

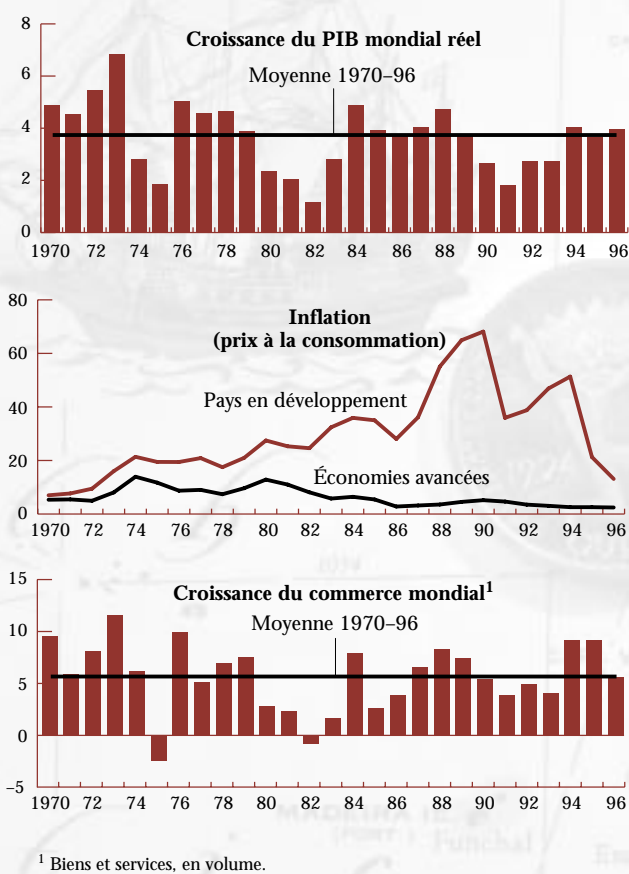
## PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

L'économie mondiale a enregistré une croissance de l'ordre de 4 %, pour la troisième année consécutive, en 1996 (graphique 1). L'activité s'est redressée dans de nombreux pays industrialisés, tandis que les pays en développement de l'Hémisphère occidental qui avaient été touchés par la crise financière mexicaine en 1995 ont renoué avec l'expansion. La croissance économique s'est aussi accélérée au Moyen-Orient et, de manière plus marquée, en Afrique. Dans les pays en transition, la production s'est globalement stabilisée après six années de forte contraction. Enfin, une modération opportune de la croissance a été notée dans plusieurs des nouvelles économies industrielles et des économies en développement d'Asie.

On n'a guère observé, en 1996 et au début de 1997, les signes de tensions qui sont d'ordinaire le présage d'un ralentissement conjoncturel (tableau 1). L'inflation est demeurée faible dans les économies avancées (pour la classification des économies avancées, voir encadré 1) et a confirmé son recul dans les pays en développement et en transition. Sur les marchés financiers, les taux d'intérêt à long terme sont restés orientés à la baisse dans de nombreux pays, preuve d'un regain de confiance dans le maintien d'une inflation mondiale modérée. La baisse des taux a été particulièrement forte sur les marchés obligataires européens à rendement élevé, les investisseurs ayant pris note des progrès de l'assainissement budgétaire et du ralentissement de l'inflation dans ces pays. En 1996, les taux de change entre les principales monnaies sont restés à peu près conformes aux données économiques fondamentales et aux objectifs gouvernementaux. Au début de 1997, l'appréciation continue du dollar — vis-à-vis du yen, en particulier — a suscité quelques craintes qui se sont apaisées lorsque la monnaie japonaise s'est raffermie. Les flux de capitaux privés vers les pays à marché émergent se sont poursuivis à un rythme soutenu.

L'expansion du commerce mondial a nettement ralenti en 1996 après la progression exceptionnelle des deux années précédentes. Bien que la croissance de la

Graphique 1  
**Indicateurs mondiaux**  
(Variation annuelle en pourcentage)



production mondiale se soit accélérée, la faible demande d'importations dans quelques économies avancées — due parfois aux efforts engagés pour réduire des stocks excessifs — et la modération de l'activité dans certains pays asiatiques ont contribué au

Tableau 1

**Aperçu général de l'économie mondiale***(Variation annuelle en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1993	1994	1995	1996
<b>Production mondiale</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>
Économies avancées	1,2	3,1	2,5	2,5
États-Unis	2,3	3,5	2,0	2,4
Japon	0,1	0,6	1,4	3,6
Allemagne	-1,1	2,9	1,9	1,4
France	-1,3	2,8	2,2	1,3
Italie	-1,2	2,1	3,0	0,7
Royaume-Uni	2,1	3,8	2,5	2,1
Canada	2,2	4,1	2,3	1,5
Sept pays précités	1,0	2,8	2,0	2,2
Autres économies avancées	2,0	4,5	4,2	3,7
<i>Pour mémoire</i>				
Union européenne	-0,5	2,9	2,5	1,6
Pays en développement	6,5	6,8	6,0	6,5
Afrique	0,9	2,9	2,9	5,1
Asie	9,3	9,6	8,9	8,2
Moyen-Orient et Europe	4,3	0,3	3,8	4,5
Hémisphère occidental	3,7	5,0	1,3	3,5
Pays en transition	-6,3	-6,7	-0,8	0,1
Europe centrale et orientale	-4,0	-1,8	1,6	1,6
Biélorus et Ukraine non compris	0,5	3,7	5,0	3,4
Russie, Transcaucasie Asie centrale	-8,8	-12,8	-4,0	-1,9
<b>Volume du commerce mondial (biens et services)</b>	<b>4,1</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>5,6</b>
Importations				
Économies avancées	1,8	9,7	8,7	5,3
Pays en développement	8,8	7,1	11,6	8,4
Pays en transition	22,6	4,6	16,1	7,8
Exportations				
Économies avancées	3,4	8,9	8,4	5,0
Pays en développement	7,1	12,4	11,2	6,8
Pays en transition	20,6	8,4	13,4	4,7
<b>Prix des produits de base en dollars</b>				
Pétrole <sup>1</sup>	-11,6	-5,5	8,0	18,9
Produits de base hors combustibles <sup>2</sup>	1,8	13,6	8,2	-1,3
<b>Indice des prix à la consommation</b>				
Économies avancées	3,1	2,6	2,6	2,4
Pays en développement	46,9	51,3	21,3	13,1
Pays en transition	486,1	246,0	117,7	42,7
<b>LIBOR à six mois (en pourcentage)<sup>3</sup></b>				
Dépôts en dollars	3,4	5,1	6,1	5,6
Dépôts en yen	3,0	2,4	1,3	0,7
Dépôts en deutsche mark	6,9	5,3	4,6	3,3

<sup>1</sup>Moyenne non pondérée des prix du marché «spot» des bruts Brent, Dubaï et West Texas Intermediate.<sup>2</sup>Moyenne, sur la base des coefficients de pondération des exportations mondiales de produits de base.<sup>3</sup>Taux interbancaire offert à Londres sur les dépôts.

ralentissement disproportionné des échanges. L'expansion du commerce mondial n'en est pas moins restée proche, en 1996, de sa moyenne à long terme.

