

POUR DIFFUSION :

À Washington (EST) : 10h00, le 24 janvier 2012

La reprise mondiale marque le pas et les risques baissiers s'intensifient

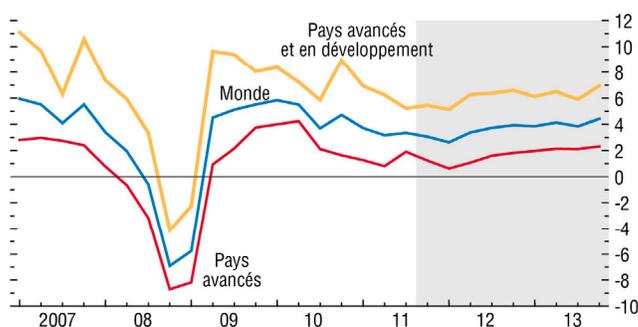
La reprise mondiale est menacée par les tensions grandissantes à l'œuvre dans la zone euro et les fragilités qu'accusent les autres régions. Les conditions financières se détériorent, les perspectives de croissance s'assombrissent et les risques baissiers s'intensifient. La croissance mondiale devrait se situer à 3¼ % en 2012 (tableau 1 et graphique 1), soit une révision à la baisse de près de ¾ de point par rapport à l'édition de septembre 2011 des Perspectives de l'économie mondiale (PEM). Cela tient pour beaucoup à la récession modérée que devrait désormais connaître la zone euro en 2012 en raison de la montée des rendements souverains, des conséquences de l'inversion du levier financier sur l'économie réelle et de l'impact de la poursuite du rééquilibrage budgétaire. La croissance des économies émergentes et en développement devrait aussi fléchir du fait de la détérioration de l'environnement extérieur et de l'affaiblissement de la demande intérieure. La tâche la plus urgente pour les gouvernements est de rétablir la confiance et de mettre fin à la crise dans la zone euro en accompagnant la croissance, tout en entretenant l'ajustement, en maîtrisant l'inversion du levier financier et en offrant plus de liquidités et de marge de manœuvre monétaire. Dans les autres économies avancées, les axes prioritaires sont la correction des déséquilibres budgétaires à moyen terme, ainsi que l'assainissement et la réforme des systèmes financiers, tout en appuyant la reprise. Les économies émergentes et en développement doivent centrer leur action à moyen terme sur la riposte à la modération de la croissance intérieure et au ralentissement de la demande des pays avancés.

Les risques financiers s'aggravent et la croissance mondiale s'essouffle

Les perspectives de croissance mondiale se sont assombries et les risques financiers se sont nettement intensifiés au quatrième trimestre 2011, quand la crise de la zone euro entrait dans une nouvelle phase dangereuse. L'activité était restée relativement robuste au troisième trimestre, avec un taux de croissance du PIB mondial annualisé de 3½ %, soit juste en dessous des prévisions des PEM de septembre. Dans les économies avancées, la croissance a surpris par sa vigueur, les consommateurs américains ayant, contre toute attente, réduit leur taux d'épargne, et les entreprises maintenu leur solide niveau d'investissement fixe. En outre, le redressement suite aux perturbations des circuits de l'offre provoquées par le séisme de mars 2011 au Japon a aussi été plus énergétique que prévu. Enfin, la stabilisation des cours

