

POUR DIFFUSION :

En Afrique du Sud (ZAF) : 10h00, le 25 janv. 2011

À Washington (EDT) : 3h00, le 25 janv. 2011

STRICTEMENT CONFIDENTIEL

JUSQU'À LA DIFFUSION

La reprise mondiale se poursuit mais elle reste inégale

La reprise à deux vitesses se poursuit. Dans les pays avancés, l'activité a moins ralenti que prévu, mais la croissance demeure timide, le chômage est encore élevé et le regain de tensions dans la périphérie de la zone euro contribue à renforcer les risques baissiers. Dans nombre de pays émergents, l'activité reste soutenue, des pressions inflationnistes commencent à se faire jour et on décèle désormais des signes de surchauffe, en partie sous l'effet de l'afflux massif de capitaux. La plupart des pays en développement, en particulier en Afrique subsaharienne, connaissent aussi une croissance vigoureuse. D'après les projections, la production mondiale devrait s'accroître de 4½ % en 2011 (tableau et graphique 1), ce qui représente une révision à la hausse d'environ ¼ de point par rapport à l'édition d'octobre 2010 des Perspectives de l'économie mondiale (PEM). Cette évolution s'explique à la fois par une hausse plus marquée que prévu de l'activité au second semestre de 2010 et par de nouvelles initiatives des États-Unis, qui vont stimuler l'activité cette année. Cela dit, la reprise continue d'être exposée à des risques élevés de ralentissement. Les mesures les plus urgentes, pour assurer un redressement vigoureux de l'activité, consistent à s'attaquer rapidement et de façon globale aux problèmes que connaît la zone euro en matière de dette souveraine et sur le plan financier, et à mettre en place les politiques nécessaires pour rééquilibrer les finances publiques et aussi réparer et réformer les systèmes financiers des pays avancés plus généralement. Ces mesures doivent être complétées par des actions visant à contenir les risques de surchauffe et à faciliter le rééquilibrage des comptes extérieurs des principaux pays émergents.

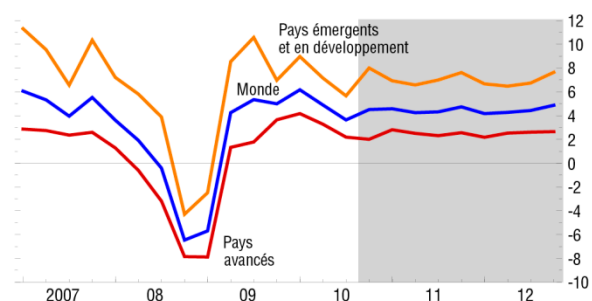
La reprise mondiale se poursuit

Au niveau mondial, l'activité a progressé en taux annualisé d'un peu plus de 3½ % au troisième trimestre de 2010. Un repli par rapport au taux de croissance de 5 % enregistré au deuxième trimestre de 2010 était attendu, mais le taux du troisième trimestre a été meilleur que ne l'anticipait l'édition d'octobre 2010 des PEM, du fait que la consommation a été plus dynamique que prévu aux États-Unis et au Japon. Les mesures de relance qui ont été prises expliquent en partie cette amélioration, surtout au Japon. De façon plus générale, les signes se multiplient d'un redémarrage solide de la consommation privée — qui avait fortement chuté pendant la crise — dans les grands pays avancés (graphique 2). Dans les pays émergents et en

développement, la croissance est restée robuste au troisième trimestre, grâce à une demande privée bien établie, la poursuite de politiques accommodantes et la reprise des entrées de capitaux.

Graphique 1. Croissance du PIB mondial

(Pourcentage; glissement trimestriel, annualisé)



Source : estimations des services du FMI.



Tableau 1. Perspectives de l'économie mondiale : aperçu des projections

(Variation en pourcentage, sauf indication contraire)

