

Perspectives de l'économie mondiale

octobre 2008

Résumé analytique

L'économie mondiale s'engage dans une récession majeure face à la crise la plus grave sur les marchés financiers arrivés à maturité depuis les années 30. Un ralentissement sensible de la croissance mondiale est prévu en 2008 et un léger redressement n'apparaîtrait que plus tard en 2009. L'inflation est élevée, sous l'effet de la montée en flèche des cours des produits de base, mais elle devrait ralentir. La situation est exceptionnellement incertaine et risque sérieusement de se dégrader. Dans l'immédiat, il s'agit de stabiliser la situation financière, tout en gérant prudemment les économies pendant une période de ralentissement et en maîtrisant l'inflation.

L'économie mondiale sous tension

Après plusieurs années de croissance vigoureuse, l'économie mondiale ralentit sensiblement (chapitre 1 et 2). L'activité mondiale souffre d'un choc financier extraordinaire et de la persistance des cours élevés de l'énergie et d'autres produits de base. De nombreux pays avancés sont proches de la récession ou s'y engagent, alors que la croissance s'affaiblit aussi dans les pays émergents.

La crise financière qui s'est déclarée sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque en août 2007 s'est aggravée au cours des six derniers mois et est entrée dans une nouvelle phase tumultueuse en septembre. Ses effets ont été ressentis dans l'ensemble du système financier mondial, notamment de plus en plus dans les pays émergents. L'intensification des craintes concernant la solvabilité de certaines institutions a conduit à l'assainissement d'urgence de grandes institutions financières américaines et européennes et a sérieusement ébranlé la confiance. Les autorités américaines et européennes ont réagi en prenant des mesures extraordinaires pour stabiliser les marchés, notamment en fournissant des liquidités abondantes, en intervenant rapidement pour assainir les institutions en difficulté, en relevant le montant de dépôt garanti, et, récemment aux États-Unis, en décidant par voie législative d'utiliser des fonds publics pour acheter des actifs bancaires en difficulté. Cependant, la situation reste très incertaine à l'heure où le présent rapport est publié.

Par ailleurs, la combinaison de la montée en flèche des prix des denrées alimentaires et des carburants depuis 2004 et de capacités de production de plus en plus insuffisantes a porté l'inflation à des niveaux qu'on n'avait plus vus depuis 10 ans. Comme noté au chapitre 3, les hausses des prix à la consommation ont été particulièrement fortes dans les pays émergents et les pays en développement. Cette accélération tient au poids élevé de l'alimentation dans les paniers de consommation, à une croissance qui reste assez rapide et à des anticipations inflationnistes moins bien ancrées. Il est à noter que les pays qui ont adopté des régimes de ciblage de l'inflation ont généralement obtenu de meilleurs résultats. Dans les pays avancés, le renchérissement du pétrole a fait monter l'inflation non corrigée, mais l'inflation tendancielle semble maîtrisée.

La détérioration récente des résultats de l'économie mondiale suit une expansion soutenue qui reposait sur l'intégration croissante des pays émergents et des pays en développement dans l'économie mondiale. Cependant, rétrospectivement, le manque de rigueur des politiques macroéconomiques et des réglementations a peut-être permis à l'économie mondiale de dépasser sa «vitesse maximale» et contribué ainsi à une accumulation des déséquilibres sur les marchés financiers, les marchés immobiliers et les marchés des produits de base. Par ailleurs, les imperfections des marchés, ainsi que des politiques des pouvoirs publics, ont empêché les mécanismes d'équilibrage de bien fonctionner et ont permis aux

tensions de s'accumuler sur les marchés.

Un redressement qui n'est pas encore en vue et qui sera probablement graduel

La situation financière va probablement rester très difficile et donc peser sur les perspectives de l'économie mondiale. Selon les projections du scénario de référence, les mesures prises par les autorités américaines et européennes permettront de stabiliser la situation financière et d'éviter de nouveaux problèmes systémiques. Néanmoins, même si les actifs en difficulté sont éliminés des bilans des banques comme prévu dans le plan américain, le risque de contrepartie restera sans doute exceptionnellement élevé pendant un certain temps, ce qui ralentira le retour à une plus grande liquidité sur les principaux marchés financiers. Par ailleurs, des pertes sur prêts supplémentaires sont très probables en raison du ralentissement de l'économie mondiale. Dans ces conditions, il restera très difficile pour les institutions financières de lever de nouveaux capitaux. En conséquence, comme noté dans l'édition d'octobre 2008 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*), la réduction nécessaire du levier d'endettement prendra du temps, ce qui freinera la création de crédit (et l'activité) au moins jusqu'à la fin de 2009.

Néanmoins, plusieurs facteurs devraient jeter les bases d'un redressement progressif plus tard en 2009 :

- Les cours des produits de base devraient se stabiliser, même si c'est à leur plus haut niveau depuis 20 ans. Les effets négatifs sur les termes de l'échange de la hausse de plus de 50 % des cours du pétrole en 2008 devraient s'atténuer en 2009, ce qui dopera la consommation dans les pays importateurs de pétrole.
- Le secteur immobilier américain devrait finalement atteindre son point le plus bas dans l'année à venir : il cessera ainsi d'amputer sensiblement la croissance comme c'est le cas depuis 2006. La stabilisation des prix immobiliers devrait limiter les pertes du secteur financier liées au secteur hypothécaire, et l'intervention récente dans les deux institutions financières spécialisées d'intérêt public (Fannie Mae et Freddie Mac) devrait contribuer à assurer l'offre de crédit au secteur immobilier. Le cycle immobilier et son ajustement seront peut-être décalés dans les autres pays avancés, mais les répercussions globales de la crise financière seront profondément ressenties.
- En dépit d'une perte de leur élan, les pays émergents devraient encore offrir une source de résistance, profitant d'une croissance vigoureuse de la productivité et d'une amélioration de leur cadre d'action. Bien sûr, plus la crise financière se prolonge, plus il est probable qu'ils seront touchés.