Malgré l'évolution favorable de l'économie mondiale en 1996 et au début de 1997, les sujets de préoccupation subsistent. Ainsi, de nombreux pays ont continué de souffrir de déséquilibres budgétaires importants et de rigidités structurelles. Dans une grande partie de l'Union européenne (UE), le chômage a enregistré des niveaux records pour l'après-guerre, qui s'expliquent par l'atonie de la croissance et les obstacles à la flexibilité du marché du travail. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, où l'expansion a atteint un stade assez avancé, les autorités monétaires se sont inquiétées du risque de recrudescence de l'inflation et les taux d'intérêt directeurs ont été relevés (en octobre 1996 au Royaume-Uni et en mars 1997 aux États-Unis). L'excellente tenue des cours des actions sur de nombreuses places boursières a accru le risque d'une correction du marché. La viabilité du déficit extérieur courant de quelques pays à marché émergent apparaît aussi problématique. Dans un certain nombre d'économies, enfin, la fragilité du système bancaire continue de susciter des inquiétudes.

### Activité économique et emploi

La croissance a atteint 2½ % en 1996 dans les *économies avancées*, soit un taux à peu près identique à celui de 1995, mais son évolution a été assez inégale. En glissement annuel, elle s'est raffermie aux États-Unis, au Japon et dans un certain nombre d'autres pays industrialisés (graphique 2), mais elle a ralenti dans une grande partie de l'Europe continentale. Elle a retrouvé un rythme plus viable, d'autre part, dans les nouvelles économies industrielles d'Asie.

La plupart des pays industrialisés parvenus à un stade relativement avancé du cycle conjoncturel ont continué d'enregistrer une croissance

robuste. Aux États-Unis, les hésitations de 1995 ont fait place à une expansion plus vigoureuse en 1996, et la croissance s'est établie à 2½ %. Cette évolution s'explique en partie par la détente des taux d'intérêt et le re-

gain de confiance des consommateurs, face au dynamisme du marché du travail et à l'absence de déséquilibres macroéconomiques graves. Le déficit du budget fédéral a diminué à nouveau en 1996 — en termes nominaux et en pourcentage du PIB — et l'économie est restée proche du plein emploi de ses capacités. Le chômage, qui s'était stabilisé à un peu plus de 5½ % depuis fin 1994, est tombé à 5¼ % au milieu de 1996 pour rester proche de ce niveau avant de descendre légèrement en dessous de 5 %. Bien que le chômage soit inférieur à la plupart des estimations du taux à partir duquel l'inflation a eu tendance à s'accélérer dans le passé, on a noté peu de signes de tensions inflationnistes. La croissance s'est redressée au Royaume-Uni pour atteindre, en 1996, des taux proches du potentiel ou supérieurs à celui-ci grâce à la reprise de la consommation privée. En avril 1997, le chômage était tombé juste en dessous de 6 %, soit un des taux les plus bas d'Europe. L'Australie a enregistré une combinaison de faible inflation et de croissance solide (environ 4 %) en 1996; mais, compte tenu du ralentissement de l'activité au cours de l'année, le risque de surchauffe était limité. L'expansion a ralenti en Nouvelle-Zélande pour s'établir à environ 2½ %, atténuant là aussi le risque de surchauffe.

Le Japon n'a véritablement retrouvé la croissance qu'à la fin de 1995. Celle-ci a conservé un rythme modéré en 1996, tout en se diversifiant. Fin 1996 et début 1997, bien que l'activité ait semblé soutenue, l'impact que le retrait annoncé des mesures de relance budgétaire pourrait avoir sur la demande a suscité des craintes qui ont miné la confiance et affecté le marché boursier. Cependant, le faible niveau des taux d'intérêt intérieurs et la dépréciation du yen depuis le milieu de 1995 ont stimulé en permanence l'activité, et les autorités ont annoncé des mesures de déréglementation visant à améliorer les perspectives de croissance à moyen terme.

Au Canada, l'activité a repris au second semestre de 1996 après 18 mois de résultats médiocres, mais la croissance n'a été que de 1½ % sur l'ensemble de l'année. Le redémarrage des constructions de logements et de l'investissement dans les biens d'équipement professionnel a alimenté cette reprise. L'assouplissement des conditions monétaires, conjugué au retour de la confiance et à la poursuite des progrès dans la résorption du déficit budgétaire, a favorisé la baisse des taux longs. Toutefois, le chômage s'est maintenu autour de 9½ à 10 %.

La croissance a faibli en Europe continentale en 1996. Le PIB réel de l'Allemagne n'a augmenté que de 1½ % environ sur l'ensemble de l'année, malgré une re-

#### Encadré 1

#### Révision de la classification des pays : économies avancées

Depuis l'édition de mai 1997 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les nouvelles économies industrielles d'Asie (Corée; Hong Kong, Chine; Singapour; province chinoise de Taiwan) et Israël sont incorporées au groupe des pays traditionnellement rassemblés sous l'appellation de pays industrialisés.

Ce reclassement s'explique par le stade de développement avancé atteint désormais par ces économies. Toutes présentent certaines caractéristiques importantes des pays industrialisés, telles que des revenus par habitant rela-

tivement élevés désormais très comparables à ceux qui distinguent le groupe des pays industrialisés, des marchés financiers développés doublés d'une forte intermédiation financière et des structures économiques diversifiées comprenant un secteur tertiaire important et en plein essor.

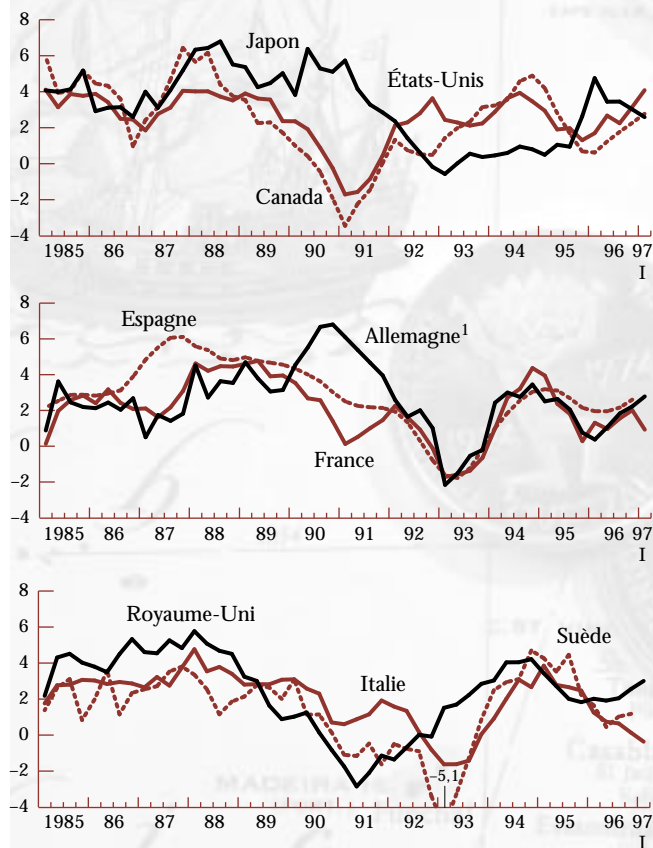
La part du secteur industriel dans l'emploi total allant décroissant dans toutes ces économies, l'appellation de «pays industrialisés» n'a pas été conservée et le groupe élargi a été baptisé «économies avancées».

