

**POINTS DE PRESSE POUR LE CHAPITRE 3 : POINTS DE VUE
SUR LES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS MONDIAUX
*Perspectives de l'économie mondiale, printemps 2014***

Rédigé par Davide Furceri et Andrea Pescatori (chef d'équipe)

Principaux points

- Avec la normalisation de la situation économique mondiale, les taux d'intérêt réels devraient augmenter partout à moyen terme, et se redresser après avoir enregistré des valeurs négatives au lendemain de la crise financière.
- Un retour à des taux réels élevés est toutefois improbable. La hausse par rapport aux niveaux actuels devrait être modeste, car il y a peu de chances que les facteurs qui ont le plus contribué à la faiblesse des taux réels ces dernières années connaissent un renversement notable :
 - *Infléchissement de l'épargne* : la forte progression du taux d'épargne observée dans les pays émergents entre 2000 et 2007 ne devrait que partiellement s'inverser, entraînant une hausse modeste des taux réels seulement.
 - *Réaménagement des portefeuilles* : la progression de la demande d'actifs sûrs depuis la décennie 2000, qui s'explique en grande partie par l'augmentation du risque lié aux actions par rapport aux obligations et par la forte accumulation de réserves dans les pays émergents, ne devrait pas s'infléchir, à moins qu'une réorientation majeure et inattendue des politiques n'intervienne.
 - *Évolution de l'investissement* : le recul des taux d'investissement dans les pays avancés par suite de la crise financière mondiale devrait perdurer.
- Comme les taux réels resteront faibles, les emprunteurs pourront diminuer leurs ratios d'endettement, mais ces taux faibles créeront aussi de nouveaux problèmes. Compte tenu du cadre de politique monétaire actuel, la faiblesse prévue des taux réels suppose que la borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux pourrait à nouveau peser sur la politique monétaire si les risques de très faible croissance dans les pays avancés se concrétisaient.

Les taux d'intérêt réels mondiaux ont accusé une baisse sensible depuis les années 80, et sont aujourd'hui légèrement négatifs. Le taux d'intérêt réel mondial à dix ans, une moyenne internationale pondérée des taux d'intérêt réels sans risque, est tombé de 5½ % dans les années 80 à 3½ % dans les années 90, puis à 2 % entre 2001 et 2008 avant d'être

légèrement négatif en 2012 (graphique 1). Le coût du capital a également diminué, mais dans une moindre proportion, car le taux de rendement exigé des fonds propres a augmenté depuis 2000.

À moyen terme, les taux d'intérêt réels et le coût du capital ne devraient augmenter que légèrement par rapport à leur niveau actuel. La raison en est en partie cyclique : l'extrême faiblesse des taux réels ces dernières années tient à des écarts de production négatifs considérables dans les pays avancés. L'analyse présentée dans ce chapitre laisse toutefois entendre que les taux réels et le coût du capital devraient rester relativement bas, même quand ces écarts auront été comblés.

Il n'existe aucune raison déterminante de prévoir un retour rapide des taux d'intérêt réels à long terme au niveau de 2 % observé au milieu de la première décennie des années 2000, essentiellement parce qu'un revirement substantiel des facteurs qui ont le plus favorisé leur déclin ces dernières années est improbable à moyen terme (les conclusions présentées ici s'appliquent au taux réel sans risque) :