	Sur un an						4 ^e trimestre à 4 ^e trimestre		
	2009	2010	Projections		Différence par rapport aux projections d'octobre 2010		Estimations	Projections	
			2011	2012	2011	2012	2010	2011	2012
Production mondiale¹	-0,6	5,0	4,4	4,5	0,2	0,0	4,7	4,5	4,4
Pays avancés	-3,4	3,0	2,5	2,5	0,3	-0,1	2,9	2,6	2,5
États-Unis	-2,6	2,8	3,0	2,7	0,7	-0,3	2,7	3,2	2,7
Zone euro	-4,1	1,8	1,5	1,7	0,0	-0,1	2,1	1,2	2,0
Allemagne	-4,7	3,6	2,2	2,0	0,2	0,0	4,3	1,2	2,7
France	-2,5	1,6	1,6	1,8	0,0	0,0	1,7	1,5	1,9
Italie	-5,0	1,0	1,0	1,3	0,0	-0,1	1,3	1,2	1,4
Espagne	-3,7	-0,2	0,6	1,5	-0,1	-0,3	0,4	0,8	1,9
Japon	-6,3	4,3	1,6	1,8	0,1	-0,2	3,3	1,4	2,4
Royaume-Uni	-4,9	1,7	2,0	2,3	0,0	0,0	2,9	1,5	2,6
Canada	-2,5	2,9	2,3	2,7	-0,4	0,0	2,7	2,7	2,6
Autres pays avancés	-1,2	5,6	3,8	3,7	0,1	0,0	4,5	4,7	2,9
Nouvelles économies industrielles d'Asie	-0,9	8,2	4,7	4,3	0,2	-0,1	5,9	6,2	3,1
Pays émergents et en développement²	2,6	7,1	6,5	6,5	0,1	0,0	7,2	7,0	6,8
Europe centrale et orientale	-3,6	4,2	3,6	4,0	0,5	0,2	4,3	3,5	3,9
Communauté des États indépendants	-6,5	4,2	4,7	4,6	0,1	-0,1	3,5	4,8	4,3
Russie	-7,9	3,7	4,5	4,4	0,2	0,0	3,4	4,6	4,3
Russie non comprise	-3,2	5,4	5,1	5,2	-0,1	-0,1	...	...	...
Asie, pays en développement d'	7,0	9,3	8,4	8,4	0,0	0,0	9,1	8,6	8,4
Chine	9,2	10,3	9,6	9,5	0,0	0,0	9,7	9,5	9,5
Inde	5,7	9,7	8,4	8,0	0,0	0,0	10,3	7,9	8,0
ASEAN-5 ³	1,7	6,7	5,5	5,7	0,1	0,1	5,1	6,4	5,2
Amérique latine et Caraïbes	-1,8	5,9	4,3	4,1	0,3	-0,1	4,8	5,0	4,3
Brésil	-0,6	7,5	4,5	4,1	0,4	0,0	5,2	5,1	4,0
Mexique	-6,1	5,2	4,2	4,8	0,3	-0,2	3,2	5,0	4,5
Moyen-Orient et Afrique du Nord	1,8	3,9	4,6	4,7	-0,5	-0,1	...	...	...
Afrique subsaharienne	2,8	5,0	5,5	5,8	0,0	0,1	...	...	...
Afrique du Sud	-1,7	2,8	3,4	3,8	-0,1	-0,1	3,6	3,4	4,1
<i>Pour mémoire</i>									
Union européenne	-4,1	1,8	1,7	2,0	0,0	-0,1	2,5	1,4	2,2
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	-2,1	3,9	3,5	3,6	0,2	-0,1	...	...	...
Volume du commerce mondial (biens et services)	-10,7	12,0	7,1	6,8	0,1	0,2	...	...	...
Importations									
Pays avancés	-12,4	11,1	5,5	5,2	0,3	0,1	...	...	...
Pays émergents et en développement	-8,0	13,8	9,3	9,2	-0,6	-0,1	...	...	...
Exportations									
Pays avancés	-11,9	11,4	6,2	5,8	0,2	0,3	...	...	...
Pays émergents et en développement	-7,5	12,8	9,2	8,8	0,1	0,2	...	...	...
Cours des produits de base (en dollars EU)									
Pétrole ⁴	-36,3	27,8	13,4	0,3	10,1	-4,1	...	...	...
Produits de base hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de produits de base)	-18,7	23,0	11,0	-5,6	13,0	-2,4	...	...	...
Prix à la consommation									
Pays avancés	0,1	1,5	1,6	1,6	0,3	0,1	1,5	1,6	1,6
Pays émergents et en développement ²	5,2	6,3	6,0	4,8	0,8	0,3	6,5	4,7	4,4
Taux du LIBOR à six mois (en pourcentage)⁵									
Dépôts en dollars EU	1,1	0,6	0,7	0,9	-0,1	-0,5	...	...	...
Dépôts en euros	1,2	0,8	1,2	1,7	0,2	0,4	...	...	...
Dépôts en yen	0,7	0,4	0,6	0,2	0,2	-0,2	...	...	...

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent, en valeur réelle, aux niveaux observés entre le 18 novembre et le 16 décembre 2010. Les pondérations nationales utilisées pour établir les taux de croissance agrégés pour les groupes de pays ont été révisées. Lorsque les pays ne sont pas classés par ordre alphabétique, ils le sont sur la base de la taille de leur économie. Les données trimestrielles agrégées sont corrigées des variations saisonnières.

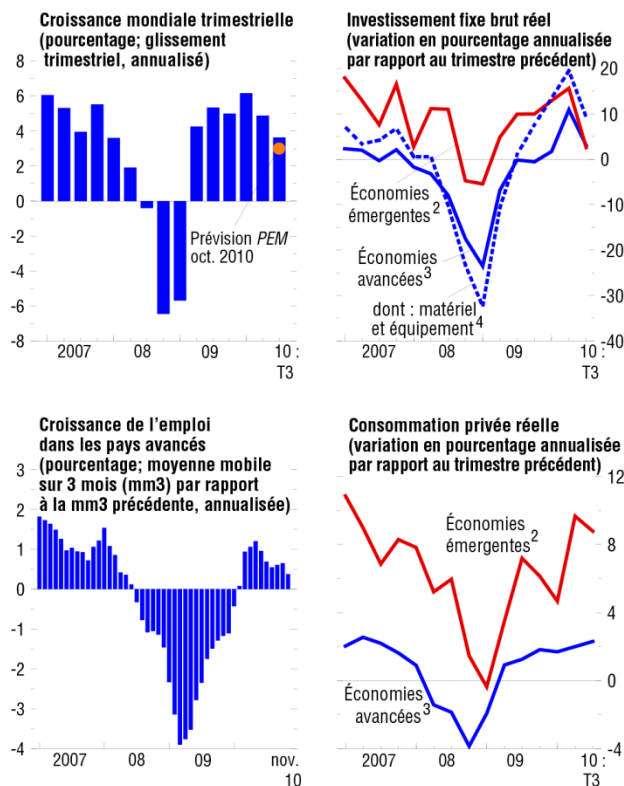
¹ Les estimations et projections trimestrielles représentent 90 % des poids mondiaux en parité de pouvoir d'achat.

² Les estimations et projections trimestrielles représentent environ 78 % des pays émergents et en développement.

³ Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Vietnam.

⁴ Moyenne simple des cours U.K. Brent, Dubai et West Texas Intermediate. Le cours moyen du pétrole en 2010 était de 78,93 dollars le baril; hypothèse pour 2011 : 89,50 dollars le baril; et pour 2012 : 89,75 dollars le baril.

⁵ Taux à six mois pour le dollar EU et le yen. Taux à trois mois pour l'euro.

