

La dégradation rapide des perspectives exige de nouvelles mesures de relance

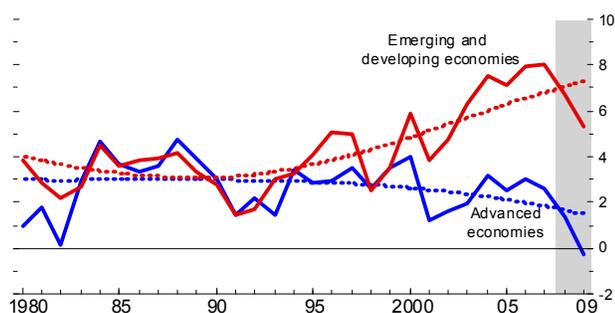
Les perspectives de la croissance mondiale se sont détériorées au cours du mois écoulé alors que la réduction de l'effet de levier dans le secteur financier s'est poursuivie et que la confiance des consommateurs a baissé. En conséquence, une croissance mondiale de 2,2 % est attendue en 2009, soit environ $\frac{3}{4}$ de point de moins que prévu dans l'édition d'octobre des Perspectives de l'économie mondiale. Dans les pays avancés, la production se contracterait en année pleine en 2009 : il s'agirait de la première contraction de l'après-guerre. Dans les pays émergents, la croissance ralentirait sensiblement, mais atteindrait quand même 5 % en 2009. Cependant, ces prévisions reposent sur les politiques économiques actuelles. Des mesures de soutien sur les marchés financiers, ainsi que la poursuite de la relance par voie budgétaire et de l'assouplissement des politiques monétaires, à l'échelle mondiale, peuvent limiter le fléchissement de la croissance mondiale.

L'activité mondiale ralentit sensiblement

D'après les projections, la croissance mondiale devrait descendre de 5 % en 2007 à 3 $\frac{3}{4}$ % en 2008 et à guère plus de 2 % en 2009, le ralentissement étant impulsé par les pays avancés (tableau 1).

- On s'attend maintenant à ce que, en chiffres annuels, l'activité des pays avancés se contracte de $\frac{1}{4}$ de point en 2009, soit une diminution de $\frac{3}{4}$ de point par rapport aux projections de l'édition d'octobre 2008 des Perspectives. Il s'agirait de la première contraction annuelle de l'après-guerre, même si le ralentissement est globalement comparable par son ampleur à ceux de 1975 et 1982 (graphiques 1 et 2). On s'attend à ce qu'une reprise s'amorce vers la fin de 2009.

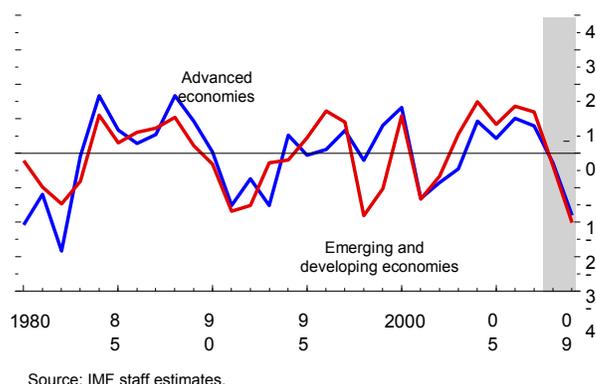
Figure 1. Real GDP Growth and Trend
(Percent change)



Source: IMF staff estimates.

L'économie des États-Unis souffrira, les ménages réagissant à la dépréciation des actifs réels et financiers et au durcissement des conditions de financement. Dans la zone euro, la croissance sera durement touchée par le resserrement des conditions financières et l'effritement de la confiance. Au Japon, on peut s'attendre à ce que l'effet positif des exportations nettes sur la croissance diminue.

Figure 2. Real GDP Growth—Deviation from Trend



Source: IMF staff estimates.