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		
	2010	2011	Projections		Différence par rapport aux projections de septembre 2011		Estimations	Projections	
			2012	2013	2012	2013	2011	2012	2013
Production mondiale¹	5,2	3,8	3,3	3,9	-0,7	-0,6	3,3	3,4	4,0
Pays avancés	3,2	1,6	1,2	1,9	-0,7	-0,5	1,3	1,3	2,1
États-Unis	3,0	1,8	1,8	2,2	0,0	-0,3	1,8	1,5	2,4
Zone euro	1,9	1,6	-0,5	0,8	-1,6	-0,7	0,8	-0,2	1,2
Allemagne	3,6	3,0	0,3	1,5	-1,0	0,0	1,8	0,7	1,6
France	1,4	1,6	0,2	1,0	-1,2	-0,9	0,9	0,5	1,3
Italie	1,5	0,4	-2,2	-0,6	-2,5	-1,1	-0,1	-2,7	0,9
Espagne	-0,1	0,7	-1,7	-0,3	-2,8	-2,1	0,2	-2,1	0,6
Japon	4,4	-0,9	1,7	1,6	-0,6	-0,4	-0,9	1,9	1,5
Royaume-Uni	2,1	0,9	0,6	2,0	-1,0	-0,4	0,8	1,0	2,4
Canada	3,2	2,3	1,7	2,0	-0,2	-0,5	2,1	1,7	2,0
Autres pays avancés ²	5,8	3,3	2,6	3,4	-1,1	-0,3	2,9	3,2	3,5
Nouvelles économies industrielles d'Asie	8,4	4,2	3,3	4,1	-1,2	-0,3	3,8	4,3	3,8
Pays émergents et en développement³	7,3	6,2	5,4	5,9	-0,7	-0,6	5,9	6,0	6,3
Europe centrale et orientale	4,5	5,1	1,1	2,4	-1,6	-1,1	3,4	1,4	3,0
Communauté des États indépendants	4,6	4,5	3,7	3,8	-0,7	-0,6	3,2	3,5	3,7
Russie	4,0	4,1	3,3	3,5	-0,8	-0,5	3,5	2,8	4,0
Russie non comprise	6,0	5,5	4,4	4,7	-0,7	-0,4	...	...	...
Asie, pays en développement d'	9,5	7,9	7,3	7,8	-0,7	-0,6	7,4	7,9	7,6
Chine	10,4	9,2	8,2	8,8	-0,8	-0,7	8,7	8,5	8,4
Inde	9,9	7,4	7,0	7,3	-0,5	-0,8	6,7	6,9	7,2
ASEAN-5 ⁴	6,9	4,8	5,2	5,6	-0,4	-0,2	3,7	7,4	5,0
Amérique latine et Caraïbes	6,1	4,6	3,6	3,9	-0,4	-0,2	3,9	3,3	5,0
Brésil	7,5	2,9	3,0	4,0	-0,6	-0,2	2,1	3,8	4,1
Mexique	5,4	4,1	3,5	3,5	-0,1	-0,2	4,1	3,1	3,6
Moyen-Orient et Afrique du Nord (MOAN) ⁵	4,3	3,1	3,2	3,6	...	...	...	...	...
Afrique subsaharienne	5,3	4,9	5,5	5,3	-0,3	-0,2	...	...	...
Afrique du Sud	2,9	3,1	2,5	3,4	-1,1	-0,6	2,4	3,0	3,7
<i>Pour mémoire</i>									
Union européenne	2,0	1,6	-0,1	1,2	-1,5	-0,7	0,8	0,3	1,7
Croissance mondiale calculée sur la base des cours de change	4,1	2,8	2,5	3,2	-0,7	-0,4	...	...	...
Volume du commerce mondial (biens et services)	12,7	6,9	3,8	5,4	-2,0	-1,0	...	...	...
Importations									
Pays avancés	11,5	4,8	2,0	3,9	-2,0	-0,8	...	...	...
Pays émergents et en développement	15,0	11,3	7,1	7,7	-1,0	-1,0	...	...	...
Exportations									
Pays avancés	12,2	5,5	2,4	4,7	-2,8	-0,8	...	...	...
Pays émergents et en développement	13,8	9,0	6,1	7,0	-1,7	-1,6	...	...	...
Cours des matières premières (en dollars)									
Pétrole ⁶	27,9	31,9	-4,9	-3,6	-1,8	-3,1	...	...	...
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de matières premières)	26,3	17,7	-14,0	-1,7	-9,3	2,2	...	...	...
Prix à la consommation									
Pays avancés	1,6	2,7	1,6	1,3	0,2	-0,1	2,9	1,2	1,3
Pays émergents et en développement ³	6,1	7,2	6,2	5,5	0,3	0,4	6,5	5,6	4,8
Taux du LIBOR à six mois (en pourcentage)⁷									
Dépôts en dollars	0,5	0,5	0,9	0,9	0,4	0,3	...	...	...
Dépôts en euros	0,8	1,4	1,1	1,2	-0,1	-0,4	...	...	...
Dépôts en yen	0,4	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	...	...	...

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent, en valeur réelle, aux niveaux observés entre le 14 novembre et le 12 décembre 2011. 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 Hors pays du G-7 et de la zone euro.

³ Les estimations et projections trimestrielles représentent environ 80 % des pays émergents et en développement.

⁴ Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Vietnam.

⁵ Les projections de septembre 2011 ne comprenaient pas les données de la Libye en raison de l'incertitude entourant sa situation politique, mais la Libye est comprise dans ces calculs agrégés. Hors Libye, les projections de croissance pour la région MOAN pour 2012 et 2013 ont été révisées à la baisse de 1,6 et de 1,2 point de pourcentage, respectivement, par rapport aux projections de septembre 2011. Il est également à noter que les agrégats du monde et des pays émergents et en développement ne sont pas non plus directement comparables à ceux de septembre 2011 en raison de l'inclusion de la Libye, mais le poids de la Libye dans ces agrégats est bien plus faible.