Dans ces conditions, les projections de croissance du scénario de référence ont été revues à la baisse sensiblement par rapport à la mise à jour des *Perspectives de l'économie mondiale* de juillet 2008. En moyenne, la croissance mondiale devrait tomber de 5,0 % par an en 2007 à 3,9 % en 2008 et à 3,0 % en 2009, son rythme le plus lent depuis 2002. Les pays avancés seront en récession, ou en seront proches, au deuxième semestre de 2008 et au début de 2009, et le redressement attendu plus tard en 2009 sera exceptionnellement graduel par rapport au passé. Dans la plupart des pays émergents et des pays en développement, la croissance tomberait au-dessous de son niveau tendanciel. La combinaison d'une augmentation des capacités disponibles et de la stabilisation des cours des matières premières devrait limiter l'inflation, qui devrait retomber au-dessous de 2 % en 2009 dans les pays avancés. Dans les pays émergents et les pays en développement, l'inflation devrait reculer de manière plus progressive, alors que les hausses récentes des cours des produits de base continuent de se répercuter sur les consommateurs. Des risques considérables pèsent sur cette prévision de référence. Le principal a trait à deux facteurs financiers liés l'un à l'autre : les tensions financières pourraient rester très élevées et le

resserrement du crédit découlant de la réduction du levier d'endettement pourrait être plus prononcé et plus long que prévu. En outre, la détérioration du marché immobilier américain pourrait être plus marquée et plus longue que prévu, alors que les marchés immobiliers européens pourraient s'affaiblir davantage. Le risque d'inflation est maintenant moindre, car les cours des produits de base ont reculé du fait du ralentissement de l'économie mondiale. Par ailleurs, les perturbations des flux de capitaux et la montée du protectionnisme constituent des risques supplémentaires pesant sur le redressement.

Les relations entre les crises financières et les ralentissements économiques sont examinées au chapitre 4, qui compare l'expérience récente à des périodes antérieures. Il ressort de l'analyse que les crises financières qui trouvent leur origine dans le secteur bancaire ont généralement des effets plus négatifs sur l'économie que les crises boursières ou monétaires et que le développement d'une intermédiation financière plus concurrentielle a peut-être aggravé les répercussions. La situation initiale semble aussi être un facteur déterminant. Le fait que les bilans des entreprises non financières aux États-Unis et en Europe occidentale soient en relativement bonne santé au début du ralentissement actuel constitue donc un facteur de résistance, mais ces bilans sont vulnérables à une crise financière durable.

Le chapitre 6 soulève des questions en ce qui concerne les pays affichant en permanence un déficit élevé de la balance courante. Ce problème pourrait être particulièrement important alors que la réduction du levier d'endettement à l'échelle mondiale pèse sur l'offre de financement extérieur pour les pays émergents. L'analyse cherche à expliquer les fortes divergences observées dans l'évolution de la balance courante parmi les pays émergents et rapporte les déficits élevés des pays émergents d'Europe à la libéralisation des mouvements de capitaux, à la réforme financière et aux possibilités créées par la convergence économique en Europe. Cependant, ces déficits élevés et persistants peuvent prendre fin brutalement, et les régimes de change rigides accroissent ces risques. En fait, de nombreux pays ayant un déficit élevé de la balance courante ont déjà souffert bien plus des remous financiers que les pays ayant un faible déficit ou un excédent.

Les pouvoirs publics aux prises avec un dilemme

Partout dans le monde, les pouvoirs publics font face à une épreuve difficile : il s'agit de stabiliser la situation financière tout en gérant prudemment leur économie pendant une période de ralentissement et en maîtrisant l'inflation. Une action multilatérale est particulièrement importante dans les circonstances actuelles, notamment des mesures visant à remédier aux remous financiers, à atténuer la tension sur les marchés des produits de base et à soutenir les pays à faible revenu accablés par la facture élevée de leurs importations alimentaires.

Les autorités nationales s'emploient énergiquement à stabiliser la situation financière. Pour s'acquitter de cette tâche difficile, il faudra prendre des mesures de large portée afin de s'attaquer aux problèmes systémiques — prendre en charge les actifs en difficulté, favoriser la reconstitution des fonds propres des banques et rétablir la liquidité sur le marché du crédit, tout en tenant compte des intérêts des contribuables et de l'aléa moral. Il convient de coordonner au plan international les stratégies nationales pour s'attaquer aux problèmes communs et éviter de créer des incitations négatives à l'échelle internationale.

Le plan américain d'achat d'actifs immobiliers devrait contribuer au fil du temps à réduire la pression exercée par les actifs en difficulté sur les banques et donc favoriser un retour des sources de financement stables et de la confiance. Cependant, des fonds publics seront probablement nécessaires aussi pour aider les banques à reconstituer leurs fonds propres. En Europe occidentale, il faudra, pour rétablir la

confiance, que l'on s'engage résolument à entreprendre une action concertée et coordonnée pour faciliter la constatation des actifs en difficulté dans des délais appropriés et la recapitalisation des banques. Il sera important de conclure des accords de coopération, adaptés à un large éventail de circonstances, notamment en ce qui concerne l'assainissement de grandes institutions internationales et le renforcement, de manière cohérente, de la garantie des dépôts.

Les pays avancés devraient axer leur politique macroéconomique sur le soutien de l'activité — afin de rompre la chaîne de réaction négative entre l'économie réelle et les marchés financiers — sans perdre de vue les risques d'inflation.

- Le ralentissement sensible de l'activité et l'augmentation des écarts de production devraient limiter l'inflation. La baisse des tensions inflationnistes et la détérioration des perspectives économiques permettent déjà d'assouplir la politique monétaire dans certains cas, notamment dans la zone euro et au Royaume-Uni, où les taux d'intérêt à court terme sont assez élevés.
- En ce qui concerne la politique budgétaire, les stabilisateurs automatiques contribuent à atténuer les chocs sur l'activité et il convient de les laisser opérer librement, à condition que les ajustements soient compatibles avec la viabilité à long terme. Une impulsion budgétaire discrétionnaire peut soutenir la croissance au cas où les risques de dégradation de la situation se matérialisent, pourvu qu'elle soit engagée en temps opportun, qu'elle soit bien ciblée et qu'elle ne compromette pas la viabilité des finances publiques. Dans les circonstances actuelles, la marge de manœuvre budgétaire disponible devrait être consacrée à la stabilisation des secteurs financier et immobilier si nécessaire, plutôt qu'à une impulsion de portée plus générale. En temps voulu, il conviendra d'ajuster les politiques budgétaires afin de préserver les objectifs de rééquilibrage à moyen terme.

Les priorités de la politique macroéconomique varient considérablement parmi les pays émergents et les pays en développement, alors que les pouvoirs publics mettent en balance les risques pesant sur la croissance et l'inflation.