- La révision à la baisse des projections concernant la croissance du PIB réel en 2009 est un peu plus prononcée pour les pays émergents et en développement, en moyenne 1 %. La croissance

de ces pays resterait à 5 %, ce qui est supérieur aux taux enregistrés au plus bas des cycles économiques antérieurs (par exemple en 1990, 1998 et 2001). Cependant, dans les pays émergents, le ralentissement cyclique est d'une ampleur comparable à celui des pays avancés s'il est mesuré par rapport à des taux plus élevés de croissance tendancielle, comme dans les cycles antérieurs. L'ampleur des révisions à la baisse varie considérablement d'une région à l'autre. Parmi les pays les plus durement touchés figurent les pays exportateurs de matières premières, du fait que les projections concernant l'évolution des cours de ces produits ont fait l'objet d'une forte révision à la baisse, et les pays qui connaissent de graves problèmes de liquidité et de financement extérieur. Dans l'ensemble, les révisions en baisse sont moins prononcées pour les pays d'Asie de l'Est, dont la Chine, car la situation financière de ces pays est en général plus solide, ils ont bénéficié d'une amélioration de leurs termes de l'échange grâce à la baisse des cours des matières premières et ils ont déjà entrepris d'assouplir leur politique macroéconomique.

La dégradation des perspectives pèse sur les cours des produits de base

L'affaiblissement de la demande mondiale fait baisser les cours des produits de base. Les cours du pétrole ont diminué de plus de 50 % par rapport à leur record, pour tomber à un niveau qui n'a pas été observé depuis le début de 2007 — du fait du ralentissement sensible de l'économie mondiale, de l'appréciation du dollar américain et de la crise financière — bien que l'Organisation des pays exportateurs de pétrole ait décidé de réduire sa production. En phase avec l'évolution du marché, le FMI a révisé à la baisse, de 100 à 68 dollars le baril, sa projection de référence du cours du pétrole pour 2009 par rapport à l'édition d'octobre 2008 des *Perspectives*. De même, les prix des métaux et des denrées alimentaires ont reculé par rapport à leurs records récents. Si cette évolution profite aux ménages dans les pays avancés et les pays émergents d'Europe et d'Asie, elle pèse sur les perspectives de croissance dans beaucoup d'autres pays émergents.

Combinée à la lourdeur croissante de la conjoncture, la stabilisation des cours des matières premières va

aider à contenir les tensions inflationnistes. Dans les pays avancés, l'inflation non corrigée devrait descendre au-dessous de 1½ % d'ici à la fin de 2009. Dans les pays émergents, elle devrait aussi refluer, à un rythme toutefois plus progressif. Cependant, dans plusieurs de ces pays, les risques inflationnistes sont encore manifestes, car la hausse des cours des matières premières et les tensions qui continuent de peser localement sur l'offre alimentent les revendications salariales et les anticipations inflationnistes.

La crise financière reste virulente

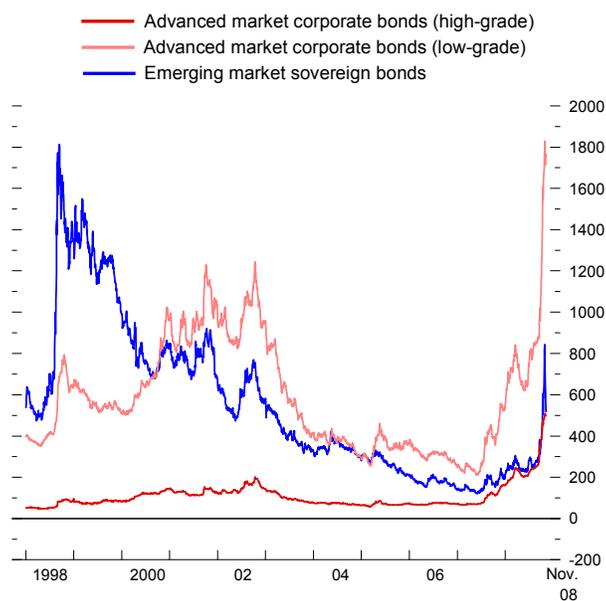
Les marchés sont entrés dans un cercle vicieux de désendettement par ventes d'actifs, de baisses des prix et de rachats par les investisseurs (graphique 3). Les écarts de rémunération sont montés en flèche, et les principaux indices boursiers ont baissé d'environ 25 % en octobre. Les marchés émergents ont été mis sous plus forte pression encore. Depuis le début d'octobre, les écarts sur la dette souveraine ont doublé, pour retrouver leurs niveaux de 2002; plus d'un tiers des pays figurant dans l'indice de référence EMBIG affichent un écart de plus de 1.000 points de base. Les marchés d'actions émergents ont perdu environ un tiers de leur valeur en monnaie locale et plus de 40 % de leur valeur en dollar américain en raison de dépréciations généralisées des monnaies.