Graphique 2. Indicateurs mondiaux récents¹

Sources : Haver Analytics; et calculs des services du FMI.

¹Tous les pays ne sont pas inclus dans les agrégations. Sauf indication contraire, les agrégats sont pondérés sur la base de la parité de pouvoir d'achat (PPA).

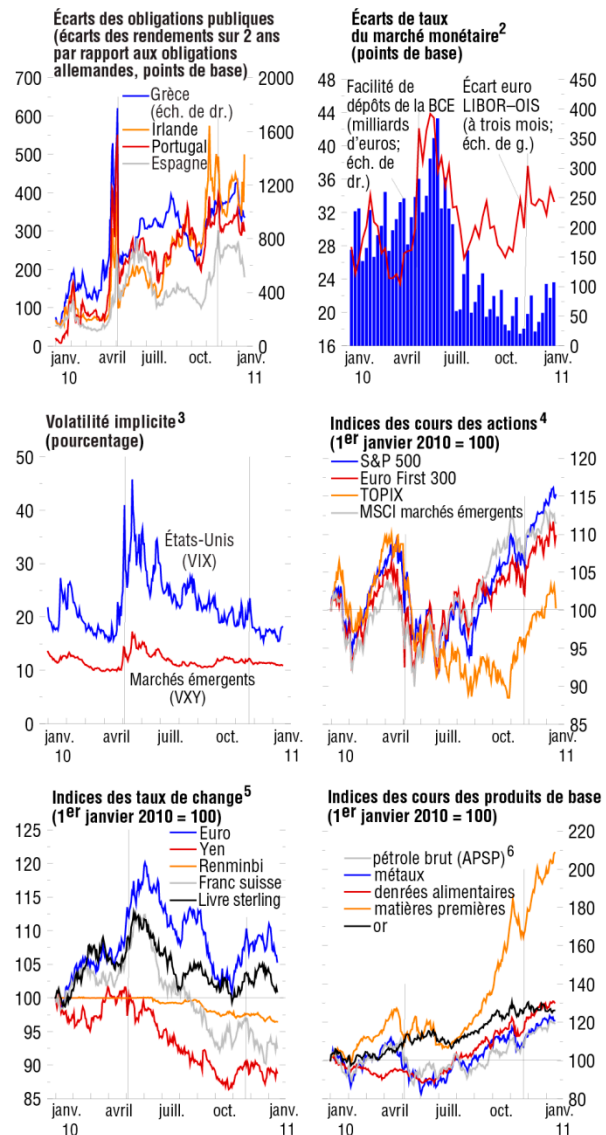
²Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Estonie, Hongrie, Inde, Indonésie, Lettonie, Lituanie, Malaisie, Mexique, Pakistan, Pérou, Philippines, Pologne, Roumanie, Russie, Thaïlande, Turquie, Ukraine et Venezuela.

³Australie, Canada, Corée, Danemark, États-Unis, zone euro, Hong Kong (RAS), Israël, Japon, Norvège, Nouvelle Zélande, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse, province chinoise de Taïwan et République tchèque.

⁴Moyennes pondérées par la PPA des produits métalliques et du matériel pour la zone euro, des usines et de l'équipement pour le Japon, des usines et du matériel pour le Royaume-Uni, et de l'équipement et des logiciels pour les États-Unis.

Pendant le second semestre de 2010, les conditions financières mondiales se sont généralement améliorées, malgré la persistance de certains facteurs de vulnérabilité. Les marchés d'actions sont remontés, les primes de risque ont continué à baisser et les conditions d'accès aux prêts bancaires dans les grands pays avancés se sont assouplies, même pour les petites et moyennes entreprises. Cela dit, des facteurs de vulnérabilité ont persisté par endroits; les marchés immobiliers et les revenus des ménages ont continué à manquer de dynamisme dans certains grands pays avancés (par exemple aux États-Unis), et la titrisation est restée atone. De plus, faisant écho aux événements de mai dernier, des turbulences financières sont réapparues à la périphérie de la zone euro au dernier trimestre de 2010. Les inquiétudes concernant les pertes du secteur bancaire et la viabilité des finances publiques — engendrées cette fois par la situation en Irlande — ont entraîné un

creusement des écarts de taux (*spreads*) dans ces pays, où ils ont parfois atteint une ampleur jamais observée depuis le lancement de l'Union économique et monétaire en Europe. Les difficultés de financement sont aussi réapparues, dans des proportions toutefois moindres que pendant l'été. L'une des grandes différences a été que les retombées sur les marchés financiers des autres pays ont été plus limitées. Les turbulences survenues au milieu de l'année 2010 ont engendré une poussée d'aversion au risque à l'échelle mondiale ainsi

Graphique 3. Évolution récente des marchés financiers¹

Sources : Bloomberg Financial Markets; Datastream; et calculs des services du FMI.

¹Les lignes verticales sur chaque panneau marquent le 10 mai et le 30 novembre 2010.

²BCE = Banque centrale européenne; LIBOR = taux interbancaire offert à Londres; OIS = swap indiciel au jour le jour.

³VIX : Le Chicago Board Options Exchange Market Index mesure la volatilité implicite des options sur l'indice S&P 500; VXY : l'indice JPMorgan de volatilité implicite pour les marchés émergents mesure la volatilité globale des marchés des devises.

⁴TOPIX = indice boursier de Tokyo; MSCI = indice boursier des marchés émergents.

⁵Taux de change bilatéraux par rapport au dollar EU (une augmentation dénote une dépréciation).

⁶APSP = cours au comptant moyen du pétrole.

qu'une diminution des engagements dans d'autres régions, dont les marchés émergents. Lors du récent accès de perturbations, les marchés ont eu un comportement plus mesuré : les indicateurs d'aversion au risque n'ont pas augmenté, les marchés d'actions de la plupart des régions ont affiché des gains sensibles et les tensions financières ont été limitées essentiellement à la périphérie de la zone euro (graphique 3).