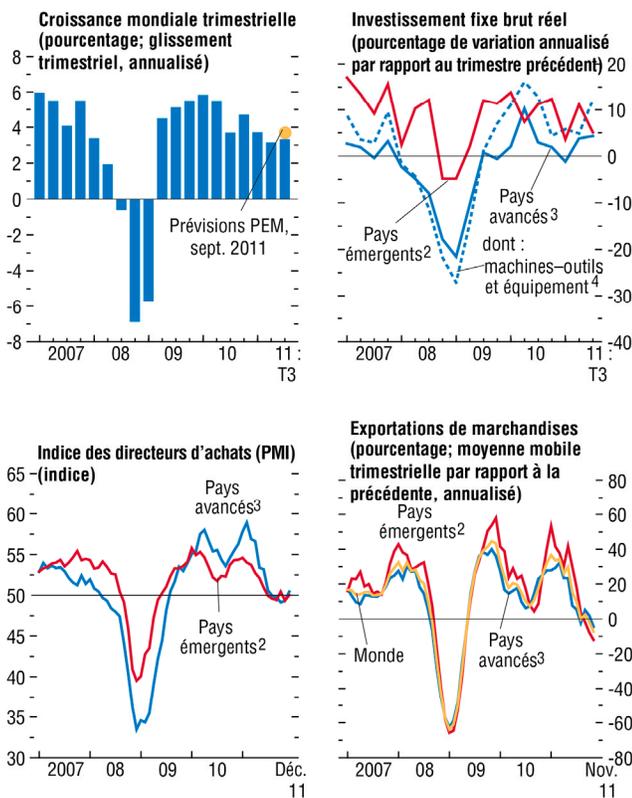
⁶ Moyenne simple des cours U.K. Brent, Dubaï et West Texas Intermediate. Le cours moyen du pétrole en 2011 était de 104,23 dollars le baril; hypothèses, sur la base des marchés à terme, pour 2012 : 99,09 dollars le baril, et pour 2013 : 95,55 dollars le baril.

⁷ Taux à six mois pour le dollar et le yen. Taux à trois mois pour l'euro.

du pétrole a contribué à soutenir la consommation. La dynamique de ces phénomènes ne devrait cependant pas se maintenir pour l'essentiel.

En revanche, la croissance des économies émergentes et en développement a ralenti plus que prévu, sans doute du fait des conséquences plus fortes du resserrement de la politique macroéconomique ou d'une croissance sous-jacente plus faible. Les perspectives à court terme se sont depuis peu sensiblement détériorées, comme le montre la dégradation des indicateurs à haute fréquence au dernier trimestre de 2011 (graphique 2). Cela s'explique surtout par l'aggravation de la crise de la zone euro et les interactions qui s'opèrent avec les fragilités financières des autres régions (graphique 3). Concrètement, les craintes de pertes

Graphique 2. Indicateurs économiques récents¹



Sources : Haver Analytics; calculs des services du FMI.

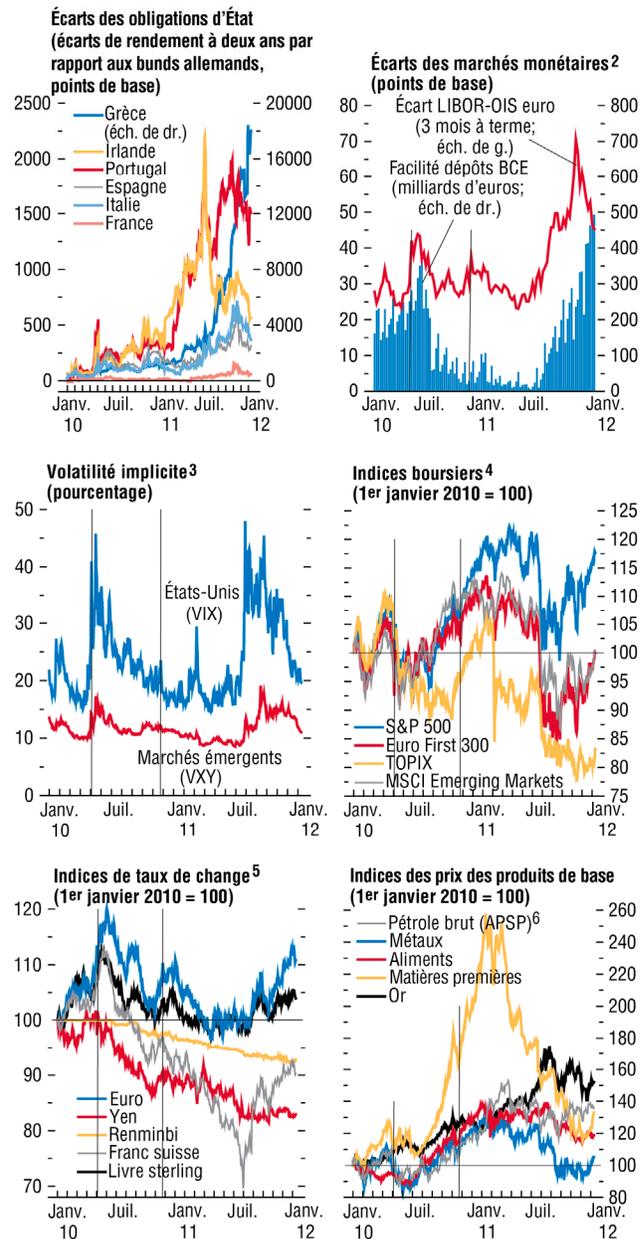
¹Tous les pays ne sont pas inclus dans les chiffres globaux. Ceux-ci sont calculés à partir des pondérations en parité de pouvoir d'achat (PPA), sauf indication contraire.

