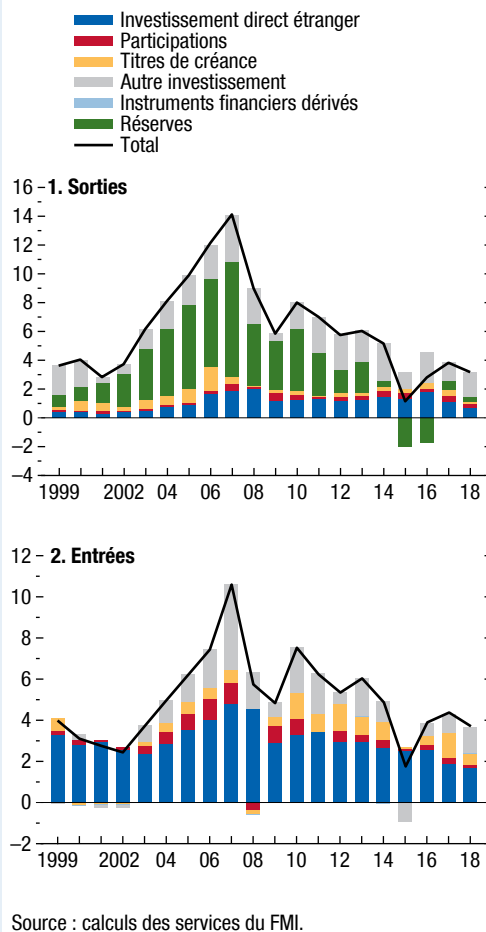
Comme indiqué dans DNB (2019) et BCL (2019), ces transactions correspondent pour l'essentiel aux opérations des multinationales basées aux États-Unis qui s'efforcent de simplifier leur structure de groupe international en liquidant des holdings intermédiaires, également en lien avec la réforme fiscale de 2017 aux États-Unis. De même, la BNS (2019) constate que la réforme fiscale aux États-Unis a conduit les sociétés financières et holdings sous contrôle étranger domiciliées en Suisse à réduire la taille de leurs bilans. Côté passif, les IDE entrants étaient négatifs : les sociétés-mères non-résidentes ont retiré des fonds propres des sociétés en Suisse. D'autres facteurs sont peut-être aussi entrés en jeu, dont les projets en cours de réforme fiscale plus vaste comme celui qui a trait à l'érosion de la base d'imposition et au transfert de bénéfices et les directives 1 et 2 de l'Union européenne relatives à la lutte contre l'évasion fiscale.

Le graphique 1.2.3 illustre l'évolution des flux de capitaux à destination et en provenance des principaux pays émergents. En 2018, les entrées de capitaux ont été moindres qu'en 2017. Toutefois, les entrées d'IDE n'ont diminué que légèrement par rapport au PIB et ce recul est entièrement imputable à un autre allègement prononcé des positions d'IDE par des entités à vocation spéciale en Hongrie. S'agissant des sorties de capitaux, une baisse a aussi été enregistrée en 2018, y compris pour les IDE. La cause première de ce recul est une fois encore la réduction des IDE par des entités à vocation spéciale en Hongrie, couplée à une diminution des IDE à l'étranger par la Chine, qui est le principal investisseur étranger parmi les pays émergents. En valeur nette, les pays émergents demeurent des destinations d'IDE et leurs engagements d'IDE sont supérieurs à leurs avoirs.

En résumé, la forte contraction des flux mondiaux d'IDE en 2018 semble s'expliquer presque intégralement par les opérations financières des sociétés multinationales, sans impact global significatif sur les pays émergents. Ces évolutions mettent encore en évidence que

**Graphique 1.2.3. Pays émergents : flux financiers**

(En pourcentage du PIB)



les transactions et positions d'IDE comptabilisées dans la balance des paiements sont souvent sans lien avec des investissements en installations entièrement nouvelles ou avec des fusions et acquisitions, mais sont plutôt la manifestation de stratégies d'optimisation fiscale et réglementaire par les grandes multinationales (voir, par exemple, Lane et Milesi-Ferretti, 2018 et Damgaard et Elkjaer, 2017). Les initiatives prises actuellement pour améliorer le recueil de données sur l'activité des entités à vocation spéciale devraient permettre de clarifier la nature des flux et positions d'IDE.



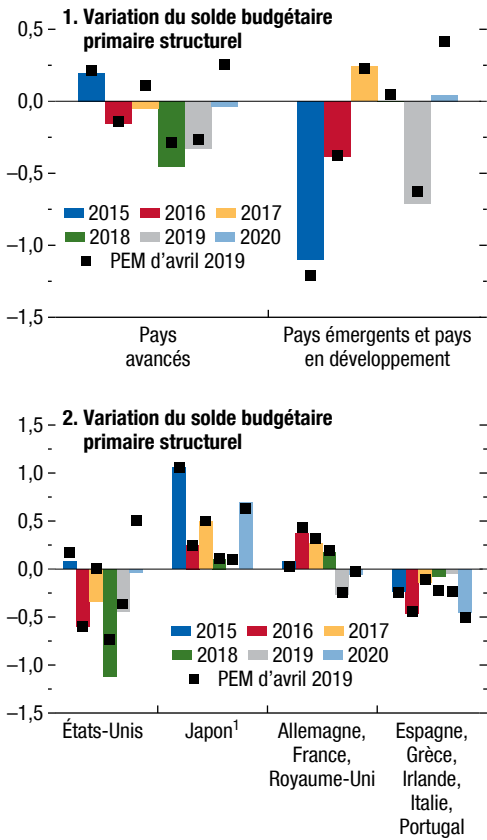
### Encadré 1.3. Prévisions de croissance mondiale : hypothèses concernant les politiques, les conditions de financement et les cours des produits de base

Les prévisions de croissance mondiale se fondent sur les grandes hypothèses suivantes en matière de politiques, de conditions financières et de cours des produits de base :

- *Droits de douane* : les droits de douane imposés et annoncés par les États-Unis en août 2019 et les mesures de rétorsion de leurs partenaires commerciaux sont intégrés dans le scénario de référence. S'agissant des États-Unis, aux droits de douane sur les panneaux solaires, les machines à laver, l'aluminium et l'acier annoncés au premier semestre de 2018 viennent s'ajouter un droit de 25 % frappant 50 milliards de dollars d'importations en provenance de Chine (juillet et août 2018), porté à 30 % en octobre 2019 ; un droit sur 200 milliards de dollars supplémentaires d'importations chinoises (septembre 2018, de 10 % jusqu'en mai 2019, de 25 % de mai à septembre 2019 et de 30 % par la suite) ; et l'annonce en août 2019 d'un droit supplémentaire de 10 % frappant les 325 milliards de dollars restants d'importations chinoises (porté ensuite à 15 %, pour un sous-ensemble de la liste à partir de septembre 2019 et pour le reste à compter de décembre 2019). Les mesures de rétorsion de la Chine comprenaient un droit de douane de 25 % sur 50 milliards de dollars d'importations en provenance des États-Unis (juillet et août 2018) ; un droit de 5–10 % sur 60 milliards de dollars d'importations en provenance des États-Unis (septembre 2018) ; et un droit de douane supplémentaire de 5–10 % sur 75 milliards de dollars d'importations en provenance des États-Unis (à compter de septembre et décembre 2019). Après les annonces de mai et août 2019, le droit de douane moyen imposé par les États-Unis sur les importations chinoises sera porté à un peu plus de 24 % d'ici à décembre 2019 (contre une hypothèse de quelque 12¼ % dans l'édition d'avril 2019 des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM)). Parallèlement, le droit de douane moyen imposé par la Chine sur les importations en provenance des États-Unis sera porté à environ 26 % (contre une hypothèse de quelque 16½ % dans les PEM d'avril 2019).
- *Politique budgétaire* : en 2019, la politique budgétaire devrait être expansionniste dans les pays avancés (Allemagne, Canada, Corée, Espagne, États-Unis, RAS de Hong Kong) comme dans les pays émergents (Chine, Turquie). Elle est présumée être neutre dans l'ensemble des pays avancés en 2020, alors que les PEM d'avril 2019 entrevoyaient une orientation restrictive. En effet, la disparition progressive des mesures de relance fiscale aux États-Unis sera largement compensée par des hausses des dépenses dans un nouvel accord budgétaire. La politique budgétaire devrait être restrictive dans les pays émergents puisque les mesures de relance en Chine sont censées être supprimées progressivement dans une certaine mesure (graphique 1.3.1).
- *Politique monétaire* : par rapport aux PEM d'avril 2019, la politique monétaire des grandes banques centrales est censée être plus accommodante à l'horizon des prévisions. Aux États-Unis, le taux des fonds fédéraux devrait se situer dans la fourchette 1,75–2 % jusqu'en 2023 puis être relevé à 2–2,25 % en 2024. Les taux directeurs sont présumés rester inférieurs à zéro dans la zone euro et au Japon jusqu'en 2024.
- *Cours des produits de base* : au vu des contrats à terme sur le pétrole, les cours moyens devraient s'établir à 61,8 dollars en 2019 puis chuter à 57,9 dollars en 2020 (contre respectivement 59,16 dollars et 59,02 dollars dans les PEM d'avril 2019). Les cours du pétrole devraient baisser pour atteindre environ 55 dollars le baril d'ici à 2023 (soit un niveau plus bas que dans la prévision des PEM d'avril 2019), compte tenu de la faible demande attendue à moyen terme (graphique 1.3.2). Les cours des métaux devraient augmenter de 4,3 % en glissement annuel en 2019, avant de céder 6,2 % en 2020 (contre une baisse de 6 % suivie d'un repli de 0,8 % dans les hypothèses des PEM d'avril 2019). Les prévisions de prix de la plupart des matières premières agricoles ont été revues à la baisse pour 2019. Les prix des denrées alimentaires devraient reculer de 3,4 % en glissement annuel en 2019, avant de remonter de 2,8 % en 2020 (alors que les PEM d'avril 2019 entrevoyaient une baisse de 2,6 % suivie d'un rebond de 1,7 %).

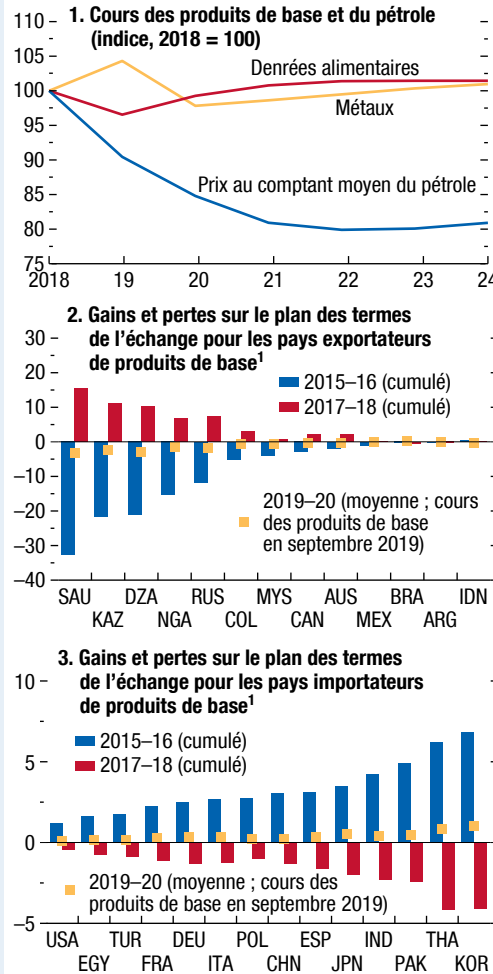
Encadré 1.3 (fin)

**Graphique 1.3.1. Hypothèses des prévisions : indicateurs budgétaires**  
(En pourcentage du PIB)



Source : estimations des services du FMI.  
 Note : PEM = *Perspectives de l'économie mondiale*.  
<sup>1</sup>Les derniers chiffres concernant le Japon tiennent compte des révisions méthodologiques exhaustives qui ont été adoptées en décembre 2016.

**Graphique 1.3.2. Hypothèses relatives aux cours des produits de base et gains et pertes sur le plan des termes de l'échange**  
(En pourcentage du PIB, sauf indication contraire)



Sources : FMI, système des cours des produits de base ; estimations des services du FMI.  
 Note : Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).  
<sup>1</sup>Les gains (pertes) pour 2019-20 sont des moyennes simples des gains (pertes) annuels pour 2019 et 2020. Il s'agit d'une estimation de la variation du revenu disponible qui résulte des fluctuations des cours des produits de base. Le gain dans l'année  $t$  pour un pays qui exporte  $x$  dollars du produit  $A$  et importe  $m$  dollars du produit  $B$  dans l'année  $t-1$  est égal à :  $(\Delta p_t^A x_{t-1} - \Delta p_t^B m_{t-1}) / Y_{t-1}$ , où  $\Delta p_t^A$  et  $\Delta p_t^B$  sont les variations en pourcentage des cours de  $A$  et de  $B$  entre l'année  $t-1$  et l'année  $t$ , et  $Y$  est le PIB dans l'année  $t-1$  en dollars. Voir aussi Gruss (2014).

**Encadré 1.4. La théorie du « pincement de la corde de guitare » appliquée au cycle économique**

D'après la théorie classique du cycle économique, l'économie évolue de manière symétrique autour d'un certain niveau de production potentielle. Dans cette logique, les estimations de la production potentielle s'obtiennent généralement en lissant la production de manière à éliminer les fluctuations du cycle économique. Cette méthode suggère que plusieurs pays avancés fonctionnent actuellement à un niveau proche de leur potentiel ou au-dessus de celui-ci et sont exposés à des risques inflationnistes. Toutefois, l'inflation a été particulièrement modérée ces dernières années, ce qui soulève des questions au sujet de l'état du cycle économique et semble indiquer que la production potentielle pourrait être plus élevée qu'estimé actuellement.

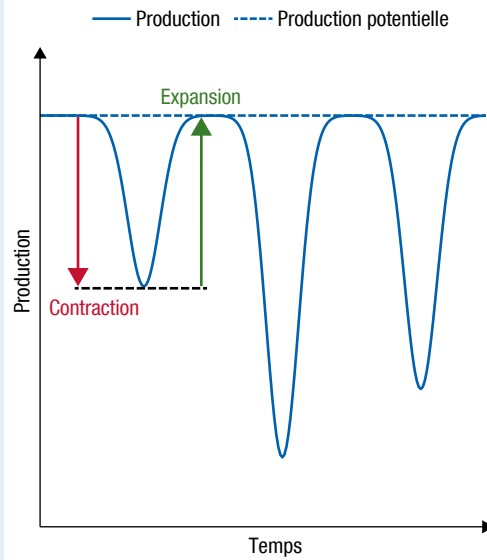
L'atonie de l'inflation a ravivé l'attrait d'autres interprétations du cycle économique. Une hypothèse importante se dessine : les fluctuations de l'économie suivent peut-être la théorie du « pincement de la corde de guitare » (plucking theory) proposée à l'origine par Friedman (1964, 1993). Selon cette théorie, l'économie subit occasionnellement des contractions qui ramènent le niveau de production en dessous du potentiel, comme l'illustre le graphique 1.4.1. Pour reprendre les mots de Friedman, « la production se situe aux environs du plafond de production réalisable, mais de temps en temps, elle subit le pincement d'une contraction cyclique ».