prise de l'activité aux deuxième et troisième trimestres. En effet, si le secteur des exportations a été dynamique, la croissance de la demande intérieure a été médiocre, car la confiance des ménages et des entreprises est restée fragile. Le chômage (corrigé des variations saisonnières) a atteint un nouveau sommet pour l'après-guerre, à 11¼ %, au début de 1997. La conjoncture économique est aussi restée maussade en France, où le PIB réel a augmenté de 1¼ % environ en 1996. L'investissement a stagné et le déstockage a continué de freiner la croissance, mais les dépenses de consommation et les exportations nettes ont augmenté. Le chômage a atteint un nouveau record de 12¾ % au début de 1997. L'Italie a enregistré pour sa part un ralentissement très sensible de l'activité en 1996, qui s'explique en partie par l'appréciation de la lire depuis le début de 1995 et la léthargie de ses principaux marchés d'exportation européens; son taux de chômage est resté relativement stable autour de 12 %.

Un certain nombre d'économies européennes ont fait preuve d'un plus grand dynamisme en 1996. En Suède, les perspectives de baisse sensible de l'inflation et l'assainissement rapide des finances publiques ont permis d'assouplir considérablement la politique monétaire. L'activité a redémarré en milieu d'année sous l'impulsion, principalement, du secteur extérieur et des dépenses d'investissement. Un redressement similaire des exportations en 1996 a contribué à la reprise de la croissance en Finlande et en Espagne, alors que le regain d'activité observé au Danemark et aux Pays-Bas a été alimenté essentiellement par la demande intérieure.

Les autorités monétaires de l'Allemagne et de ses partenaires du mécanisme de change européen (MCE) du Système monétaire européen (SME) ont répondu à l'atonie de l'activité, à l'absence de tensions inflationnistes et aux efforts soutenus d'assainissement des

Graphique 2

**Principaux pays industrialisés : PIB réel***(Variation en pourcentage par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)*

<sup>1</sup> Jusqu'à fin 1990, les données portent seulement sur l'Allemagne de l'Ouest.

finances publiques en laissant les taux d'intérêt à court terme poursuivre leur repli en 1996. Cette baisse des taux courts, conjuguée au recul des taux longs et à la dépréciation du deutsche mark et d'autres monnaies participant au MCE vis-à-vis du dollar, ont permis une détente très sensible des conditions monétaires qui a considérablement amélioré, au début de 1997, les perspectives de croissance de ces pays.

La croissance s'est modérée dans les nouvelles économies industrielles d'Asie en 1996. Ce fléchissement, qui correspond à une légère correction cyclique après les taux de croissance supérieurs à la tendance enregistrés en 1994-95, est dû en partie à un resserrement des politiques financières destiné à diminuer le risque de surchauffe. Parallèlement, les exportations ont ralenti en raison de la perte de compétitivité externe des monnaies liées au dollar (qui s'est apprécié), du tassement de la demande d'importations en provenance d'autres économies avancées et du reste de la région, ainsi de la décélération sensible de l'activité sur le marché mondial de l'électronique.

Dans les *pays en développement*, la croissance s'est accélérée pour s'établir à 6½ % en 1996, marquant ainsi la cinquième année consécutive d'expansion de 6 % ou plus (graphique 3). Elle s'est consolidée dans les pays en développement de l'Hémisphère occidental pour atteindre 3½ % en 1996, après avoir enregistré l'année précédente un ralentissement dû à la crise mexicaine. La reprise a dépassé la plupart des prévisions au Mexique, où le PIB réel a augmenté de 5 %, et elle s'est accélérée en Argentine, où le PIB a augmenté d'environ 4½ %. Enfin, la croissance a ralenti au Brésil et au Chili, même si le taux de 7 % affiché par ce dernier a été à nouveau l'un des plus élevés de la région.

De plus en plus de pays enregistrent des progrès significatifs dans la stabilisation macroéconomique et les réformes structurelles en Afrique, et le redressement économique amorcé en 1994-95 s'est encore amplifié en 1996. L'expansion de 5 % observée en 1996 constitue en fait la meilleure performance de l'Afrique ces vingt dernières années. Cette accélération de la croissance témoigne du dynamisme du secteur des produits primaires et, parfois, du secteur manufacturier. Les pays de la zone franc ont connu une reprise soutenue après le réaligement du franc CFA en 1994. L'Éthiopie, le Malawi, le Maroc et la Tunisie figurent aussi parmi les pays où l'expansion a été vigoureuse. En revanche, la réduction indispensable des déséquilibres macroéconomiques et les rigidités structurelles ont continué à freiner la croissance en Afrique du Sud.

Dans les pays en développement d'Asie, la croissance s'est poursuivie au rythme très soutenu de 8¼ % en 1996, bien qu'elle se soit ralentie par rapport à 1995. L'expansion des exportations a faibli dans certains pays en développement à croissance rapide de la région. Dans des pays tels que l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande, l'impact de ce ralentissement des exportations sur la production a coïncidé avec un durcissement de la politique financière destiné à réduire le risque de surchauffe. En Chine, la croissance s'est encore modérée mais a quand même atteint 9½ %. Elle a légèrement fléchi en Inde pour s'établir à un peu moins de 7 %, mais s'est encore renforcée aux Philippines. Quant aux pays d'Asie en transition vers l'économie de marché (Cambodge, République démocratique populaire lao et Vietnam), ils ont affiché cette année encore une croissance robuste.

La croissance du PIB réel s'est consolidée pour atteindre environ 4½ % dans les pays en développement du Moyen-Orient et d'Europe<sup>2</sup> en 1996. En Égypte, les progrès de la stabilisation macroéconomique et le processus de déréglementation engagé depuis quelques années se sont traduits par une accélération de la crois-

<sup>2</sup>Les pays en développement d'Europe sont Chypre, Malte et la Turquie.

sance, qui a approché 4 %. En Arabie Saoudite, l'amélioration de la situation budgétaire et de la position extérieure, facilitée par la hausse des recettes dégagées par les exportations pétrolières, a aidé à raffermir la confiance du secteur privé et à relancer la croissance, qui a atteint 2½ %. La croissance enregistrée par d'autres pays producteurs de pétrole a bénéficié aussi de la hausse des prix mondiaux. Enfin, l'expansion a ralenti en 1996 en Turquie, où l'inflation s'est accélérée et les déséquilibres se sont aggravés.