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, Israël, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, province chinoise de Taïwan, RAS de Hong Kong, République tchèque, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse et zone euro.

⁴Moyennes pondérées en PPA des produits métallurgiques et des machines-outils pour la zone euro, des usines et équipements pour le Japon, des usines et machines-outils pour le Royaume-Uni et des équipements et logiciels pour les États-Unis.

Graphique 3. Évolution récente des marchés financiers¹



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

¹Les lignes verticales correspondent au 10 mai et au 30 novembre 2010.

²BCE = Banque centrale européenne; LIBOR = London interbank offered rate; OIS = overnight index swap.

³VIX = le Chicago Board Options Exchange Market Index; il mesure la volatilité implicite des options sur l'indice S&P 500; VXY = l'indice JP Morgan de volatilité implicite pour les pays émergents; il mesure la volatilité globale des marchés de change.

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

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

⁶APSP = prix spot moyens.

dans le secteur bancaire et les doutes liés à la viabilité des finances publiques ont creusé les écarts de taux souverains de beaucoup de pays de la zone euro, à des niveaux jamais vus depuis la création de l'Union économique et monétaire. Les financements bancaires se sont pratiquement asséchés, ce qui a poussé la Banque centrale européenne (BCE) à lancer une opération de refinancement à long terme (LTRO). Les conditions de crédit bancaire ont stagné, ou se sont même détériorées, dans un certain nombre de pays avancés. Les flux de capitaux vers les marchés émergents se sont fortement réduits. Les marchés de devises ont été marqués par la volatilité, sur fond d'appréciation du yen et de dépréciation sensible de la monnaie de nombreux pays émergents.

Dans beaucoup d'économies, la reprise devrait marquer le pas

Selon les projections actualisées des PEM, l'activité mondiale devrait ralentir, sans pour autant s'effondrer. La plupart des économies avancées ne tomberont pas en récession, et l'activité dans le monde émergent et en développement baissera en régime par rapport à un niveau qui était élevé. Ces prévisions reposent toutefois sur l'hypothèse que les responsables de la zone euro redoubleront d'efforts face à la crise. Il s'ensuivra que les primes de risque des obligations souveraines se stabiliseront près de leurs niveaux actuels et commenceront à se normaliser au début de 2013. L'action des pouvoirs publics réussira en outre à maîtriser l'inversion du levier financier des banques de la zone euro. Le crédit et l'investissement n'y connaîtront qu'un repli modéré, et les retombées financières et commerciales sur les autres régions seront limitées.

Globalement, l'activité des économies avancées devrait désormais progresser de 1½ % en moyenne en 2012–13. Vu l'intensité de la récession de 2009, ces taux de croissance sont trop faibles pour pouvoir véritablement combattre un chômage très élevé. Qui plus est, cette projection de croissance pour 2012 représente une perte de ¾ de point par rapport à ce que prévoyait les PEM de septembre 2011.