Dupraz, Nakamura et Steinsson (2019) montrent qu'une dynamique du cycle économique conforme à la théorie du « pincement » peut apparaître lorsque les salaires sont rigides à la baisse, mais peuvent librement s'ajuster à la hausse. Dans ce cas, des chocs négatifs maintiennent l'économie en dessous de son potentiel, tandis que des chocs positifs sont absorbés grâce à une hausse des prix. Par conséquent, il faudrait estimer la production potentielle non pas en lissant les fluctuations de l'économie, mais en interpolant les points culminants historiques du cycle économique. Les techniques d'estimation actuelles peuvent donc fortement sous-estimer la production potentielle et donner des alertes prématurées quant au risque de surchauffe.

Les estimations classiques de la production potentielle peuvent s'avérer trop prudentes, même si les salaires sont aussi rigides à la hausse, dès lors que les rigidités nominales à la baisse sont plus marquées. En s'appuyant sur cette idée, Abbritti et Fahr (2013) fournissent un modèle dans lequel des rigidités asymétriques des salaires donnent lieu à des contractions de l'économie en deçà de son potentiel qui sont plus prononcées que les expansions au-dessus du potentiel. Aiyar et Voigts (2019) soulignent que cela se traduit, en moyenne, par des écarts de production négatifs et que, lorsque des techniques

L'auteur de cet encadré est Damiano Sandri.

**Graphique 1.4.1. Illustration de la théorie du pincement de la corde de guitare**



Source : services du FMI.

classiques de filtrage sont appliquées aux données issues du modèle, elles sous-estiment la production potentielle en induisant des écarts de production autour de zéro.

Pour s'assurer de la validité de la théorie du « pincement », le cycle économique peut être analysé pour des asymétries précises. Comme le montre le graphique 1.4.1, si des contractions occasionnelles réduisent temporairement la production, la gravité d'un ralentissement économique devrait permettre de prévoir l'ampleur de l'expansion ultérieure de l'économie. En revanche, l'ampleur des expansions ne devrait pas avoir d'incidence sur celle des contractions ultérieures.

Dupraz, Nakamura et Steinsson (2019) procèdent à une expérience similaire en examinant l'évolution du taux de chômage aux États-Unis<sup>1</sup>. Conformément à la théorie du « pincement », l'étude constate que des hausses du taux de chômage pendant les replis de l'activité économique ont tendance à être suivies de reculs comparables (graphique 1.4.2, page 1). En revanche, les baisses du chômage pendant les phases d'expansion économique ne sont pas corrélées avec les remontées ultérieures du chômage (graphique 1.4.2, page 2).

<sup>1</sup>La méthode nécessite d'identifier les pics et les creux s'agissant des taux de chômage mensuels corrigés des variations saisonnières. Un point dans la série de taux de chômage,  $u_t$ , peut être qualifié de creux s'il remplit le critère suivant. Prenez le premier mois au cours duquel le taux de chômage augmente de 1,5 % au-dessus de  $u_t$ . Si jusqu'à ce mois le taux de chômage ne devient jamais inférieur à  $u_t$ , alors  $u_t$  est un creux de chômage. Une méthode symétrique est employée pour identifier les pics de chômage.

### Encadré 1.4 (fin)

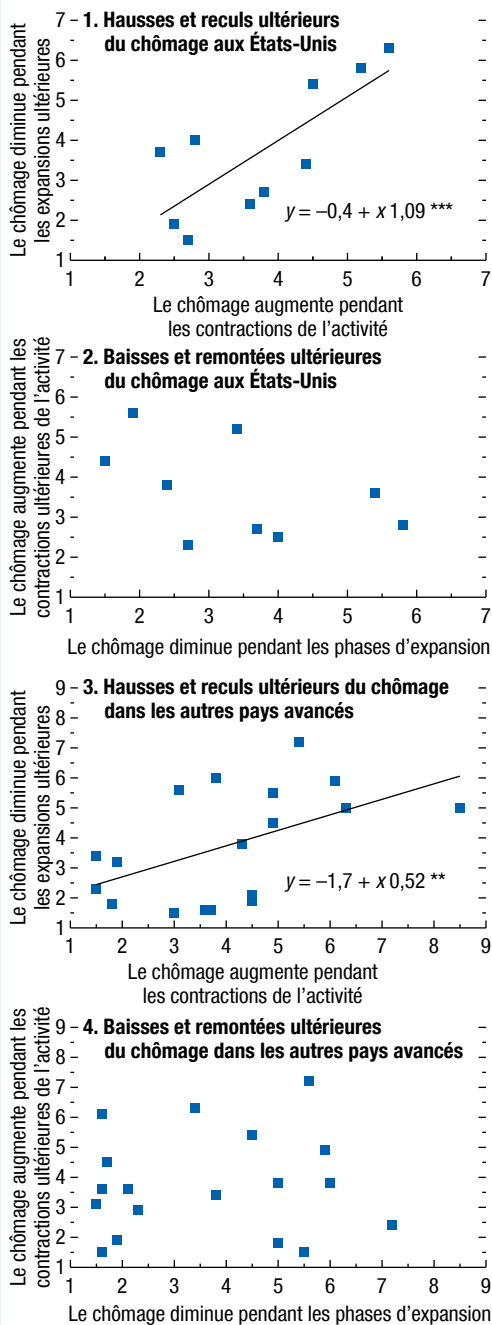
La théorie du « pincement » est-elle compatible avec les données concernant les autres pays ? Les dynamiques du chômage dans les autres pays avancés du Groupe des Vingt font apparaître une évolution similaire. La plage 3 du graphique 1.4.2 présente les données centralisées<sup>2</sup>. Elle montre que les hausses du chômage durant les phases de contraction sont suivies de reculs proportionnels du chômage pendant les reprises ultérieures. Cependant, la corrélation est un peu plus faible qu'aux États-Unis et le coefficient de régression, égal à 0,52, donne à penser que les hausses du taux de chômage ne sont qu'en partie effacées au cours des expansions ultérieures, ce qui témoigne d'une progression tendancielle du chômage structurel. Conformément à la théorie du « pincement », il n'existe encore aucune corrélation forte entre les baisses du chômage et les remontées ultérieures (graphique 1.4.2, page 4).

En résumé, les dynamiques du chômage dans les principaux pays avancés suivent des tendances qui semblent compatibles avec des théories qui provoquent des fluctuations asymétriques du cycle économique. Si les hausses du chômage sont au moins en partie effacées, les reculs du chômage ne le sont pas. De nouvelles études sur la robustesse de ces dynamiques asymétriques et les mécanismes qui les sous-tendent s'imposent.

Les conséquences de la théorie du « pincement » pour la politique macroéconomique ne sont pas négligeables. Par exemple, l'idée que les techniques classiques de filtrage sous-estiment la production potentielle pourrait être utilisée pour faire valoir que les pays ont une situation budgétaire corrigée des variations structurelles plus solide (et un moindre besoin de rééquilibrer leurs finances publiques) qu'estimé en général. Cependant, la théorie du « pincement » suggère aussi que les pays fonctionnent en dessous de leur potentiel, en moyenne. C'est pourquoi une évaluation correcte de la viabilité des finances publiques ne devrait pas reposer sur un indicateur de la production potentielle compatible avec la théorie du « pincement », mais sur la trajectoire de production attendue plus basse. Concernant la politique monétaire, la théorie du « pincement » suppose une courbe de Philips non linéaire, les prix diminuant lentement pendant un repli de l'activité en raison des rigidités nominales à la baisse. La politique monétaire peut donc avoir besoin de s'appuyer davantage sur

<sup>2</sup>Les données des autres pays avancés sont centralisées, car ces pays affichent nettement moins d'observations pour l'analyse que dans le cas des États-Unis, et ce pour deux raisons. D'une part, la série de taux de chômage aux États-Unis débute à la fin des années 40, alors que les données concernant les autres pays tendent à être disponibles à partir des années 70. D'autre part, le taux de chômage des États-Unis fluctue de manière beaucoup plus régulière, alors qu'il suit des tendances plus lentes dans les autres pays.

**Graphique 1.4.2. Dynamiques du chômage dans les pays avancés**  
(En points de pourcentage)



Sources : Haver Analytics ; calculs des services du FMI.  
Note : \*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ .

des indicateurs du ralentissement économique pour définir le degré adéquat de relance, en mettant fin à l'orientation accommodante uniquement lorsque les tensions inflationnistes se matérialisent clairement.

## Dossier spécial — Marchés des produits de base : évolution et prévisions

*Les cours de l'énergie, et plus particulièrement ceux du charbon et du gaz naturel, ont enregistré une baisse généralisée depuis la publication de l'édition d'avril 2019 des Perspectives de l'économie mondiale (PEM). Après un rebond temporaire en avril, tiré par une dynamique de marché positive et des réductions de l'offre, les cours du pétrole ont encore diminué sous l'effet d'une augmentation sans précédent de la production aux États-Unis et de la faiblesse des perspectives de croissance, surtout dans les pays émergents. Devant ce recul, les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), ainsi que d'autres pays exportateurs (dont la Russie), sont convenus de continuer à limiter leur production jusqu'en mars 2020. Si ceux du minerai de fer et du nickel ont remonté en raison de certaines inquiétudes du côté de l'offre, les cours de la plupart des métaux de base ont baissé du fait des tensions commerciales persistantes et de la crainte d'un ralentissement de l'économie mondiale. Les cours des produits agricoles ont légèrement diminué, la hausse de ceux de la viande, provoquée par des épidémies, ayant été plus que neutralisée par la baisse de ceux des autres denrées alimentaires. Le présent dossier spécial propose aussi une analyse approfondie des métaux précieux.*

L'indice des cours des produits de base établi par le FMI a diminué de 5,5 % entre février et août 2019, périodes de référence utilisées respectivement pour l'édition d'avril 2019 et la présente édition des PEM (graphique 1.DS.1, page 1). Les cours de l'énergie, qui ont chuté de 13,1 %, ont tiré ce recul, ceux des denrées alimentaires ont baissé de 1,2 %, et ceux des métaux de base de 0,9 %, sous l'effet de tensions commerciales persistantes et de la crainte d'un ralentissement de l'économie mondiale, que ne compense que partiellement la reprise stimulée par l'offre des marchés du minerai de fer et du nickel. Les cours du pétrole<sup>1</sup> ont nettement rebondi au début de l'année, dépassant 71 dollars le baril en avril, sous l'impulsion de la dynamique positive des marchés financiers, des compressions de l'offre et de la diminution des stocks de pétrole brut des États-Unis. Ils ont néanmoins fortement baissé depuis lors sous l'effet de l'augmentation sans précédent de la production dans ce pays et de la faiblesse de la croissance

Christian Bogmans, Lama Kiyasseh, Akito Matsumoto, Andrea Pescatori (chef d'équipe) ainsi que Julia Xueliang Wang ont préparé le présent dossier avec le concours de Lama Kiyasseh, Claire Mengyi Li et Julia Xueliang Wang en matière de recherche.

<sup>1</sup>Dans le présent document, le cours du pétrole s'entend du cours moyen au comptant établi par le FMI sur la base de l'U.K. Brent, du Dubaï Fateh et du West Texas Intermediate (pondérés également, sauf indication contraire).

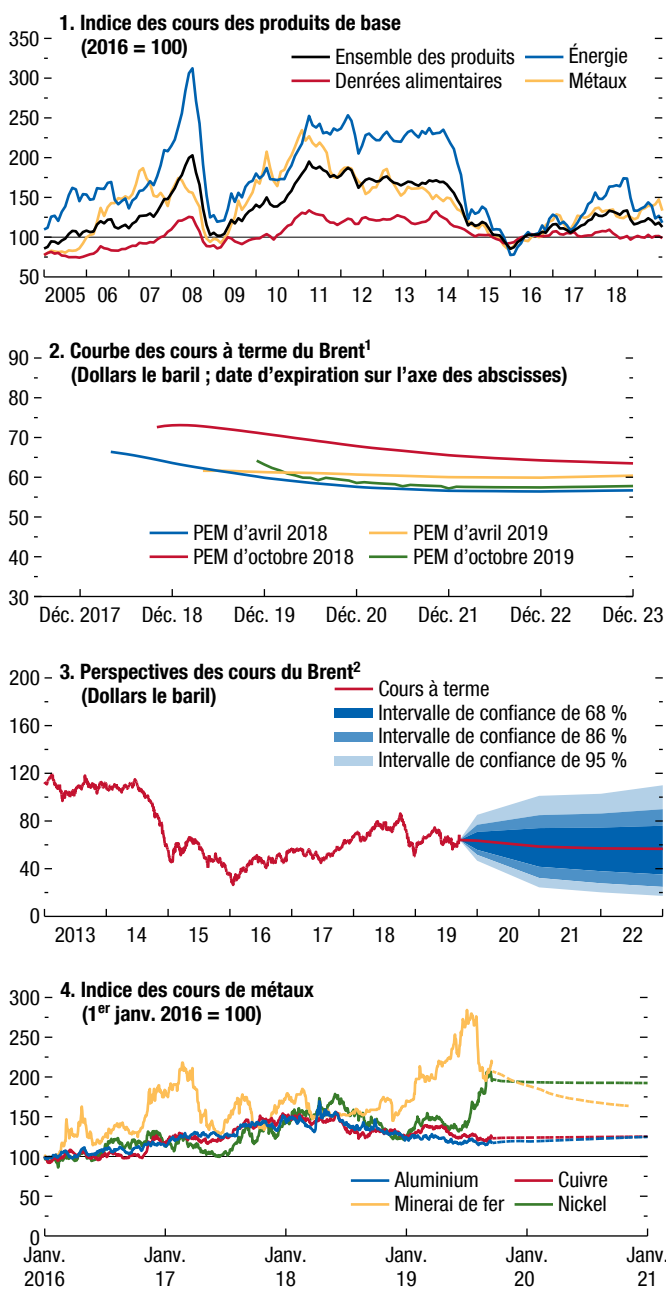
mondiale (surtout dans les pays émergents). Les membres de l'OPEP, ainsi que d'autres pays exportateurs (dont la Russie), ont alors décidé en juillet de prolonger jusqu'à la fin du premier trimestre de 2020 les réductions de production convenues en décembre 2018. Les cours du charbon et du gaz naturel ont reculé dans un contexte marqué par un déclin de l'activité industrielle et de la production d'électricité dans toutes les régions.

### Des cours du pétrole variant à l'intérieur d'une fourchette étroite, dans un contexte marqué par une baisse des cours de l'énergie et un accroissement des incertitudes

Les cours du pétrole ont été relativement stables, se négociant cette année à l'intérieur d'une fourchette étroite malgré l'accroissement des incertitudes géopolitiques. En avril, ils ont dépassé 71 dollars, leur cours le plus élevé en 2019, et sont tombés à leur récent creux de 55 dollars en août, avant de revenir à plus de 60 dollars en septembre. Dans un premier temps, ils ont été poussés à la hausse par le redressement des conditions financières, ainsi que par des interruptions de la production au Venezuela et les tensions entre les États-Unis et l'Iran. À la fin du printemps, toutefois, la faiblesse de l'économie mondiale a fait naître, au sujet de la vigueur de la demande mondiale de pétrole, des craintes qu'a intensifiées une accumulation de stocks de pétrole brut aux États-Unis.

Les perturbations de l'offre et les tensions géopolitiques ont cependant masqué la faiblesse de la demande de pétrole en soutenant temporairement les cours. Le Venezuela a enregistré des pertes de production après des coupures d'électricité en mars, et les exportations de pétrole de la Russie ont été partiellement interrompues en mai du fait de la contamination d'un oléoduc. Bien qu'elles aient été temporaires, ces perturbations ont contribué à l'équilibre du marché, ce qui s'est traduit par une diminution des stocks des États-Unis au début du printemps. En outre, les dérogations accordées par ce pays à huit grands importateurs de pétrole brut iranien n'ont pas été prolongées en mai. De plus, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient se sont intensifiées à cause de plusieurs attentats commis contre des infrastructures pétrolières saoudiennes et des pétroliers près du détroit d'Ormuz, et, étant donné que 20 % environ du commerce mondial de pétrole brut emprunte ce détroit, la crainte d'un conflit dans cette région a provoqué une

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



Sources : Bloomberg Finance L.P. ; FMI, système des cours des produits de base ; Thomson Reuters Datastream ; estimations des services du FMI.