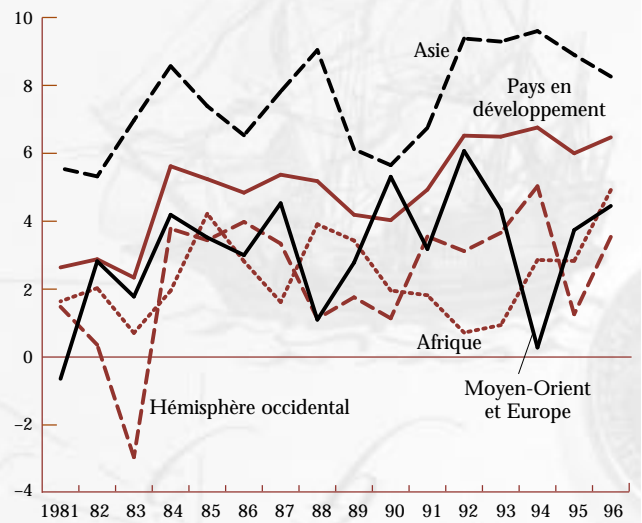
Après avoir diminué pendant six ans, l'activité s'est stabilisée dans le groupe des *pays en transition* en 1996, même si les économies les plus avancées dans ce processus ont continué en général d'enregistrer une croissance positive. En Pologne, où la phase d'expansion entrait dans sa cinquième année, la croissance s'est un peu modérée pour avoisiner les 5½ %. Elle s'est aussi modérée, tout en restant supérieure à 3 %, en Estonie, en République tchèque et en Slovaquie — en raison surtout du fléchissement des exportations vers l'Union européenne — et elle est montée à 3 % et 3,5 %, respectivement, en Lettonie et en Lituanie. Enfin, la croissance du PIB a ralenti en Hongrie pour s'établir aux alentours de 1 %; toutefois, grâce aux mesures prises pour corriger les déséquilibres financiers, les conditions d'une croissance durable se sont renforcées.

Le bilan est plus contrasté en ce qui concerne les pays les moins avancés dans la transition. Des signes de reprise se sont fait jour en Azerbaïdjan, au Kazakhstan et dans l'ex-République yougoslave de Macédoine en 1996, tandis que la croissance a dépassé 5 % en Arménie et en République kirghize, et 10 % en Géorgie. Si la stabilisation macroéconomique a permis de donner un coup de frein sensible à l'inflation en Russie et en Ukraine, la production a continué de stagner ou de baisser dans ces deux pays, bien que les statistiques disponibles exagèrent peut-être l'ampleur de la contraction de la production. Cette contraction aurait été de 3 % en Russie, donc plus modérée qu'au cours de chacune des cinq années précédentes, mais elle a été plus prononcée en Bulgarie, au Tadjikistan et en Ukraine. En Bulgarie, l'absence de réformes structurelles a compromis la solvabilité du système bancaire et entraîné une grave crise monétaire et bancaire doublée d'une profonde récession. Au début de 1997, l'Albanie a fait face à une crise financière et économique provoquée par la faillite des sociétés d'investissement de type «pyramidal».

### Prix à la consommation et prix des produits de base

L'inflation est restée faible dans les économies avancées et a encore ralenti dans les pays en développement et en transition en 1996, malgré une forte hausse des prix du pétrole qui a culminé au début de 1997. On notera en particulier que l'inflation est restée modérée dans les

Graphique 3  
**Pays en développement : PIB réel**  
(Variation annuelle en pourcentage)



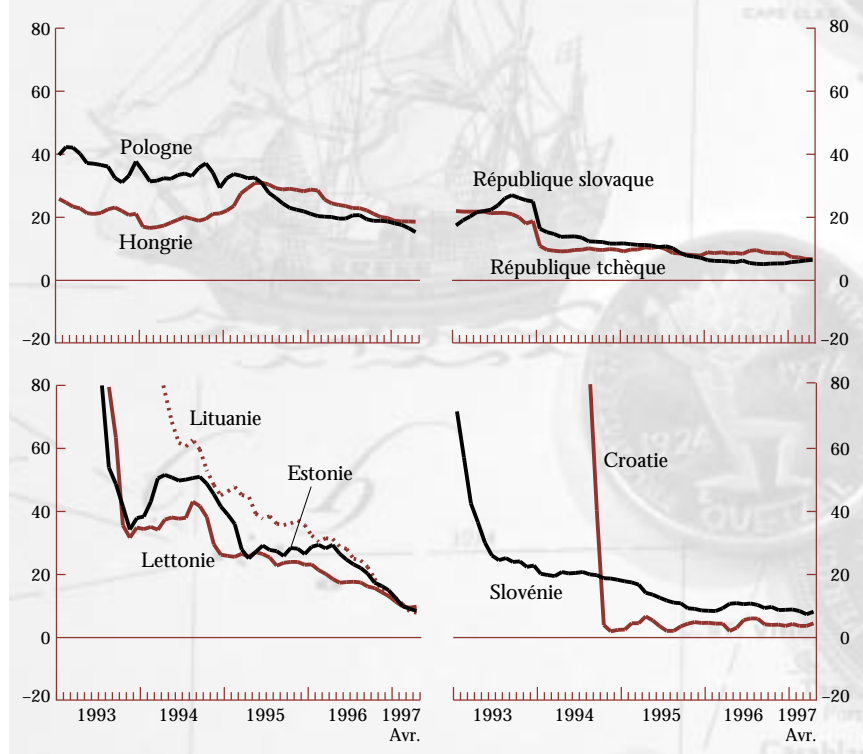
économies avancées où l'expansion a atteint un stade avancé, ce qui témoigne de la détermination accrue des autorités monétaires de nombreux pays à résister aux tensions inflationnistes.

Dans les *économies avancées*, la hausse des prix à la consommation s'est maintenue à 2½ % en 1996. L'inflation tendancielle est restée faible aux États-Unis, dépassant légèrement 2½ % en dépit du niveau élevé d'utilisation des ressources; on a observé toutefois une certaine accélération des salaires. La tension croissante du marché du travail au Royaume-Uni s'est répercutée dans une certaine mesure sur les rémunérations, et l'inflation est restée supérieure à l'objectif officiel de 2½ % avant de retomber à ce niveau en avril 1997. Au Canada, le ralentissement de l'inflation tendancielle — qui s'est établie à 1½ % en 1996, c'est-à-dire dans la moitié inférieure de la bande fixée par les autorités (1 à 3 %) — s'explique par l'existence d'un large volant de ressources inemployées. Dans un certain nombre de pays d'Europe continentale, dont l'Allemagne et la France, la faiblesse de la croissance et l'atonie de la demande ont aidé à contenir l'inflation aux alentours ou en deçà de 2 % en 1996 et au début de 1997. Le ralentissement particulièrement net de l'inflation en Italie — où elle est tombée de 5 % au début de 1996 à 2½ % sur douze mois en avril 1997 — tient en partie à l'appréciation de la lire. La Suède et la Finlande ont affiché un taux d'inflation de ½ % seulement en 1996. Au Japon, suite à la longue période de faible croissance, le niveau des prix n'a pour ainsi dire pas changé. Enfin, l'inflation s'est légèrement accélérée en Corée pour atteindre 5 %, mais elle s'est modérée dans les autres nouvelles économies industrielles d'Asie.