La reprise est appelée à se poursuivre ...

Les projections de référence indiquées ci-après reposent sur l'hypothèse que les mesures actuellement mises en œuvre réussiront à limiter les perturbations financières et leurs effets réels à la périphérie de la zone euro, et qu'il n'en résultera qu'un léger ralentissement de la reprise mondiale. Cette opinion s'appuie sur la double observation que, jusqu'à présent, les retombées ont été limitées sur les autres marchés financiers et régions, et que, au lendemain de la crise grecque, l'action des pouvoirs publics a aidé à en restreindre l'impact sur la reprise mondiale pendant le second semestre de 2010. Le scénario de référence suppose aussi que les autorités des pays émergents agissent en temps opportun pour maîtriser les risques de surchauffe.

Dans les pays avancés, l'activité devrait progresser de 2½ % en 2011–12, rythme qui reste médiocre compte tenu de la profondeur de la récession de 2009 et insuffisant pour faire baisser sensiblement des taux de chômage qui sont élevés. Les projections de croissance pour 2011 constituent néanmoins une révision à la hausse de ¼ de point de pourcentage par rapport à l'édition d'octobre 2010 des *PEM*, due surtout au nouveau train de mesures budgétaires adopté fin 2010 aux États-Unis, qui devrait rehausser la croissance économique de ½ point. Des mesures devant avoir un impact similaire sur la croissance ont été adoptées par le Japon et devraient soutenir une reprise modérée en 2011. En outre, bien que l'on prévoie un repli de la croissance économique dans la périphérie de la zone euro pour cette année, celui-ci est compensé par une révision à la hausse de la croissance en Allemagne, due à la vigueur accrue de la demande intérieure.

Dans les pays émergents et en développement, la croissance devrait se maintenir au rythme soutenu de 6½ % en 2011 et 2012, taux qui constitue un léger ralentissement par rapport au taux de 7 % enregistré l'année dernière, mais reste essentiellement inchangé par rapport à l'édition d'octobre des *PEM*. C'est encore dans les pays en développement d'Asie que la croissance sera la plus rapide, mais d'autres régions émergentes devraient aussi poursuivre leur vif redressement. En particulier, l'Afrique subsaharienne — avec une croissance prévue de 5½ % en 2011 et de 5¾ % en 2012 — devrait surpasser toutes les autres régions, hormis les pays en développement d'Asie. Cela tient au dynamisme persistant de la demande intérieure et à la hausse de la demande mondiale de produits de base (encadré).

... et les conditions financières devraient rester stables dans la plupart des régions.

Les conditions financières devraient rester généralement stables ou s'améliorer cette année. Les conditions d'accès au crédit bancaire devraient continuer de s'assouplir dans les grands pays avancés et les émissions obligataires des entreprises non financières devraient aussi se multiplier. Compte tenu de l'atonie générale de la reprise et de la persistance de niveaux d'épargne élevés dans les principaux pays émergents d'Asie, il est vraisemblable que les rendements réels restent faibles pendant toute l'année 2011. Aux États-Unis, les perspectives concernant les rendements des bons du Trésor sont incertaines : l'accélération progressive de la reprise et les inquiétudes suscitées par la situation des finances publiques pourraient les pousser à la hausse, mais les mesures d'assouplissement quantitatif pourraient en freiner la montée.

Les tensions financières devraient néanmoins rester prononcées dans la périphérie de la zone euro, où les participants au marché sont encore préoccupés par les risques souverains et les risques bancaires, la faisabilité politique des mesures d'austérité actuelles et envisagées, et l'absence de solution globale. Il est donc probable que les écarts de taux

sur les obligations souveraines de la périphérie européenne ainsi que les coûts des crédits bancaires resteront élevés pendant le premier semestre de cette année, et les perturbations financières pourraient recommencer à s'intensifier.

Dans un scénario où les effets de contagion des perturbations qui agitent la périphérie de la zone euro sont contenues, l'afflux de capitaux vers les marchés émergents devrait rester soutenu et les

conditions financières solides. Dans les pays émergents, les émissions obligataires des états et des entreprises devraient rester robustes en 2011. Compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt sur les marchés matures et de l'appétit assez vif des investisseurs, le risque persistera que l'afflux de capitaux et les prix des actifs dans les pays émergents dépassent les prévisions, même si l'on a observé récemment un certain ralentissement des entrées de capitaux dans ces pays.

Encadré. Perspectives économiques de l'Afrique subsaharienne

La plupart des pays d'Afrique subsaharienne se sont remis rapidement de la crise financière mondiale et la croissance économique de la région devrait atteindre 5½ % en 2011. Cela dit, le rythme de la reprise varie d'un pays à l'autre. Dans la plupart des pays exportateurs de pétrole et des pays à faible revenu, la croissance de la production a aujourd'hui presque retrouvé son niveau d'avant la crise. En revanche, la reprise est plus tempérée en Afrique du Sud et dans les pays voisins, qui ont davantage souffert de l'effondrement du commerce international et dont les niveaux de chômage élevés se révèlent difficiles à réduire.

Avant la récente crise mondiale, l'Afrique subsaharienne a connu une période de croissance vigoureuse. Ainsi, les 29 pays à faible revenu de la région ont enregistré une croissance particulièrement remarquable de plus de 6 % entre 2004 et 2008, une performance surpassée par les seuls pays en développement d'Asie. Ces résultats s'expliquent par l'amélioration du climat politique, une conjoncture extérieure favorable et une bonne gestion macroéconomique. Forts de ces atouts, la plupart des pays de la région ont pu résister aux pires effets de la flambée des prix de l'alimentation et du pétrole en 2007-08 et à la crise financière mondiale qui a suivi. Un grand nombre de pays ont soutenu la production en prenant des mesures de relance budgétaire et en abaissant les taux d'intérêt. C'est ainsi que les pays à faible revenu de la région ont encore enregistré une croissance de près de 5 % en 2009, encore que la production ait diminué dans les pays à revenu intermédiaire de la région, groupe dominé par l'Afrique du Sud. Dans la plupart des pays exportateurs de pétrole, à l'exception notable du Nigéria, la croissance a ralenti.