Note : PEM = Perspectives de l'économie mondiale.

<sup>1</sup>Les cours à terme utilisés dans les PEM sont des hypothèses de référence propres à chaque rapport des PEM et sont dérivés des cours à terme. Les PEM d'octobre 2019 ont été établies à partir des cours du 17 septembre 2019 (heure de clôture).

<sup>2</sup>Établies à partir des cours des options sur contrats à terme du 17 septembre 2019.

hausse de la demande de précaution, ainsi que des frais d'assurance. Le 14 septembre, un attentat visant deux installations pétrolières clés de l'Arabie saoudite a bloqué pendant quelques jours une production quotidienne de 5,7 millions de barils (en d'autres termes, la moitié environ de la production totale de ce pays, ou 5 % de la production mondiale), ce qui, dans un premier temps, a fait naître la crainte de perturbations sur le marché physique du pétrole brut et d'une escalade des tensions. Les membres de l'OPEP et d'autres pays exportateurs (dont la Russie) ont apporté un soutien supplémentaire aux cours du pétrole en acceptant, le 1<sup>er</sup> juillet 2019, de continuer de réduire leur production de brut jusqu'en mars 2020, soit pendant neuf mois supplémentaires après la période initiale de six mois, de 0,8 et 0,4 million de barils par jour (mbj), respectivement.

Du côté de la demande, la faiblesse des fondamentaux de l'économie mondiale a été en partie à l'origine d'un recul des cours. La révision à la baisse des prévisions d'avril de la croissance mondiale (qui tombe à 3,0 % en 2019 et à 3,4 % en 2020, soit une diminution de 0,3 % et de 0,2 %, respectivement), à laquelle le FMI a procédé en octobre, illustre un ralentissement de l'activité mondiale tiré en particulier par les pays émergents et la zone euro, ralentissement dans la logique duquel l'Agence internationale de l'énergie a révisé ses prévisions de croissance de la demande de pétrole, qui s'établit désormais à 1,1 mbj en septembre, contre 1,4 mbj en février.

Sur le marché du gaz naturel, les cours au comptant ont diminué ces derniers mois dans un contexte marqué par une hausse de la production et un accroissement des stocks par suite d'un recul de la demande mondiale d'électricité. Les cours du charbon ont parallèlement régressé, à cause d'une contraction de la production d'électricité. La diminution sans précédent l'an dernier des capacités de production d'électricité à partir du charbon aux États-Unis ont exercé d'autres pressions à la baisse. Leur remplacement par des centrales à gaz meilleur marché, dans le droit fil de la tendance mondiale, a réduit la part du charbon dans la production d'électricité aux États-Unis. Malgré la décarbonisation en cours du secteur de l'électricité dans ce pays et le reste du monde, les émissions de gaz à effet de serre ont encore augmenté en 2018 en raison de la vigueur de la croissance mondiale (voir l'encadré 1.DS.1).

À la fin septembre 2019, il ressortait des contrats à terme sur le pétrole que les cours du Brent tomberaient progressivement à 55 dollars au cours des cinq prochaines années (graphique 1.DS.1, page 2). Selon les hypothèses de référence fondées également sur les cours à terme, les cours annuels moyens seraient de 61,8 dollars

le baril en 2019, soit un recul de 9,6 % par rapport à ceux de 2018, et les cours au comptant moyens établis par le FMI de 57,9 dollars le baril en 2020. Malgré les perspectives d'une demande faible, les aléas sont orientés à la hausse à court terme, mais équilibrés à moyen terme (graphique 1.DS.1, page 3). Les aléas à la hausse pesant sur les cours à court terme sont notamment les événements géopolitiques actuels au Moyen-Orient, qui perturbent l'offre de pétrole et accroissent les frais d'assurance et d'expédition des cargaisons de ce produit. Ceux à la baisse sont, entre autres, une augmentation de la production et des exportations des États-Unis grâce à la mise en service des nouveaux oléoducs du bassin permien, le non-respect des ententes conclues par les pays membres ou non membres de l'OPEP et un ralentissement de la demande du secteur de la pétrochimie. En outre, une intensification des tensions commerciales et des autres aléas pesant sur la croissance mondiale pourrait freiner l'activité mondiale et réduire la demande de pétrole à moyen terme.

### Des cours des métaux contrastés

Les cours des métaux de base ont reculé légèrement (de 0,9 %) entre février et août 2019, la hausse de ceux du minerai de fer et du nickel, tirée par l'offre, ne compensant que partiellement les incertitudes commerciales persistantes et la crainte d'un ralentissement de l'économie mondiale, surtout en Chine. Les cours des métaux précieux ont augmenté sous l'effet en partie des anticipations accrues d'un assouplissement monétaire aux États-Unis et de la recherche de la sécurité dans le contexte des tensions commerciales.

Les cours du minerai de fer ont augmenté de 6,7 % entre février et août 2019. Sous l'effet conjugué de perturbations généralisées, notamment l'effondrement du barrage de Vale au Brésil et le cyclone tropical Veronica en Australie, et d'une production d'acier sans précédent en Chine, ils ont atteint leur niveau le plus élevé en cinq ans pendant le premier semestre de 2019. Cependant, le retour à la normale des opérations précédemment perturbées et l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ont été à l'origine d'une forte correction en août, qui a neutralisé en partie la hausse enregistrée depuis le début de l'année. Les cours du nickel, composant clé de l'acier inoxydable et des batteries pour véhicules électriques, ont progressé de 24,1 % entre février et août 2019 du fait de craintes concernant l'offre, l'Indonésie, le premier producteur mondial, interdisant totalement les exportations de minerai de nickel brut à compter de janvier 2020.

La faiblesse de l'économie mondiale a également pénalisé les cours des autres métaux de base. Ceux du cuivre ont reculé de 9,4 % en raison des incertitudes commerciales dans le monde, malgré les récentes réductions de la production en République du Congo, la grève de Chuquicamata au Chili et la hausse des coûts d'extraction de la mine de Grasberg en Indonésie. Ceux de l'aluminium ont diminué de 6,6 % sous l'effet des surcapacités de la Chine et du repli de la demande du marché des véhicules automobiles dans ce pays. Ceux du zinc, qui sert principalement à galvaniser l'acier, ont chuté de 16 % entre février et août 2019, à mesure que les perspectives de la demande d'acier se dégradaient. Ceux du cobalt ont poursuivi leur tendance à la baisse et reculé de 6,1 %, en raison d'un excès de l'offre après la montée en puissance de la production en République démocratique du Congo.

Selon les projections, l'indice annuel des cours des métaux de base établi par le FMI augmentera de 4,3 % en 2019 (par rapport à sa moyenne de 2018) et diminuera de 6,2 % en 2020. Les principaux aléas à la baisse qui pèsent sur les perspectives sont notamment les longues négociations commerciales et un nouveau ralentissement de l'activité industrielle mondiale. Les aléas à la hausse découlent de perturbations de l'offre et de l'application d'une réglementation de l'environnement plus rigoureuse dans les grands pays producteurs de métaux.

### Une hausse des cours de la viande imputable à des épidémies

L'indice des cours des aliments et des boissons établi par le FMI a légèrement diminué (de 1,3 %), le recul des cours des céréales, des légumes, des huiles végétales et du sucre ayant largement neutralisé la forte hausse (13,2 %) de l'indice de ceux de la viande.

Après la propagation rapide de la fièvre porcine africaine en Chine (premier producteur et consommateur de porc au monde) et dans d'autres régions de l'Asie du Sud-Est, les cours du porc ont bondi de 42,8 %. Les informations diffusées sur les épidémies et l'abattage d'animaux ont créé des incertitudes sur les approvisionnements en porc chinois dans l'avenir proche. Les épidémies ont en outre provoqué un resserrement de l'offre et une hausse des cours en Europe et aux États-Unis, les producteurs locaux accroissant leurs exportations vers la Chine. À l'issue de la crise, les cours de certaines autres protéines animales ont également bondi, le bœuf, par exemple, augmentant de 8,3 %.

Les précipitations sans précédent qui ont frappé le Midwest des États-Unis ont retardé l'ensemencement du

maïs et du soja en mai et en juin, introduisant ainsi sur les marchés des céréales une forte prime liée aux conditions atmosphériques, qui a cependant disparu entre la fin juillet et la fin août, car les superficies ensemencées et les rendements du maïs aux États-Unis ont dépassé les anticipations. Une production mondiale robuste a en outre eu une incidence sur les cours du maïs, qui ont en définitive diminué de 3,6 % entre février et août. Le soja a accusé une perte nette de 5,9 %, les tensions commerciales et l'épidémie de fièvre porcine africaine en Chine continuant de peser sur la demande d'aliments pour animaux.

Les cours du cacao ont diminué de 2,7 % sous l'effet des conditions atmosphériques favorables observées en Afrique de l'Ouest en juillet et en août. Ceux de l'huile de palme ont baissé de 2,6 %, car les stocks devraient normalement s'étoffer et la demande mondiale risque, en 2019–20, de se contracter pour la première fois en deux décennies par suite de considérations environnementales dans certains pays importateurs et de l'intensification de la concurrence exercée par d'autres huiles végétales.

Selon les projections, les cours des denrées alimentaires enregistreront une baisse annuelle de 3,4 % en 2019, en raison principalement de leur hausse au premier semestre de 2018, avant d'augmenter de 2,8 % en 2020. Les conditions atmosphériques n'ont pas été normales ces derniers mois, et de nouvelles perturbations constituent toujours un aléa à la hausse pour les prévisions. Le 9 août 2019, la National Oceanic and Atmospheric Administration des États-Unis a annoncé que le phénomène climatique *El Niño*, qui avait commencé en septembre dernier, avait maintenant officiellement pris fin. La résolution du conflit commercial entre les États-Unis, premier exportateur mondial de produits alimentaires, et la Chine demeure la principale source de risque d'une hausse potentielle des cours.

## Métaux précieux

Quels sont les facteurs à l'origine des variations des cours des métaux précieux ? À quelles fins ces métaux sont-ils principalement utilisés ? L'or et les autres métaux sont-ils le refuge ultime et des instruments de couverture contre la perte de discipline monétaire, ou leur rôle de réserve de valeur est-il surestimé ? La présente section vise à répondre à ces questions en présentant d'abord un bref aperçu historique, puis en examinant les caractéristiques essentielles de ces métaux, y compris la répartition géographique de leur production, et, en fin de compte, en

passant en revue certaines réponses qu'il est possible de leur apporter à l'aide d'une analyse économétrique.

### Monnayage, monnaie et métaux précieux : bref aperçu historique

Depuis les temps les plus anciens, le lustre, la ductilité, la rareté et la stabilité chimique remarquable des métaux précieux (comme l'or et l'argent et, ultérieurement, le platine et le palladium, qui partagent les mêmes propriétés physiques) leur confèrent une valeur élevée<sup>2</sup>. La première utilisation de l'or et de l'argent pour les ornements et les cérémonies, ainsi que comme symbole d'un statut social, dans toutes les cultures et les civilisations remonte à la préhistoire (Green, 2007). Sous l'effet conjugué de ces caractéristiques uniques, les métaux précieux sont d'excellentes *réserves de valeur* et ont probablement joué un rôle crucial dans la fabrication des *pièces* (innovation fondamentale dans l'histoire de la monnaie et étape dans le développement de la civilisation elle-même (Mundell, 2002). Le monnayage, à son tour, a inextricablement lié les métaux précieux à l'argent et aux monnaies pendant des siècles<sup>3</sup>.

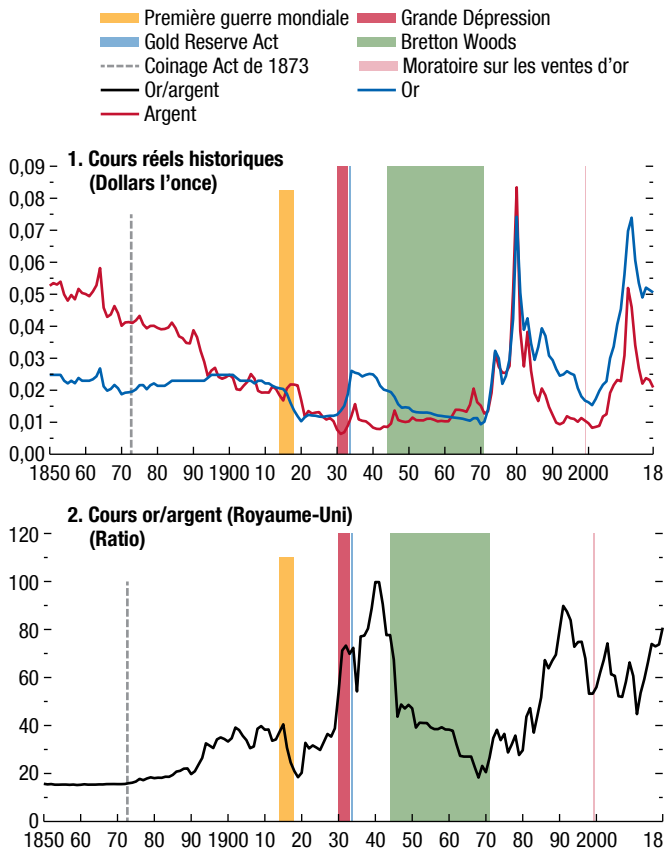
Grâce en outre à leur densité, les pièces d'or et d'argent ont été nettement plus privilégiées comme moyen d'échange que les autres métaux (comme le cuivre), surtout pour les transactions internationales (d'un volume élevé). En conséquence, certaines pièces d'or et d'argent frappées par des entités fiables ont vite bénéficié d'une vaste reconnaissance internationale (par exemple, les florins et les ducats en or au Moyen-Âge et les pesos en argent dans les temps modernes), ce qui a facilité et

<sup>2</sup>L'or et l'argent appartiennent aux sept métaux de l'Antiquité (avec le cuivre, l'étain, le plomb, le fer et le mercure). À l'heure actuelle, 86 métaux sont recensés. En Europe, la première référence au platine apparaît en 1557 dans les ouvrages de l'humaniste italien Giulio Cesare della Scala. Ce n'est toutefois qu'à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle que le platine devient un métal précieux apprécié. William Hyde Wollaston a découvert en 1802 le palladium (dont le nom est curieusement tiré de l'astéroïde 2 Pallas), qui est utilisé en joaillerie et bijouterie comme métal précieux depuis 1939 à titre de substitut du platine dans l'alliage appelé « or blanc ». (La couleur naturellement blanche du palladium ne nécessite pas de rhodiage.) Outre ceux qui sont analysés, les autres métaux précieux sont notamment les métaux du groupe du platine (ruthénium, rhodium, osmium et iridium), qui ne font toutefois guère l'objet d'échanges.

<sup>3</sup>Le début du monnayage est encore entouré de mystère, mais il est vraisemblable que la première pièce (l'électrum, un mélange d'or et d'argent) a été frappée en Lydie vers 600 av. J.-C. Par la suite, le monnayage s'est rapidement répandu dans toute la région méditerranéenne. Les pièces en électrum lydien étaient surévaluées, ce dont tirait parti l'émetteur (seigneurage). Cette surévaluation montre que l'État émetteur doit être assez puissant pour exercer un monopole et empêcher toute concurrence par le jeu d'interdictions draconiennes (Mundell, 2002).