- Dans un nombre croissant de pays, les autorités s'inquiètent plutôt maintenant du ralentissement de l'activité alors que la conjoncture extérieure se détériore et que l'inflation non corrigée commence à s'affaiblir. Ce changement de priorité justifierait de mettre fin au cycle de durcissement de la politique monétaire, en particulier dans les pays où les effets secondaires du renchérissement des produits de base sur l'inflation ont été limités, et un assouplissement monétaire se justifierait si les perspectives continuaient de se détériorer. Face à des sorties massives de capitaux, les pays devront réagir rapidement pour garantir une liquidité adéquate, tout en utilisant le taux de change pour absorber une partie de la pression. Par ailleurs, ils devront redoubler d'efforts pour mieux prévenir, gérer et résoudre les tensions financières, notamment en établissant des plans d'urgence.
- Cependant, dans plusieurs autres pays, les tensions inflationnistes demeurent préoccupantes en raison des fortes hausses des prix des denrées alimentaires, de la persistance d'une croissance vigoureuse, de l'aggravation des contraintes pesant sur l'offre et de l'accélération des salaires, notamment dans le secteur public. Même si le recul récent des cours mondiaux des produits de base pourrait réduire quelque peu les tensions, les progrès enregistrés ces dernières années dans la baisse de l'inflation sont compromis; une fois la crédibilité entamée, il est coûteux et long de la rétablir. Dans ces pays, un durcissement monétaire supplémentaire se justifie peut-être encore.
- Les pays qui appliquent un régime de change très dirigé ont une tâche difficile. Un taux de change plus flexible contribuerait à limiter les tensions inflationnistes en présentant plus de possibilités d'ajustement monétaire et offre davantage de marge de manœuvre face aux sorties de capitaux. Bien

entendu, d'autres considérations entrent en ligne de compte lors du choix d'un régime de change, notamment, par exemple, le niveau de développement financier et la diversité des exportations.

- La politique budgétaire peut jouer un rôle utile dans la gestion macroéconomique. Une meilleure maîtrise des dépenses publiques aiderait à atténuer les tensions inflationnistes dans plusieurs pays encore exposés à des risques de surchauffe. C'est particulièrement important pour les pays qui affichent un déficit de la balance courante et appliquent un taux de change fixe. Les pays exportateurs de pétrole dont la monnaie est rattachée au dollar américain peuvent concentrer leurs dépenses sur la réduction des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Si les pays émergents disposent d'une plus grande marge de manœuvre que par le passé pour mener une politique budgétaire anticyclique au cas où leurs perspectives économiques se détériorent, le chapitre 5 avertit qu'une telle politique a peu de chances d'être efficace à moins que la confiance dans la viabilité des finances publiques ait été fermement établie et que les mesures soient prises en temps voulu et soient bien ciblées. De manière plus générale, les subventions générales à l'alimentation et aux carburants sont de plus en plus coûteuses et sont inefficaces par nature. Les programmes ciblés qui aident les pauvres à faire face à la hausse de leurs frais de subsistance sont à privilégier.

Des cadres d'action qui ont besoin d'être réformés

La détérioration des résultats de l'économie mondiale a soulevé des questions quant au choix des cadres de politique macroéconomique et à l'adéquation des politiques menées sur les marchés financiers et les marchés des produits de base.

Entreprendre une «action à contre-courant»

L'environnement exceptionnel qui est le nôtre aujourd'hui a accru l'intérêt pour la mise en place de politiques qui seraient mieux adaptées pour éviter l'alternance de fortes hausses et baisses des prix des actifs, notamment avec une réaction plus vigoureuse en période d'expansion. L'inclusion d'un élément macroprudentiel dans le cadre réglementaire pour compenser la procyclicalité inhérente de la création de crédit est une idée prometteuse. On pourrait aussi envisager d'étendre les cadres de politique monétaire de manière à prévoir une «action à contre-courant» des variations des prix des actifs, surtout quand celles-ci sont rapides ou semblent conduire à un sérieux désalignement des prix par rapport aux paramètres fondamentaux, bien que cela soulève des questions complexes.

Par ailleurs, on s'intéresse davantage aux moyens de rendre les cadres de politique budgétaire plus crédibles et donc à rendre la politique budgétaire plus efficace comme instrument anticyclique. Le talon d'Achille d'une politique budgétaire active reste les paramètres d'économie politique qui encouragent une prise de décision à court terme. En conséquence, de nombreux pays ne réussissent pas, en période d'expansion, à se donner les moyens d'engager une impulsion discrétionnaire efficace en cas de récession, ou ont du mal à faire face aux problèmes de viabilité des finances publiques à long terme. Au chapitre 5, il est noté que l'adoption de politiques qui reposent davantage sur le respect de règles — à rapprocher de la réduction du pouvoir discrétionnaire dans la politique monétaire — et les mécanismes plus solides de gouvernance budgétaire qui sont mis en place dans un nombre croissant de pays pourraient accroître l'efficacité de la politique budgétaire face aux récessions.

Comblent les lacunes des appareils de réglementation et de contrôle

Des efforts résolus sont déployés pour s'attaquer non seulement aux menaces immédiates pour le système, mais aussi aux nombreuses faiblesses révélées par les turbulences financières actuelles. Comme noté dans l'édition d'octobre 2008 du *Global Financial Stability Report*, il est essentiel d'assurer une gestion du risque plus efficace et plus solide de la part des institutions, notamment en établissant des exigences plus strictes en matière de fonds propres et en insistant sur l'établissement de meilleures pratiques de gestion des liquidités et sur une meilleure information en ce qui concerne les risques au bilan et hors bilan. Il est important aussi de renforcer les dispositifs de résolution des crises.

Par ailleurs, les remous financiers ont montré que les dispositifs nationaux de stabilité financière n'ont pas évolué parallèlement à l'innovation et à la mondialisation financières, ce qui s'est traduit par des retombées néfastes au plan international. Une meilleure coordination entre les autorités prudentielles nationales est nécessaire, surtout en vue de prévenir, de gérer et de résoudre les difficultés financières tant sur les marchés que dans les grandes institutions financières.