Des mesures d'une large portée sont mises en œuvre pour s'attaquer aux raisons fondamentales de la crise financière et pour soutenir la demande, mais il faudra du temps pour que leurs effets bénéfiques se fassent pleinement sentir. Parmi ces mesures figurent des programmes d'achat d'actifs improductifs, l'utilisation de fonds publics pour recapitaliser les banques et fournir de vastes garanties, et un abaissement coordonné des taux directeurs par les principales banques centrales.

Les marchés commencent à réagir à ces mesures, mais même si celles-ci sont mises en œuvre rapidement, les tensions financières seront probablement plus vives et plus prolongées que prévu dans l'édition d'octobre 2008 des *Perspectives*. Face à la dégradation de la situation financière et économique, les marchés intègrent des anticipations de taux de défaillance des sociétés qui

sont bien plus élevés, ainsi que des pertes plus importantes sur valeurs mobilières et prêts, notamment parce que les tensions se sont maintenant étendues aux marchés émergents, ce qui accroît les besoins de recapitalisation. Il est donc probable que la situation financière restera tendue pendant une plus longue période et sera plus imperméable que prévu aux mesures prises par les pouvoirs publics.

Figure 3. Advanced and Emerging Markets: Sovereign and Corporate Bond Spreads, 1998–2008¹
(In basis points)



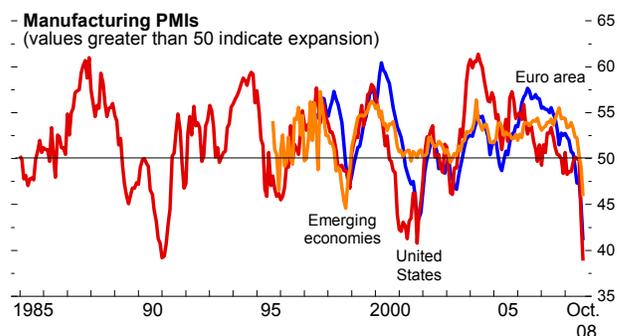
Sources: Bloomberg Financial Markets; Datastream; JP Morgan; Moody's KMV; Thomson Reuters; and IMF staff calculations.

¹The corporate bond spreads are derived as the difference between the asset swap spread and the commensurate London interbank offered rate.

Les consommateurs et les entreprises réévaluent leurs revenus attendus

Au delà de l'effet direct de la crise financière, l'activité est de plus en plus freinée par la chute de la confiance. Alors que la crise financière prend racine, les ménages et les entreprises anticipent de plus en plus une période prolongée de perspectives médiocres en matière d'emplois et de bénéfices (graphique 4). En conséquence, ils réduisent leur consommation, notamment de biens durables, et leur investissement.

Figure 4. Business Confidence Indicators



Sources: Haver Analytics; and IMF staff estimates.

L'assouplissement de la politique macroéconomique a été limité

La modération récente des risques d'inflation a permis aux principales banques centrales d'abaisser leurs taux directeurs. Par rapport aux projections de l'édition d'octobre 2008 des *Perspectives* et compte tenu des baisses récentes des taux directeurs, il est supposé que les taux d'intérêt en 2009 seront inférieurs d'environ 1 point de pourcentage aux États-Unis et dans la zone euro, et d'1/4 de point de pourcentage au Japon, conformément aux attentes des marchés. Les autres pays avancés ont abaissé leurs taux aussi. Dans les pays émergents, la situation est mitigée : certaines banques centrales ont relevé leurs taux pour combattre les sorties de capitaux alors que d'autres les ont abaissés pour soutenir l'activité.

Certains gouvernements ont annoncé aussi des mesures budgétaires pour stimuler la demande. Cependant, globalement, ces mesures sont limitées et les projections n'intègrent pas les mesures de relance par voie budgétaire qui sont en cours d'examen mais pas encore adoptées. En conséquence, la politique budgétaire devrait être plus ou moins neutre en 2009. Plus précisément, en termes corrigés des variations conjoncturelles, les déficits des administrations publiques dans les pays avancés ne devraient guère varier en 2009 par rapport à 2008, à moins que de nouvelles mesures soient adoptées.

Les perspectives économiques sont exceptionnellement incertaines

La situation financière continue de faire peser de graves risques sur l'évolution de la situation économique. Les mesures énergiques qu'ont prises beaucoup de pays ont permis de contenir les risques d'implosion du système financier. Cependant, il existe encore de nombreuses raisons de craindre que la crise financière ait des retombées sur l'activité. Le processus d'inversion de l'effet de levier pourrait être plus intense et durer plus longtemps que ne le supposent les projections. L'intensification du désendettement pourrait aussi accroître le double risque pour de nombreux pays émergents d'un retournement prononcé des flux de capitaux et de dépréciations désordonnées des monnaies. Il existe aussi un risque croissant de tensions déflationnistes dans les pays avancés, bien que celles-ci demeurent faibles, les anticipations inflationnistes étant bien ancrées.