## Graphique 1.DS.2. Cours de l'or et de l'argent



Sources : Measuringworth.com ; Minneapolis Federal Reserve ; calculs des services du FMI

Note : dollars = dollars des États-Unis.

stimulé les échanges entre les royaumes et les civilisations (Vilar, 1976)<sup>4</sup>.

Les étalons métalliques mixtes, qui permettent de convertir les billets de l'État ou de la banque centrale en pièces à un prix fixe, ont représenté l'évolution naturelle pour surmonter certains des obstacles manifestes des étalons uniques (Officer, 2008). Après des siècles de bimétallisme généralisé, dans le cadre duquel le ratio or/argent est donné par le prix de la monnaie, l'étalon monométallique (or) s'est imposé, en suivant l'exemple

<sup>4</sup>En 500 av. J.-C., après la conquête de la Lydie par Darius, la Perse a adopté le monnayage (choisissant un étalon bimétallique) et frappé d'importantes quantités de *sigloi* (monnaie d'argent), qui est devenu la monnaie internationale de l'époque, parallèlement à deux autres pièces anatoliennes (les pièces d'or de Lamapsaque et celles en électrum de Cyzique) (Mundell, 2002). Après l'*aureus* romain au Moyen Âge, les florins florentins et les ducats vénitiens en or ont été acceptés dans toute l'Europe, tandis que le peso en argent (connu également sous l'expression « piastre d'argent ») frappé dans l'empire espagnol est devenu la monnaie internationale des temps modernes (en d'autres termes, l'ancêtre du dollar) et a eu cours légal aux États-Unis jusqu'au Coinage Act de 1857 (Vilar, 1976).

de la Grande-Bretagne, pendant le troisième quart du XIX<sup>e</sup> siècle dans toutes les grandes puissances économiques de l'époque, ce qui a probablement stimulé le commerce mondial<sup>5</sup>. À mesure que l'argent se démonétisait dans le monde, ses cours diminuaient nettement, surtout après le Coinage Act de 1873 (loi connue également sous l'expression « crime de 1873 », Friedman, 1990). En conséquence, après des milliers d'années de stabilité relative, le ratio des cours argent/or est devenu instable et s'est envolé pour passer de 16:1 au milieu des années 1800 à près de 100:1 au cours des décennies suivantes (graphique 1.DS.2, page 2)<sup>6</sup>.

La stabilité du pouvoir d'achat de l'or a été tout à fait remarquable (sauf pendant les guerres mondiales et la Grande Dépression) jusqu'à la suspension de la convertibilité du dollar en or en 1971, qui deux ans plus tard a abouti à l'effondrement du système, inaugurant une nouvelle époque de fluctuation des cours de l'or et coupant indéfiniment le lien entre les métaux précieux et les monnaies (graphique 1.DS.2).

Aujourd'hui encore, dans un monde de monnaies à cours forcé, l'héritage de la convertibilité des monnaies en or est toujours visible, car les avoirs officiels en or, que détiennent pour l'essentiel les banques centrales et des institutions internationales comme le FMI et la Banque des règlements internationaux, représentent toujours une part importante du stock total de métaux précieux dans les réserves officielles et, parfois même, dans la dette publique des pays (tableau 1.DS.1).

La section suivante, consacrée au rôle actuel des métaux précieux dans l'économie mondiale, en examine les volumes de production et les valeurs (importantes pour divers pays), ainsi que l'utilisation.

## Ce qu'il faut savoir sur les métaux précieux

### Production et répartition géographique

La production des métaux précieux (celle du platine et du palladium surtout) est géographiquement concentrée. En termes de flux, la production mondiale d'or a été de

<sup>5</sup>D'après certaines études, l'essor de l'étalon-or classique, entre 1870 et 1913, aurait pu contribuer à hauteur de 20 % au développement du commerce mondial entre 1880 et 1910, ce qui confirme nettement l'idée que la coordination entre les régimes de monnaie-marchandise et les unions monétaires ont été un catalyseur important de la mondialisation au XIX<sup>e</sup> siècle (Lopez-Cordova et Meissner, 2003).

<sup>6</sup>L'argent a été démonétisé d'abord au Royaume-Uni en 1819, puis, durant les années 1870, en Allemagne, en France, dans l'Union scandinave, aux Pays-Bas, en Autriche, en Russie et dans l'Union monétaire latine (Belgique, Italie et Suisse), ainsi qu'aux États-Unis avec le Coinage Act de 1873. À la fin des années 1870, la Chine et l'Inde étaient les seuls grands pays qui, dans les faits, appliquaient l'étalon-argent.

**Tableau 1.DS.1. Réserves d'or officielles**

	Tonnes						Valeur (milliards de dollars)	Pourcentage des réserves	Pourcentage de la dette publique
	1970	1980	1990	2000	2010	2019	2019		
États-Unis	9 839	8 221	8 146	8 137	8 133	8 133	332	75	2
Allemagne	3 537	2 960	2 960	3 469	3 407	3 368	137	70	6
Fonds monétaire international	3 856	3 217	3 217	3 217	2 934	2 814	115	–	#N/D
Italie	2 565	2 074	2 074	2 452	2 452	2 452	100	66	4
France	3 139	2 546	2 546	3 025	2 435	2 436	99	61	4
Fédération de Russie	–	–	–	343	710	2 183	88	19	39
Chine	–	398	395	395	1 054	1 900	77	2	1
Suisse	2 427	2 590	2 590	2 538	1 040	1 040	42	5	15
Japon	473	754	754	754	765	765	31	2	0
Inde	216	267	333	358	558	613	25	65	5
Pays-Bas	1 588	1 367	1 367	912	612	612	25	6	1
Banque centrale européenne	–	–	–	747	501	505	21	28	#N/D
Province chinoise de Taiwan	73	98	421	421	424	424	17	4	8
Portugal	802	689	492	607	383	383	16	60	5
Kazakhstan	–	–	–	56	67	367	15	56	40
Ouzbékistan	–	–	–	–	–	355	14	53	136
Arabie saoudite	106	142	143	143	323	323	13	3	9
Royaume-Uni	1 198	586	589	563	310	310	13	8	1
Turquie	113	117	127	–	–	296	12	14	5
Liban	255	287	287	287	287	287	12	23	14

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

Note : Les valeurs pour 2019 datent de mars.

**Tableau 1.DS.2. Production de métaux précieux (2016–18)**

Or	Valeur (milliards de dollars)	Part mondiale cumulée (pourcentage)		Argent	Valeur (milliards de dollars)	Part mondiale cumulée (pourcentage)
Chine	13,1		11	Mexique	3,1	21
Australie	9,3		18	Pérou	2,3	37
Russie	8,5		26	Chine	1,7	48
Kazakhstan	8,4		32	Chili	0,7	53
États-Unis	7,4		39	Russie	0,7	58
Ghana	7,4		45	Pologne	0,7	63
Pérou	6,2		50	Australie	0,7	67
Canada	6,2		55	Bolivie	0,7	72
Brésil	5,6		59	Kazakhstan	0,6	76
Papouasie-Nouvelle-Guinée	4,7		63	Argentine	0,6	80
Afrique du Sud	4,5		67	États-Unis	0,5	84
Mexique	4,2		71	Autres pays	2,4	100
Autres pays	35,6		100	Monde	14,8	
Monde	121,3					

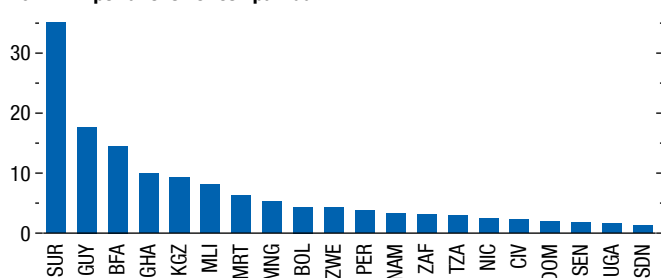
Palladium	Valeur (milliards de dollars)	Part mondiale cumulée (pourcentage)		Platine	Valeur (milliards de dollars)	Part mondiale cumulée (pourcentage)
Russie	2,2		39	Afrique du Sud	3,9	70
Afrique du Sud	2,1		75	Russie	0,7	82
Canada	0,5		83	Zimbabwe	0,4	89
États-Unis	0,4		90	Canada	0,3	95
Zimbabwe	0,3		95	États-Unis	0,1	97
Autres pays	0,3		100	Autres pays	0,2	100
Monde	5,8			Monde	5,6	

Sources : FMI, système des cours des produits de base ; Institut d'études géologiques des États-Unis ; calculs des services du FMI.

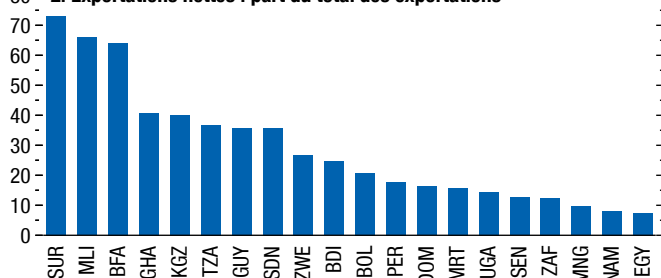
Note : moyenne triennale (2016–18) des cours et de la production.

**Graphique 1.DS.3. Métaux précieux : importance macroéconomique**  
(En pourcentage)

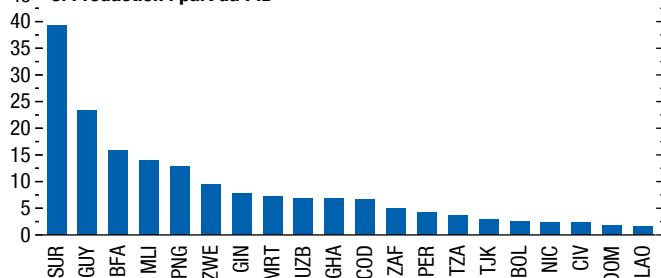
**1. Exportations nettes : part du PIB**



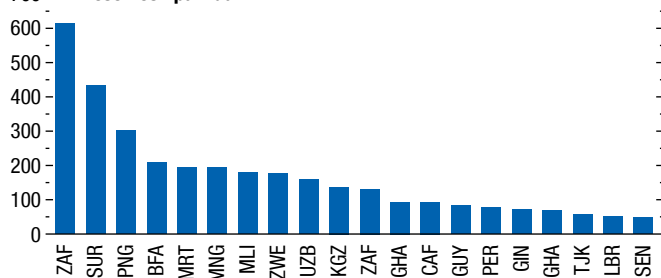
**2. Exportations nettes : part du total des exportations**



**3. Production : part du PIB**



**4. Réserves : part du PIB**



Sources : FMI, système des cours des produits de base ; S&P Global Market Intelligence ; Thomson Reuters Datastream ; Organisation des Nations Unies, COMTRADE ; Institut d'études géologiques des États-Unis ; Banque mondiale, Indicateurs de développement dans le monde ; calculs des services du FMI.  
Note : Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

l'ordre de 3 260 tonnes métriques en 2018, soit l'équivalent de 134 milliards de dollars environ. Les cinq premiers pays producteurs (Chine, Australie, Russie, États-Unis et Canada) comptent pour plus de 40 % de cette production. En termes de valeur, la production d'or dépasse celle de cuivre et éclipsé celle des autres métaux précieux. La production mondiale d'argent, de palladium et de platine se chiffrait à 13, 9 et 4 milliards de dollars, respectivement, en 2018, mais elle est beaucoup plus concentrée : par exemple, les deux premiers producteurs d'argent (le Mexique et le Pérou) représentent près de 40 % de la production mondiale. De même, la Russie et l'Afrique du Sud comptent pour les trois quarts de la production mondiale de palladium, et l'Afrique du Sud, à elle seule, pour plus des deux tiers de celle de platine (tableau 1.DS.2).

Prises ensemble, la production totale et les réserves de métaux précieux représentent une part non négligeable du PIB (exportations) de divers pays (graphique 1.DS.3), surtout petits ou moyens à faible revenu (Burkina Faso, Ghana, Mali et Suriname, par exemple). Les variations des cours peuvent donc engendrer d'importants effets de revenu et de patrimoine dans un grand nombre de pays.

Dans le cas des métaux précieux, le ratio extraction/cours est relativement peu élastique, comme le montre la flambée de ceux-ci au milieu de la première décennie 2000 (Erb et Harvey, 2013). Les ratios de production des métaux précieux ne suivent pas une tendance claire à long terme, et le boom de la production d'argent en Amérique aux XVI<sup>e</sup> et XVII<sup>e</sup> siècles a, ce qui est étonnant, à peine influencé le ratio or/argent (tableau 1.DS.3)<sup>7</sup>. En outre, les ratios production/cours dans le cas de l'argent et de l'or n'ont fait apparaître aucune relation manifeste au cours de la dernière décennie, ce qui donne à penser que l'offre relative de métaux précieux n'a guère eu d'incidence sur les variations des cours.

### Utilisations

Il est possible de classer la demande de métaux précieux comme suit : industrie, joaillerie et bijouterie, investissement, achats officiels nets par les banques centrales et les organisations internationales. Plus de la moitié de l'or récemment extrait est utilisé par le secteur de la joaillerie et de la bijouterie (graphique 1.DS.4). En ce qui concerne l'argent, par contre, les applications

<sup>7</sup>Il est intéressant de souligner que, si, en termes de volume, la production des métaux précieux a augmenté d'environ 500 fois depuis 1500, le PIB et la population à l'échelle mondiale ont progressé de 50 et 15 fois, respectivement (Malanima, 2009). Au cours de cette période, le pouvoir d'achat de l'or et de l'argent n'a pas diminué (Erb et Harvey, 2013).

**Tableau 1.DS.3. Rareté relative**  
(Production, ratios en termes de volume)

	Essor de la production d'argent en Amérique										
	Début des années 1500	1500	1600	1700	1800	1900-10	1995-99	2000-04	2005-09	2010-14	2015-18
Argent (volume en tonnes métriques)	47	233	373	570	2 223	5 655	16 260	19 280	21 120	24 920	26 775
Argent/platine							104	102	100	132	144
Argent/palladium							119	105	104	126	124
Argent/or	8,1	32,7	40,8	30,0	11,9	10,2	7,0	7,6	8,8	9,1	8,5
Argent/cuivre							0,0014	0,0014	0,0014	0,0015	0,0013
Ratio des cours or/argent	11,0	11,3	13,5	15,0	19,2	35,7	64,8	64,2	57,9	56,9	75,4

Sources : Broadberry et Gupta (2006) ; Institut d'études géologiques des États-Unis ; Vilar (1976) ; calculs des services du FMI.