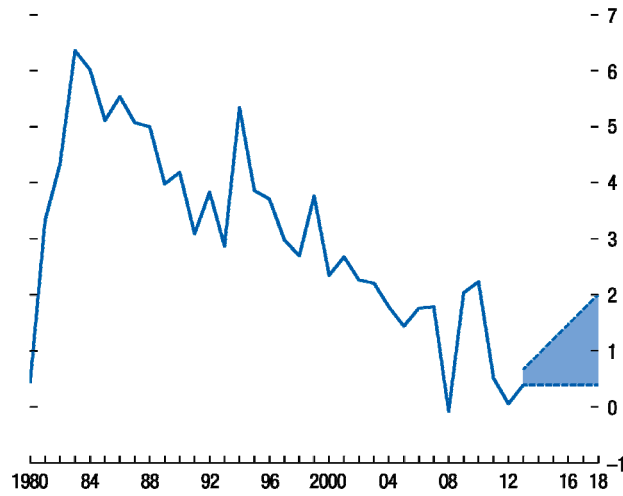
- **Infléchissement de l'épargne :** l'accélération régulière de la croissance des revenus dans les pays émergents entre 2000 et 2007 s'y est traduite par une hausse appréciable des taux d'épargne, notamment en Chine (graphique 2). À moyen terme, la croissance enregistrée par ces pays sera inférieure à celle des années précédant la crise, ce qui devrait entraîner une légère baisse des taux d'épargne. À en juger par des réorientations antérieures de l'épargne, l'effet sur les taux réels devrait être modeste.
- **Réaménagement des portefeuilles :** la diminution des taux réels au cours de la première décennie du siècle est imputable à plus de 50 % à la progression de la demande relative d'obligations. Cette évolution s'explique par l'augmentation des risques liés aux actions et la hausse de la demande d'actifs sûrs émanant des pays émergents étant donné leur forte accumulation de réserves de change (graphique 2). Il y a peu de chances que cette tendance s'inverse, sauf retournement majeur et inattendu des politiques : le resserrement de la réglementation financière va certes renforcer la demande d'actifs sûrs, mais l'affaiblissement de l'épargne des pays émergents et le ralentissement de l'accumulation de réserves exerceront une influence contraire; l'effet net sera vraisemblablement faible.
- **Évolution de l'investissement :** les séquelles de la crise financière mondiale se sont traduites par un repli marqué et persistant de l'investissement dans les pays avancés, lequel a sensiblement favorisé le recul récent des taux d'intérêts. L'effet sur l'épargne a été moindre. D'après les données présentées dans le chapitre, les ratios de l'investissement au PIB de nombreux pays avancés ne vont

probablement pas renouer avec les niveaux enregistrés avant la crise au cours des cinq prochaines années (graphique 3).

La perspective d'une faiblesse persistante des taux d'intérêt réels crée de nouveaux enjeux.

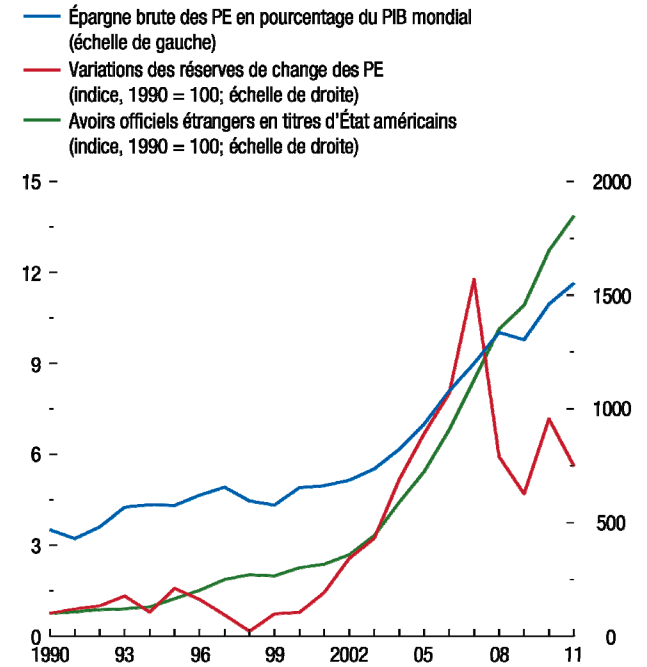
- **De faibles taux d'intérêt réels permettent aux emprunteurs de diminuer leurs ratios d'endettement. Il serait ainsi moins difficile d'assurer la viabilité des finances publiques.** Les résultats présentés dans le chapitre montrent que si les taux réels se stabilisaient aux environs de 1,5 % — soit 1 point de pourcentage en deçà du taux projeté dans l'édition d'octobre 2013 des *Perspectives de l'économie mondiale* —, un pays avancé moyen pourrait atteindre les mêmes objectifs d'endettement en réduisant le ratio de l'excédent primaire au PIB de 0,8 point par an environ, toutes choses étant égales par ailleurs.
- **Dans un contexte de taux réels faibles, l'augmentation de l'investissement public n'entraînera pas forcément une hausse de la dette publique à moyen terme.** Si les taux réels projetés sont proches des taux de croissance du PIB réel ou leur sont inférieurs, un relèvement des dépenses publiques financées par l'emprunt, notamment de l'investissement public, ne provoquera pas nécessairement un accroissement de la dette publique à moyen terme.
- **En cas de faiblesse prolongée des taux d'intérêt réels, il se pourrait que le taux directeur neutre soit inférieur à ce qu'il était dans les années 90 ou au début de la première décennie des années 2000.** De plus, la probabilité que le taux d'intérêt nominal atteigne le plancher à zéro en cas d'évolution défavorable de la demande avec des cibles d'inflation d'environ 2 % en serait peut-être renforcée, ce qui pourrait avoir des implications pour le cadre de politique monétaire approprié.
- **Enfin, cette situation pénaliserait peut-être les épargnants, et une faiblesse persistante des taux d'intérêt risque d'inciter les établissements financiers à prendre davantage de risques pour obtenir des rendements plus élevés.** Cela pourrait augmenter les risques systémiques dans le secteur financier, et accroître l'importance d'une supervision macro et microprudentielle appropriée pour préserver la stabilité financière.

