

# ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE ET DES MARCHÉS FINANCIERS MONDIAUX



## ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE ET DES MARCHÉS FINANCIERS MONDIAUX

L'évolution de l'économie mondiale au cours de l'exercice 2008 a été marquée par l'interaction de trois forces puissantes : l'escalade de la crise financière qui a freiné l'expansion de certains pays avancés, la poursuite d'une croissance vigoureuse dans les pays émergents et en développement, et l'intensification des tensions inflationnistes partout dans le monde, en partie sous l'effet de la flambée des prix des matières premières.

Globalement, le PIB mondial, mesuré aux taux de change à parité de pouvoir d'achat (PPA), s'est accru de 4,9 % en 2007, taux bien au-dessus de la tendance pour la quatrième année consécutive (graphique 2.1). À partir du quatrième trimestre, toutefois, l'activité a ralenti dans les pays avancés, en particulier aux États-Unis, où la crise du marché des crédits immobiliers à risque (*subprime*) a eu des retombées sur un grand nombre d'institutions et de marchés financiers. Bien que la croissance ait aussi fléchi à partir du quatrième trimestre 2007 dans les pays émergents et en développement, elle est restée vigoureuse, en termes absolus, dans toutes les régions.

Les marchés des changes ont eux aussi été touchés par les turbulences financières. Le taux de change effectif réel du dollar EU a fortement baissé à partir du milieu de 2007, en raison du repli de l'investissement étranger dans les valeurs mobilières américaines, engendré par la dégradation des perspectives de croissance et l'anticipation de réductions des taux d'intérêt aux États-Unis. Plusieurs pays affichant des excédents considérables de leurs transactions courantes – par exemple la Chine et les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient – ont continué d'appliquer un régime de change dirigé. La dépréciation du dollar a eu pour principale contrepartie une appréciation de l'euro, du yen et d'autres monnaies flottantes, comme le dollar canadien et la monnaie de certains pays émergents.

La forte hausse des prix des matières premières, en particulier des denrées alimentaires et du pétrole, a fait monter l'inflation non corrigée dans presque tous les pays membres du FMI, avec des retombées sur l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation), en particulier dans les pays émergents. La flambée des

prix des produits alimentaires a réduit le revenu réel, surtout dans les pays où ces produits représentent une plus grande part de la consommation. Si les pays exportateurs de pétrole ont tiré profit du niveau record des cours, certains importateurs nets ont subi une dégradation de leur balance commerciale et de leurs perspectives de croissance.