Encourager les économies d'énergie et une hausse de l'offre de pétrole et de denrées alimentaires

Le recul récent des cours des produits de base ne doit pas affaiblir les efforts déployés pour atténuer les tensions sur les marchés de ces produits. Il ne semble guère établi concrètement que l'intérêt croissant des investisseurs pour les produits de base en tant d'actifs de repli (ou la spéculation pure et simple) a exercé un effet systématique ou durable sur les prix. Cependant, la combinaison de variations

inhabituelles de l'attitude des marchés et d'une hausse de la liquidité sur les marchés financiers a peut-être contribué à une dynamique de prix à court terme dans certains cas. En conséquence, il convient d'encourager un meilleur équilibre entre l'offre et la demande à long terme et d'éviter de prendre des mesures qui pourraient aggraver les tensions sur les marchés à court terme. On pourrait envisager de répercuter davantage les variations des prix internationaux sur les marchés intérieurs et d'accroître les économies d'énergie. La baisse des subventions aux biocarburants dans les pays avancés pourrait aussi atténuer la pression à court terme sur les prix des denrées alimentaires. En général, la priorité devrait être donnée au renforcement de la réaction de l'offre à la hausse des prix. Pour l'instant, une augmentation de l'aide des donateurs aux pays les plus pauvres sera cruciale pour faire face à la crise humanitaire qui résulte de l'envolée des prix de l'alimentation.

Résorber les déséquilibres mondiaux

La flambée des cours des produits de base a entraîné une nouvelle aggravation des déséquilibres mondiaux, avec des excédents de la balance courante plus élevés dans les pays exportateurs de pétrole et des déficits plus élevés dans les pays importateurs de pétrole. Bien entendu, il est raisonnable pour les pays exportateurs de pétrole d'épargner une partie de ce surcroît de recettes : jusqu'à présent, le recyclage des fonds des pays en excédent vers les pays en déficit fonctionne bien. Par ailleurs, le déficit hors pétrole des États-Unis a diminué substantiellement, en partie du fait de la dépréciation du dollar, dont le taux de change effectif réel retourne vers un niveau correspondant plus ou moins à l'équilibre à moyen terme. Cependant, le dollar s'est déprécié principalement vis-à-vis de l'euro et de quelques autres monnaies au taux de change flexible.

La stratégie multilatérale approuvée par le Comité monétaire et financier international en 2005 et élaborée lors des consultations multilatérales sur les déséquilibres mondiaux en 2006 et 2007 reste d'actualité, mais elle doit être appliquée sagement. Aux États-Unis, le rééquilibrage du budget demeure un objectif important à moyen terme, mais l'impulsion budgétaire anticyclique et l'aide publique à la stabilisation des institutions financières qui ont été décidées récemment se justifiaient. En ce qui concerne la Chine, une appréciation supplémentaire du renminbi, en termes effectifs, contribuerait à la stratégie plus globale de réorientation des sources de croissance vers la demande intérieure et de renforcement de l'efficacité de la politique monétaire. Dans les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient, un ralentissement de la croissance des dépenses atténuerait la surchauffe, de même qu'une action davantage axée sur la réduction des goulets d'étranglement de l'offre. Par ailleurs, des réformes des marchés de produits et du travail dans la zone euro et au Japon rehausseraient le potentiel de croissance.

Enfin, la montée des pressions protectionnistes sur les courants d'échanges et les mouvements de capitaux représente un risque préoccupant pour le redressement potentiel. Sortir de l'impasse actuelle du cycle de Doha renforcerait le système commercial ouvert multilatéral, un fondement important de la forte croissance mondiale de ces dernières années. Par ailleurs, les fonds souverains continuent de prendre de l'importance comme véhicules d'investissement des pays en situation d'excédent. L'ensemble de principes et de pratiques arrêté récemment par ces fonds pour leur gouvernance, leur investissement et leur gestion du risque (les «principes de Santiago») contribuera à apaiser les craintes concernant ce type de fonds qui pourraient conduire à des restrictions contre-productives de ces flux de capitaux. Par ailleurs, les directives pour les pays bénéficiaires, qui sont en cours d'élaboration à l'Organisation de coopération et de développement économiques, assureront aux fonds souverains un accès équitable, transparent et libre aux marchés.

Points de presse du chapitre 3 : *De nouveau l'inflation ?*
Produits de base et inflation

Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2008

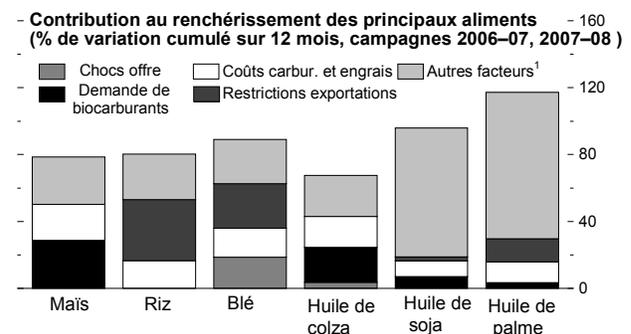
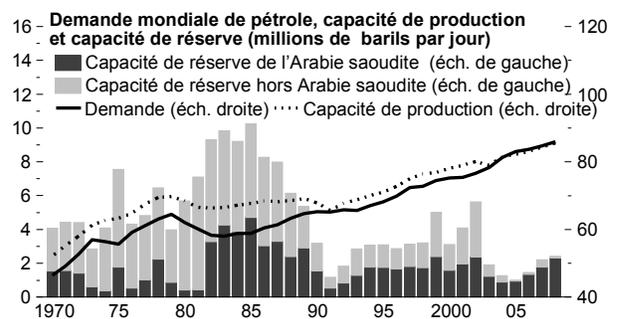
Préparé par Thomas Helbling, Douglas Laxton,
 Valerie Mercer-Blackman et Irina Tytell

Principaux points

- **Malgré un récent repli, bon nombre de facteurs à l'origine de la flambée des cours des produits de base sont toujours à l'œuvre et les prix resteront vraisemblablement élevés par rapport aux tendances historiques.**
- **La problématique est loin d'être uniforme mais les risques d'inflation restent relativement élevés à travers le monde émergent et en développement, du fait des tensions issues des ajustements aux prix élevés des matières premières et des risques d'effets indirects sur l'inflation sous-jacente. Dans les pays avancés, après s'être intensifiés, les risques diminuent rapidement vu l'impact déflationniste des turbulences financières.**
- **Plusieurs pays émergents et en développement devraient resserrer davantage leur politique monétaire pour maîtriser les tensions inflationnistes, surtout lorsque d'autres facteurs – dont la surchauffe de l'économie - contribuent déjà à une forte inflation et que les politiques mises en œuvre ont une faible crédibilité.**