Graphique 4

**Pays plus avancés dans la transition : inflation**

(Pourcentage de variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation)



Dans les *pays en développement*, l'inflation est descendue en 1996, à environ 13 %, son niveau le plus bas depuis plus de dix ans, suite au ralentissement de la hausse des prix dans toutes les grandes régions. Dans l'Hémisphère occidental, elle a été pour ainsi dire nulle en Argentine en 1996, tandis qu'elle a aussi atteint son niveau le plus bas depuis longtemps — 11 % — au Brésil, ce qui atteste du succès du plan *real*. Au Mexique, l'inflation est demeurée inchangée à 35 % environ en moyenne annuelle en 1996, mais elle n'était plus que de 22 % sur douze mois en avril 1997. Son ralentissement a aussi été spectaculaire en Afrique. Après avoir mis en oeuvre des programmes d'ajustement structurel, les pays de la zone franc ont connu un net recul de l'inflation, qui s'est établie à 6 %, accompagné d'un redressement de l'activité. L'inflation a aussi sensiblement diminué au Malawi, au Maroc et en Éthiopie. La stabilisation économique a légèrement progressé en 1996 au Nigéria, où l'inflation tend à se modérer mais reste néanmoins élevée. En Asie, la Chine a réussi son atterrissage en douceur après trois années d'inflation à deux chiffres et, fin 1996, l'inflation sur douze mois est tombée à 6 %. La plupart des autres pays en développement d'Asie ont réussi eux aussi à ralentir l'inflation en 1996, et celle-ci

est demeurée inférieure à 10 % dans la majorité des pays en développement du Moyen-Orient et de l'Europe. L'inflation est passée sous la barre des 30 % dans la République islamique d'Iran et la République du Yémen, mais est demeurée supérieure à 80 % en Turquie.

Dans les *pays en transition*, l'inflation est tombée à 43 % en moyenne pour 1996, son niveau le plus bas depuis le début de la transition. Fin 1996, elle était inférieure ou égale à 20 % dans les pays les plus avancés dans le processus de transition, et inférieure à 10 % en Croatie, en République slovaque, en République tchèque et en Slovénie (graphique 4). Dans certains des pays les moins avancés dans la transition, les efforts de stabilisation macroéconomique ont été récompensés en 1996 par une décélération sensible de l'inflation (graphique 5). Celle-ci a aussi nettement chuté en Arménie, en Azerbaïdjan, en Géorgie, au Kazakhstan, en Russie et en Ukraine, mais est restée à peu près éteinte en Moldova et en République kirghize, ce qui s'explique en partie par une plus grande stabilité des taux de change nominaux. Dans d'autres pays moins

avancés dans la transition, et notamment en Albanie, en Bulgarie et en Roumanie, les efforts de stabilisation macroéconomique ont dérapé et l'inflation a augmenté.

Exprimé en dollar, l'indice des *prix des produits de base* du FMI a progressé d'environ 5 % en 1996, la hausse d'environ 37 % du prix du pétrole brut ayant été compensée en partie par une baisse de 5 % du prix des produits de base hors combustibles (graphique 6). Le faible niveau des stocks après l'hiver exceptionnellement rigoureux de 1995-96 dans l'Hémisphère occidental a exacerbé l'impact de la demande accrue de fioul domestique sur les prix pétroliers, en particulier au deuxième semestre de 1996. Toutefois, après avoir atteint un sommet au milieu de janvier 1997, les prix du pétrole ont chuté et avaient perdu près de 23 % à la fin avril suite à l'augmentation de la production mondiale, et notamment à la reprise des livraisons irakiennes et à la reconstitution des stocks.

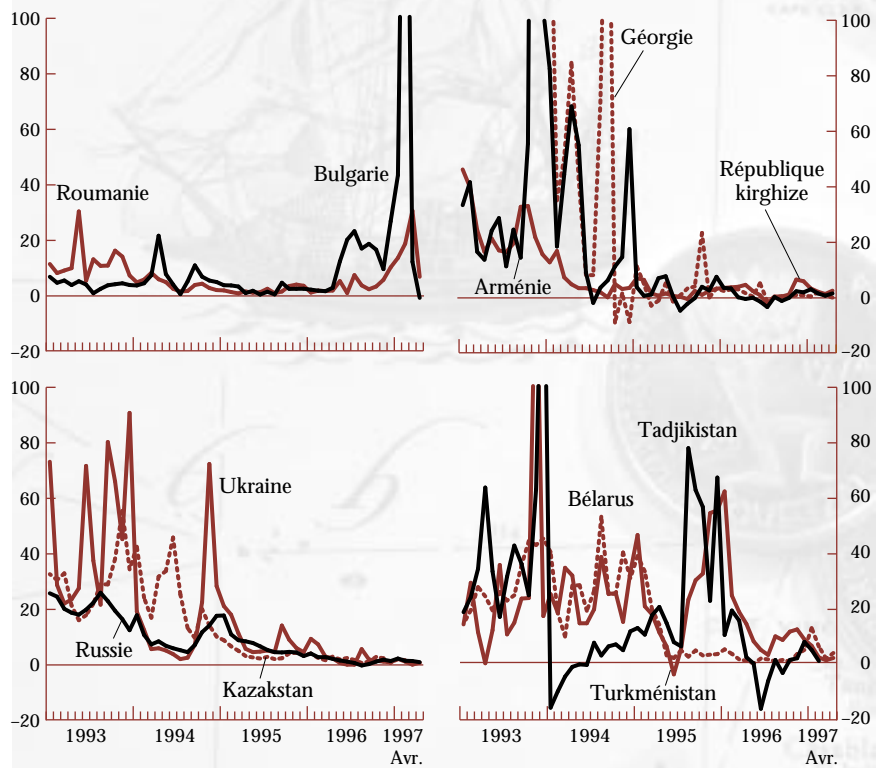
**Marchés financiers et marchés des changes**

L'évolution du marché des changes et des marchés financiers des économies avancées en 1996 et au début de 1997 témoigne des changements d'opinion du marché quant aux perspectives de croissance à court

terme de chaque pays, et de son plus grand optimisme quant au maintien d'une inflation mondiale modérée et aux progrès de l'assainissement budgétaire et de la marche vers l'union monétaire en Europe. Dans la plupart des cas, les taux d'intérêt à court terme sont restés inchangés ou ont baissé, à l'exception notable des États-Unis et du Royaume-Uni, où ils ont été légèrement relevés. Les taux longs ont évolué de manière très variable. Au total, ils ont augmenté sensiblement aux États-Unis en 1996 et au début de 1997, mais ils ont confirmé leur baisse tendancielle dans la plupart des autres pays industrialisés. Le repli a été particulièrement sensible sur les marchés obligataires à rendement élevé d'Europe. Pour l'essentiel, l'évolution des taux de change a confirmé elle aussi les tendances observées depuis avril 1995 environ. D'une manière générale, ces mouvements ont aidé les principales économies à répondre aux pressions de la demande sans porter les taux de change à des niveaux incompatibles avec la viabilité des balances des paiements à moyen terme. Le dollar a continué de s'apprécier vis-à-vis de la plupart des autres grandes devises, même si le raffermissement très net de la livre sterling à la fin de 1996 et au début de 1997 mérite de retenir l'attention. Le MCE, qui a enregistré l'adhésion du markka finlandais en octobre et le retour de la lire en novembre, n'a pas subi de tensions notables. La faiblesse de l'inflation, la stabilité ou la baisse des taux d'intérêt, les solides bénéfices des sociétés et les perspectives de croissance robuste ou en hausse affichées par la plupart des pays ont jeté les bases de nouveaux gains importants sur les marchés d'actions des pays industrialisés (sauf le Japon) en 1996.