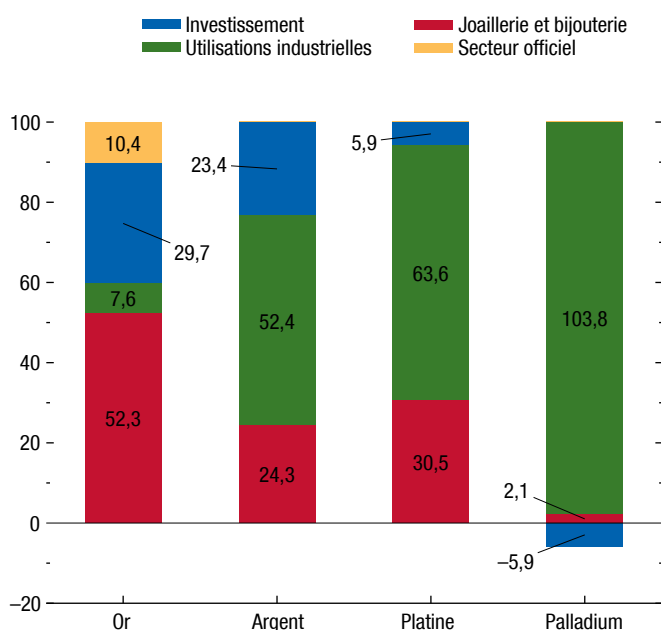
Note : Les ratios de production historiques sont des moyennes séculaires.

industrielles sont diverses et représentent plus de la moitié de la consommation, alors que la coefficient négatif avant 1973, mais positif par la suite. joaillerie et la bijouterie ne comptent que pour 25 % de la demande. La demande d'or et d'argent à des fins d'investissement (sous forme de pièces et de lingots ou d'avoirs en fonds négociés en bourse) varie considérablement, car elle est

plus sensible aux cours<sup>8</sup>. Les utilisations industrielles sont plus importantes pour le platine et, surtout, le palladium, qui entrent dans la fabrication des convertisseurs catalytiques dans l'industrie automobile.

Les avoirs en or du secteur officiel sont élevés et représentent environ 30 % du stock mondial d'or. Leur vente peut perturber le marché et, en conséquence, est limitée à 400 tonnes métriques par an<sup>9</sup>. Le déclin du rôle de l'or dans les bilans des banques centrales des pays avancés a toutefois été plus que neutralisé par un bond récent des réserves d'or des pays émergents (tableau 1.DS.1). La prochaine section abordera les métaux précieux sous l'angle de l'investissement financier en les assimilant à une catégorie d'actifs, en analysant les principaux facteurs déterminant leur cours et en s'intéressant à leurs caractéristiques de valeur refuge et de protection en cas de turbulences sur le marché et de forte inflation.

**Graphique 1.DS.4. Demande totale : parts**  
(Pourcentage)



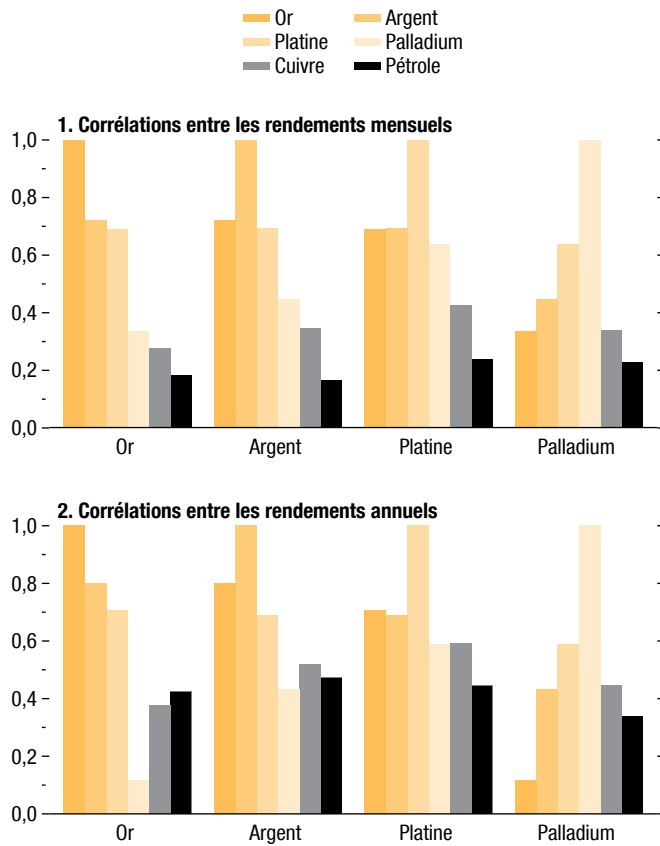
Sources : World Silver Survey (2018) ; PGM Market Report ; World Gold Council.  
Note : L'investissement couvre les pièces, les lingots et les variations des stocks d'avoirs en fonds négociés en bourse ; dans le cas de l'argent, la joaillerie et la bijouterie comprennent l'orfèvrerie et, dans celui du platine et du palladium, les applications industrielles incluent les autocatalystes ; moyennes pour la période 2015-17.

### Cours des métaux précieux : caractéristiques

Il est possible de considérer les métaux précieux comme une catégorie d'actifs propre. Leur rendement fait ressortir une forte corrélation entre eux, surtout l'or, l'argent et le platine, qui cadre avec leurs classements respectifs dans les utilisations industrielles (graphique 1.DS.5). En termes de fréquences mensuelles, la relation entre l'or et l'argent est la plus forte (0,72) et

<sup>8</sup>Le fonds négocié en bourse GLD détient 20 % du stock total (dispersé dans des entrepôts dans le monde) de ces fonds. Les débris sont une autre source importante de l'offre sensible au cours, qui, dans le cas de l'or, représentent près de la moitié de la production minière.

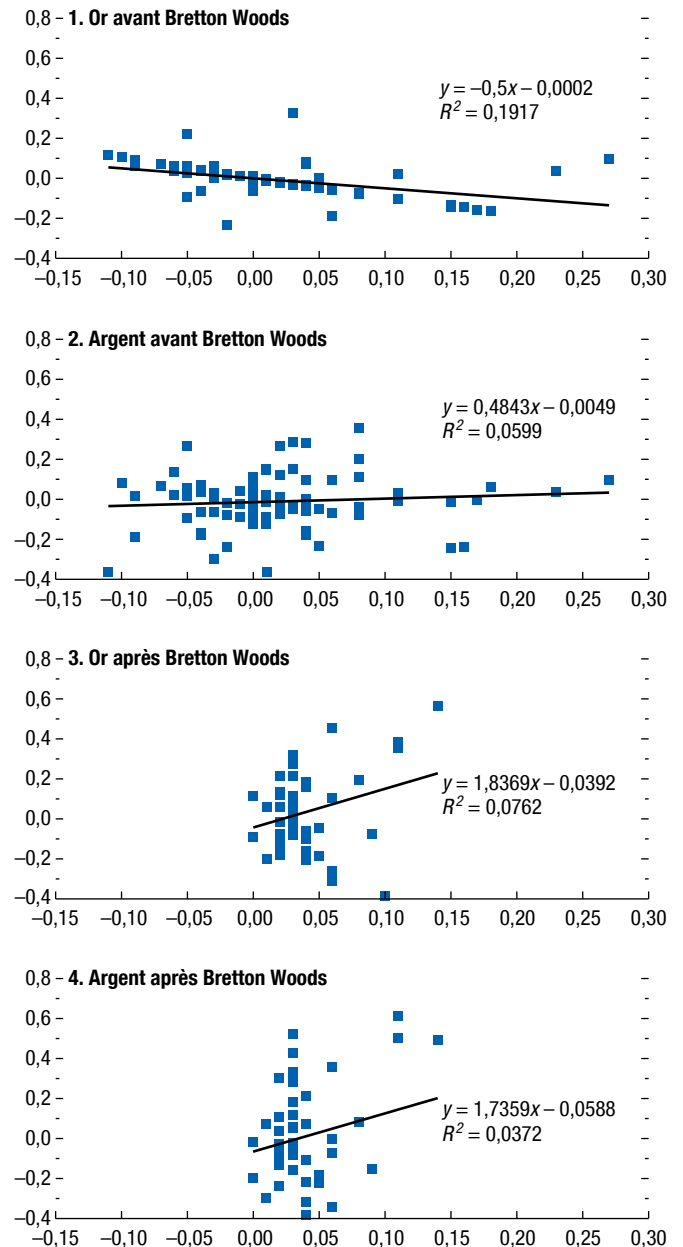
<sup>9</sup>Le moratoire des banques centrales sur les ventes d'or (septembre 1999) a provoqué une hausse de 25 % des cours en un mois. Depuis lors, trois accords (en 2004, 2009 et 2014) limitent le volume d'or que les signataires peuvent vendre au cours d'une seule année.

**Graphique 1.DS.5. Métaux précieux, cuivre et pétrole : corrélations**

Sources : FMI, système des cours des produits de base ; calculs des services du FMI. Note : Pour l'or, l'argent, le cuivre et le pétrole, la période de l'échantillon est comprise entre le premier mois de 1970 et le cinquième mois de 2019 ; celle du platine commence en 1976 et celle du palladium en 1987.

celle entre le palladium et l'or la plus faible (0,33 %). À des fréquences plus espacées, les cours du palladium sont davantage liés à ceux des métaux industriels (comme le cuivre) qu'à ceux de l'or, mais la relation la plus robuste dans le cas du palladium est toujours avec le platine, son proche substitut. Les variations de la production industrielle mondiale n'ont toutefois guère d'incidence sur les cours des métaux précieux, même ceux du palladium et du platine (tableau 1.DS. 5).

La relation entre les métaux précieux et l'inflation a toujours varié en fonction du système monétaire en place. Dans les régimes métalliques historiques (monnaie rattachée à des métaux), comme celui de Bretton Woods, une hausse des cours allait de pair avec une baisse du cours réel des métaux (graphique 1.DS.6). Ce résultat s'est toutefois inversé dans les régimes de monnaie à cours forcé contemporains.

**Graphique 1.DS.6. Métaux précieux et hausse de l'indice des prix à la consommation**

Sources : Measuringworth.com ; Minneapolis Federal Reserve ; calculs des services du FMI.

Note : Une régression de la variation annuelle des cours réels de l'or (argent) sur la hausse de l'indice des prix à la consommation des États-Unis indique un coefficient négatif avant 1973, mais positif par la suite.

Bekaert et Wang (2010) se proposent de vérifier si un actif protège bien contre l'inflation en procédant purement et simplement à une régression de son rendement nominal sur l'inflation et en faisant valoir que, si la pente de la régression (bêta d'inflation) est de 1, la protection est bonne. Les moyennes des bêta d'inflation des métaux

**Tableau 1.DS.4. Bêta d'inflation : moyennes mondiales**

Horizon	Or	Argent	Platine	Palladium
1 mois	0,42	0,48	0,44	0,40
6 mois	0,77	0,81	0,77	0,66
12 mois	0,90	0,89	0,82	0,61
5 ans	1,05	1,05	0,89	0,72

Sources : FMI, *International Financial Statistics* ; FMI, système des cours des produits de base ; Newey and West (1987) ; calculs des services du FMI.

Note : Les bêta indiqués sont des moyennes pondérées pour tous les pays (pondération = l'inverse des erreurs-types de Newey–West) et, pour chaque pays, ils sont issus de régressions entre la différence logarithmique des cours nominaux des métaux précieux à 1 mois, 6 mois, 12 mois et 5 ans en monnaie locale, et l'inflation correspondant au même horizon temporel.

précieux calculées pour un vaste ensemble de pays pendant la période 1978–2019<sup>10</sup> sont inférieures à 1 à une fréquence mensuelle, mais se rapprochent de 1 à mesure que l'horizon s'allonge, surtout dans les cas de l'or et de l'argent (tableau 1.DS.4). Cependant, l'adéquation de la régression est en général faible, et les bêta varient considérablement selon les pays (voir le tableau de l'annexe 1.SF.1 en ligne), ce qui donne à penser que les métaux

<sup>10</sup>L'Executive Order n° 6102, publié en 1933, interdisait de théoriser de l'or (sous forme de pièces, de lingots ou de certificats) sur le territoire continental des États-Unis. Les restrictions afférentes à la possession privée d'or dans ce pays ont été abrogées en 1974, ce qui s'est traduit par une reprise du commerce des lingots sur les marchés au comptant et à terme en 1975.

précieux, or et argent compris, ne constituent pas une protection fiable et robuste contre l'inflation<sup>11</sup>. Ce résultat n'est toutefois pas surprenant étant donné que les cours des métaux précieux, même ceux de l'or, sont devenus nettement plus instables après l'expiration des accords de Bretton Woods. Néanmoins, le modèle semble indiquer que les cours de l'or ont atteint des sommets

<sup>11</sup>Une conclusion analogue est tirée lorsqu'est vérifiée l'existence d'une racine unitaire dans le cours réel des métaux précieux à long terme. La plupart des tests ne sont pas concluants, ce qui donne à penser que les cours des métaux n'offrent pas une vraie protection contre l'inflation. En fait, même si les rendements réels à long terme sont proches de zéro, les variations du cours réel des métaux précieux peuvent être très persistantes, surtout en monnaie locale.

**Tableau 1.DS.5. Rendements à un mois des métaux précieux : déterminants**

	(1) Or	(2) Argent	(3) Platine	(4) Palladium	(5) Cuivre
Production industrielle	0,095 (0,26)	-0,018 (-0,03)	0,487 (0,94)	1,049 (1,43)	1,993*** (3,79)
Inflation non anticipée	2,583* (2,24)	2,690 (1,32)	3,117* (2,41)	0,407 (0,22)	1,297 (1,06)
Inflation anticipée : décalage	0,406 (0,86)	-0,086 (-0,10)	-0,128 (-0,24)	-2,235** (-3,29)	-0,062 (-0,15)
Cours du pétrole	-0,001 (-0,74)	0,002 (1,14)	0,002 (1,59)	0,00292* (2,01)	0,00371*** (3,98)
Bons du Trésor des États-Unis	-17,210 (-1,87)	5,885 (0,31)	0,061 (0,01)	60,04* (2,15)	-5,640 (-0,74)
Bons du Trésor des États-Unis : décalage	12,330 (1,34)	-10,760 (-0,59)	-2,681 (-0,32)	-53,170 (-1,86)	4,101 (0,52)
Cours réel des métaux précieux : décalage	-0,0163** (-3,31)	-0,0341*** (-3,43)	-0,0286** (-3,06)	-0,012 (-1,24)	-0,013 (-1,69)
Taux de change	-1,219*** (-6,93)	-1,437*** (-4,17)	-1,456*** (-6,19)	-0,561 (-1,68)	-1,365*** (-4,99)
Instabilité de l'inflation	0,909* (2,34)	2,373** (2,8)	0,821 (1,55)	1,327 (1,62)	0,254 (0,57)
Constante	0,0293** (2,62)	-0,0792** (-3,28)	0,0654** (3,22)	0,0456* (2,02)	0,049 (1,85)
Date de début de l'échantillon	1980m1	1980m1	1980m1	1987m2	1980m1
Date de fin de l'échantillon	2018m12	2018m12	2018m12	2018m12	2018m12
R <sup>2</sup>	0,18	0,15	0,21	0,15	0,26

Sources : prévisions de Consensus Economics ; FMI, système des cours des produits de base ; Thomson Reuters Datastream ; université du Michigan, enquête auprès des consommateurs ; calculs des services du FMI.

Note : Les variables sont sur une échelle logarithmique et la production industrielle et le cours du pétrole en différence logarithmique. Décalage du cours réel des métaux précieux = cours réel de la variable dépendante en dollars. Taux de change = taux de change établi pour être orthogonal aux autres variables indépendantes en utilisant le taux de change effectif nominal. Instabilité de l'inflation = écart-type mobile de l'inflation sur une période de 36 mois. Statistiques *t* entre parenthèses.