Dans le contexte actuel, les chances de révision à la hausse des prévisions sont limitées. Néanmoins, il est possible que les mesures prises dans le secteur financier, une fois clairement précisées et mises en œuvres, favorisent une amélioration plus rapide que prévu de la situation financière. Entre-temps, la solidité relative des bilans des sociétés non financières permettra peut-être d'éviter une réduction considérable de l'investissement. Dans ce cas, la confiance pourrait vite se redresser et les dépenses des ménages et des entreprises repartir rapidement à la hausse.

Qui plus est, les projections et les scénarios de révision à la baisse et à la hausse des *Perspectives* supposent que les politiques économiques ne réagissent pas à la détérioration récente des perspectives de croissance mondiale.

Une riposte macroéconomique plus ferme pourrait limiter les dégâts

Il apparaît clairement que de nouvelles mesures de stimulation s'imposent au niveau macroéconomique, par rapport à ce qui a été annoncé, pour soutenir la croissance et créer les conditions d'un assainissement des secteurs financiers. Il y a lieu de faire usage des marges de manœuvre qui existent pour assouplir la

politique monétaire, surtout maintenant que les craintes d'inflation se sont atténuées. Cependant, la politique monétaire ne sera peut-être pas suffisante, étant donné qu'un assouplissement monétaire risque d'être moins efficace à cause des conditions financières difficiles et du processus de désendettement en cours. En outre, dans certains cas, les possibilités d'assouplissement sont limitées car les taux directeurs sont déjà presque nuls. Ce sont là des conditions qui justifient vraisemblablement le recours à une relance budgétaire de grande portée. La relance budgétaire peut être efficace si elle est bien ciblée, soutenue par une politique monétaire accommodante et mise en œuvre dans des pays qui disposent d'un espace budgétaire.

Les mesures visant le secteur financier pourraient être renforcées et mieux coordonnées

Des mesures énergiques ont été prises dans le secteur financier. Cependant, elles pourraient être renforcées, clarifiées et mieux coordonnées, et ainsi favoriser un redressement plus rapide du crédit et de la demande. En fonction du degré de dégradation des perspectives, il faudra peut-être élargir les efforts actuels de recapitalisation. En outre, la couverture et l'assise juridique des diverses garanties, ainsi que des programmes d'achat d'actifs, devraient être clairement précisées, tandis que les banques centrales continuent d'apporter généreusement leur soutien sous forme de liquidités. De plus, dans certains pays, des mesures pourraient être nécessaires pour favoriser un règlement efficace et prévisible des problèmes d'endettement croissants des entreprises et des ménages, ce qui, partant, préserverait la valeur des actifs des créanciers bancaires. Il est crucial que l'action soit plus cohérente au plan international. Compte tenu des limitations imposées par les cadres nationaux, il faudra en particulier élaborer des mécanismes de coopération en vue de la liquidation de grands établissements transnationaux là où il n'en existe pas actuellement. En outre, en cas d'octroi de soutiens financiers et de garanties, il convient de prendre en considération les effets transnationaux, notamment sur les pays émergents. Enfin, il faudra établir des stratégies par lesquelles le secteur public se désengagera du système financier.

Table 1.1. Overview of the World Economic Outlook Projections*(Percent change, unless otherwise noted)*