Aux États-Unis, où les indicateurs montrent que l'économie est restée proche du plein emploi des capacités mais où l'on observe peu de signes d'une hausse de l'inflation, la Réserve fédérale n'a pas modifié les *taux d'intérêt à court terme* entre février 1996 et fin mars 1997. Elle a répondu ensuite à une intensification apparente des pressions de la demande en relevant de 5¼ à 5½ % l'objectif de taux des fonds fédéraux. Durant la même période, au Japon, les taux courts sont demeurés au niveau historiquement faible qu'ils avaient atteint en août 1995. En Allemagne, les taux directeurs à court terme ont été abaissés de 50-75 points de base entre la fin de 1995 et août 1996, puis sont restés in-

Graphique 5  
**Pays moins avancés dans la transition : inflation**  
(Pourcentage de variation mensuelle de l'indice des prix à la consommation)



changés. La Banque de France a abaissé ses taux courts d'environ 1¼ point entre la fin de 1995 et le début de 1997, tandis que la Banque d'Italie a abaissé son taux d'escompte de 2¼ points sur la même période. En dehors des États-Unis, l'exception la plus notable à la tendance à la baisse des taux courts est venue du Royaume-Uni, où les taux officiels ont été relevés de 25 points de base en octobre 1996 afin de désamorcer les risques d'inflation liés à une reprise de l'activité tirée par la consommation. Ailleurs en Europe — en Espagne, au Portugal et en Suède —, l'assainissement des finances publiques et l'évolution favorable de l'inflation ont donné aux autorités une certaine latitude pour abaisser les taux directeurs. Les banques centrales d'Australie et de la Nouvelle-Zélande ont laissé elles aussi leurs taux à court terme baisser en 1996.

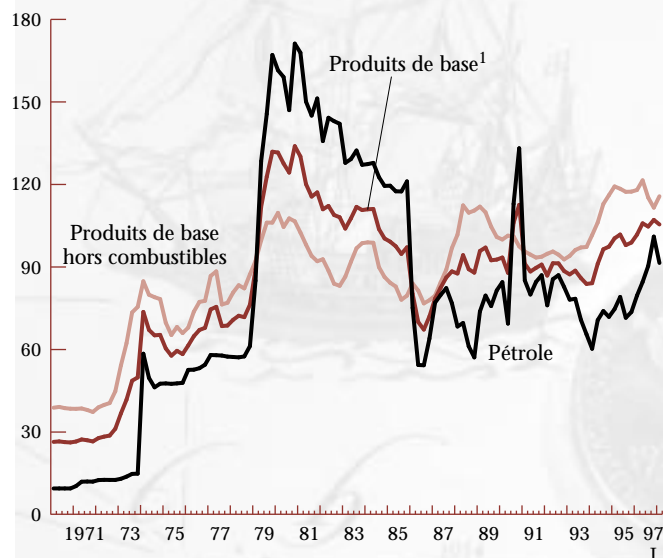
Les *taux d'intérêt à long terme* ont augmenté dans la plupart des pays industrialisés au début de 1996, avant d'évoluer de manière divergente. Aux États-Unis, ils se sont stabilisés au milieu de l'année, puis ont baissé pendant la majeure partie du second semestre, à mesure que le ralentissement de la croissance au troisième trimestre est apparu plus clairement dans les données disponibles. Par la suite, cependant, les rendements ont enregistré une nouvelle hausse due aux signes d'une



Graphique 6

**Prix des produits de base**

(Dollars, 1990 = 100)



<sup>1</sup> Les coefficients de pondération sont de 57,7 % pour l'indice des produits de base hors combustibles et de 42,3 % pour l'indice des prix du pétrole.

accélération de la croissance et aux craintes d'un resserrement des conditions monétaires par la Réserve fédérale. Fin avril 1997, ils se situaient 1¼ point au-dessus de leur niveau de la fin de 1995, sans retrouver pour autant les records du milieu de 1996. Dans la plupart des autres pays, les taux longs ont atteint leur sommet plus tôt en 1996, avant de retomber en dessous de leur niveau de la fin de 1995. L'écart entre les rendements obligataires s'est considérablement resserré en Europe, où la convergence des taux d'inflation et les progrès des efforts d'assainissement budgétaire ont rassuré les marchés sur les perspectives de l'Union économique et monétaire (UEM). Les baisses les plus sensibles des rendements obligataires — de l'ordre de 3 points — ont été observées en Espagne, en Italie et au Portugal. Dans plusieurs pays, l'abaissement des taux directeurs a contribué au recul des rendements enregistré au second semestre de 1996. Au Japon, le sentiment que la politique d'accompagnement monétaire serait maintenue plus longtemps que prévu en raison du caractère encore hésitant de la reprise a entraîné un repli des taux à long terme, qui sont tombés à un étiage historique de moins de 2,2 % en avril 1997, soit 75 points de base en deçà du taux en vigueur à la fin de 1995.

Sur les *marchés des changes*, le dollar a confirmé son raffermissement vis-à-vis de la plupart des autres grandes monnaies en 1996 et au début de 1997. Par rapport à son creux d'avril 1995, il affichait fin avril

1997 une appréciation de 56 % par rapport au yen, de 27 % par rapport au deutsche mark et de 20 % en termes effectifs nominaux. La livre sterling a gagné du terrain face à toutes les autres grandes monnaies au quatrième trimestre de 1996. Entre la fin de 1995 et la fin avril 1997, elle s'était appréciée de 19 % en termes effectifs et de 27 % vis-à-vis du deutsche mark. Suite aux fluctuations des taux de change en 1996 et au début de 1997, le dollar a retrouvé un niveau (en termes effectifs réels) jamais atteint depuis la fin des années 80, tandis que le yen retombait à l'inverse à son plancher du début de 1993.

Les fluctuations des taux de change en 1996 et au début de 1997 sont imputables en partie aux positions toujours asynchrones des principales économies. L'appréciation du dollar a été étayée par les résultats de l'économie américaine, qui sont restés relativement solides, et par les écarts de taux d'intérêt favorables qui en découlent pour les actifs libellés en dollars. Les écarts de taux en faveur des actifs libellés en livre sterling et le sentiment qu'un relèvement des taux d'intérêt pourrait être nécessaire au Royaume-Uni pour contenir l'inflation ont aussi contribué à l'appréciation de la livre. En revanche, le recul du yen s'est poursuivi, car les craintes relatives à la vigueur de la reprise au Japon ont conduit le marché à tabler sur le maintien de taux d'intérêt intérieurs faibles. De même, les taux peu élevés en vigueur en Suisse et des perspectives de croissance intérieure médiocres ont contribué à la dépréciation très nette du franc suisse.