- La zone euro devrait désormais connaître une récession modérée en 2012 — ce qui rejoint le scénario défavorable présenté dans la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* de janvier 2011. La forte révision à la baisse (1½ point) par rapport à septembre 2011 s'explique par la montée des rendements des titres souverains, les effets de l'inversion du levier financier sur l'économie réelle et l'impact de la poursuite du rééquilibrage budgétaire annoncée par les gouvernements de la zone euro.
- Dans la plupart des autres économies avancées, où la marge de manœuvre des gouvernements est limitée, la croissance sera également plus faible, principalement à cause des retombées commerciales et financières de la crise de la zone euro qui aggravent les effets des fragilités déjà existantes. S'agissant des États-Unis, ces retombées seront globalement compensées par une dynamique plus vigoureuse de la demande intérieure sous-jacente en 2012. Pour autant, l'activité progressera à un rythme plus lent que durant le second semestre de 2011, compte tenu du durcissement des conditions financières en raison d'une plus grande aversion pour le risque et d'une politique budgétaire plus rigoureuse.

En 2012–13, la croissance des économies émergentes et en développement devrait se situer en moyenne à 5¾ %, soit un net repli par rapport aux 6¾ % enregistrés en 2010–11, et environ ½ point en dessous des projections de septembre 2011 des PEM. Cela s'explique par la détérioration de l'environnement extérieur et par le ralentissement de la demande intérieure dans les principales économies émergentes. Malgré cette forte révision à la baisse de ¾ de point, les pays en développement d'Asie devraient tout de même afficher la croissance la plus vigoureuse, à une moyenne de 7½ % en 2012–13. L'activité

économique au Moyen-Orient et en Afrique du Nord devrait s'accélérer en 2012–13, principalement sous l'impulsion de la reprise en Libye et des bons résultats que continuent d'enregistrer des autres exportateurs de pétrole. Mais dans la plupart des pays importateurs de brut de la région, les perspectives de croissance sont faibles en raison de transitions politiques plus longues que prévu et d'un environnement extérieur défavorable. L'impact du ralentissement mondial sur l'Afrique subsaharienne a pour l'instant été limité à quelque pays — surtout l'Afrique du Sud — et la production de la région devrait connaître une progression d'environ 5½ % en 2012. Les effets de débordement devraient surtout toucher les pays d'Europe centrale et d'Europe de l'Est, compte tenu de l'importance des liens commerciaux et financiers qu'ils entretiennent avec la zone euro. Les retombées sur les autres régions devraient être relativement modestes, car le relâchement des politiques macroéconomiques devrait compenser dans une grande mesure les effets du tassement de la demande dans les pays avancés et de la montée de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale. Pour beaucoup d'économies émergentes ou en développement, la solidité des prévisions tient également au niveau relativement élevé des cours des matières premières (voir ci-dessous).

Un repli des cours des matières premières et des prix à la consommation, mais des risques subsistent

De manière générale, les prix des matières premières ont baissé en 2011, en raison du recul de la demande mondiale. Les cours du pétrole ont toutefois tenu durant ces derniers mois, principalement du fait de l'évolution de l'offre. En outre, les risques géopolitiques liés au pétrole se sont de nouveau intensifiés. Ils devraient se maintenir pendant un certain temps, et les cours du pétrole ne devraient enregistrer qu'un timide repli en 2012, en dépit des perspectives moins favorables de l'activité mondiale. De ce fait, la projection de base du FMI pour le prix du brut reste globalement inchangée par rapport à l'édition de septembre 2011 (99 dollars le baril, contre 100). S'agissant des autres matières premières, de meilleures conditions de l'offre et un ralentissement de la demande mondiale devraient pousser davantage les cours à la baisse. Les cours des produits de base hors pétrole devraient chuter de 14 % en 2012. À court terme, les risques pesant sur la plupart d'entre eux sont plutôt de nature baissière.

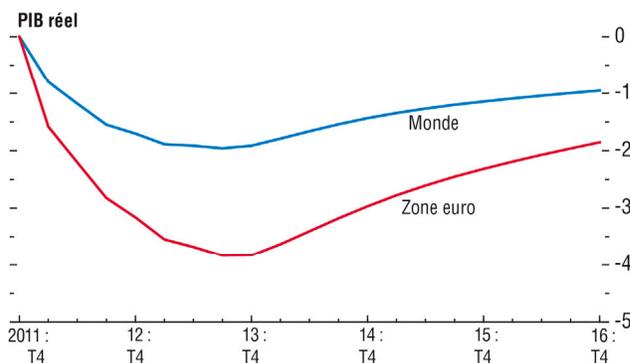
L'inflation mondiale des prix à la consommation devrait s'atténuer en raison de l'essoufflement de la demande et de la stabilisation, voire du repli, des cours des matières premières. Dans les économies avancées, les capacités inutilisées sont importantes et les anticipations inflationnistes bien ancrées, aussi les tensions inflationnistes seront-elles modérées à mesure que s'estomperont les effets du renchérissement des matières premières de l'an dernier. L'inflation devrait descendre à environ 1½ % cette année, après un pic de quelque 2¾ % en 2011. Dans les économies émergentes et en développement, les tensions devraient aussi s'atténuer, avec le ralentissement de la croissance et de l'inflation des produits alimentaires. Toutefois, l'inflation devrait persister dans certaines régions. Globalement, les prix à la consommation dans ces économies devraient s'inscrire en baisse, avec un taux d'inflation aux alentours de 6¼ % en 2012, contre plus de 7¼ % en 2011.