\* $p < 0,05$ , \*\* $p < 0,01$ , \*\*\* $p < 0,001$

**Tableau 1.DS.6. Rendements des actifs liés aux variations journalières les plus fortes de l'indice S&P 500**  
(Variation en pourcentage)

	S&P 500	Or	Argent	Platine	Palladium	Dollar	Rendement à 10 ans	Métaux	Bitcoin
30 hausses les plus fortes	5,3 (4,3 ; 5,5)	0,0 (-1,1 ; 1)	-0,2 (-2,5 ; 0,9)	0,1 (-1,2 ; 1,6)	0,7 (-1,2 ; 3,7)	-0,3 (-0,8 ; 0,3)	4,9 (-2,9 ; 11,2)	0,5 (-1,7 ; 2,3)	1,2 (-1,2 ; 1,7)
50 hausses les plus fortes	4,7 (3,8 ; 4,9)	-0,4 (-1,3 ; 0,7)	-0,6 (-2,5 ; 0,6)	0,2 (-0,9 ; 1,7)	0,3 (-1,5 ; 2,2)	-0,2 (-0,6 ; 0,5)	5,3 (-2,5 ; 12,8)	0,4 (-1,4 ; 2,1)	0,9 (-0,8 ; 2,5)
100 hausses les plus fortes	3,9 (3,1 ; 4,2)	-0,3 (-0,7 ; 0,5)	-0,4 (-1,6 ; 0,7)	0,3 (-0,7 ; 1,5)	0,3 (-0,8 ; 1,4)	-0,1 (-0,6 ; 0,5)	5,6 (-0,9 ; 12,2)	0,6 (-0,4 ; 1,8)	0,0 (-3,9 ; 0,9)
30 baisses les plus fortes	-6,0 (-6,9 ; -4,8)	0,6 (-0,8 ; 1,8)	0,2 (-0,4 ; 0,7)	-0,5 (-1,5 ; 0,9)	-0,9 (-2 ; 1,3)	0,3 (-0,2 ; 0,8)	-9,2 (-17,7 ; -3)	-2,7 (-4 ; -1,8)	-0,3 (-2,5 ; 4,1)
50 baisses les plus fortes	-5,2 (-6 ; -3,9)	0,5 (-0,8 ; 1,8)	0,1 (-0,6 ; 0,6)	-0,4 (-1,6 ; 1,1)	-1,0 (-2,2 ; 0,9)	0,1 (-0,5 ; 0,8)	-9,1 (-14,2 ; -3,4)	-2,0 (-3,8 ; -0,4)	-2,6 (-4,3 ; 4,2)
100 baisses les plus fortes	-4,2 (-4,6 ; -3,1)	0,3 (-0,6 ; 1,2)	0,0 (-1 ; 1,1)	-0,4 (-1,4 ; 1,1)	-0,9 (-2,1 ; 0,8)	0,1 (-0,5 ; 0,7)	-7,5 (-11,7 ; -3,6)	-1,5 (-2,7 ; -0,1)	-1,4 (-4 ; 3,7)

Sources : Thomson Reuters Datastream ; calculs des services du FMI.

Note : Les chiffres représentent le rendement des actifs (variation en pourcentage) attribuable à d'importantes fluctuations du S&P 500. Par exemple, les 30 hausses et les 30 baisses les plus fortes renvoient à la variation moyenne en pourcentage des hausses et des baisses journalières respectives de cet indice. Les données pour tous les rendements des actifs sont classées selon le S&P 500. Le rendement à 10 ans est l'écart quotidien en points de base des rendements des bons du Trésor des États-Unis à 10 ans. Pour tous les autres indicateurs, les données correspondent à des taux de croissance quotidiens. Dans le cas du bitcoin, la période retenue va du 18 août 2011 au 19 août 2019. Les métaux suivent l'indice des cours des métaux de base établi par le FMI. S'agissant de tous les autres indicateurs, le créneau temporel est compris entre le 1<sup>er</sup> janvier 1998 et le 19 août 2019. Les chiffres sur le bitcoin sont ajustés en les multipliant par le ratio des variations du S&P 500 pendant les intervalles de temps susmentionnés. Les données entre parenthèses représentent l'écart interquartile.

en 1980 et en 2012, deux périodes marquées par la crainte, justifiée ou non, d'une vague généralisée de forte inflation à l'échelle du monde<sup>12</sup>. Cette observation nécessiterait de vérifier dans quelle mesure les métaux précieux peuvent protéger contre les événements en queue de distribution, comme l'effondrement des régimes de monnaie à cours forcé, ce qui serait toutefois une lourde tâche puisque cela ne s'est jamais produit.

Une solution plus viable consiste à procéder à une régression des cours des métaux précieux sur une mesure du risque d'inflation (instabilité antérieure de l'inflation ou dispersion des prévisions d'inflation, par exemple) et une série de variables de contrôle (tableau 1.DS.5). Les résultats de l'analyse confirment que les cours des métaux précieux réagissent aux craintes inflationnistes. L'analyse a utilisé des données mensuelles à compter de 1978, en

<sup>12</sup>Au début des années 80, la hausse des prix à la consommation avait atteint un pic de près de 15 % aux États-Unis. En 2012, nombre de banques centrales dans le monde avaient adopté l'assouplissement quantitatif, le bilan de la Réserve fédérale américaine avait doublé alors que la hausse des prix à la consommation aux États-Unis avait culminé à près de 4 % l'année précédente. Selon Bekaert et Wang (2010), la récente crise a amené les observateurs du marché et les économistes à se demander si l'inflation renaîtra de ses cendres dans les années à venir. Les banques centrales dans le monde ont injecté des quantités importantes de liquidités dans le système financier, et la dette publique a explosé partout. Il n'est pas difficile d'imaginer que les tensions inflationnistes puissent refaire surface et se venger une fois que l'économie aura rebondi. Dans les deux épisodes, toutefois, les craintes ont été sans doute surestimées, l'inflation ayant reculé au cours des années suivantes (dans la plupart des pays avancés).

neutralisant les effets de taux de change (traditionnellement, un facteur déterminant important), des rendements du Trésor (approximation des coûts de détention), de la stationnarité et de l'inflation anticipée ou non. Une aggravation d'un écart-type des incertitudes inflationnistes entraîne en général une hausse mensuelle du cours de l'or et de l'argent de 0,8 % et de 1,6 %, respectivement. Une diminution de ces incertitudes peut expliquer la moitié du recul du cours de l'or observé dans les années 90 et un tiers de la hausse de ce cours après 2008. Le rôle des incertitudes inflationnistes est en revanche positif, quoique peu important, pour la platine et le palladium, mais non pertinent pour le cuivre. Il est intéressant de noter qu'en raison de la facturation en dollars, l'appréciation de cette monnaie a un effet négatif important analogue sur tous les métaux testés, y compris le cuivre. Le coefficient supérieur à l'unité est plus surprenant, ce qui donne à penser que les cours des métaux sont extrêmement sensibles au dollar<sup>13</sup>.

Outre les fluctuations de cours se situant en queue de distribution dans la sphère monétaire, les métaux précieux sont considérés comme des actifs sûrs en période de fortes incertitudes économiques et politiques, représentées approximativement par les variations des cours

<sup>13</sup>Capie, Mills et Wood (2005), ainsi que Sjaastad (2008), examinent le rôle de valeur refuge joué par l'or par rapport aux variations du dollar et font ressortir une relation inverse entre les taux de change de cette monnaie et les cours de l'or. Ce résultat a également été constaté pour les cours du pétrole (Kilian et Zhou, 2019).

boursiers. Le tableau 1.DS.6 montre qu'il n'y a pas de relation avec les rendements de l'or et (dans une moindre mesure) de l'argent les jours de fortes fluctuations boursières : les 30 booms boursiers les plus importants vont de pair avec un cours moyen de l'or stable, et les 30 baisses les plus fortes avec une légère hausse de ce cours, la réaction moyenne faisant toujours l'objet d'une grande incertitude. Ce rôle de valeur refuge, que jouent l'or et, dans une moindre mesure, l'argent, mais non le platine ni, en particulier, le palladium, est partagé par le dollar et les bons du Trésor, qui sont à cet égard des instruments typiques. Ce rôle n'est pas non plus partagé par les autres métaux de base. En dernier lieu, les cryptomonnaies, qui présentent certaines ressemblances avec l'or et l'argent, ne semblent pas être des valeurs refuges pendant les débâcles boursières<sup>14, 15</sup>. En outre, à la différence de l'or et de l'argent, elles n'ont pas de valeur intrinsèque.

## Conclusions

Les métaux précieux sont macroéconomiquement pertinents (et ce d'autant plus pour certains pays à faible revenu) et ont une utilité industrielle (platine et palladium, entre autres), même si l'activité mondiale n'influe que faiblement sur leur cours. L'or et l'argent peuvent être des valeurs refuges contre l'inflation, mais il convient de ne pas surévaluer cette fonction, surtout lorsque l'inflation fluctue peu. Par contre, étant donné le rôle qu'ils ont historiquement joué dans les systèmes monétaires et la stabilité du pouvoir d'achat, ils ont parfois, semble-t-il, bénéficié de la crainte (éventuellement irrationnelle) d'un effondrement des grands régimes de monnaie à cours forcé. Cette fonction a probablement été plus manifeste pendant certaines (mais pas toutes) grandes crises économiques ou politiques, représentées approximativement par les variations des marchés boursiers, qui ont incité les investisseurs à rechercher la sécurité, l'or étant une valeur sûre, comme les bons du Trésor des États-Unis. Pour l'instant, les cryptoactifs ne semblent pas partager cette caractéristique.

<sup>14</sup>Les cours des cryptomonnaies, représentées par le bitcoin, sont calculés pour 2011–19.

<sup>15</sup>Comme dans le cas de l'or et de l'argent, l'offre de certaines cryptomonnaies est limitée. En outre, les cryptomonnaies intéressent leurs utilisateurs et les investisseurs en raison de leur nature décentralisée et de leur caractère anonyme.



### Encadré 1.DS.1. Que se passe-t-il avec les émissions mondiales de carbone ?

Afin de freiner le rythme du changement climatique, il est impérieux de réduire les émissions de carbone. Cependant, comment ces émissions ont-elles évolué au cours de la dernière décennie ? Et quels sont les pays qui tirent cette évolution ? Bien qu'elles n'aient pas varié entre 2014 et 2016, les émissions mondiales de carbone ont rebondi de façon inquiétante en 2017 et en 2018 (graphique 1.DS.1.1).

La Chine a été le principal moteur de la croissance des émissions depuis le début du siècle, mais ce rôle a diminué ces dernières années à mesure que les réformes économiques s'accéléraient. Par contre, l'Inde et d'autres pays émergents comblent partiellement l'écart. En 2018, les émissions ont reculé dans tous les pays du Groupe des Sept, exception États-Unis faite des États-Unis, où elles ont augmenté à cause d'une reprise de la production industrielle et de mauvaises conditions atmosphériques (voir BP, 2019).

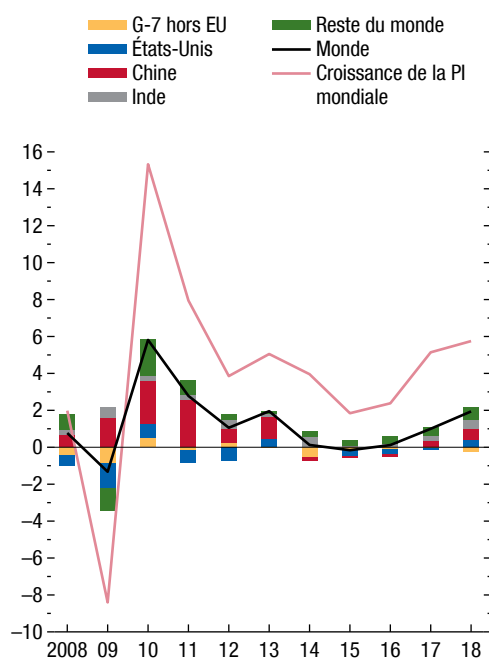
Christian Bogmans, Akito Matsumoto et Andrea Pescatori ont préparé le présent encadré.

Il est possible de décomposer les émissions totales  $E$  comme le produit de l'intensité carbone  $c$  (émissions de carbone par unité d'énergie), de l'intensité énergétique  $e$  (énergie par unité de PIB), du PIB par habitant  $y$  et de la population  $P$  (Kaya et Yokobori, 1997) :

$$E = \frac{E}{\text{Énergie}} * \frac{\text{Énergie}}{\text{PIB}} * \frac{\text{PIB}}{P} P = c * e * y * P.$$

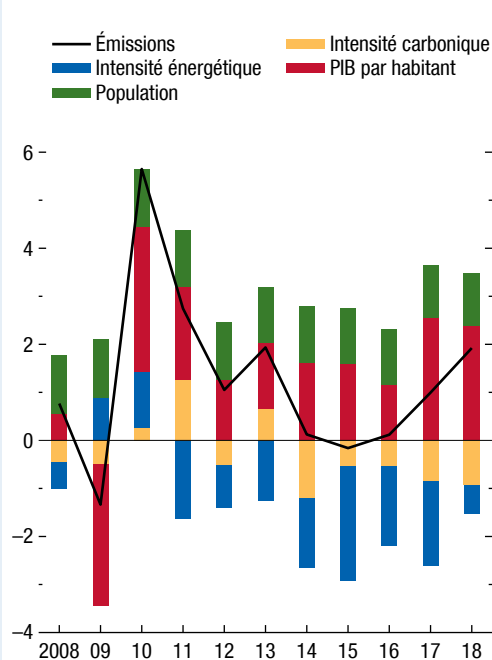
La contribution de la croissance des revenus à celle des émissions de carbone est plus importante en moyenne et plus cyclique que celle de la croissance démographique (graphique 1.DS.1.2). En diminuant, l'intensité énergétique a constamment aidé à réduire la progression des émissions, mais, en 2018, sa contribution a été plus faible, à cause probablement d'une reprise cyclique de la production industrielle mondiale. Cette année-là, la décarbonisation a été le facteur d'atténuation le plus important, les énergies éoliennes et solaires et le gaz naturel ayant lentement remplacé le charbon comme source privilégiée d'énergie dans tous les secteurs de l'électricité des principaux pays émetteurs.

**Graphique 1.DS.1.1. Émissions mondiales : contributions géographiques**  
(Variation en pourcentage)



Sources : British Petroleum ; Agence internationale de l'énergie ; calculs des services du FMI.  
Note : G-7 = Groupe des Sept ; PI = production industrielle.

**Graphique 1.DS.1.2. Émissions mondiales : contributions par source**  
(Variation en pourcentage)



Sources : British Petroleum ; Agence internationale de l'énergie ; Banque mondiale, Indicateurs de développement dans le monde ; calculs des services du FMI.