La plupart des pays de la région ont retrouvé aujourd'hui leur taux de croissance d'avant la crise. En 2011, les pays à

faible revenu devraient enregistrer une croissance de 6½ %. La demande intérieure est soutenue par le jeu des stabilisateurs automatiques, l'expansion de l'investissement public et des programmes de protection sociale, et la poursuite d'une politique monétaire accommodante. Le resserrement des liens commerciaux avec l'Asie a aussi joué un rôle dans la reprise de la région, essentiellement par le biais des marchés des produits de base. La croissance de la production a rebondi en Afrique du Sud, mais un chômage élevé et une confiance atone devraient continuer de freiner la reprise en limitant la croissance à environ 3½ % en 2011.

Les risques restent toutefois orientés à la baisse. Le rythme de la reprise en Europe, partenaire commercial dominant de la plupart des pays non exportateurs de pétrole d'Afrique subsaharienne, est modeste et incertain. De façon plus immédiate, la forte remontée des prix du pétrole et de l'alimentation devrait avoir des effets sensibles sur un grand nombre de pays non exportateurs de pétrole. Il est

Afrique subsaharienne : croissance par groupes de pays

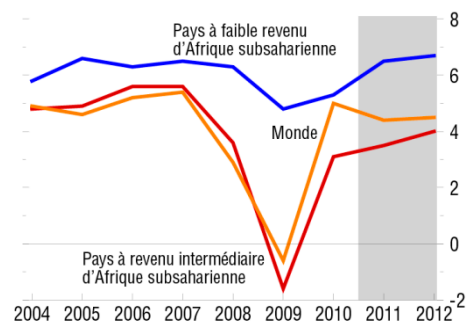
(Variation en pourcentage)

	2004-08	2009	2010	2011	2012
				Dernières projections	
Afrique subsaharienne	6,56	2,76	4,97	5,45	5,85
Exportateurs de pétrole	8,68	5,20	6,46	6,30	6,74
Pays à revenu intermédiaire	4,88	-1,55	3,07	3,53	4,04
Pays à faible revenu	6,29	4,78	5,35	6,52	6,69

Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Croissance du PIB : Afrique subsaharienne et monde

(Croissance du PIB réel, variation en pourcentage)



Source : estimations des services du FMI.

Encadré. (fin)

probable que, compte tenu de la proportion élevée que représente l'alimentation dans leur panier de consommation, les populations urbaines pauvres seront particulièrement touchées par la hausse des prix alimentaires. Face à cette situation, les gouvernements devront envisager la mise en place de dispositifs ciblés de protection sociale, avec les coûts budgétaires que cela suppose. Compte tenu en particulier de l'ampleur des déficits budgétaires et du resserrement des écarts de production, la gestion de ces tensions constituera un défi important pour la région en 2011 — année au calendrier électoral particulièrement chargé, avec peut-être 17 élections nationales.

Maintenant que la reprise est bien engagée dans la plupart des pays de la région, il convient de recentrer la politique macroéconomique :

- L'orientation anticyclique des politiques de finances publiques a aidé à soutenir la croissance de la production pendant la crise, mais elle a aussi entraîné un creusement généralisé des déficits budgétaires. La croissance approchant de son niveau potentiel dans la

plupart des pays, il convient de déterminer si ces déficits accrus sont compatibles avec les financements qu'ils nécessitent et l'impératif de viabilité de la dette à moyen terme. Pour promouvoir la croissance et la réduction de la pauvreté, il convient aussi de veiller à ce que la composition des dépenses publiques et des sources de revenu soit appropriée.

- L'inflation est maîtrisée dans la plupart des pays et l'orientation de la politique monétaire semble adaptée. Les décideurs doivent néanmoins rester attentifs aux tensions que pourrait engendrer la hausse des prix des produits de base — d'autant plus que la croissance approche de son niveau potentiel.
- D'autres domaines exigent une attention soutenue des autorités. Elles doivent notamment œuvrer à un suivi plus intensif et à une meilleure réglementation du secteur financier, continuer de prendre des mesures pour améliorer le climat des affaires, et recourir à des mécanismes solides de financement public pour planifier et contrôler les dépenses publiques, notamment les investissements d'infrastructure.

Les cours des produits de base resteront élevés, et l'inflation augmente dans quelques pays émergents

Les cours du pétrole et des produits de base non pétroliers ont augmenté fortement en 2010, en raison de la vigueur de la demande mondiale, mais aussi de chocs du côté de l'offre de certains produits. Cette pression à la hausse devrait persister en 2011, car la demande devrait rester vigoureuse et l'offre ne devrait réagir que modérément aux tensions accrues sur les marchés. En conséquence, la projection de référence du FMI pour le cours du pétrole est maintenant de 90 dollars le baril pour 2011, contre 79 dollars le baril dans l'édition d'octobre 2010 des *PEM*. Pour ce qui est des produits de base non pétroliers, les dégâts causés aux cultures par les intempéries climatiques ont été plus importants que prévu fin 2010, et leurs effets sur les prix ne devraient prendre fin qu'après la campagne 2011. En conséquence, les cours des produits de base non pétroliers devraient augmenter de 11 % en 2011. À court terme, les cours de la

plupart des groupes de produits de base risquent maintenant d'augmenter.