Graphique 1. Taux d'intérêt réels mondiaux à long terme
(En pourcentage par an)



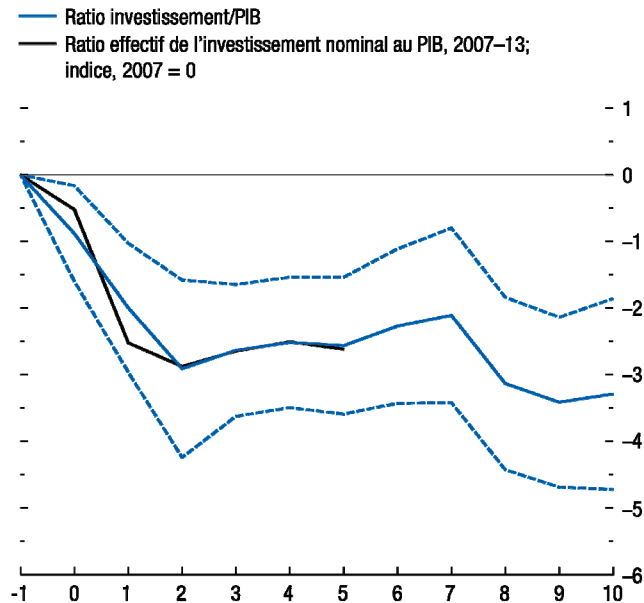
Sources : Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, base de données des Statistiques financières internationales; Organisation de coopération et de développement économiques; Banque mondiale, base de données des Indicateurs du développement dans le monde; calculs des services du FMI.

Graphique 2. Excès d'épargne et réajustements des portefeuilles



Sources : Beltran *et al.* (2013); calculs des services du FMI.
Note : PE = pays émergents.

Graphique 3. Effet des crises financières sur l'investissement dans les pays avancés



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques; calculs des services du FMI.

Note : la ligne bleue (rouge) continue indique l'effet estimé; les lignes bleues (rouges) en tirets correspondent aux intervalles de confiance de 90 %; la ligne noire indique l'évolution effective du ratio investissement/PIB dans les pays avancés entre 2007 et 2013. Les chiffres en abscisse représentent les années; $t = 0$ correspond à l'année de la crise financière.

**POINTS DE PRESSE POUR LE CHAPITRE 4 : FORCÉS À SUBIR? CONDITIONS EXTÉRIEURES
ET CROISSANCE DANS LES PAYS ÉMERGENTS AVANT, PENDANT ET APRÈS
LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE**

Perspectives de l'économie mondiale, printemps 2014

**Rédigé par Aseel Almansour, Aqib Aslam, John Bluedorn et Rupa Duttgupta (chef d'équipe),
avec le concours de Gavin Asdorian et de Shan Chen**

Points principaux

Les pays émergents sont mis à l'épreuve par une conjoncture extérieure moins propice à la croissance que pendant la période qui a précédé la crise. De plus, des facteurs intérieurs freinent aussi la croissance dans de nombreux pays ces dernières années. Les responsables économiques doivent mieux appréhender ces facteurs intérieurs pour garantir la résilience de la croissance, quelles que soient les conditions à l'étranger.

Des facteurs extérieurs — la demande extérieure, les conditions de financement extérieur et les termes de l'échange — expliquent près de la moitié de la variance de la croissance des pays émergents.

- Une accélération de 1 point de la croissance aux États-Unis fait s'élever immédiatement la croissance dans les pays émergents de 0,3 point. L'effet cumulé reste positif au-delà de deux ans, malgré la hausse connexe des taux aux États-Unis.
- Une progression de 100 points de base du rendement des obligations souveraines des pays émergents (indice EMBI) leur enlève ¼ point de croissance.
- Au sein des pays émergents, une accélération de 1 point de la croissance en Chine rehausse immédiatement de 0,1 point la croissance dans les autres pays émergents. L'effet positif s'amplifie avec le temps, car les termes de l'échange des pays émergents continuent de s'améliorer.