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

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2018	Projections		2018	Projections		2018	Projections		2018	Projections	
		2019	2020		2019	2020		2019	2020		2019	2020
<b>Europe</b>	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	...	...	...
<b>Pays avancés</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>6,6</b>
Zone euro <sup>4, 5</sup>	1,9	1,2	1,4	1,8	1,2	1,4	2,9	2,8	2,7	8,2	7,7	7,5
Allemagne	1,5	0,5	1,2	1,9	1,5	1,7	7,3	7,0	6,6	3,4	3,2	3,3
France	1,7	1,2	1,3	2,1	1,2	1,3	-0,6	-0,5	-0,5	9,1	8,6	8,4
Italie	0,9	0,0	0,5	1,2	0,7	1,0	2,5	2,9	2,9	10,6	10,3	10,3
Espagne	2,6	2,2	1,8	1,7	0,7	1,0	0,9	0,9	1,0	15,3	13,9	13,2
Pays-Bas	2,6	1,8	1,6	1,6	2,5	1,6	10,9	9,8	9,5	3,8	3,3	3,3
Belgique	1,4	1,2	1,3	2,3	1,5	1,3	-1,3	-1,1	-0,8	6,0	5,5	5,5
Autriche	2,7	1,6	1,7	2,1	1,5	1,9	2,3	1,6	1,8	4,9	5,1	5,0
Irlande	8,3	4,3	3,5	0,7	1,2	1,5	10,6	10,8	9,6	5,8	5,5	5,2
Portugal	2,4	1,9	1,6	1,2	0,9	1,2	-0,6	-0,6	-0,7	7,0	6,1	5,6
Grèce	1,9	2,0	2,2	0,8	0,6	0,9	-3,5	-3,0	-3,3	19,3	17,8	16,8
Finlande	1,7	1,2	1,5	1,2	1,2	1,3	-1,6	-0,7	-0,5	7,4	6,5	6,4
République slovaque	4,1	2,6	2,7	2,5	2,6	2,1	-2,5	-2,5	-1,7	6,6	6,0	5,9
Lituanie	3,5	3,4	2,7	2,5	2,3	2,2	1,6	1,1	1,1	6,1	6,1	6,0
Slovénie	4,1	2,9	2,9	1,7	1,8	1,9	5,7	4,2	4,1	5,1	4,5	4,5
Luxembourg	2,6	2,6	2,8	2,0	1,7	1,7	4,7	4,5	4,5	5,0	5,2	5,2
Lettonie	4,8	2,8	2,8	2,6	3,0	2,6	-1,0	-1,8	-2,1	7,4	6,5	6,7
Estonie	4,8	3,2	2,9	3,4	2,5	2,4	1,7	0,7	0,3	5,4	4,7	4,7
Chypre	3,9	3,1	2,9	0,8	0,7	1,6	-7,0	-7,8	-7,5	8,4	7,0	6,0
Malte	6,8	5,1	4,3	1,7	1,7	1,8	9,8	7,6	6,2	3,7	3,8	4,0
Royaume-Uni	1,4	1,2	1,4	2,5	1,8	1,9	-3,9	-3,5	-3,7	4,1	3,8	3,8
Suisse	2,8	0,8	1,3	0,9	0,6	0,6	10,2	9,6	9,8	2,5	2,8	2,8
Suède	2,3	0,9	1,5	2,0	1,7	1,5	1,7	2,9	2,7	6,3	6,5	6,7
République tchèque	3,0	2,5	2,6	2,2	2,6	2,3	0,3	-0,1	-0,2	2,2	2,2	2,3
Norvège	1,3	1,9	2,4	2,8	2,3	1,9	8,1	6,9	7,2	3,9	3,6	3,5
Danemark	1,5	1,7	1,9	0,7	1,3	1,5	5,7	5,5	5,2	5,0	5,0	5,0
Islande	4,8	0,8	1,6	2,7	2,8	2,5	2,8	3,1	1,6	2,7	3,3	3,6
Saint-Marin	1,1	0,8	0,7	1,5	1,3	1,5	0,4	0,4	0,2	8,0	8,1	8,1
<b>Pays émergents et pays en développement d'Europe<sup>6</sup></b>	<b>3,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>	<b>5,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	...	...	...
Russie	2,3	1,1	1,9	2,9	4,7	3,5	6,8	5,7	3,9	4,8	4,6	4,8
Turquie	2,8	0,2	3,0	16,3	15,7	12,6	-3,5	-0,6	-0,9	11,0	13,8	13,7
Pologne	5,1	4,0	3,1	1,6	2,4	3,5	-0,6	-0,9	-1,1	3,8	3,8	3,8
Roumanie	4,1	4,0	3,5	4,6	4,2	3,3	-4,5	-5,5	-5,2	4,2	4,3	4,6
Ukraine <sup>7</sup>	3,3	3,0	3,0	10,9	8,7	5,9	-3,4	-2,8	-3,5	9,0	8,7	8,2
Hongrie	4,9	4,6	3,3	2,8	3,4	3,4	-0,5	-0,9	-0,6	3,7	3,5	3,4
Bélarus	3,0	1,5	0,3	4,9	5,4	4,8	-0,4	-0,9	-3,4	0,4	0,5	0,9
Bulgarie <sup>5</sup>	3,1	3,7	3,2	2,6	2,5	2,3	4,6	3,2	2,5	5,3	4,9	4,8
Serbie	4,3	3,5	4,0	2,0	2,2	1,9	-5,2	-5,8	-5,1	13,3	13,1	12,8
Croatie	2,6	3,0	2,7	1,5	1,0	1,2	2,5	1,7	1,0	9,9	9,0	8,0

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

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

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

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

<sup>4</sup>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, sauf pour la Slovaquie.

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

<sup>7</sup>Voir la note pour l'Ukraine dans la section des notes de l'appendice statistique.

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

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2018	Projections		2018	Projections		2018	Projections		2018	Projections	
		2019	2020		2019	2020		2019	2020		2019	2020
<b>Asie</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	...	...	...
<b>Pays avancés</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
Japon	0,8	0,9	0,5	1,0	1,0	1,3	3,5	3,3	3,3	2,4	2,4	2,4
Corée	2,7	2,0	2,2	1,5	0,5	0,9	4,4	3,2	2,9	3,8	4,0	4,2
Australie	2,7	1,7	2,3	2,0	1,6	1,8	-2,1	-0,3	-1,7	5,3	5,1	5,1
Taiwan (province chinoise de)	2,6	2,0	1,9	1,5	0,8	1,1	12,2	11,4	10,8	3,7	3,8	3,8
Singapour	3,1	0,5	1,0	0,4	0,7	1,0	17,9	16,5	16,6	2,1	2,2	2,2
Hong Kong (RAS)	3,0	0,3	1,5	2,4	3,0	2,6	4,3	5,5	5,1	2,8	2,9	3,0
Nouvelle-Zélande	2,8	2,5	2,7	1,6	1,4	1,9	-3,8	-4,1	-4,3	4,3	4,3	4,5
Macao (RAS)	4,7	-1,3	-1,1	3,0	2,4	2,7	35,2	35,7	35,3	1,8	1,8	1,8
<b>Pays émergents et pays en développement d'Asie</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	...	...	...
Chine	6,6	6,1	5,8	2,1	2,3	2,4	0,4	1,0	0,9	3,8	3,8	3,8
Inde <sup>4</sup>	6,8	6,1	7,0	3,4	3,4	4,1	-2,1	-2,0	-2,3	...	...	...
<b>ASEAN-5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	...	...	...
Indonésie	5,2	5,0	5,1	3,2	3,2	3,3	-3,0	-2,9	-2,7	5,3	5,2	5,0
Thaïlande	4,1	2,9	3,0	1,1	0,9	0,9	6,4	6,0	5,4	1,2	1,2	1,2
Malaisie	4,7	4,5	4,4	1,0	1,0	2,1	2,1	3,1	1,9	3,3	3,4	3,4
Philippines	6,2	5,7	6,2	5,2	2,5	2,3	-2,6	-2,0	-2,3	5,3	5,2	5,1
Viet Nam	7,1	6,5	6,5	3,5	3,6	3,7	2,4	2,2	1,9	2,2	2,2	2,2
<b>Autres pays émergents et pays en développement d'Asie<sup>5</sup></b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Pays émergents d'Asie <sup>6</sup>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	...	...	...

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>Voir la note pour l'Inde dans la section des notes de l'appendice statistique.

<sup>5</sup>Les autres pays émergents et pays en développement d'Asie incluent les pays suivants : Bangladesh, Bhoutan, Brunei Darussalam, Cambodge, Fidji, Îles Marshall, Îles Salomon, Kiribati, Maldives, Micronésie, Mongolie, Myanmar, Nauru, Népal, Palaos, Papouasie-Nouvelle-Guinée, République démocratique populaire lao, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu et Vanuatu.

<sup>6</sup>Les pays émergents d'Asie incluent les pays de l'ASEAN-5 (Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Viet Nam), la Chine et l'Inde.

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

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2018	Projections		2018	Projections		2018	Projections		2018	Projections	
		2019	2020		2019	2020		2019	2020		2019	2020
<b>Amérique du Nord</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	...	...	...
États-Unis	2,9	2,4	2,1	2,4	1,8	2,3	-2,4	-2,5	-2,5	3,9	3,7	3,5
Canada	1,9	1,5	1,8	2,2	2,0	2,0	-2,6	-1,9	-1,7	5,8	5,8	6,0
Mexique	2,0	0,4	1,3	4,9	3,8	3,1	-1,8	-1,2	-1,6	3,3	3,4	3,4
Porto Rico <sup>4</sup>	-4,9	-1,1	-0,7	1,3	-0,1	1,0	...	...	...	9,2	9,2	9,4
<b>Amérique du Sud<sup>5</sup></b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>7,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,4</b>	...	...	...
Brésil	1,1	0,9	2,0	3,7	3,8	3,5	-0,8	-1,2	-1,0	12,3	11,8	10,8
Argentine	-2,5	-3,1	-1,3	34,3	54,4	51,0	-5,3	-1,2	0,3	9,2	10,6	10,1
Colombie	2,6	3,4	3,6	3,2	3,6	3,7	-4,0	-4,2	-4,0	9,7	9,7	9,5
Chili	4,0	2,5	3,0	2,3	2,2	2,8	-3,1	-3,5	-2,9	7,0	6,9	6,9
Pérou	4,0	2,6	3,6	1,3	2,2	1,9	-1,6	-1,9	-2,0	6,7	6,7	6,7
Venezuela	-18,0	-35,0	-10,0	65 374,1	200 000	500 000	6,4	7,0	1,5	35,0	47,2	50,5
Équateur	1,4	-0,5	0,5	-0,2	0,4	1,2	-1,4	0,1	0,7	3,7	4,3	4,7
Paraguay	3,7	1,0	4,0	4,0	3,5	3,7	0,5	-0,1	1,3	5,6	6,1	5,9
Bolivie	4,2	3,9	3,8	2,3	1,7	3,1	-4,9	-5,0	-4,1	3,5	4,0	4,0
Uruguay	1,6	0,4	2,3	7,6	7,6	7,2	-0,6	-1,7	-3,0	8,4	8,6	8,1
<b>Amérique centrale<sup>6</sup></b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,6</b>	...	...	...
<b>Caraïbes<sup>7</sup></b>	<b>4,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,2</b>	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Amérique latine et Caraïbes <sup>8</sup>	1,0	0,2	1,8	6,2	7,2	6,7	-1,9	-1,6	-1,5	...	...	...
Union monétaire des Caraïbes orientales <sup>9</sup>	4,0	3,6	3,4	1,3	1,5	2,0	-8,4	-7,9	-7,7	...	...	...

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. Le Venezuela est exclu des agrégats. 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>L'État libre de Porto Rico est classé parmi les pays avancés. Il s'agit d'un territoire des États-Unis, mais ses données statistiques sont tenues à jour de manière séparée et indépendante.

<sup>5</sup>Inclut aussi le Guyana et le Suriname. Voir les notes pour l'Argentine et le Venezuela dans la section des notes de l'appendice statistique.

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

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

<sup>8</sup>Inclut le Mexique et les pays d'Amérique centrale, d'Amérique du Sud et des Caraïbes. Voir les notes pour l'Argentine et le Venezuela dans la section des notes de l'appendice statistique.

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

**Tableau de l'annexe 1.1.4. Pays du Moyen-Orient et d'Asie centrale : 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>		
	2018	Projections		2018	Projections		2018	Projections		2018	Projections	
		2019	2020		2019	2020		2019	2020		2019	2020
<b>Moyen-Orient et d'Asie centrale</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>9,9</b>	<b>8,2</b>	<b>9,1</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,4</b>	...	...	...
<b>Pays exportateurs de pétrole<sup>4</sup></b>	<b>0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,3</b>	<b>8,5</b>	<b>6,9</b>	<b>8,0</b>	<b>5,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,1</b>	...	...	...
Arabie saoudite	2,4	0,2	2,2	2,5	-1,1	2,2	9,2	4,4	1,5	6,0	...	...
Iran	-4,8	-9,5	0,0	30,5	35,7	31,0	4,1	-2,7	-3,4	14,5	16,8	17,4
Émirats arabes unis	1,7	1,6	2,5	3,1	-1,5	1,2	9,1	9,0	7,1	...	...	...
Iraq	-0,6	3,4	4,7	0,4	-0,3	1,0	6,9	-3,5	-3,7	...	...	...
Algérie	1,4	2,6	2,4	4,3	2,0	4,1	-9,6	-12,6	-11,9	11,7	12,5	13,3
Kazakhstan	4,1	3,8	3,9	6,0	5,3	5,2	0,0	-1,2	-1,5	4,9	4,9	4,9
Qatar	1,5	2,0	2,8	0,2	-0,4	2,2	8,7	6,0	4,1	...	...	...
Koweït	1,2	0,6	3,1	0,6	1,5	2,2	14,4	8,2	6,8	1,3	1,3	1,3
Oman	1,8	0,0	3,7	0,9	0,8	1,8	-5,5	-7,2	-8,0	...	...	...
Azerbaïdjan	1,0	2,7	2,1	2,3	2,8	3,0	12,9	9,7	10,0	5,0	5,0	5,0
Turkménistan	6,2	6,3	6,0	13,2	13,4	13,0	5,7	-0,6	-3,0	...	...	...
<b>Pays importateurs de pétrole<sup>5</sup></b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>12,7</b>	<b>10,7</b>	<b>11,3</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,0</b>	<b>-5,3</b>	...	...	...
Égypte	5,3	5,5	5,9	20,9	13,9	10,0	-2,4	-3,1	-2,8	10,9	8,6	7,9
Pakistan	5,5	3,3	2,4	3,9	7,3	13,0	-6,3	-4,6	-2,6	6,1	6,1	6,2
Maroc	3,0	2,7	3,7	1,9	0,6	1,1	-5,4	-4,5	-3,8	9,8	9,2	8,9
Ouzbékistan	5,1	5,5	6,0	17,5	14,7	14,1	-7,1	-6,5	-5,6	...	...	...
Soudan	-2,2	-2,6	-1,5	63,3	50,4	62,1	-13,6	-7,4	-12,5	19,5	22,1	21,0
Tunisie	2,5	1,5	2,4	7,3	6,6	5,4	-11,1	-10,4	-9,4	15,4	...	...
Jordanie	1,9	2,2	2,4	4,5	2,0	2,5	-7,0	-7,0	-6,2	18,3	...	...
Liban	0,2	0,2	0,9	6,1	3,1	2,6	-25,6	-26,4	-26,3	...	...	...
Afghanistan	2,7	3,0	3,5	0,6	2,6	4,5	9,1	2,0	0,2	...	...	...
Géorgie	4,7	4,6	4,8	2,6	4,2	3,8	-7,7	-5,9	-5,8	12,7	...	...
Tadjikistan	7,3	5,0	4,5	3,8	7,4	7,1	-5,0	-5,8	-5,8	...	...	...
Arménie	5,2	6,0	4,8	2,5	1,7	2,5	-9,4	-7,4	-7,4	18,2	17,7	17,5
République kirghize	3,5	3,8	3,4	1,5	1,3	5,0	-8,7	-10,0	-8,3	6,6	6,6	6,6
<i>Pour mémoire</i>												
Caucase et Asie centrale	4,2	4,4	4,4	8,3	7,6	7,6	0,3	-1,3	-1,7	...	...	...
Moyen-Orient et Afrique du Nord,												
Afghanistan et Pakistan	1,6	0,5	2,7	10,1	8,3	9,3	2,9	-0,3	-1,4	...	...	...
Moyen-Orient et Afrique du Nord	1,1	0,1	2,7	11,0	8,4	8,9	3,8	0,1	-1,3	...	...	...
Israël <sup>6</sup>	3,4	3,1	3,1	0,8	1,0	1,3	2,7	2,4	2,5	4,0	4,0	4,0
Maghreb <sup>7</sup>	3,0	1,4	2,7	4,3	2,3	3,7	-7,3	-8,6	-9,1	...	...	...
Mashreq <sup>8</sup>	4,8	5,0	5,4	18,8	12,5	9,1	-6,7	-6,9	-6,2	...	...	...