L'envolée des cours des produits de base est la plus vaste et la plus persistante qu'ait connue l'économie mondiale depuis le début des années 1970. L'explosion des cours s'explique en grande partie par l'effet conjugué d'une solide croissance mondiale, du manque de capacité de réserve dans certains secteurs et du faible niveau initial des stocks, et de la lente réaction de l'offre. Des facteurs spécifiques à certains produits ont par ailleurs contribué à la récente flambée des prix des produits alimentaires, comme la demande liée à la production subventionnée de biocarburants, les perturbations d'approvisionnement des principaux produits agricoles et les restrictions aux échanges. Enfin, les relations d'interdépendance entre les prix de certains produits ont également joué pour beaucoup, le renchérissement de l'énergie

Évolution récente du marché du pétrole et des principaux aliments



Sources: British Petroleum Statistical Review of World Energy (2008); Agence internationale de l'énergie; Département de l'Agriculture, ÉU; U.S. Energy Information Administration; et calculs des services du FMI.

¹Y compris effets de débordement et de substitution.

s'étant répercuté sur le prix des aliments (voir premier graphique). En revanche, le rôle grandissant des matières premières comme actifs financiers de rechange n'a pas eu d'impact systématique notable sur les prix.

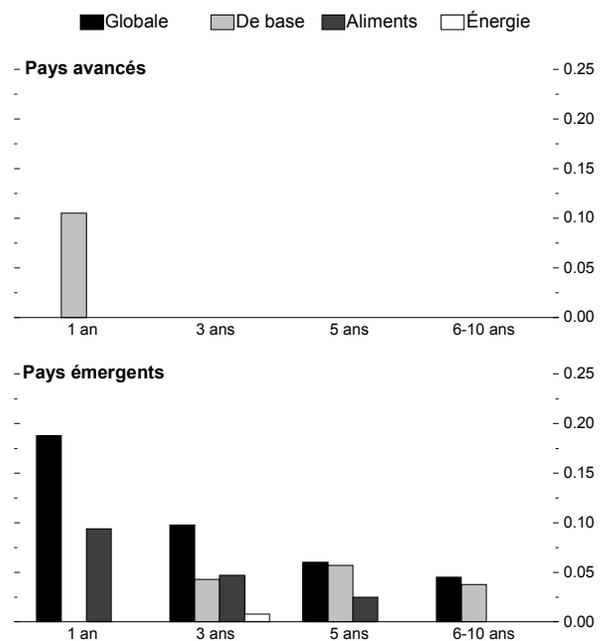
Malgré un récent repli, bon nombre de facteurs à l'origine de la flambée des cours des matières premières restent à l'œuvre. Les récents apaisements tiennent aux perspectives de ralentissement de l'économie mondiale en 2008–09, à la résolution des aléas climatiques qui, cette année, ont pesé sur l'offre, et à une augmentation de l'offre de pétrole. Cependant les contraintes d'offre et le faible niveau des stocks risquent de perdurer et la croissance de la demande reste forte dans les grands pays émergents. Par rapport aux tendances historiques, les prix resteront donc vraisemblablement élevés et sujets à une forte volatilité.

À moins d'une chute des cours des produits de base les risques d'inflation resteront pendant un certain temps plus élevés que ces dernières années, surtout dans plusieurs pays émergents et en développement. Beaucoup d'entre eux continuent de s'ajuster à l'augmentation initiale des cours des matières premières et les risques d'effets indirects sur l'inflation sous-jacente n'ont pas disparu. Il ressort des conclusions empiriques du chapitre que ces risques dépendent pour beaucoup de la capacité des autorités monétaires à ancrer les anticipations et du poids des matières premières — surtout les aliments — dans les dépenses finales. Or, ces pays connaissent des difficultés sur ces fronts et donc un risque plus élevé d'anticipations volatiles et d'effets indirects (voir second graphique). En outre, comme les récents chocs liés aux marchés des matières premières ont été plus vastes et plus persistants que durant la période retenue pour l'analyse, l'impact inflationniste réel pourrait être plus dur, sauf si l'économie mondiale marquait davantage le pas.

Plusieurs pays devraient resserrer leur politique monétaire pour maîtriser l'inflation, surtout lorsqu'elle est déjà élevée et que les politiques manquent de crédibilité. Vu la récente accalmie des cours des produits de base, l'inflation globale pourrait certes amorcer un repli, mais les pressions sur l'inflation sous-jacente continuent de préoccuper, notamment là où la croissance reste vigoureuse et où la politique monétaire subit les contraintes de la politique de change. Temporiser face à la montée de l'inflation pourrait être coûteux en crédibilité et, à terme, en production car la politique monétaire devrait être encore plus rigoureuse pour endiguer l'inflation.

Variation des anticipations en réaction aux variations de l'inflation effective¹

(Anticipations d'inflation à 1, 3, 5 et 6–10 ans; réaction en points de pourcentage à une variation de 1 point de l'inflation effective)



Sources : Consensus Forecasts; calculs des services du FMI.

¹À partir de coefficients statistiquement significatifs de régressions de panel à effets fixes, en utilisant des données semestrielles depuis 2003. Le calcul de l'inflation de base est hors énergie et alimentation.

Point de presse pour le chapitre 4 : *Turbulences financières et phases de contraction économique*

Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2008

Rédigé par Subir Lall, Roberto Cardarelli et Selim Elekdag

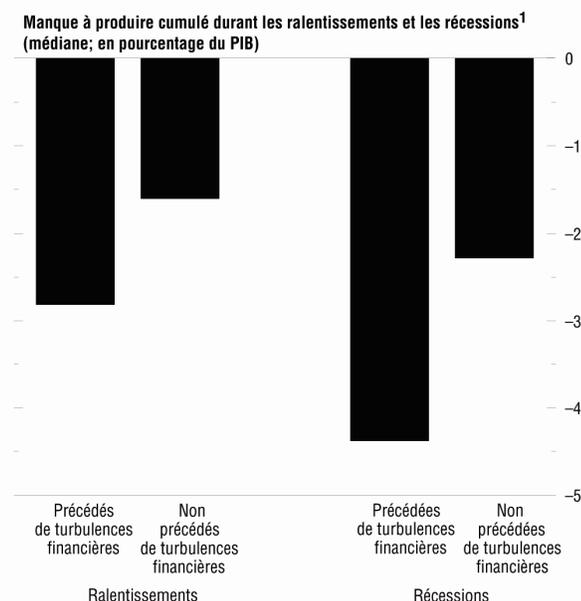
Principaux points

- Les périodes de turbulences financières caractérisées par des difficultés dans le secteur bancaire sont plus susceptibles de s'accompagner de phases de ralentissement économique sévères et prolongées.
- Elles risquent davantage d'être suivies de phases de contraction économique quand elles sont précédées d'une expansion rapide du crédit, d'une flambée des prix immobiliers et d'un endettement massif des ménages et des entreprises non financières.
- La situation actuelle aux États-Unis rappelle à certains égards des épisodes antérieurs de remous financiers liés au secteur bancaire qui ont été suivis de récessions.