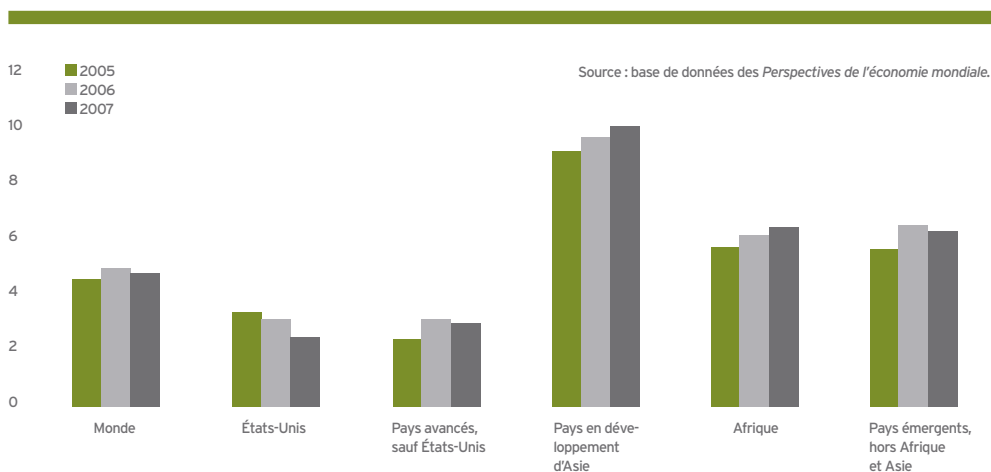
### PAYS AVANCÉS

La détérioration du crédit sur le marché américain des prêts *subprime* a eu des retombées qui ont entraîné en août 2007 une véritable crise de liquidité sur le marché des prêts interbancaires à terme. En octobre 2007, les principales banques centrales avaient commencé à prendre des mesures énergiques, notamment en fournissant de la liquidité aux établissements en difficulté, ce qui a apaisé temporairement les marchés. Cependant, les tensions se sont ravivées puis se sont intensifiées vers la fin de 2007, à l'annonce par les grandes institutions financières de pertes considérables dues en particulier à leurs investissements en titres liés aux crédits immobiliers à risque.

#### GRAPHIQUE 2.1

#### Croissance du PIB réel

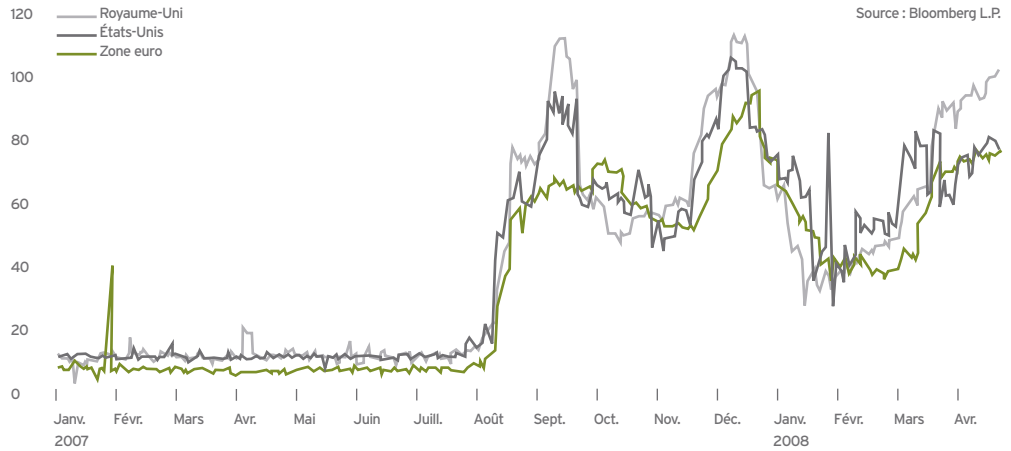
(Variation en pourcentage par rapport à l'année précédente)



GRAPHIQUE 2.2

### Écart entre le LIBOR à trois mois et le taux des swaps d'indices à un jour

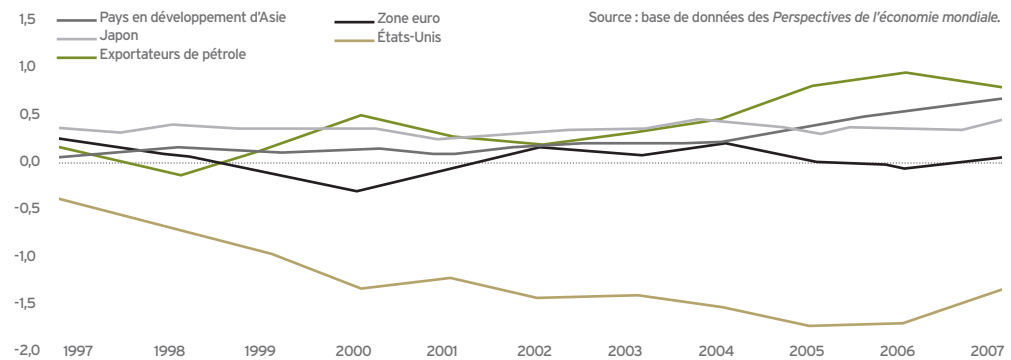
(En points de base)



GRAPHIQUE 2.3

### Solde des transactions courantes

(En pourcentage du PIB mondial)



La détérioration du marché a été amplifiée par des signes de ralentissement de l'économie américaine. La crise a continué à se propager du fait que les risques systémiques ont été aggravés par la détérioration de la qualité des actifs, la dévalorisation des produits de crédit structuré et le manque de liquidité sur le marché en raison d'un vaste mouvement de désengagement dans le système financier.