Les facteurs extérieurs ont représenté la moitié, voire plus, des fluctuations cycliques de la croissance des pays émergents ces 15 dernières années, avec des différences selon les périodes et les pays.

- Ces facteurs ont été dominants dans le recul de la croissance dans les pays émergents au début de la première décennie des années 2000 et en 2008–09, du fait des effets négatifs de la baisse de la demande extérieure pendant les deux récessions dans les pays avancés.
- Inversement, les facteurs intérieurs ont été plus prépondérants pendant la forte accélération de la croissance dans les pays émergents en 2006–07, bien que les facteurs extérieurs aient aussi joué un rôle, car les prix des produits de base étaient élevés et le rendement de l'indice EMBI faible.
- Ces deux dernières années, les facteurs intérieurs dans certains pays émergents ont maintenu de façon persistante la croissance au-dessous du niveau attendu au vu de la conjoncture extérieure.

Contrairement à la conjoncture extérieure favorable qui prévalait avant la crise, les pays émergents vont devoir trouver leur voie dans un environnement moins propice à la croissance au cours des années qui viennent.

- D'un côté, la croissance des pays émergents sera soutenue par une croissance plus élevée dans les pays avancés.
- D'un autre côté, le ralentissement attendu en Chine et le léger durcissement des conditions de financement extérieur pèseront sur la croissance des pays émergents.

Près de la moitié de la variance de la croissance des pays émergents s'explique par des facteurs extérieurs, notamment la croissance des pays avancés, les conditions de financement extérieur représentées par les rendements des obligations souveraines des pays émergents (indice EMBI) et les termes de l'échange des pays émergents. Cependant, tous les pays émergents ne sont pas identiques et les facteurs extérieurs ont joué un rôle moins important dans les pays relativement plus grands ou moins ouverts, tels que la Chine et l'Inde. Ces 15 dernières années, la croissance de la Chine est en fait devenue un facteur important de la croissance des autres pays émergents.

La croissance des pays émergents est stimulée par une progression de la croissance des pays avancés, malgré la hausse des taux d'intérêt mondiaux qui y est associée. Une augmentation de 1 point de la croissance aux États-Unis fait s'élever immédiatement la croissance dans les pays émergents de 0,3 point. L'effet cumulé reste positif même après deux ans. L'accélération de la croissance aux États-Unis fait monter le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans de 25 points de base après un an et de 65 points de base après deux ans.

Un durcissement des conditions de financement extérieur qui n'est pas lié à la reprise dans les pays avancés pèse sur la croissance dans les pays émergents. Une hausse de 100 points de base du rendement de l'indice composite EMBI fait baisser immédiatement la croissance dans les pays émergents de ¼ point. Les effets négatifs persistent au-delà d'un à deux ans. Une augmentation de la prime de risque sur les obligations des entreprises américaines ralentit aussi la croissance dans les pays émergents.

La croissance chinoise stimule la croissance dans les autres pays émergents. Une accélération de 1 point en Chine a un effet bénéfique immédiat de 0,1 point. L'effet s'amplifie avec le temps, car les termes de l'échange des pays émergents s'améliorent.

Une amélioration des termes de l'échange des pays émergents qui n'est pas liée à la demande extérieure a un léger effet positif sur la croissance des pays émergents et cet effet dure environ un an. Son ampleur relativement limitée s'explique par le fait que ces variations des termes de l'échange peuvent s'expliquer par des chocs du côté de l'offre.

Ces 15 dernières années, la conjoncture extérieure a souvent déterminé les fluctuations cycliques de la croissance des pays émergents, bien qu'il y ait eu des différences selon les périodes et les pays.

- Comme le montre le graphique 1, les facteurs extérieurs ont fréquemment contribué plus que les facteurs intérieurs aux écarts entre la croissance des pays émergents et les moyennes estimées pour la période 1998–2013. En particulier, le fort recul de la croissance dans les pays émergents pendant la crise financière mondiale et pendant la récession dans les pays avancés au début de la première décennie des années 2000 s'explique majoritairement par des facteurs extérieurs.
- Inversement, les facteurs intérieurs ont dominé dans l'envolée de la croissance dans les pays émergents avant la Grande Récession, bien que la conjoncture extérieure ait aussi joué un rôle. En effet, l'effet de la plupart des facteurs extérieurs a probablement été de stimuler la croissance des pays émergents au milieu de la première décennie des années 2000, étant donné la croissance assez forte dans les pays avancés, ainsi que des termes de l'échange et des conditions de financement favorables pour les pays émergents.