	Year over Year						Q4 over Q4		
	2006	2007	Projections		Difference from October 2008 WEO Projections		Estimates 2007	Projections	
			2008	2009	2008	2009		2008	2009
World output¹	5.1	5.0	3.7	2.2	-0.2	-0.8	4.8	2.5	2.4
Advanced economies	3.0	2.6	1.4	-0.3	-0.1	-0.8	2.6	0.3	0.3
United States	2.8	2.0	1.4	-0.7	-0.1	-0.8	2.3	0.4	-0.5
Euro area	2.8	2.6	1.2	-0.5	-0.1	-0.7	2.1	0.1	--
Germany	3.0	2.5	1.7	-0.8	-0.2	-0.8	1.7	0.3	-0.3
France	2.2	2.2	0.8	-0.5	-0.1	-0.6	2.2	-0.4	0.2
Italy	1.8	1.5	-0.2	-0.6	-0.1	-0.4	0.1	-0.4	-0.1
Spain	3.9	3.7	1.4	-0.7	--	-0.5	3.2	0.2	-0.6
Japan	2.4	2.1	0.5	-0.2	-0.2	-0.7	1.4	-0.3	0.4
United Kingdom	2.8	3.0	0.8	-1.3	-0.2	-1.2	2.9	-0.9	-0.5
Canada	3.1	2.7	0.6	0.3	-0.1	-0.9	2.8	--	1.0
Other advanced economies	4.5	4.7	2.9	1.5	-0.2	-1.0	5.0	1.8	3.0
Newly industrialized Asian economies	5.6	5.6	3.9	2.1	-0.1	-1.1	6.1	2.2	4.4
Emerging and developing economies ²	7.9	8.0	6.7	5.1	-0.2	-1.0	8.5	5.9	5.7
Africa	6.1	6.1	5.2	4.7	-0.7	-1.3	...	...	...
Sub-Sahara	6.6	6.8	5.4	5.0	-0.7	-1.3	...	...	...
Central and eastern Europe	6.7	5.7	4.2	2.5	-0.3	-0.9	...	...	...
Commonwealth of Independent States	8.2	8.6	6.9	3.2	-0.3	-2.5	...	...	...
Russia	7.4	8.1	6.8	3.5	-0.2	-2.0	9.5	5.9	5.8
Excluding Russia	10.2	9.8	6.9	1.6	-0.7	-4.6	...	...	...
Developing Asia	9.8	10.0	8.3	7.1	-0.1	-0.6	...	...	...
China	11.6	11.9	9.7	8.5	-0.1	-0.8	11.3	9.0	8.3
India	9.8	9.3	7.8	6.3	-0.1	-0.6	8.9	6.6	6.0
ASEAN-5	5.7	6.3	5.4	4.2	-0.1	-0.7	6.6	4.4	5.2
Middle East	5.7	6.0	6.1	5.3	-0.3	-0.6	...	...	...
Western Hemisphere	5.5	5.6	4.5	2.5	-0.1	-0.7	...	...	...
Brazil	3.8	5.4	5.2	3.0	--	-0.5	6.2	3.9	3.2
Mexico	4.9	3.2	2.0	0.9	-0.1	-0.9	4.2	0.6	1.5
<i>Memorandum</i>									
European Union	3.3	3.1	1.5	-0.2	-0.2	-0.8	...	...	...
World growth based on market exchange rates	3.9	3.7	2.6	1.1	-0.1	-0.8	...	...	...
World trade volume (goods and services)	9.4	7.2	4.6	2.1	-0.3	-2	...	...	...
Imports									
Advanced economies	7.5	4.5	1.8	-0.1	-0.1	-1.2	...	...	...
Emerging and developing economies	14.9	14.4	11.0	5.4	-0.7	-5.1	...	...	...
Exports									
Advanced economies	8.4	5.9	4.1	1.2	-0.2	-1.3	...	...	...
Emerging and developing economies	11.2	9.6	5.6	5.3	-0.7	-2.1	...	...	...
Commodity prices (U.S. dollars)									
Oil ³	20.5	10.7	40.2	-31.8	-10.6	-25.5	...	...	...
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	23.2	14.1	9.4	-18.7	-3.9	-12.5	...	...	...
Consumer prices									
Advanced economies	2.4	2.2	3.6	1.4	--	-0.6	3.0	2.9	1.4
Emerging and developing economies ²	5.4	6.4	9.2	7.2	-0.2	-0.6	6.7	7.2	5.9
London interbank offered rate (percent)⁴									
On U.S. dollar deposits	5.3	5.3	3.0	2.0	-0.2	-1.1	...	...	...
On euro deposits	3.1	4.3	4.5	3.0	-0.3	-1.2	...	...	...
On Japanese yen deposits	0.4	0.9	1.0	1.0	--	-0.2	...	...	...

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during September 26–October 24, 2008.

¹The quarterly estimates and projections account for 90 percent of the world PPP weights.

²The quarterly estimates and projections account for approximately 76 percent of the emerging and developing economies.

³Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$71.13 in 2007; the assumed price based on future markets is \$99.75 in 2008 and \$68.00 in 2009.

⁴Six-month rate for the United States and Japan. Three-month rate for the euro area.