Les *cours des actions* ont fortement augmenté dans la plupart des pays industrialisés en 1996 pour culminer début mars 1997, avant de faire l'objet d'une correction modérée en réponse à la hausse des rendements obligataires et au resserrement des conditions monétaires par la Réserve fédérale. Les cours des actions aux États-Unis ont été soutenus par la vigueur de la croissance, la faiblesse de l'inflation, la réduction des déséquilibres budgétaires et les solides bénéfices des entreprises. Mais la flambée des cours boursiers aux États-Unis — qui dépassaient de plus de 30 %, fin avril 1997, leur niveau de la fin de 1995 — a suscité la préoccupation des autorités. Les marchés des actions canadien et européens, qui avaient été pour l'essentiel à la traîne du marché américain avant 1996, ont affiché une hausse plus rapide à la fin de 1996 qui répond, semble-t-il, à l'amélioration des perspectives de croissance dans beaucoup de ces pays et à la baisse des rendements obligataires. La principale exception à cette tendance haussière a été le Japon, où les préoccupations liées aux perspectives de croissance et de profits des entreprises, conjuguées aux incertitudes pesant sur le rythme, l'ampleur et les implications des mesures de déréglementation financière, ont entraîné une baisse d'environ 6 % des cours des actions entre la fin de 1995 et avril 1997.

Contrairement aux résultats des places boursières des pays industrialisés, la hausse des cours des actions enregistrée dans les pays à marché émergent a été au total modeste, ainsi qu'en témoigne l'indice composite (exprimé en dollar) de la Société financière internationale (SFI), qui a progressé de 7½ % en 1996.

### Soldes, financement et endettement extérieurs

L'expansion du *commerce mondial* a nettement ralenti en 1996 après deux années de croissance exceptionnelle. Ce ralentissement a été sensible dans de très nombreux pays. Le Japon, l'Allemagne et la France ont vu leurs parts de marché à l'exportation diminuer, mais d'autres grands pays industrialisés et les pays à marché émergent ont préservé ou accru les leurs.

Globalement, les *comptes des transactions courantes* des économies avancées ont été proches de l'équilibre en 1996 après avoir affiché des excédents modérés pendant trois ans. Les déséquilibres extérieurs courants des sept principaux pays industrialisés sont restés le plus souvent limités (tableau 2), et inférieurs en général à ceux qu'accusaient certains d'entre eux au milieu des années 80. Tels qu'ils se présentent depuis quelque temps, ces déséquilibres témoignent du réaligement des parités des principales monnaies amorcé ces dernières années, même si l'évolution de chaque pays dans le cycle conjoncturel est loin d'être étrangère aux progrès observés. Au Japon, l'appréciation du yen jusqu'au début de 1995 et les efforts de restructuration ont aidé à ramener l'excédent extérieur courant à 1½ % du PIB en 1996. Aux États-Unis, où la croissance a été relativement forte, le déficit extérieur courant s'est légèrement creusé. Les transactions courantes ont été pratiquement équilibrées en 1996 au Canada et au Royaume-Uni, tandis que le redressement des exportations en 1996 a entraîné une légère augmentation de l'excédent extérieur courant en France. Cet excédent a augmenté plus nettement en Italie, en raison surtout du fléchissement des importations. Parmi

Tableau 2

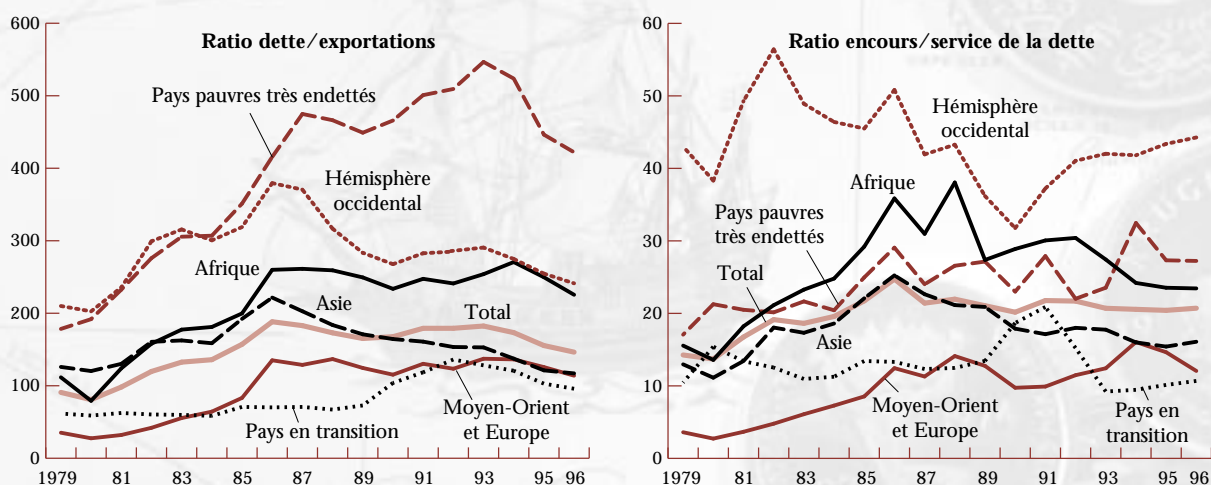
### Solde des transactions courantes dans un échantillon de pays (En pourcentage du PIB)

	1994	1995	1996
États-Unis	-2,1	-2,0	-2,2
Japon	2,8	2,2	1,4
Allemagne	-1,0	-0,9	-0,7
France	0,5	1,1	1,3
Italie	1,5	2,5	3,5
Royaume-Uni	-0,4	-0,5	-0,0
Canada	-3,0	-1,4	-0,2
Australie	-5,0	-5,3	-3,7
Autriche	-0,9	-2,0	-1,8
Corée	-1,2	-2,0	-4,9
Espagne	-1,4	0,2	0,5
Finlande	1,3	4,3	3,4
Grèce	0,2	-1,5	-1,3
Hong Kong, Chine	2,0	-2,0	1,3
Irlande	2,7	2,4	1,1
Israël	-3,1	-4,5	-5,2
Norvège	2,4	3,1	7,2
Nouvelle-Zélande	-3,0	-4,3	-5,5
Singapour	15,9	17,7	15,7
Suède	0,4	2,1	2,5
Suisse	6,9	6,9	6,6
Taiwan, province chinoise	2,6	1,9	2,7
Afrique du Sud	-0,3	-2,1	-2,3
Algérie	-4,4	-5,3	2,9
Arabie Saoudite	-8,9	-5,6	-0,2
Argentine	-3,6	-1,4	-2,1
Brésil	-0,3	-2,5	-3,3
Cameroun	-4,2	-0,4	-2,4
Chili	-1,2	0,2	-4,1
Chine	0,6	0,2	-0,1
Côte d'Ivoire	-1,0	-5,0	-4,7
Égypte	0,4	1,2	-0,6
Inde	-0,8	-1,5	-1,7
Indonésie	-1,7	-3,4	-3,5
Malaisie	-6,3	-8,3	-5,2
Mexique	-7,0	-0,5	-0,6
Nigéria	-3,2	-1,7	5,0
Ouganda	-2,5	-2,0	-1,1
Pakistan	-3,7	-3,7	-6,9
Philippines	-4,6	-4,4	-4,3
Thaïlande	-5,6	-8,1	-8,0
Turquie	2,0	-1,4	-3,8
Hongrie	-9,5	-5,6	-3,8
Pologne <sup>1</sup>	2,3	3,3	-1,0
République tchèque	-0,1	-3,0	-8,6
Russie	3,8	1,2	1,7

<sup>1</sup>Sur la base des données du solde des transactions courantes, y compris l'excédent dégagé par les transactions commerciales non enregistrées, tel qu'estimé par les services du FMI.

les autres économies avancées, l'Australie a enregistré une diminution de son déficit extérieur courant par rapport à 1995, tandis que celui de la Corée s'est accru pour approcher 5 % du PIB, suite à la chute brutale des prix des exportations et à l'appréciation du won vis-à-vis du yen.