Nette montée des risques baissiers

Les risques baissiers ont plusieurs causes. Le risque le plus immédiat est celui de l'intensification des interactions négatives entre les tensions liées au financement des États et à celui des banques dans la zone euro, aboutissant à une inversion beaucoup plus forte et persistante du levier financier des banques et à de nettes contractions du crédit et de la production. Le graphique 4 décrit ce scénario. Il part de l'hypothèse d'un creusement temporaire des écarts de taux souverains. Les craintes que suscite la viabilité des finances publiques poussent les gouvernements à concentrer une plus grande part de l'effort

de rééquilibrage dans l'immédiat, ce qui a pour effet de brider la demande et la croissance à court terme. Les actifs bancaires se détériorent plus que ne le prévoit le scénario de référence, en raison d'un niveau supérieur de pertes sur les portefeuilles de dette publique et privée. L'investissement privé perd 1¼ point de PIB de plus (par rapport aux projections des PEM). Il s'ensuit que la production dans la zone euro est inférieure de 4 % aux prévisions des PEM. Dans l'hypothèse où la contagion financière au reste du monde serait plus aiguë que dans le scénario de référence (mais moins forte qu'elle ne l'a été après la chute de Lehman Brothers en 2008), compte tenu par ailleurs des circuits de transmission par les échanges internationaux, la production mondiale en 2012 devrait être inférieure d'environ 2 % aux projections des PEM.

Graphique 4. Scénario de risques baissiers des PEM
(Pourcentage d'écart par rapport au scénario de référence des PEM)



Source : simulations du modèle de projections mondiales (GPM).

Un autre risque baissier résulte du manque de progrès accomplis dans l'élaboration de plans de rééquilibrage budgétaire à moyen terme aux États-Unis et au Japon. À court terme, ce risque pourrait être atténué, car les turbulences qui frappent la zone euro rendent les titres publics de ces pays plus attractifs aux yeux des investisseurs. Cependant, tant que les niveaux d'endettement public resteront orientés à la hausse à moyen terme, et faute de stratégies de rééquilibrage budgétaire crédibles et bien définies, les marchés mondiaux des obligations et des changes risquent de connaître une période de remous. Il est un risque plus immédiat : que les vulnérabilités aux accidents de parcours ne poussent à un resserrement budgétaire excessif à court terme aux États-Unis.

Dans les principales économies émergentes, les risques sont ceux d'un éventuel atterrissage brutal, notamment dans un contexte de production potentielle incertaine (voire en baisse). Durant ces dernières années, la croissance du crédit et des prix des actifs a été particulièrement dynamique dans plusieurs grandes économies émergentes et leurs vulnérabilités financières se sont aggravées. Cette évolution a dopé la demande et a sans doute poussé à surestimer leurs taux de croissance tendancielle. Si la dynamique à l'œuvre sur les marchés de l'immobilier et du crédit venait à s'inverser — sous l'effet d'une perte de confiance ou d'une modération des attentes au plan intérieur, ou d'une chute de la demande à l'extérieur —, l'activité économique s'en ressentirait durement.

Qui plus est, les craintes suscitées par les risques géopolitiques liés à l'offre de pétrole s'appesantissent de nouveau. Une aggravation des craintes d'un choc de l'offre de pétrole lié à l'Iran (voire une perturbation effective de l'offre) aurait de profondes répercussions sur le marché pétrolier, compte tenu du caractère limité des stocks et des capacités inutilisées, et des tensions physiques qui devraient subsister sur les marchés en 2012.

Il est urgent d'agir de manière résolue et cohérente

La conjoncture actuelle — marquée par des systèmes financiers fragiles, des dettes et des déficits publics élevés et des taux d'intérêt proches de zéro — risque de perpétuer le pessimisme et de propager les chocs pernicioeux, le plus grave étant une intensification de la crise dans la zone euro. Dans cet environnement, trois conditions s'imposent pour promouvoir une reprise plus énergique : un ajustement

soutenu mais graduel; d'abondantes liquidités et une politique monétaire accommodante, principalement dans les économies avancées; et un regain de confiance dans la capacité des gouvernements à agir. Il importe de noter que tous les pays ne sont pas censés opérer un ajustement de même nature ou de même portée, ni agir au même moment : leurs efforts risqueraient en effet d'être vains. Par exemple, dans les pays où les situations budgétaire et extérieure sont relativement solides, l'ajustement ne devrait pas être aussi prononcé que dans ceux qui ne disposent pas de ces atouts ou subissent les pressions des marchés. Des mesures concertées aideront les gouvernements à ancrer les anticipations et à rétablir la confiance.