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 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 le Bahreïn, la Libye et le Yémen.

<sup>5</sup>Ce groupe comprend aussi Djibouti, la Mauritanie et la Somalie. La Syrie est exclue en raison de l'incertitude qui entoure sa situation politique.

<sup>6</sup>Israël, qui n'est pas membre de la région économique, est inclus pour des raisons de géographie. Les chiffres relatifs à Israël ne sont toutefois 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 est exclue en raison de l'incertitude qui entoure sa situation politique.

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

	PIB réel			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde extérieur courant <sup>2</sup>			Chômage <sup>3</sup>		
	2018	Projections		2018	Projections		2018	Projections		2018	Projections	
		2019	2020		2019	2020		2019	2020		2019	2020
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,8</b>	...	...	...
<b>Pays exportateurs de pétrole<sup>4</sup></b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>13,0</b>	<b>11,4</b>	<b>11,4</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	...	...	...
Nigéria	1,9	2,3	2,5	12,1	11,3	11,7	1,3	-0,2	-0,1	22,6	...	...
Angola	-1,2	-0,3	1,2	19,6	17,2	15,0	6,1	0,9	-0,7	...	...	...
Gabon	0,8	2,9	3,4	4,8	3,0	3,0	-2,4	0,1	0,9	...	...	...
République du Congo	1,6	4,0	2,8	1,2	1,5	1,8	6,7	6,8	5,3	...	...	...
Tchad	2,4	2,3	5,4	4,0	3,0	3,0	-3,4	-6,4	-6,1	...	...	...
<b>Pays à revenu intermédiaire<sup>5</sup></b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,9</b>	...	...	...
Afrique du Sud	0,8	0,7	1,1	4,6	4,4	5,2	-3,5	-3,1	-3,6	27,1	27,9	28,4
Ghana	6,3	7,5	5,6	9,8	9,3	9,2	-3,1	-3,6	-3,8	...	...	...
Côte d'Ivoire	7,4	7,5	7,3	0,4	1,0	2,0	-4,7	-3,8	-3,8	...	...	...
Cameroun	4,1	4,0	4,2	1,1	2,1	2,2	-3,7	-3,7	-3,5	...	...	...
Zambie	3,7	2,0	1,7	7,0	9,9	10,0	-2,6	-3,6	-3,4	...	...	...
Sénégal	6,7	6,0	6,8	0,5	1,0	1,5	-8,8	-8,5	-11,1	...	...	...
<b>Pays à faible revenu<sup>6</sup></b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>7,6</b>	<b>9,2</b>	<b>7,4</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,9</b>	<b>-8,0</b>	...	...	...
Éthiopie	7,7	7,4	7,2	13,8	14,6	12,7	-6,5	-6,0	-5,3	...	...	...
Kenya	6,3	5,6	6,0	4,7	5,6	5,3	-5,0	-4,7	-4,6	...	...	...
Tanzanie	7,0	5,2	5,7	3,5	3,6	4,2	-3,7	-4,1	-3,6	...	...	...
Ouganda	6,1	6,2	6,2	2,6	3,2	3,8	-8,9	-11,5	-10,5	...	...	...
République démocratique du Congo	5,8	4,3	3,9	29,3	5,5	5,0	-4,6	-3,4	-4,2	...	...	...
Mali	4,7	5,0	5,0	1,7	0,2	1,3	-3,8	-5,5	-5,5	...	...	...
Madagascar	5,2	5,2	5,3	7,3	6,7	6,3	0,8	-1,6	-2,7	...	...	...
<i>Pour mémoire</i>												
Afrique subsaharienne hors Soudan du Sud	3,2	3,2	3,6	8,2	8,3	8,0	-2,7	-3,6	-3,8	...	...	...

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 le tableau A7 de l'appendice statistique.

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

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

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

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

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

**Tableau de l'annexe 1.1.6. Production réelle mondiale par habitant : récapitulatif**  
*(Variations annuelles en pourcentage, en parité de pouvoir d'achat)*

	Moyenne									Projections		
	2001-10	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2024
<b>Monde</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
États-Unis	0,8	0,8	1,5	1,1	1,8	2,2	0,9	1,7	2,3	1,8	1,5	1,1
Zone euro <sup>1</sup>	0,8	1,3	-1,2	-0,5	1,2	1,8	1,6	2,4	1,8	1,0	1,3	1,2
Allemagne	1,0	3,9	0,2	0,2	1,8	0,9	1,4	2,1	1,2	0,5	1,2	1,3
France	0,6	1,7	-0,2	0,1	0,4	0,7	0,8	2,0	1,6	1,1	1,0	1,1
Italie	-0,2	0,2	-3,2	-2,3	-0,3	0,9	1,3	1,8	1,0	0,2	0,7	0,9
Espagne	0,8	-1,4	-3,0	-1,3	1,7	3,8	3,2	3,0	2,5	1,7	1,4	1,2
Japon	0,6	-0,3	1,7	2,2	0,5	1,3	0,6	2,1	1,0	1,1	0,8	1,0
Royaume-Uni	1,0	0,8	0,8	1,4	2,2	1,5	1,0	1,2	0,8	0,6	0,9	1,1
Canada	0,8	2,1	0,7	1,3	1,8	-0,1	0,1	1,7	0,5	0,3	0,8	0,8
Autres pays avancés <sup>2</sup>	2,7	2,5	1,3	1,7	2,1	1,4	1,6	2,2	1,9	0,9	1,2	1,7
<b>Pays émergents et pays en développement</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>
Pays émergents et pays en développement d'Asie	7,2	6,7	5,9	5,9	5,8	5,7	5,7	5,6	5,5	5,0	5,1	5,1
Chine	9,9	9,0	7,4	7,3	6,7	6,4	6,1	6,2	6,2	5,8	5,5	5,3
Inde <sup>3</sup>	5,9	5,2	4,1	5,0	6,0	6,6	6,8	5,8	5,4	4,7	5,6	5,9
ASEAN-5 <sup>4</sup>	3,7	3,1	4,7	3,7	3,3	3,6	3,8	4,2	4,1	3,7	3,8	4,2
Pays émergents et pays en développement d'Europe	4,4	5,6	2,7	2,7	1,6	0,4	1,6	3,7	2,9	1,6	2,4	2,4
Russie	5,1	5,0	3,5	1,5	-1,1	-2,4	0,1	1,6	2,3	1,1	1,9	2,0
Amérique latine et Caraïbes	1,9	3,4	1,7	1,7	0,2	-0,9	-1,8	0,2	0,1	-0,9	1,1	1,9
Brésil	2,5	3,1	1,0	2,1	-0,3	-4,4	-4,1	0,3	0,3	0,2	1,4	1,7
Mexique	0,2	2,4	2,4	0,2	1,7	2,2	1,8	1,1	1,0	-0,6	0,4	1,6
Moyen-Orient et Asie centrale	2,2	3,7	0,9	0,4	0,5	0,4	2,8	-0,2	-0,1	-1,2	1,0	1,4
Arabie saoudite	0,3	6,8	2,5	-0,1	2,5	1,7	-0,6	-3,3	0,0	-1,8	0,2	0,5
Afrique subsaharienne	2,9	2,5	1,5	2,4	2,4	0,4	-1,3	0,3	0,6	0,6	0,9	1,5
Nigéria	6,1	2,1	1,5	2,6	3,5	0,0	-4,2	-1,8	-0,7	-0,3	-0,1	0,1
Afrique du Sud	2,1	1,7	0,7	0,9	0,3	-0,3	-1,1	-0,1	-0,7	-0,9	-0,4	0,2
<i>Pour mémoire</i>												
Union européenne	1,2	1,6	-0,6	0,0	1,6	2,1	1,8	2,5	2,0	1,3	1,5	1,4
Pays en développement à faible revenu	3,8	3,6	1,7	3,6	3,7	1,9	1,2	2,4	2,8	2,7	2,9	3,2
Moyen-Orient et Afrique du Nord	1,9	6,1	0,3	-0,3	-0,2	0,0	3,1	-1,1	-1,1	-2,1	0,8	0,8

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 données correspondent à la somme des pays de la zone euro.

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

<sup>3</sup>Voir la note pour l'Inde dans la section des notes de l'appendice statistique.

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

## Bibliographie

- Abbritti, Mirko, and Stephan Fahr. 2013. "Downward Wage Rigidity and Business Cycle Asymmetries." *Journal of Monetary Economics* 60: 871–86.
- Adrian, Tobias, and Maurice Obstfeld. 2017. "Why International Financial Cooperation Remains Essential." IMF Blog, March 23.
- Aiyar, Shekhar, and Simon Voigts. 2019. "The Negative Mean Output Gap." IMF Working Paper 19/183, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Baker, Scott R., Nicholas Bloom, and Steven J. Davis. 2016. "Measuring Economic Policy Uncertainty." *Quarterly Journal of Economics* 131 (4): 1593–636.
- Banque Centrale du Luxembourg (BCL). 2019. Bulletin 2019 (2).
- Bekaert, Geert, and Xiaozheng Wang. 2010. "Inflation Risk and the Inflation Risk Premium." *Economic Policy* 25 (64): 755–806.
- Bems, Rudolf, Robert C. Johnson, and Key-Mu Yi. 2011. "Vertical Linkages and the Collapse of Global Trade." *American Economic Review, Papers and Proceedings* 101 (3): 308–12.
- British Petroleum (BP). 2019. "Statistical Review of World Energy." <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2019-full-report.pdf>.
- Broadberry, Stephen, and Bishnupriya Gupta. 2006. "The Early Modern Great Divergence: Wages, Prices, and Economic Development in Europe and Asia, 1500–1800." *The Economic History Review* 59 (1): 2–31.
- Caldara, Dario, and Matteo Iacoviello. 2018. "Measuring Geopolitical Risk." International Finance Discussion Papers 1222, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Caliendo, Lorenzo, Robert C. Feenstra, John Romalis, and Alan Taylor. 2017. "Tariff Reductions, Entry, and Welfare: Theory and Evidence for the Last Two Decades." NBER Working Paper 21768, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Capie, Forrest, Terence Mills, and Geoffrey Wood. 2005. "Gold as a Hedge against the Dollar." *Journal of International Financial Markets* 15 (4): 343–52.
- Damgaard, Jannick, and Thomas Elkjaer. 2017. "The Global FDI Network: Searching for Ultimate Investors." IMF Working Paper 17/258, International Monetary Fund, Washington, DC.
- De Nederlandsche Bank (DNB). 2019. "Statistical News Release: Current Account Surplus Contracts in First Quarter." <https://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/Statistischnieuws2019/dnb384751.jsp>.
- Dupraz, Stéphane, Emi Nakamura, and Jón Steinsson. 2019. "A Plucking Model of Business Cycle." mimeo.
- Erb, Claude, and Campbell Harvey. 2013. "The Golden Dilemma." NBER Working Paper 18706, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- European Central Bank (ECB). 2019. "What the Maturing Tech Cycle Signals for the Global Economy." ECB Economic Bulletin 3/2019. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201903\\_01-4e6e0fce6.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201903_01-4e6e0fce6.en.html).
- Friedman, Milton. 1964. "Monetary Studies of the National Bureau." In *The National Bureau Enters Its 45th Year*, 44th Annual Report: 7–25. <http://www.nber.org/nberhistory/annualreports.html>.
- . 1990. "Bimetallism Revisited." *Journal of Economic Perspectives* 4 (4): 85–104.
- . 1993. "The Plucking Model of Business Fluctuations Revisited." *Economic Inquiry* 31: 171–77.
- Green, Timothy. 2007. *The Ages of Gold: Mines, Markets, Merchants, and Goldsmiths from Egypt to Troy, Rome to Byzantium, and Venice to the Space Age*. GFMS Limited.
- 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, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2018. "Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities." IMF Committee on Balance of Payments Statistics (BOCPOM), BOPCOM-18/03 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2018/pdf/18-03.pdf>).
- . 2019. "Fiscal Policies for Paris Climate Strategies—From Principle to Practice." Policy Paper 19/010.
- Kaya, Yoichi, and Keiichi Yokobori, eds. 1997. *Environment, Energy, and Economy: Strategies for Sustainability*. Tokyo: United Nations University Press.
- Kilian, Lutz, and Xiaoqing Zhou. 2019. "Oil Prices, Exchange Rates and Interest Rates." Manuscript, University of Michigan: Michigan. [https://drive.google.com/file/d/1SAz\\_WsNhsHJ5OCxi12HcFyhDYfUjzyw6/view](https://drive.google.com/file/d/1SAz_WsNhsHJ5OCxi12HcFyhDYfUjzyw6/view).
- Lane, Philip, and Gian Maria Milesi Ferretti. 2018. "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis." *IMF Economic Review* 66 (1): 189–222.
- Lopez-Cordova, Ernesto, and Christopher Meissner. 2003. "The Globalization of Trade and Democracy, 1870–2000." NBER Working Paper 11117, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Malanima, Paolo. 2009. *Pre-Modern European Economy: One Thousand Years (10th–19th Centuries)*. Boston: Brill.
- Mian, Atif, and Amir Sufi. 2012. "The Effects of Fiscal Stimulus: Evidence from the 2009 Cash for Clunkers Program." *Quarterly Journal of Economics* 127 (3): 1107–142.
- Mundell, Robert A. 2002. "The Birth of Coinage." Columbia University Department of Economics Discussion Paper Series 0102–08, New York, NY.
- Newey, Whitney, and Kenneth West. 1987. "A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity, and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix." *Econometrica* 55 (3): 703–08.
- Nieuwenhuis, Paul, and Peter Wells, eds. 2015. *The Global Automotive Industry*. John Wiley and Sons.



- Officer, Lawrence. 2008. "Gold Standard." In *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2501–507.
- Schultz, M., K. Dziczek, Y. Chen, and B. Swiechi. 2019. *US Consumer & Economic Impacts of US Automotive Trade Policies*. Center for Automotive Research, Ann Arbor, Michigan.
- Setser, Brad. 2019. "\$500 Billion in Dividends Out of the Double Irish with a Dutch Twist (with a Bit of Help from Bermuda)." Blog, Council of Foreign Relations, August 12.
- Sjaastad, Larry H. 2008. "The Price of Gold and the Exchange Rates: Once Again." *Resources Policy* 33: 118–24.
- Smolyansky, Michael, Gustavo Suarez, and Alexandra Tabova. 2019. "US Corporations' Repatriation of Offshore Profits: Evidence from 2018." FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, August 6. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2396>.
- Swiss National Bank (SNB). 2019. "Swiss Balance of Payments and International Investment Position: Q4 2018 and Review of the Year 2018." [https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20190325/source/pre\\_20190325.en.pdf](https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20190325/source/pre_20190325.en.pdf).
- Timmer, Marcel P., Erik Dietzenbacher, Bart Los, Robert Stehrer and Gaaitzen J. de Vries. 2015. "An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: The Case of Global Automotive Production." *Review of International Economics* 23 (3): 575–605.
- Vilar, Pierre. 1976. *A History of Gold and Money: 1450–1920*. Translated by Judith White. London: New Left Books.