

Alors que l'horizon s'assombrit, les décideurs doivent maintenir le cap.

L'économie mondiale continue d'être confrontée à des défis de taille, sous l'effet persistant de trois forces puissantes : l'invasion de l'Ukraine par la Russie, une crise du coût de la vie provoquée par des pressions inflationnistes qui se prolongent et s'étendent, et un ralentissement en Chine.

D'après nos dernières prévisions, la croissance mondiale devrait demeurer inchangée en 2022, à 3,2 %, puis ralentir à 2,7 % en 2023, soit 0,2 point de pourcentage de moins que selon les prévisions de juillet, avec une probabilité de 25 % qu'elle passe sous la barre des 2 %. Plus d'un tiers de l'économie mondiale se contractera cette année ou l'année prochaine, tandis que les trois principales économies (États-Unis, Union européenne et Chine) resteront au point mort. En somme, le pire est encore à venir et pour beaucoup, 2023 aura l'effet d'une récession.

L'invasion de l'Ukraine par la Russie continue de déstabiliser fortement l'économie mondiale. Outre l'escalade insensée de destructions de vies et de moyens d'existence, elle a provoqué une grave crise énergétique en Europe qui augmente considérablement le coût de la vie et freine l'activité économique. Les prix du gaz ont plus que quadruplé en Europe depuis 2021, la Russie ayant ramené ses livraisons de gaz à moins de 20 % de leur niveau de 2021, ce qui fait craindre des pénuries d'énergie l'hiver prochain, et même après. Plus généralement, le conflit a aussi fait augmenter les prix alimentaires sur les marchés mondiaux, même si l'« initiative céréalière de la mer Noire » a récemment amélioré la situation. Cette augmentation a mis les ménages à faible revenu du monde entier en grande difficulté, en particulier dans les pays à faible revenu.

Des pressions inflationnistes persistantes et croissantes ont déclenché un durcissement rapide et synchronisé des conditions monétaires, parallèlement à une forte appréciation du dollar par rapport à la plupart des autres monnaies. Le resserrement des conditions monétaires et financières mondiales aura des répercussions sur l'ensemble de l'économie, pesant sur la demande et contribuant à dompter progressivement l'inflation. Jusqu'à présent, les pressions sur les prix se révèlent cependant assez

tenaces, ce qui est très préoccupant pour les décideurs. L'inflation mondiale devrait culminer à la fin de 2022, mais rester élevée plus longtemps que prévu, redescendant à 4,1 % d'ici à 2024.

En Chine, les confinements fréquents en application de la politique zéro COVID ont porté un coup dur à l'économie chinoise, en particulier au deuxième trimestre 2022. De plus, le secteur de l'immobilier, qui représente un cinquième environ de l'activité économique du pays, connaît un fléchissement rapide. Compte tenu de la taille de l'économie chinoise et de son importance pour les chaînes d'approvisionnement mondiales, cette situation va peser lourdement sur le commerce et l'activité à l'échelle internationale.

La conjoncture extérieure est déjà très difficile pour de nombreux pays émergents et pays en développement. L'appréciation marquée du dollar intensifie sensiblement les pressions sur les prix intérieurs et la crise du coût de la vie dans ces pays. Les mouvements de capitaux ne se sont pas rétablis, et de nombreux pays en développement et pays à faible revenu restent en situation de surendettement. Les chocs de 2022 vont rouvrir les blessures dont souffrait l'économie, qui ne s'étaient que partiellement cicatrisées après la pandémie.

Les risques de révision à la baisse des perspectives restent élevés, et les arbitrages nécessaires pour faire face à la crise du coût de la vie sont devenus extrêmement difficiles. Le risque de mal calibrer les mesures monétaires, budgétaires ou financières a fortement augmenté à l'heure où l'économie mondiale reste plus fragile que jamais et où des signes de tension apparaissent sur les marchés financiers.