Le chapitre 4 des *Perspectives de l'économie mondiale* examine des épisodes antérieurs de turbulences financières et leurs conséquences sur l'activité économique. Il construit un indice des tensions financières sur les marchés bancaires, boursiers et de change de 17 pays avancés au cours des 30 dernières années, et recense 113 épisodes de turbulences, dont la moitié environ sont associés au marché bancaire, les autres portant essentiellement sur les marchés des titres mobiliers ou des changes. Sur cette base, l'épisode actuel se classe parmi les plus intenses pour les États-Unis, et l'un des plus généralisés puisqu'il touche quasiment tous les pays de l'échantillon.

L'examen de ces épisodes révèle que toutes les périodes de turbulences financières ne conduisent pas à des

Turbulences financières et manque à produire



Sources : Haver Analytics; OCDE, base de données analytiques; *Perspectives économiques* de l'OCDE (2008); et calculs des services du FMI.

¹Manque à produire cumulé lorsque la production était inférieure à la tendance Hodrick-Prescott pour les ralentissements, et manque à produire cumulé jusqu'à la reprise pour les récessions.

ralentissements économiques ou à des récessions. De fait, ce phénomène ne s'est produit que dans la moitié environ des épisodes recensés.

Néanmoins, quand une phase de repli économique ou une récession est précédée de turbulences financières, et notamment quand ces turbulences sont concentrées dans le secteur bancaire, elle est généralement plus sévère que dans le cas contraire. En particulier, elle entraîne généralement des pertes de production cumulées deux ou trois fois plus élevées, et dure de 2 à 4 fois plus longtemps.

Quels sont les facteurs qui déterminent qu'un épisode de turbulences dans le secteur bancaire sera suivi ou pas d'un ralentissement ou d'une récession? Le chapitre avance que la conjoncture initiale joue un rôle essentiel. En particulier, la probabilité que des remous financiers soient suivis d'un ralentissement économique est liée à l'ampleur de la hausse des prix immobiliers et du crédit total qui les a précédés. Par ailleurs, si un recours plus substantiel au crédit par les sociétés non financières va de pair avec un ralentissement plus brutal de l'activité économique à l'issue de la période de turbulences, l'ampleur des déséquilibres financiers dans le secteur des ménages est l'élément crucial qui détermine si ce ralentissement évoluera en récession.

Le chapitre constate que le développement de systèmes financiers plus concurrentiels a augmenté la vulnérabilité aux contractions brutales de l'activité dans les cas où des difficultés frappent le secteur bancaire.

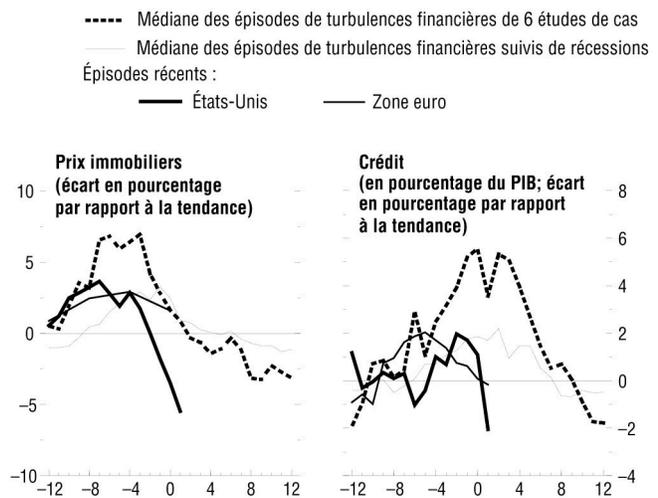
En effet, l'activité est généralement plus modérée au cours des récessions précédées de turbulences financières dans les pays dotés de tels systèmes. Cela tient au fait que le levier du système bancaire, par lequel on entend le ratio des actifs aux fonds propres, présente un caractère plus procyclique dans les pays où l'intermédiation financière de marché s'est davantage développée, ce qui ne signifie pas pour autant que les systèmes financiers concurrentiels sont plus susceptibles de connaître des tensions.

La comparaison entre l'épisode de turbulences actuel et les épisodes antérieurs laisse entendre que la probabilité d'un ralentissement économique prononcé aux États-Unis est forte.

Les profils des prix des actifs, du crédit total et de l'endettement net des ménages semblent similaires à ceux d'épisodes antérieurs qui ont été suivis de récessions. Quelques facteurs compensatoires pourraient assurer une certaine résistance de l'économie, à savoir la solidité relative des bilans des entreprises en début de crise et la politique énergétique

Les turbulences financières actuelles aux États-Unis et dans la zone euro dans un contexte historique¹

(Début de l'épisode à $t = 0$; abscisse en trimestres)



Sources : Banque centrale européenne; Haver Analytics; FMI, base de données des Statistiques financières internationales; OCDE, base de données analytiques; *Perspectives économiques* de l'OCDE (2008); et calculs des services du FMI.

¹En termes réels.

d'assouplissement monétaire de la Réserve fédérale. Dans la zone euro, la robustesse relative des bilans des ménages met l'économie quelque peu à l'abri d'un repli brutal, malgré la hausse appréciable des prix des actifs et des coefficients d'endettement qui ont précédé les turbulences financières.

Dans ces circonstances, il paraît particulièrement crucial que les pouvoirs publics adoptent des mesures énergiques pour remédier aux turbulences et favoriser le rétablissement des fonds propres dans le système financier. Un enseignement majeur à dégager de cette analyse a trait au rôle essentiel des grands intermédiaires financiers, les sociétés de bourse et les banques d'investissement notamment, dans la transmission des chocs financiers à l'économie réelle. Cela ne fait que souligner à quel point il importe de restaurer l'assise financière de ces institutions pour atténuer l'ampleur des phases de ralentissement économique.