Si les États-Unis sont demeurés l'épicentre de la crise, les institutions financières d'autres pays avancés ont

elles aussi été touchées en raison de leurs engagements en produits de crédit structuré et – dans une mesure plus ou moins grande – des défaillances du contrôle prudentiel et du système de gestion des risques des institutions financières. Face à l'évolution de la situation, les principales banques centrales, aux États-Unis et en Europe, ont commencé à prendre des mesures cruciales pour endiguer le risque systémique, en ouvrant largement l'accès aux financements à court terme par le biais de diverses facilités existantes ou nouvellement créées alors que les banques privées se

12 Dans les publications du FMI, cette expression désigne la Bulgarie, la Croatie, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, la Pologne, la Roumanie, la République slovaque, la République tchèque et la Turquie.

retiraient des marchés interbancaires et en devenant des contreparties essentielles sur les marchés du crédit à terme, dont se détournaient les institutions financières non bancaires. Les fonds souverains ont eux aussi contribué de façon importante et en temps opportun à l'apaisement des tensions sur le marché, en apportant des capitaux considérables aux grandes institutions financières. Cependant, les systèmes financiers restaient encore fragiles à la fin de l'exercice du FMI, comme en témoignent la persistance de tensions sur les marchés interbancaires, l'ampleur des écarts de crédit et la vente d'actifs par les investisseurs endettés alors que le marché manque de liquidité (graphique 2.2).

À des degrés divers, les banques centrales des pays avancés se sont trouvées prises entre l'accentuation des tensions inflationnistes et la perspective d'un ralentissement de la croissance, la situation du pays ou de la région déterminant le juste équilibre de l'action à mener. La politique monétaire a ainsi été assouplie dans plusieurs pays, en particulier aux *États-Unis*, où la Réserve fédérale a abaissé le taux des fonds fédéraux de 300 points de base entre août 2007 et avril 2008. Dans ce pays, l'activité a fortement ralenti au quatrième trimestre de 2007 et la consommation ainsi que les investissements des entreprises ont accusé un net repli sous l'effet d'une perte de confiance du marché et du resserrement des conditions de crédit. En 2007, la croissance n'a été que de 2,2 %, contre 3 % en 2006, et a encore reculé pour s'établir autour de 1 % au premier trimestre de 2008. La correction du marché immobilier américain a en effet provoqué une contraction de l'investissement résidentiel et la consommation des ménages a sensiblement fléchi. Le renchérissement du pétrole a contribué au recul de la consommation tout en portant l'inflation non corrigée (sur 12 mois) à plus de 4 % à la fin de 2007 et au début de 2008. La dégradation des perspectives de croissance aux États-Unis par rapport à celles de leurs partenaires commerciaux et les anticipations de baisse des taux d'intérêt ont freiné l'investissement étranger en valeurs mobilières américaines, ce qui a provoqué des tensions sur le dollar. La dépréciation de cette devise par rapport à l'euro, au yen et à d'autres monnaies flottantes, telles que le dollar canadien et la monnaie de certains pays émergents, a dopé les exportations nettes, seul point fort de l'économie américaine, et le déficit des transactions courantes a légèrement diminué pour s'établir à 5,3 % du PIB en 2007. (Le graphique 2.3 présente les soldes des

transactions courantes de divers pays et régions, exprimés en pourcentage du PIB mondial.)