L'intensification des pressions sur les prix demeure la menace la plus immédiate qui pèse sur la prospérité actuelle et future, car elle comprime les revenus réels et fragilise la stabilité macroéconomique. Dans le monde entier, les banques centrales concentrent aujourd'hui leurs efforts sur le rétablissement de la stabilité des prix, et le rythme du resserrement de leur politique s'est fortement accéléré. Le risque est à la fois d'en faire trop et pas assez. Un durcissement insuffisant renforcerait davantage le processus inflationniste, saperait la crédibilité des banques centrales et provoquerait un désancrage des

anticipations d'inflation. Or l'histoire nous a montré à maintes reprises que cela ne ferait qu'accroître, à terme, le coût d'une maîtrise de l'inflation. Un durcissement excessif risquerait d'entraîner l'économie mondiale dans une récession inutilement sévère. Comme l'ont fait valoir récemment plusieurs instances, ce durcissement excessif est plus probable lorsque les banques centrales n'agissent pas de façon coordonnée. Les marchés financiers peuvent eux aussi peiner à faire face à un durcissement si son rythme est trop rapide. Ces erreurs n'ont cependant pas un coût égal. Sous-estimer une fois de plus à quel point l'inflation est obstinément tenace pourrait se révéler beaucoup plus préjudiciable à la stabilité macroéconomique future, car cela ébranlerait gravement la crédibilité que les banques centrales avaient péniblement gagnée. À mesure que le rythme de croissance va commencer à ralentir et que les fragilités financières se feront jour, les appels à assouplir les conditions monétaires se feront inévitablement plus pressants. Lorsqu'il y a lieu, les mesures financières devront faire en sorte que les marchés restent stables, mais les banques centrales du monde entier doivent maintenir le cap et bien concentrer leur politique monétaire sur la maîtrise de l'inflation.

Pour autant, ces difficultés ne signifient pas qu'un fléchissement de grande ampleur est inévitable. Dans de nombreux pays, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro, les marchés du travail restent tendus, avec des taux de chômage historiquement bas et de nombreux postes vacants. Le chapitre 2 du présent rapport montre comment dans le contexte actuel, malgré la hausse rapide des prix et des salaires, on peut encore éviter d'entrer dans une spirale prix-salaires, à moins que les anticipations d'inflation ne perdent leur ancrage.

Formuler une politique budgétaire qui convient en tenant compte de la juxtaposition des crises énergétique, alimentaire et du coût de la vie est devenu un défi redoutable pour de nombreux pays. Permettez-moi de rappeler ici quelques principes importants. Premièrement, dans les pays où la pandémie recule bien, il est temps de reconstituer les volants budgétaires. La pandémie a montré de façon frappante qu'il était essentiel de disposer d'un espace budgétaire pour faire face aux crises. Les pays qui avaient le plus de marge de manœuvre sur ce plan ont été mieux à même de protéger les ménages et les entreprises. Deuxièmement, la politique budgétaire ne doit pas contrecarrer les efforts des autorités monétaires pour calmer l'inflation. Autrement, elle ne ferait que prolonger le combat pour réduire l'inflation, risquerait de