La montée des prix à la consommation dans les pays émergents en 2010 s'expliquait en partie par la hausse des prix de l'alimentation, mais leur poussée récente est particulièrement persistante : elle met à rude épreuve le budget des ménages à faible revenu et commence à se répercuter sur l'inflation globale dans plusieurs pays. Surtout, la croissance rapide dans les pays émergents et les pays en développement a réduit, voire éliminé l'écart de production. En conséquence, les risques de surchauffe commencent à se matérialiser dans certains cas. Dans ces pays, les prix à la consommation devraient augmenter de 6 % cette année, soit une révision à la hausse de $\frac{3}{4}$ point de pourcentage par rapport à l'édition d'octobre 2010 des *PEM*. Des signes de surchauffe apparaissent aussi dans quelques pays du fait d'une croissance rapide du crédit ou d'une hausse des prix des actifs.

La situation est assez différente dans les pays avancés, où le sous-emploi encore élevé des capacités et le bon ancrage des anticipations

inflationnistes maintiendront généralement les tensions inflationnistes à un niveau modéré. L'inflation devrait demeurer à 1½ % cette année, soit un niveau inchangé par rapport à 2010 et une légère révision à la hausse par rapport à l'édition d'octobre 2010 des *PEM*.

Les risques de dégradation demeurent élevés

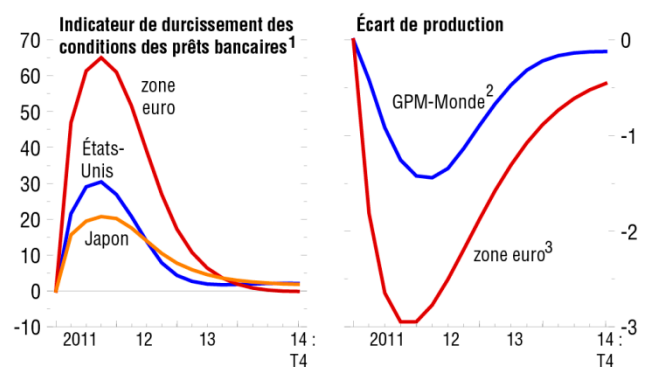
Les risques de dégradation de la situation sont les suivants : la propagation possible des tensions dans la périphérie de la zone euro au cœur de l'Europe, le manque de progrès dans la formulation de plans de rééquilibrage budgétaire à moyen terme dans les principaux pays avancés, la faiblesse persistante du marché immobilier américain, les cours élevés des produits de base, ainsi que le risque d'une alternance surchauffe/dépression dans les pays émergents. Du côté positif, l'investissement des entreprises pourrait rebondir plus nettement que prévu dans les principaux pays avancés.

Le risque que les remous financiers se propagent de la périphérie au cœur de l'Europe est une conséquence de la faiblesse persistante des établissements financiers dans de nombreux pays avancés de la région, ainsi que d'un manque de transparence en ce qui concerne leurs engagements. Les établissements financiers et les États souverains sont donc étroitement liés, et la contagion entre les deux secteurs se produit dans les deux sens. Bien que les pays de la périphérie ne représentent qu'une faible partie de la production et du commerce de la zone euro, leurs relations financières importantes avec les pays du cœur de la zone, ainsi que la contagion financière, sous la forme d'une plus forte aversion au risque et d'une baisse des cours des actions, pourraient entraîner un ralentissement de la croissance et de la demande qui freinerait la reprise de l'économie mondiale. En particulier, la persistance de tensions sur les marchés pourrait causer de sérieux problèmes de financement pour des banques et des États souverains importants, et les effets de débordement sur les pays du cœur de la zone euro seraient d'autant plus probables. Le graphique 4 présente un autre scénario, qui illustre comment une contagion

plus forte pourrait amputer la croissance. Ce scénario — qui est plus ou moins similaire à celui qui est présenté dans la *Mise à jour des PEM* de juillet 2010 — suppose qu'un choc majeur suivi d'une action trop lente et pas assez vigoureuse des pouvoirs publics entraîne d'importantes pertes sur titres et prêts dans la périphérie de la zone euro. En conséquence, les ratios de fonds propres diminuent considérablement dans plusieurs pays, tant dans la périphérie qu'au cœur de la zone euro. Dans ce scénario, les banques européennes durcissent les conditions de prêt dans les mêmes proportions que lors de l'effondrement de Lehman Brothers en 2008. En conséquence, la croissance dans la zone euro est réduite d'environ 2½ points de pourcentage par rapport au scénario de référence. En supposant que les effets de contagion financière sur le reste du monde sont limités — le durcissement des conditions de prêt aux États-Unis étant deux fois moindre qu'en Europe —, la croissance mondiale en 2011 est inférieure d'environ 1 point de pourcentage à celle qui est prévue dans le scénario de référence. Mais si la contagion financière est plus forte — avec une montée généralisée de l'aversion au risque, un tarissement des liquidités et de fortes baisses sur les marchés d'actions —, les répercussions sur la croissance mondiale seraient bien plus prononcées, et amplifiées par les faiblesses des bilans dans les autres principaux pays avancés.

Graphique 4. Scénario avec un regain de tensions financières dans la zone euro

(Écart en points de pourcentage par rapport au scénario de référence)



Source : simulations du modèle de projection mondial (Global Projection Model, GPM).

¹Moyenne non pondérée des réponses aux questions concernant le durcissement des conditions des prêts bancaires (enquête trimestrielle de la Réserve fédérale américaine sur les pratiques des banques en matière de prêts).

²Approximativement 87,5 % du PIB mondial.

³Sur la base d'un modèle d'équilibre général dynamique stochastique, en complément du GPM, qui a un mécanisme pour les prêts bancaires risqués et d'accélérateur financier.