Points de presse du chapitre 5 : *La politique budgétaire comme outil de stabilisation conjoncturelle*

Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2008

Préparé par Steven Barnett, Mark De Broeck, Anna Ivanova, Daehaeng Kim, Michael Kumhof, Douglas Laxton, Daniel Leigh, Alasdair Scott, Sven Jari Stehn et Steven Symansky

Principaux points

- **Une politique budgétaire discrétionnaire peut avoir des effets sur l'activité économique, mais ces effets sont généralement limités et sont même parfois contraires au but recherché. C'est ce que montrent les travaux empiriques menés dans le cadre de ce chapitre. Dans la pratique, il est difficile de faire en sorte que les mesures discrétionnaires provoquent des réactions opportunes, bien ciblées et temporaires. Les craintes concernant la viabilité de la dette pourraient jouer un rôle fondamental et limiter l'efficacité des programmes de relance budgétaire, en particulier dans les pays émergents. Pour mener à bien les programmes de relance, les pouvoirs publics doivent améliorer la situation des finances publiques durant les phases d'expansion, ce qui pose de multiples problèmes.**
- **On pourrait renforcer l'action anticyclique de la politique budgétaire en augmentant la portée des stabilisateurs automatiques ou en améliorant la gestion des finances publiques, afin de réduire le problème que constitue la tendance à l'endettement.**

Ce chapitre examine le rôle de la politique budgétaire dans la lutte contre les fluctuations du cycle économique, en se demandant si une politique budgétaire discrétionnaire peut réussir à stimuler la production ou si elle fait plus de mal que de bien.

On constate que les politiques budgétaires discrétionnaires ont été employées moins souvent que les

politiques monétaires durant les phases descendantes et ont été adoptées plus tard, souvent même trop tard. De plus, ces mesures discrétionnaires sont généralement marquées par un assouplissement — davantage de mesures de relance durant les phases descendantes que de resserrements durant les phases ascendantes — ce qui se traduit le plus souvent par une lente aggravation de la dette publique.

Par comparaison, les stabilisateurs automatiques ont une réaction symétrique. Dans les pays avancés, les mesures budgétaires discrétionnaires ont généralement joué un rôle anticyclique alors que dans les pays émergents, leur rôle a été *procyclique*, les impulsions budgétaires étant adoptées durant les phases ascendantes et supprimées pendant les phases descendantes.

Ce chapitre montre également que les mesures budgétaires discrétionnaires peuvent avoir de légers effets anticycliques, auxquels il faut apporter des nuances importantes.

De nouvelles données présentées dans ce chapitre mettent en évidence des différences majeures entre les pays avancés et émergents. En moyenne, une relance discrétionnaire d'un point de pourcentage entraîne une croissance du PIB de 0,1 % à 0,2 % environ sur le moment. Toutefois, si les effets à long terme demeurent positifs, voire meilleurs dans les pays avancés, ils deviennent négatifs dans les pays émergents. Les craintes concernant la viabilité de la dette jouent sans doute un rôle majeur, les ménages et les entreprises locales pouvant prévoir une hausse des impôts ou de l'inflation et les marchés internationaux des capitaux risquant de relever les taux d'intérêt pour se protéger contre ces risques.

S'ils veulent que leurs mesures budgétaires discrétionnaires soient efficaces, les gouvernements doivent améliorer la situation de leurs finances

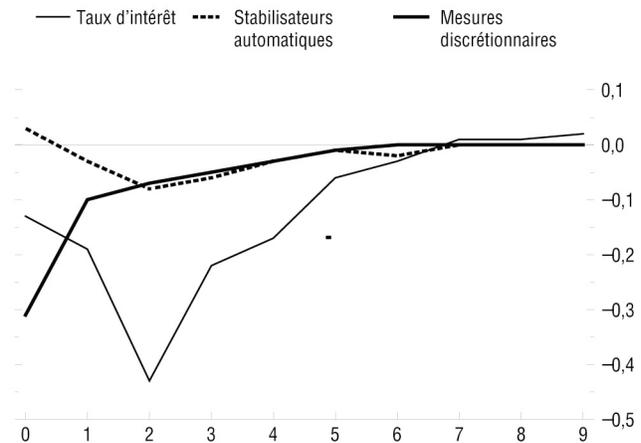
publiques pendant les phases ascendantes et s'engager de façon crédible à ce que leurs programmes de relance soient temporaires. La composition des mesures de stimulation est également un facteur important : il semble que les réformes axées sur les recettes réussissent mieux à stimuler la croissance que celles axées sur les dépenses, ce qui laisse supposer qu'il est difficile de revenir sur une augmentation des dépenses.

La politique budgétaire pourrait avoir une action anticyclique plus utile si l'on augmentait la portée et l'efficacité des stabilisateurs automatiques ou si l'on améliorait la gestion des finances publiques. L'une des possibilités qui s'offrent aux pouvoirs publics consiste à augmenter les effets produits par les stabilisateurs automatiques, par exemple en faisant des choix en matière d'impôts, de transferts ou de dépenses en fonction de la situation de l'économie. L'avantage de donner une impulsion aux stabilisateurs automatiques est que l'on peut mener une action symétrique dans l'ensemble du cycle économique. On évite ainsi

Politique budgétaire : les pays du G-7 ont-ils réagi fermement?

(Écart en points de pourcentage; trimestres en abscisse; le choc se produit durant la période zéro; échantillon sur la période 1^{er} trimestre 1992–4^e trimestre 2007)

Après une chute de la demande, les autorités monétaires réagissent en abaissant immédiatement les taux d'intérêt, l'action étant la plus ferme après deux trimestres. Les stabilisateurs automatiques opèrent, d'où une chute immédiate des soldes budgétaires. Les mesures discrétionnaires initiales ont un effet proche de zéro, qui reste faible par rapport à celui des stabilisateurs automatiques.



Source : calculs des services du FMI.

une tendance à l'endettement et on peut obtenir des effets immédiats durant les phases descendantes tout en subissant moins d'influences politiques. Une autre option consiste à rendre plus crédibles les mesures discrétionnaires et à réduire la tendance à l'endettement en améliorant la gestion des finances publiques. À cet effet, on pourra notamment accorder une plus large place à des évaluations transparentes de la situation de l'économie et aux répercussions à long terme des mesures budgétaires.