Graphique 7

**Pays en développement et pays en transition : encours et service de la dette extérieure<sup>1</sup>***(En pourcentage des exportations de biens et services)*

<sup>1</sup> Le service de la dette comprend les paiements effectifs d'intérêts sur la dette totale et les paiements effectifs au titre de l'amortissement de la dette à long terme.

Le déficit extérieur courant global des pays en développement a légèrement augmenté en 1996, car le creusement des déficits dans certains pays d'Asie et d'Amérique latine n'a été que partiellement compensé par l'amélioration d'ensemble de la position extérieure courante de l'Afrique. Les pays producteurs de pétrole ont sensiblement amélioré leurs soldes extérieurs. Dans les pays en développement d'Asie, l'évolution des soldes des transactions courantes en 1996 a été influencée par divers facteurs. En Malaisie, le resserrement de la politique monétaire, qui a comprimé la demande d'importations et plus que compensé le fléchissement des exportations, a ramené le déficit extérieur courant à 6 % du PIB. Le déficit extérieur courant est demeuré à peu près inchangé en Indonésie, où le tassement des recettes d'exportation non pétrolières a été contrebalancé par l'essor des exportations pétrolières et la faible croissance des importations, ainsi qu'en Thaïlande, où le recul des importations a été compensé par l'augmentation des paiements d'intérêts à l'étranger au titre d'engagements bancaires à court terme. En Chine, la contraction de l'excédent commercial a fait que le solde des transactions courantes est resté proche de l'équilibre en 1996.

La confirmation de la reprise dans un certain nombre de pays d'Amérique latine en 1996 s'est accompagnée d'une aggravation des déficits extérieurs courants imputable à l'accélération des importations, en particulier dans le domaine des biens d'équipement. L'Argentine et le Brésil ont enregistré une légère aug-

mentation de leur déficit extérieur courant. Au Chili, l'évolution du solde extérieur courant, passé d'un quasi-équilibre en 1995 à un déficit de 4 % du PIB en 1996, s'explique essentiellement par la chute des cours du cuivre et d'autres produits de base. Le déficit extérieur courant du Mexique est resté à peu près stable autour de ½ % du PIB. Au Venezuela, la hausse des prix pétroliers a donné un coup de fouet aux exportations et consolidé l'excédent extérieur courant malgré l'essor des importations.

Dans un certain nombre de pays africains, la baisse des prix de divers produits de base a entraîné un creusement des déficits extérieurs courants en 1996, alors que le renchérissement du pétrole a permis au Nigéria et à l'Algérie de résorber les leurs. C'est aussi grâce à la hausse des prix du pétrole que l'Arabie Saoudite a pu pratiquement rééquilibrer le solde de ses transactions courantes, déficitaire depuis plusieurs années. Enfin, la Jordanie a réduit son déficit extérieur courant de près d'un point en 1996 pour le ramener à 3 % du PIB, l'augmentation des transferts de fonds des travailleurs expatriés ayant plus que compensé l'essor des importations de produits alimentaires et de matériel de transport.

Les déficits extérieurs courants se sont aggravés en 1996 dans de nombreux pays en transition. Ils ont ainsi atteint 8½ % et 10¼ %, respectivement, dans les républiques tchèque et slovaque, où les importations sont montées en flèche alors que l'afflux de capitaux favorisait une appréciation des taux de change réels. La

Russie, en revanche, a enregistré une augmentation de son excédent extérieur courant, lequel a dépassé 1½ % du PIB. En Hongrie, le resserrement de la politique financière a aidé à maîtriser le déficit extérieur courant.

Les *entrées nettes de capitaux privés* dans les pays en développement ont atteint un niveau sans précédent, approchant un total de 200 milliards de dollars en 1996, dont près de 40 milliards sont allés à la Chine. L'accélération de l'afflux net de capitaux dans les pays en développement et les pays en transition s'explique en partie par les taux d'intérêt relativement bas proposés dans les pays industrialisés, la croissance médiocre de l'investissement en Europe et au Japon, la poursuite du développement des marchés de capitaux — et en particulier des marchés d'actions et d'obligations — dans beaucoup de pays à marché émergent et les progrès accomplis par nombre d'entre eux sur le front des privatisations.

S'agissant de la composition des flux de capitaux privés, la tendance à délaisser les prêts bancaires au profit des investissements directs étrangers et des investissements de portefeuille s'est poursuivie, en particulier en Amérique latine et en Asie. Les émissions obligataires ont progressé elles aussi, y compris dans certains pays en transition. Ainsi, l'émission de 1 milliard de dollars d'euro-obligations lancée par la Russie est la plus importante jamais mise sur pied par un État souverain. En outre, le coût du capital pour les pays à marché émergent a diminué en 1996, et beaucoup d'entre eux ont répondu à cette amélioration du climat en allongeant les échéances de leurs nouveaux emprunts souverains. Les marges sur les obligations dans de nombreux pays d'Amérique latine se sont considérablement réduits après la crise mexicaine, preuve d'une confiance retrouvée dans les programmes d'ajus-

tement. Le mouvement a été moins net ailleurs, mais ces marges sont quand même tombées en deçà de 100 points de base pour la Pologne et les Philippines. Si ce resserrement des marges reflète bien souvent l'amélioration de la situation économique et des politiques suivies, divers indices donnent à penser que, dans certains cas, les rendements attendus sont peut-être surestimés et les risques sous-estimés.

Après les prêts accordés à la Russie et au Mexique en 1995, les *entrées nettes de capitaux publics* dans les pays en développement et les pays en transition ont très sensiblement diminué en 1996. En particulier, les prêts nets consentis par le FMI durant l'exercice 1996/97 ont enregistré un net recul qu'explique en partie le remboursement anticipé d'une partie des crédits reçus par le Mexique (chapitre 9).

L'expansion économique vigoureuse et régulière du groupe des pays en développement et les progrès de la stabilisation et des réformes dans les pays en transition ont entraîné un nouvel allègement du fardeau global de la *dette extérieure* en 1996, et ce pour la cinquième année consécutive (graphique 7). Beaucoup de pays pauvres, en Afrique subsaharienne notamment, ont continué de souffrir d'un endettement extérieur considérable. Dans certains cas, les mécanismes traditionnels d'allègement de la dette ne suffiront sans doute pas à ramener cet endettement à un niveau viable à moyen terme, même si ces pays persèverent dans leur effort d'ajustement et de réforme. Afin que tous les pays très endettés (PPTE) qui mènent des politiques appropriées puissent ramener leur dette à un niveau supportable, la Banque mondiale et le FMI ont engagé une Initiative en faveur des PPTE à laquelle participent aussi des créanciers officiels ou multilatéraux ainsi que les créanciers commerciaux des pays bénéficiaires (chapitre 7).