- *Ajustement budgétaire.* S'agissant du court terme, la plupart des économies avancées ont engagé un ajustement budgétaire suffisant. Les pays doivent laisser librement jouer les stabilisateurs automatiques tant qu'ils seront en mesure de financer directement des déficits plus importants. Parmi eux, ceux dont les taux d'intérêt sont très bas ou qui jouissent de facteurs permettant de dégager une marge de manœuvre budgétaire suffisante, y compris certains pays de la zone euro, devraient réexaminer le rythme de leur rééquilibrage budgétaire à court terme. Un ajustement budgétaire excessif pour parer à un manque à gagner conjoncturel risque de saper davantage l'activité, d'éroder l'appui social à l'ajustement et de miner la confiance des marchés. Parmi les principales économies, il est particulièrement à craindre qu'une paralysie politique aux États-Unis n'entraîne un retrait trop rapide des mesures de relance. À moyen terme, les États-Unis et le Japon devraient avancer dans la formulation et la mise en œuvre de plans de rééquilibrage crédibles, car aucun des deux pays ne saurait considérer comme acquis son statut de « valeur refuge ». Parmi les mesures envisageables, on citera les réformes propres à ralentir la croissance des dépenses de santé et de retraite, le plafonnement des dépenses discrétionnaires et les réformes fiscales destinées à gonfler les recettes budgétaires. L'adoption de plans crédibles à moyen terme permettra en outre de dégager la marge de manœuvre nécessaire pour accompagner l'assainissement des bilans, la croissance et la création d'emploi. La *Mise à jour du Moniteur des finances publiques* de janvier 2012 examine cette question plus en détail.
- *Liquidités.* Parallèlement au rééquilibrage budgétaire dans les pays avancés, la politique monétaire devra continuer d'accompagner la croissance, tant que les anticipations inflationnistes demeurent bien ancrées et que le chômage reste élevé. Si les risques baissiers qui pèsent sur la croissance venaient à se matérialiser, il pourrait bien être nécessaire de poursuivre la relance monétaire — y compris par le biais d'un assouplissement quantitatif. Des programmes ciblés destinés à atténuer les contraintes de crédit pour les entreprises et les ménages seraient utiles là où la transmission monétaire est perturbée. Dans la zone euro, il est primordial d'enrayer les interactions négatives entre l'atonie de la croissance, la détérioration des soldes budgétaires et l'affaiblissement des bilans bancaires, ce qui pourrait très bien aboutir à une période prolongée de déflation des actifs et des prix à la consommation. Il faudra pour cela agir sur plusieurs fronts. Premièrement, un autre assouplissement monétaire par la BCE au bon moment sera important, conformément à sa mission de stabilité des prix. En outre, la BCE doit continuer de fournir des liquidités et rester activement impliquée dans le rachat de titres pour contribuer à préserver la confiance dans l'euro. Le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le Mécanisme européen de stabilité (MES) doivent mettre des concours suffisants à la disposition des pays souffrant de graves contraintes de financement.
- *Inversion du levier financier des banques.* Pour enrayer les interactions négatives entre la faiblesse de la croissance et la détérioration des bilans bancaires, il faudra injecter plus de capitaux (y compris d'origine publique) dans les établissements de la zone euro, et les instances de supervision devront faire tout ce qui est en leur pouvoir pour éviter une inversion trop rapide du levier financier qui pourrait entraîner un assèchement du crédit aux effets dévastateurs (voir la *Mise à jour du Rapport*

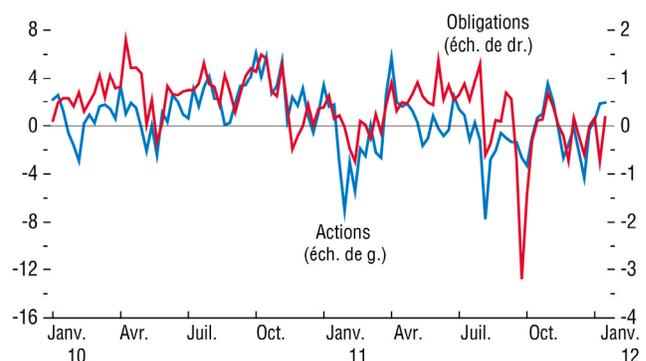
sur la stabilité financière dans le monde de janvier 2012). Les pays soumis à des pressions pourraient être amenés à faire appel aux ressources de la zone euro pour faciliter les recapitalisations bancaires.