Un autre risque de dégradation tient à l'insuffisance des progrès dans l'établissement de plans de rééquilibrage budgétaire à moyen terme dans les grands pays avancés. Avec les mesures de relance qui ont été appliquées récemment aux États-Unis et au Japon, il est d'autant plus difficile d'assurer la viabilité des finances publiques à moyen terme. Il est donc encore plus important de formuler des plans plus crédibles pour réduire la dette à moyen terme.

Du côté positif, la rentabilité élevée des entreprises dans les principaux pays avancés pourrait entraîner un rebond de l'investissement plus rapide que prévu aujourd'hui.

Dans les pays émergents, les risques tiennent principalement à la surchauffe, à une hausse rapide des tensions inflationnistes et à la possibilité d'un atterrissage brutal. À court terme, des politiques économiques accommodantes, de fortes améliorations des termes de l'échange pour les pays exportateurs de produits de base et la recrudescence des entrées de capitaux augmentent la probabilité d'un surcroît de croissance. Si, toutefois, les pouvoirs publics ne réagissent pas suffisamment vite aux risques de surchauffe et aux bulles des prix des actifs qui apparaissent, les politiques macroéconomiques des principaux pays émergents pourraient conduire à une dynamique de surchauffe/dépression sur les marchés de l'immobilier et du crédit, ainsi que, en fin de compte, à un atterrissage brutal de ces économies. Étant donné que les pays émergents représentent aujourd'hui près de 40 % de la consommation mondiale et plus de deux tiers de la croissance mondiale, un ralentissement dans ces pays compromettrait gravement le redressement de l'économie mondiale et le rééquilibrage qui doit avoir lieu.

Une action résolue est nécessaire pour réduire les risques et entretenir la croissance

En dépit des signes d'un découplage à court terme — entre la périphérie et le cœur de l'Europe, entre les tensions financières et l'économie réelle, et entre les pays avancés et les pays émergents —,

l'économie mondiale reste étroitement interconnectée. Divers pays doivent prendre une série de mesures pour réduire les facteurs de vulnérabilité et rééquilibrer la croissance afin d'accélérer et de maintenir la croissance mondiale dans les années à venir. Dans les pays avancés, le plus urgent est d'atténuer les tensions financières dans la zone euro, ainsi que de faire avancer les réformes nécessaires du système financier et le rééquilibrage à moyen terme des finances publiques. Ces mesures propices à la croissance seraient utiles pour s'attaquer au chômage, qui reste élevé — un enjeu capital pour ces pays. Elles auraient aussi des effets bénéfiques sur les pays émergents, où les pouvoirs publics ont pour tâches principales de faire face de manière appropriée aux entrées de capitaux, de maîtriser les risques de surchauffe et de faciliter le rééquilibrage extérieur.

Dans la zone euro, une action globale, rapide et résolue est nécessaire face aux risques de dégradation de la situation. Des mesures importantes ont été prises depuis mai au niveau national et au niveau de la zone euro, notamment une consolidation des soldes budgétaires et l'exécution de réformes structurelles, le renforcement de l'aide exceptionnelle en liquidités et la mise en place du programme de rachat d'obligations souveraines par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que l'établissement à titre temporaire du Fonds européen de stabilisation financière (FESF), qui sera remplacé par le Mécanisme européen de stabilité (MES) permanent après 2013. Mais, dans beaucoup de pays, il reste essentiel de renforcer encore l'action au niveau national afin d'assurer la viabilité des finances publiques et de raviver la croissance. Les marchés restent inquiets à propos des pertes potentielles des banques de la région et n'ont pas été apaisés par les tests de résistance qui ont été effectués jusqu'à présent. De nouveaux tests de résistance qui sont plus réalistes, plus exhaustifs et plus stricts clarifieront la situation. Ils devront être suivis rapidement d'une recapitalisation. Il convient aussi de donner aux marchés l'assurance que le centre mettra à disposition des ressources suffisantes pour faire face aux risques de dégradation et que la stratégie globale est cohérente. Donc, le FESF et le

MES permanent qui est prévu doivent être en mesure de mobiliser des ressources suffisantes et de les déployer avec souplesse, en fonction des besoins. Entre-temps, la BCE devra continuer de fournir des liquidités et d'acheter des titres afin de préserver la stabilité financière.

De manière plus générale dans les pays avancés, il faut continuer de réparer et de réformer les systèmes financiers. Cela est essentiel pour normaliser la situation du marché du crédit et serait utile pour que le soutien à la reprise soit moins tributaire de la politique monétaire et budgétaire. Les mesures particulières à prendre dans le secteur financier sont examinées plus en détail dans la *Mise à jour du rapport sur la stabilité financière dans le monde* (janvier 2011).

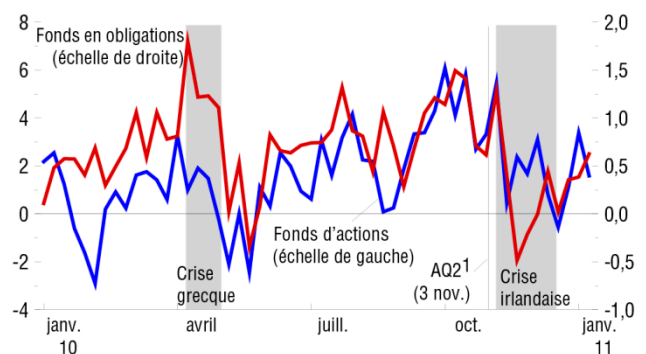
Étant donné la vulnérabilité des États souverains, il est urgent d'établir des trajectoires plus soutenables pour les finances publiques, non seulement pour les pays de la périphérie de la zone euro, mais aussi pour les principaux pays avancés. À court terme, les signes émergents d'un déplacement de la demande du public vers le privé dans de nombreux grands pays avancés semblent indiquer que les pays peuvent avancer dans la formulation et l'application de plans crédibles de rééquilibrage à moyen terme.