- La croissance de la Chine a aussi fortement influé sur la croissance dans les autres pays émergents. Son rebond vigoureux pendant la Grande Récession, grâce aux mesures de relance prises par les autorités, a amorti le choc sur la croissance dans les autres pays émergents. La situation s'est inversée récemment avec la décélération de la croissance chinoise.

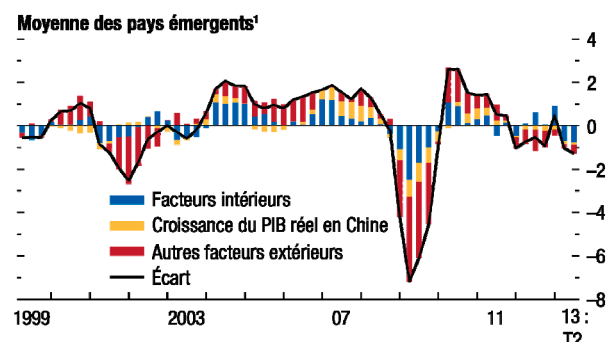
À l'avenir, il se peut que les pays émergents doivent faire face à une conjoncture moins propice à la croissance.

- Contrairement à la période qui a précédé la crise financière mondiale, les facteurs extérieurs ne seront pas tous bénéfiques pour la croissance des pays émergents. Si la croissance devrait s'accélérer dans les pays avancés, les conditions de financement extérieur et les termes de l'échange des pays émergents seront moins favorables. En outre, la croissance chinoise va devenir plus durable mais moins rapide, ce qui va temporairement pénaliser les autres pays émergents.
- De surcroît, pour beaucoup de grands pays émergents hormis la Chine, les facteurs intérieurs ont tiré la croissance au-dessous du niveau attendu au vu de la conjoncture extérieure actuelle (graphique 2). La persistance de ces facteurs indique que leur croissance tendancielle est probablement touchée aussi.

Les responsables économiques doivent se pencher sur ces facteurs intérieurs et évaluer ce qu'il est éventuellement possible de faire pour relancer la croissance, sans provoquer de déséquilibres macroéconomiques.

Graphique 1. Décomposition historique de la croissance du PIB réel, avec la Chine comme facteur extérieur explicite
(En points de pourcentage)

La Chine a compensé largement les autres facteurs extérieurs qui expliquent les variations de la croissance dans les pays émergents. Pendant la crise financière mondiale, l'expansion chinoise a amorti le choc sur la croissance des pays émergents. Le ralentissement récent en Chine a cependant ralenti la croissance dans ces pays.



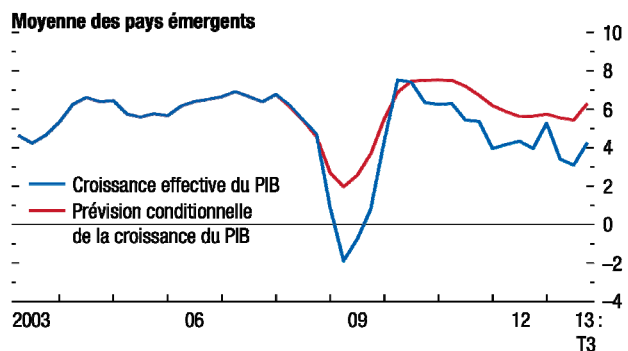
Sources : Haver Analytics; Thomson Reuters Datastream; calculs des services du FMI.

Note : voir les détails au graphique 4.8 du chapitre 4 de l'édition d'avril 2014 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

¹Moyenne de tous les pays de l'échantillon hormis l'Argentine, la Chine, la Russie et le Venezuela.

Graphique 2. Prévisions conditionnelles de la croissance hors échantillon
(En pourcentage)

Pour beaucoup de grands pays émergents, les facteurs intérieurs ont récemment tiré la croissance au-dessous du niveau attendu au vu de la conjoncture extérieure actuelle. La persistance de ces facteurs indique que la croissance tendancielle de ces pays est probablement touchée aussi.



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

Notes : prévisions conditionnelles moyennes de la croissance tirées de deux autres spécifications pour tous les pays émergents de l'échantillon hormis l'Argentine, la Russie et le Venezuela. Voir les détails au graphique 4.12 du chapitre 4 de l'édition d'avril 2014 des *Perspectives de l'économie mondiale*.