- *Ajustements financiers.* À court terme, un accès plus facile aux financements doit aller de pair avec des progrès soutenus dans l'assainissement et la réforme des systèmes financiers. Cela est essentiel pour normaliser les conditions de crédit et aiderait à réduire la charge que doivent assumer les politiques budgétaire et monétaire pour accompagner la reprise. La *Mise à jour du Rapport sur la stabilité financière dans le monde* de janvier 2012 examine plus en détail les politiques relatives au secteur financier.

Pour rétablir la confiance dans la viabilité de la zone euro, il faut, à terme, approfondir l'intégration financière et budgétaire et mettre en œuvre les mesures structurelles propres à corriger les déséquilibres internes. Sur le front financier, l'évolution vers un dispositif commun de supervision, de résolution et de garantie des dépôts permettra de renforcer et d'unifier le système financier de la zone euro et de juguler les interactions négatives entre banques et États. À court terme, une structure paneuropéenne dotée des moyens de prendre des participations directes dans les banques aiderait également à les enrayer. Une plus grande intégration budgétaire s'impose par ailleurs et elle doit passer par un plus grand partage des risques entre les membres de la zone euro, ainsi que par une plus grande discipline ou centralisation budgétaire. Le FESF et le MES sont d'importants jalons sur cette voie. Mais une augmentation substantielle des ressources réelles actuellement disponibles en passant du FESF au MES et en augmentant la taille de ce dernier serait d'un grand secours. À moyen terme, les réformes des marchés des produits et du travail contribueront à maîtriser les déséquilibres internes sous-jacents et les problèmes de compétitivité, à l'origine des perturbations. Dans le court terme, elles pourraient aider à ancrer les anticipations des marchés.

À court terme, les économies émergentes et en développement doivent se concentrer sur la riposte à la modération de la demande intérieure et au ralentissement de la demande extérieure des économies avancées, tout en s'attaquant à la volatilité des flux de capitaux. Les conditions particulières de chaque économie et la marge de manœuvre dont elles disposent varient considérablement; de ce fait la démarche appropriée ne sera pas toujours la même. De manière générale, les tensions inflationnistes se sont atténuées, la croissance du crédit a d'ores et déjà atteint son niveau maximal et les entrées de capitaux ont diminué (graphique 5). Là où l'inflation est maîtrisée, la dette publique modérée et les excédents extérieurs appréciables (notamment en Chine et dans certaines économies émergentes d'Asie), les gouvernements peuvent se permettre d'accroître les dépenses sociales pour venir en aide aux ménages les plus pauvres face à l'affaiblissement de la demande extérieure. Les économies soumises à des tensions inflationnistes de moins en moins fortes, mais dont les fondamentaux budgétaires sont plus faibles (notamment divers pays d'Amérique latine) peuvent se permettre de mettre fin au durcissement ou de relâcher la politique monétaire, pour autant

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



Source : EPFR Global.

qu'elles puissent maîtriser les crédits aux secteurs en surchauffe (comme l'immobilier) à la faveur de mesures macroprudentielles. Les pays aux prises avec une inflation et une dette élevées (dont l'Inde et plusieurs pays du Moyen-Orient) pourraient être amenés à faire preuve de plus de retenue dans l'assouplissement de leurs politiques.

Une action concertée propre à rééquilibrer la demande mondiale pourra aider à insuffler à la croissance mondiale un plus grand dynamisme. Dans beaucoup d'économies avancées, en particulier celles qui accusent des déficits extérieurs, le désendettement des ménages devrait se poursuivre pendant un certain temps. Les réformes structurelles destinées à doper la production potentielle — y compris les mesures visant à réformer les marchés des produits et du travail et à accroître la capacité des économies à faire face au vieillissement démographique — pourront réduire le besoin d'une inversion du levier financier sans pour autant l'éliminer entièrement. Pour assurer une croissance mondiale plus résiliente dans ces conditions, il faudra que les économies dont la position extérieure et où les finances des ménages sont saines éliminent les distorsions qui brident la demande intérieure. Selon la problématique particulière à chaque économie, il serait utile d'axer le travail sur le déploiement de systèmes de change basés sur le marché, l'amélioration des dispositifs de protection sociale et des systèmes de retraite, de santé et d'éducation, le renforcement des secteurs financiers, et la promotion d'un environnement plus propice à l'investissement privé.