Bien que certaines mesures ciblées aux États-Unis soient justifiables au stade actuel du fait de la faiblesse persistante des marchés de l'emploi et de l'immobilier, la relance qui vient d'être engagée ne devrait produire qu'un dividende de croissance relativement faible (étant donné son ampleur) pour un coût budgétaire considérable. Il est maintenant prévu que le déficit budgétaire américain atteindra 10³/₄ % en 2011 (plus du double du déficit de la zone euro), et que la dette publique brute dépassera 110 % du PIB en 2016. L'absence de stratégie budgétaire crédible à moyen terme finira par faire monter les taux d'intérêt américains, ce qui pourrait perturber les marchés financiers internationaux et l'économie mondiale. Il est donc d'autant plus indispensable de mettre en place des mesures pour réduire la dette à moyen terme. Il pourrait s'agir d'un réaménagement des prestations sociales, d'un

plafonnement des dépenses discrétionnaires, de réformes du système fiscal pour accroître les recettes budgétaires, et de l'établissement d'institutions budgétaires ou de leur renforcement. Les questions budgétaires sont examinées plus en détail dans la *Mise à jour du moniteur des finances publiques* (janvier 2011).

Par ailleurs, les pays avancés doivent continuer de mener une politique monétaire accommodante. Aussi longtemps que les anticipations inflationnistes restent ancrées et que le chômage demeure élevé, cette politique est appropriée d'un point de vue national. Par ailleurs, elle semble avoir eu un effet : après l'annonce en août de l'imminence d'une deuxième phase d'assouplissement quantitatif, les taux à long terme sont tombés au plus bas aux États-Unis. Les rendements des bons du Trésor américain ont augmenté depuis, en particulier au dernier trimestre de 2010, mais cette hausse semble s'expliquer principalement par l'amélioration des perspectives de l'économie américaine, un fait confirmé par la bonne performance des marchés d'actions. Cependant, d'un point de vue extérieur, il y a lieu de craindre qu'un assouplissement quantitatif aux États-Unis entraîne un afflux de sorties de capitaux vers les pays émergents. Le ralentissement récent des entrées de capitaux dans les pays émergents semble indiquer que ces effets sont peut-être limités jusqu'à présent (graphique 5).

Graphique 5. Flux nets de capitaux vers les pays émergents
(milliards de dollars EU; flux hebdomadaires)



Source : EPFR Global.

¹Deuxième phase d'assouplissement monétaire quantitatif.

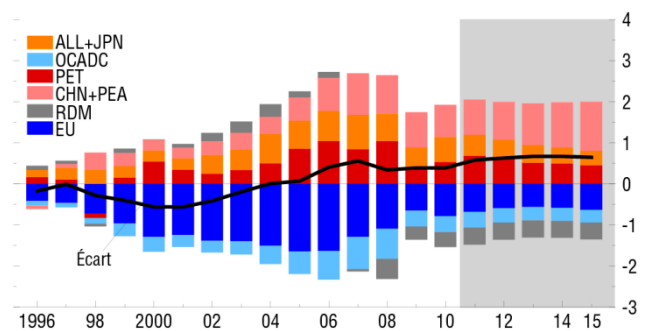
Par contre, les pays émergents où des risques de surchauffe commencent à apparaître devraient

commencer ou continuer à durcir leur politique monétaire. Les relèvements récents des taux directeurs dans divers pays sont opportuns à cet égard, même si, dans certains d'entre eux, une plus forte appréciation du taux de change nominal aurait été préférable. Cependant, ce durcissement de la politique monétaire pourrait accroître les entrées de capitaux massives que bon nombre de ces pays enregistrent aujourd'hui. Il convient donc aussi d'envisager de prendre des mesures prudentielles pour éviter une expansion excessive des marchés du crédit ou des actifs.

La recrudescence des entrées de capitaux vers certains pays émergents, qu'elle s'explique par l'amélioration des paramètres fondamentaux dans ces pays eux-mêmes ou par un assouplissement de la politique monétaire dans les pays avancés, exige une riposte appropriée de la part des pouvoirs publics. Un certain nombre de ces pays ont surmonté rapidement la crise et ont continué de dégager des excédents courants (graphique 6), et pourtant leurs taux de change effectifs réels restent proches de leurs niveaux d'avant la crise — en d'autres termes, face à la nouvelle vague d'entrées de capitaux, ces pays ont accumulé encore plus de réserves de change. Pour ces pays, laisser la monnaie s'apprécier serait utile pour combattre les risques de surchauffe et faciliter un sain rééquilibrage de la demande extérieure vers la

demande intérieure. Dans les autres pays où le taux de change se situe à un niveau supérieur au niveau correspondant aux paramètres fondamentaux à moyen terme, l'ajustement budgétaire peut contribuer à réduire les taux d'intérêt et à freiner la demande intérieure. Cependant, il faudra peut-être compléter la riposte macroéconomique par un renforcement des mesures macroprudentielles (par exemple, des quotités de prêts plus strictes et des restrictions à la composition du financement) et, dans certains cas, par un contrôle des mouvements de capitaux.

Graphique 6. Déséquilibres mondiaux¹
(Pourcentage du PIB mondial)



Source : estimations des services du FMI.

¹ CHN + PEA (économies émergentes d'Asie) : Chine, Corée, Hong Kong (RAS), Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, province chinoise de Taiwan et Thaïlande; ALL + JPN : Allemagne et Japon; APADC (autres pays affichant un déficit courant) : Bulgarie, Croatie, Espagne, Estonie, Grèce, Hongrie, Irlande, Lettonie, Lituanie, Pologne, Portugal, République slovaque, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Slovénie, Turquie; PET : exportateurs de pétrole; RDM : reste du monde; EU : États-Unis.