Pendant la plus grande partie de 2007 et au début de 2008, la croissance est restée vigoureuse dans les *pays avancés d'Europe*. La demande intérieure a été robuste grâce à la croissance soutenue de l'emploi et au dynamisme de l'investissement. Pour l'ensemble de la zone euro, le taux annuel de croissance économique a été de 2,6 % en 2007, chiffre proche du niveau élevé de 2006; au Royaume-Uni, la croissance a affiché une forte progression, de 3,1 %, malgré les tensions observées dans le secteur bancaire. Au premier trimestre de 2008, la croissance s'est accélérée dans la zone euro, atteignant près de 3 %, bien que le moral des consommateurs et des chefs d'entreprise se soit dégradé en raison des bouleversements intervenus dans le secteur financier, des effets du renchérissement du pétrole sur le revenu disponible réel, de l'appréciation de l'euro et de l'essoufflement du marché d'exportation. La Banque d'Angleterre a réagi à l'assombrissement des perspectives de croissance en abaissant les taux d'intérêt, mais la Banque centrale européenne a maintenu inchangés ses taux directeurs.

Dans l'ensemble, l'économie du *Japon* a tenu bon face au ralentissement mondial jusqu'à la fin du premier trimestre de 2008. La croissance du PIB, qui était de 2,1 % en 2007, a atteint 3,3 % au premier trimestre de 2008, sous l'effet du dynamisme des exportations nettes et des investissements des entreprises. L'excédent extérieur du Japon est resté élevé. Il semble toutefois que l'activité des entreprises ait ralenti au deuxième trimestre de 2008, et la Banque du Japon a maintenu inchangés les taux d'intérêt.

## **PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT**

Tout au long de l'exercice 2008, les conditions de financement de la plupart des pays émergents ont continué à bénéficier de l'amélioration des paramètres macroéconomiques fondamentaux et du renforcement du bilan du secteur public. Cependant, certains d'entre eux – notamment les *pays émergents d'Europe*<sup>12</sup> où la croissance du crédit intérieur avait été alimentée par le financement extérieur et où il fallait financer d'importants déficits courants – ont été soumis aux pressions du marché. Les obligations souveraines des pays émergents ont plutôt bien résisté aux turbulences financières qui ont ébranlé les économies établies, et les banques ont poursuivi leurs activités de prêts à un rythme soutenu jusqu'à la fin du quatrième trimestre

GRAPHIQUE 2.4

## Émissions d'obligations des pays émergents à l'étranger

(Milliards de dollars EU)



Source : Dealogic.

13 Ce groupe a été formé en 1991 par 12 ex-républiques soviétiques : Arménie, Azerbaïdjan, Bélarus, Géorgie, Kazakhstan, Moldova, Ouzbékistan, République kirghize, Russie, Tadjikistan, Turkménistan et Ukraine.

de 2007, mais les émissions d'obligations de sociétés des pays émergents ont en revanche fortement ralenti au troisième trimestre de 2007 et sont restées en retrait au début de 2008, tandis que les coûts de financement augmentaient (graphique 2.4).

Dans les *pays émergents d'Europe*, la croissance a ralenti de près d'un point de pourcentage pour s'établir à 5,7 % en 2007, mais elle a dépassé celle des pays avancés d'Europe pour la sixième année consécutive. Dans la plupart des pays émergents d'Europe, la croissance a continué d'être portée par une demande intérieure dynamique, qui a de nouveau progressé beaucoup plus rapidement que la production en 2007. En conséquence, le déficit global des transactions courantes de la région est passé à 6,7 % du PIB. La demande est restée soutenue par une forte croissance du crédit, alimentée par les entrées de capitaux et – dans nombre de pays – une forte hausse des salaires consécutive à l'intensification des tensions sur le marché de l'emploi. Les pressions inflationnistes se sont intensifiées, surtout vers la fin de l'année, en raison du renchérissement de l'alimentation et de l'énergie et de l'augmentation des coûts de main-d'œuvre. Face à la montée des tensions inflationnistes, les banques centrales de la plupart des pays émergents d'Europe ont continué à resserrer leur politique monétaire.