Points de presse pour le chapitre 6 : *Divergence des balances courantes dans les pays émergents*

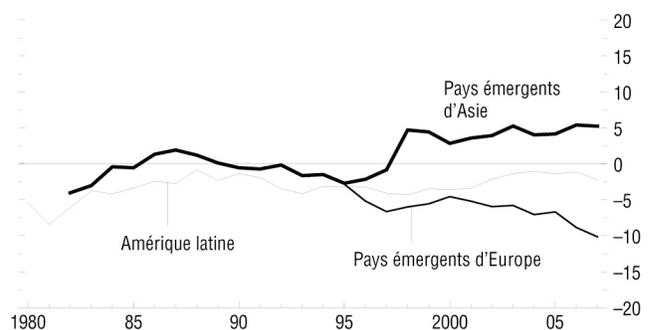
Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2008
Préparé par Stephan Danninger et Florence Jaumotte

Principaux points

- Depuis le milieu de la décennie 1990, les balances courantes des pays émergents divergent davantage, les déficits croissants des pays émergents d'Europe contrastant avec les excédents élevés des pays émergents d'Asie.
- Dans les pays émergents d'Europe, la rapidité de la libéralisation financière interne et l'intégration à l'UE, principaux facteurs des entrées de capitaux, ont entraîné des déficits durables et parfois élevés. Or, la large ouverture des comptes de capital et les régimes de change fixe pratiqués dans plusieurs de ces pays créent des risques de résorption brusque. Toutefois, l'appartenance à l'Union européenne constitue un facteur important d'atténuation de ces risques.
- Dans les pays émergents d'Asie, la moindre ouverture des comptes de capital et des systèmes financiers explique une bonne part des excédents. Une large proportion de ceux-ci reste néanmoins non expliquée par les facteurs habituels. Il semble que le niveau des taux de change et le désir de constituer des réserves officielles importantes aient peut-être joué un rôle.

Le chapitre 6 des Perspectives de l'économie mondiale examine la divergence croissante des balances courantes entre les pays émergents. Les pays émergents d'Asie ont dégagé en 2007 des excédents moyens de l'ordre de 5% du PIB, alors que, dans les pays émergents d'Europe, les déficits ont atteint en moyenne 10% du PIB (cf. graphique). En Asie, la situation est plus diverse: il y a des excédents durablement élevés et quelques déficits substantiels. En outre, les excédents courants qui étaient apparus en Corée et dans les tigres asiatiques après la crise de 1997-1998 ont récemment diminué (sauf en Malaisie), tandis que la Chine a commencé à accumuler des excédents importants en 2002-2003.

Solde moyen de la balance courante
(En pourcentage du PIB)



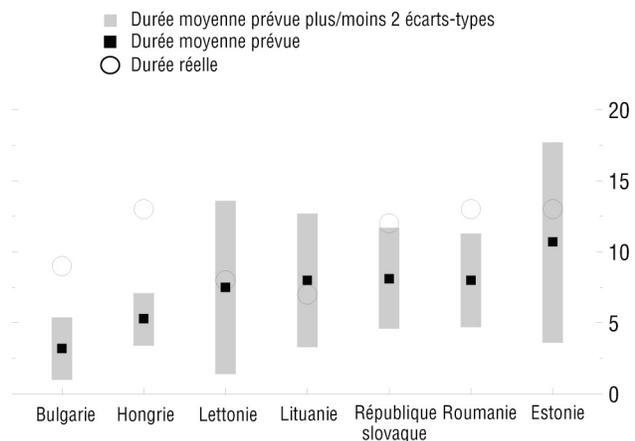
Sources : FMI, Statistiques de la balance des paiements; calculs des services du FMI.

Le chapitre conclut que des variables structurelles, en particulier le degré de libéralisation financière, constituent l'explication principale de la différenciation des tendances régionales. Les lourds déficits des pays émergents d'Europe sont liés à la rapide libéralisation des marchés financiers internes et des comptes de capital, qui a suscité beaucoup d'entrées de fonds et un vif développement de la présence des banques étrangères. L'intégration à l'UE a aussi favorisé les entrées de capitaux en améliorant les perspectives de stabilité économique et politique. Dans les pays émergents d'Asie, le compte de capital est généralement moins ouvert et la libéralisation du marché financier est en retard sur les autres régions.

Mais une grande partie des excédents des pays émergents d'Asie demeure inexplicée. L'une des causes possibles est la sous-évaluation des taux de change et certaines données le confirment. Toutefois, il est difficile de démontrer définitivement que le bas niveau des taux de change a résulté de politiques délibérées — par exemple une tentative de constituer des réserves officielles élevées après la crise asiatique — ou d'autres facteurs non identifiés, qui auraient fait apparaître les excédents courants après 1997. Au demeurant, ces facteurs ne sont pas faciles à trouver.

Dans les pays émergents d'Europe, non seulement les déficits courants sont supérieurs, mais leur durée a dépassé celle observée dans le passé dans les pays émergents. En moyenne, ils ont duré 9 ans et demi, soit quelque 3 ans de plus que dans les autres pays émergents, et la plupart se poursuivent. Des facteurs économiques, comme les fortes positions extérieures créditrices initiales, les possibilités de croissance et l'ouverture du compte de capital expliquent en partie cette persistance; néanmoins, les estimations montrent que beaucoup de déficits de pays émergents d'Europe ont atteint ou dépassé la limite supérieure de leur durée anticipée (cf. graphique).

Durée des déficits
(Années)



Source : estimations des services du FMI.

Bien que les caractéristiques fondamentales des pays émergents d'Europe expliquent la persistance de leurs déficits, elles n'excluent pas des atterrissages en catastrophe. Le chapitre examine les résorptions des déficits courants et distingue plusieurs facteurs de risque de résorption brusque. Il s'agit notamment des régimes de change fixe et de l'ouverture des comptes de capital, qui sont la marque de plusieurs pays. Le choix d'un régime de change fixe peut être motivé par de nombreux facteurs, en particulier le désir d'adhérer à la zone euro, mais les pays qui font ce choix doivent se protéger des fragilités externes en s'assurant que les marchés de produits et du travail soient flexibles, qu'un solide dispositif de réglementation et de contrôle du secteur financier existe, et que la politique macroéconomique soit compatible avec l'équilibre interne et externe.