déstabiliser les anticipations d'inflation, augmenterait les coûts de financement et alimenterait l'instabilité financière, compliquant ainsi la tâche non seulement des autorités budgétaires, mais aussi des autorités monétaires et financières, comme les événements récents l'ont montré. Troisièmement, la crise énergétique, en particulier en Europe, n'est pas un choc transitoire. Le réajustement géopolitique de l'approvisionnement énergétique à la suite de la guerre que la Russie mène à l'Ukraine est à la fois vaste et permanent. L'hiver 2022 sera difficile pour l'Europe, mais il y a lieu de s'attendre à ce que l'hiver 2023 soit pire. Les autorités budgétaires de la région doivent donc planifier et coordonner leur action en conséquence. Quatrièmement, les signaux donnés par les prix sont essentiels pour contribuer à réduire la demande et stimuler l'offre. Des mesures telles que la réglementation des prix, les subventions non ciblées ou les interdictions d'exporter sont coûteuses sur le plan budgétaire et se traduisent par une demande excédentaire, une offre insuffisante, une mauvaise allocation des ressources, un rationnement et des primes au marché noir. L'histoire nous a appris qu'elles sont rarement efficaces. Au contraire, la politique budgétaire doit viser à protéger les plus vulnérables à l'aide de transferts ciblés et temporaires. Si des pays ne peuvent éviter d'apporter un certain soutien budgétaire global, en particulier les pays les plus touchés par la crise énergétique, il est important d'inscrire ces mesures dans un cadre budgétaire à moyen terme crédible. Cinquièmement, la politique budgétaire peut aider les pays à s'adapter à une conjoncture plus instable et à rebondir en investissant dans le développement de la capacité de production : le capital humain, la transformation numérique, l'énergie verte et la diversification des chaînes d'approvisionnement peuvent rendre les pays plus résilients face aux prochaines crises. Hélas, ces principes simples ne guident pas uniformément les politiques actuelles, et le risque que de nombreux pays adoptent des programmes de relance budgétaire surdimensionnés et mal ciblés n'est pas négligeable.

Dans beaucoup de pays émergents, la vigueur du dollar crée de graves difficultés, car elle durcit les conditions financières et augmente le coût des produits importés. Le dollar est aujourd'hui à son plus haut niveau depuis le début de la première décennie 2000. Jusqu'à présent, cette appréciation semble résulter essentiellement de forces fondamentales telles que le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis et la crise énergétique. Dans la plupart des pays, la riposte adéquate consiste à calibrer la politique monétaire de façon à

maintenir la stabilité des prix, tout en laissant les taux de change s'adapter, en conservant des réserves de change qui seraient précieuses si la situation financière s'aggravait vraiment. Alors qu'un avis de tempête plane sur l'économie mondiale, des turbulences financières pourraient bien surgir, incitant les investisseurs à privilégier des investissements refuges tels que les titres du Trésor des États-Unis, ce qui ferait grimper encore plus le dollar. Le temps est venu pour les décideurs des pays émergents de fermer les écoutilles. Les pays admissibles qui mènent des politiques avisées doivent envisager sans délai d'améliorer leurs volants de liquidité en sollicitant un accès aux instruments de précaution du FMI. À terme, les pays doivent également viser à réduire au minimum les répercussions des turbulences financières à venir en prenant à la fois des mesures macroprudentielles préventives et des mesures relatives aux flux de capitaux, lorsqu'il y a lieu, conformément à notre cadre stratégique intégré. Trop de pays à faible revenu sont en situation de surendettement ou s'en rapprochent. Pour éviter une vague de crises de la dette souveraine, il est urgent d'aider les pays les plus touchés à bénéficier d'une restructuration ordonnée de leur dette au titre du cadre commun du Groupe des Vingt, avant qu'il ne soit trop tard.

Enfin, les crises énergétique et alimentaire, conjuguées aux températures estivales extrêmes, nous montrent sans ambages à quoi ressemblerait la transition climatique si elle n'était pas maîtrisée. Il y a beaucoup à faire pour mettre en œuvre les politiques climatiques propres à éviter les effets catastrophiques des changements climatiques. On verra au chapitre 3 que ces mesures pourraient avoir de légères conséquences néfastes sur l'activité et l'inflation à court terme, mais que ces conséquences sont sans commune mesure avec les coûts catastrophiques de l'inaction. Qui plus est, plus on tarde à s'engager dans la transition écologique, plus ces coûts augmentent fortement. Le message est donc clair : une transition crédible et sans retard n'est pas seulement essentielle pour l'avenir de notre planète, elle favorise également la stabilité macroéconomique.

C'est en progressant dans la mise en œuvre des mesures climatiques, ainsi que dans la résolution de la dette et sur d'autres questions multilatérales spécifiques, que l'on prouvera qu'un multilatéralisme déterminé peut effectivement assurer le progrès de tous et réussir à surmonter les risques d'une fragmentation géoéconomique.

Pierre-Olivier Gourinchas  
*Conseiller économique*