En 2007, la croissance du PIB réel a été soutenue (8,5 %) dans la *Communauté des États indépendants*<sup>13</sup>, la forte croissance de la demande intérieure ayant été alimentée par les cours élevés des matières premières,

des politiques macroéconomiques expansionnistes, un afflux de capitaux pendant la plus grande partie de l'année, la croissance rapide du crédit et la hausse du prix des actifs.

Dans les *pays émergents d'Asie*, la croissance est restée vigoureuse tout au long de 2007 mais a donné des signes d'essoufflement, surtout au début de 2008. Les excédents extérieurs sont demeurés très élevés. Le moteur de la croissance a été la Chine, où, soutenue par la consommation, la forte augmentation des investissements et les exportations nettes, elle a atteint 11,4 % (sur 12 mois) en 2007. En Inde, la croissance a légèrement ralenti et affiché un taux de 8,5 % (sur 12 mois) au second semestre de 2007, sous l'effet d'un repli de la consommation dû au durcissement de la politique monétaire, mais l'investissement est resté vigoureux. La vitalité de la demande intérieure dans toute la région, conjuguée au renchérissement de l'alimentation et de l'énergie, a contribué à l'intensification des tensions inflationnistes dans plusieurs pays.

En *Amérique latine et dans les Caraïbes*, l'activité économique s'est développée à un rythme soutenu (5,6 %) en 2007, soit un peu plus rapidement qu'en 2006. Le ralentissement de l'économie américaine a freiné l'expansion du Mexique voisin, mais la croissance est restée forte en Amérique centrale et dans les pays exportateurs de matières premières d'Amérique du Sud; elle s'est accélérée sensiblement au Brésil du fait de la baisse soutenue des taux d'intérêt et de la vigueur du marché de l'emploi. L'augmentation



de la demande intérieure a été le principal moteur de la croissance dans la région. Les excédents des transactions courantes ont diminué et l'inflation s'est accélérée sous l'effet du taux élevé d'utilisation des capacités dans certains pays et du renchérissement des produits alimentaires.

Bénéficiant déjà de la plus longue période de croissance économique ininterrompue depuis l'indépendance, l'*Afrique subsaharienne* a vu s'accélérer le rythme de l'activité, qui est passé à 6,8 % en 2007, grâce à une très forte croissance des pays exportateurs de pétrole, confortée par une expansion robuste dans les autres pays de la région. Dans les pays non exportateurs de pétrole, l'activité a été stimulée par la demande intérieure et l'investissement en particulier, fruit de la stabilisation macroéconomique et des réformes engagées dans la plupart des pays.

Au *Moyen-Orient* également, la croissance est restée vigoureuse et atteint 5,8 % en 2007. La production pétrolière n'a guère augmenté, mais le niveau élevé des cours mondiaux a permis un accroissement des

dépenses publiques dans les pays exportateurs et une forte expansion du crédit au secteur privé. En dépit de la hausse des dépenses intérieures et des importations, les excédents courants considérables des pays exportateurs de pétrole n'ont que légèrement diminué – pour s'établir à environ 22,8 % du PIB – car le renchérissement du pétrole a accru les recettes d'exportation; ces pays ont maintenu leur régime d'ancrage ou de contrôle étroit du taux de change de leur monnaie. La croissance a même été plus forte dans certains des pays non exportateurs de pétrole de la région, grâce au commerce, aux effets d'entraînement financiers émanant des pays exportateurs de pétrole et aux réformes intérieures. Les tensions inflationnistes se sont considérablement intensifiées dans les pays du Conseil de coopération du Golfe (CCG)<sup>14</sup> en raison de la vitalité de la demande intérieure, du renchérissement des produits alimentaires, de l'augmentation des loyers due à l'insuffisance de l'offre sur le marché immobilier et de la baisse des taux d'intérêt (cette dernière mesure correspondant à l'évolution de la politique monétaire des grands pays avancés, comme l'exige le régime d'ancrage de la monnaie des pays du CCG).