

## Il était écrit que le chemin serait escarpé

En surface, l'économie mondiale semble partie pour se remettre progressivement à flot après avoir subi les violentes tourmentes de la pandémie et de la guerre injustifiée de la Russie en Ukraine. La Chine enregistre un rebond vigoureux dans le sillage de la réouverture de son économie. Les chaînes d'approvisionnement retrouvent un fonctionnement normal et les bourrasques essuyées par les marchés de l'énergie et des produits alimentaires perdent progressivement en intensité. Dans le même temps, le resserrement massif et simultané des politiques monétaires des banques centrales commence à porter ses fruits, à l'image de l'inflation, qui se réoriente vers ses niveaux cibles.

D'après nos nouvelles prévisions, la croissance mondiale touchera son niveau le plus bas à 2,8 % cette année, avant de se redresser légèrement à 3,0 % en 2024. L'inflation mondiale va diminuer, mais plus lentement qu'attendu initialement, passant de 8,7 % en 2022 à 7,0 % cette année puis à 4,9 % en 2024.

Il est à noter que l'économie regagne déjà en vigueur dans de nombreux pays émergents et pays en développement, comme en témoignent des taux de croissance bondissant de 2,8 % au quatrième trimestre 2022 à 4,5 % au quatrième semestre 2023. Le ralentissement se concentre au sein des pays avancés, en particulier la zone euro et le Royaume-Uni, où l'activité économique devrait respectivement se contracter à 0,7 % et -0,4 % au quatrième trimestre de cette année, avant de se redresser à 1,8 % et 2,0 % au quatrième trimestre de 2024.

Sous la surface, en revanche, l'agitation grandit et la situation se caractérise par une grande fragilité, comme le récent épisode d'instabilité bancaire nous l'a rappelé.

L'inflation est bien plus tenace que nous ne l'anticipions, même il y a quelques mois de cela. L'inflation mondiale ralentit, mais cela tient principalement au net revirement des prix de l'énergie et des produits alimentaires, car l'inflation sous-jacente, qui exclut ces sous-composantes volatiles, n'a pas encore atteint son niveau maximal dans de nombreux pays. Il est prévu qu'elle diminue à 5,1 % au quatrième trimestre de cette année (en glissement annuel), soit une forte révision à la hausse de 0,6 point de pourcentage par rapport à notre mise à jour de janvier, ce qui dépasse largement le niveau cible.

L'activité économique donne également des signes de résilience, parallèlement à la persistance de tensions sans

précédent sur les marchés du travail de la plupart des pays avancés. À ce stade du cycle de resserrement, il serait logique de percevoir une intensification des signes de détente au niveau de la production et de l'emploi. Au contraire, les estimations de la production et de l'inflation ont été révisées à la hausse pour les deux derniers trimestres, ce qui semble indiquer que la demande est plus forte que prévu, auquel cas un nouveau resserrement de la politique monétaire ou le maintien prolongé d'une politique restrictive pourrait s'imposer.

Faut-il s'inquiéter de voir se mettre en place une boucle « prix-salaires » incontrôlée ? À ce stade, je n'en suis pas convaincu. L'inflation des salaires nominaux reste bien moins rapide que celle des prix, ce qui sous-entend une baisse abrupte et sans précédent des salaires réels. Étant donnée la tension sur les marchés du travail, il est peu probable que cette situation perdure et les salaires réels devraient se redresser. Les marges des entreprises ont bondi ces dernières années — corollaire de l'envolée des prix conjuguée à une hausse tout juste modérée des salaires — ce qui devrait permettre d'absorber l'augmentation des coûts de main-d'œuvre en moyenne. Tant que les anticipations d'inflation restent bien ancrées, ce processus devrait s'opérer sans emballement incontrôlable. Il faut toutefois s'attendre à ce qu'il prenne un certain temps.

Il y a davantage lieu de s'inquiéter du fait que le vigoureux resserrement des politiques monétaires des 12 derniers mois commence à avoir de graves effets secondaires sur le secteur financier, ce qui vient confirmer nos mises en garde répétées (édition d'octobre 2022 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde ; édition de janvier 2023 de la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* (PEM)). Après une longue période d'inflation modérée et de taux d'intérêt extrêmement bas, le rapide resserrement de la politique monétaire de l'an dernier a provoqué des pertes considérables sur les actifs à long terme à revenu fixe. La stabilité d'un système financier, quel qu'il soit, repose sur sa capacité à absorber les pertes sans avoir recours à l'argent des contribuables. L'instabilité financière provoquée par le marché des obligations d'État britanniques (*gilts*) l'automne dernier et les récentes perturbations du secteur bancaire aux États-Unis, matérialisées par la faillite de quelques banques régionales, révèlent la présence de vulnérabilités de taille chez les banques et les institutions financières non bancaires. Dans les deux cas, les autorités ont su réagir rapidement et

vigoureusement, ce qui leur a permis de limiter la propagation de la crise jusqu'à présent (Rapport sur la stabilité financière dans le monde, avril 2023). Attendons-nous toutefois à voir le système financier être de nouveau mis à l'épreuve.

Encore une fois, les perspectives risquent d'être révisées à la baisse. Quand ils sont inquiets, les investisseurs cherchent souvent le prochain maillon faible de la chaîne, comme ils l'ont fait avec Credit Suisse, banque européenne d'importance systémique à l'échelle mondiale mais en mauvaise santé financière. Les institutions financières présentant une exposition excessive à l'effet de levier, au risque de crédit ou au risque de taux d'intérêt, ou encore une trop forte dépendance à l'égard des financements à court terme, ainsi que celles situées dans des pays à l'espace budgétaire limité, pourraient être les prochaines visées. Il en va de même pour les pays dont les fondamentaux sont perçus comme plus faibles. Un durcissement brutal des conditions financières mondiales, autrement dit un choc lié à une aversion pour le risque, pourrait avoir des répercussions spectaculaires sur les conditions de crédit et les finances publiques, en particulier dans les pays émergents et pays en développement, sous la forme de sorties de capitaux massives, d'une hausse subite des primes de risque, d'une appréciation du dollar consécutive à une quête effrénée de valeurs refuges, et de déclinés marqués de l'activité économique mondiale sur fond de baisse de la confiance, des dépenses des ménages et des investissements. Dans ce scénario fortement pessimiste, un repli du PIB mondial par habitant ne serait pas à exclure, une issue dont nous estimons la probabilité à environ 15 %.

Nous nous engageons donc dans une phase périlleuse où la croissance économique reste faible par rapport à ses valeurs rétrospectives et où les risques financiers s'accroissent, alors que le problème de l'inflation n'est pas encore derrière nous. Plus que jamais, les décideurs devront se montrer fermes à la barre et clairs dans leur communication. La route à suivre dépendra de l'état du système financier. Tant que celui-ci reste raisonnablement stable, ce qui est le cas aujourd'hui, les autorités monétaires doivent garder leur détermination à faire baisser l'inflation. Les perturbations du secteur bancaire auront cela de bon qu'elles contribueront à freiner l'activité globale, puisque les banques octroient moins de prêts en raison de l'augmentation des coûts du crédit et de la nécessité d'agir plus prudemment. À elle seule, cette évolution devrait réduire en partie la nécessité de procéder à de nouveaux resserrements de la politique monétaire. Cependant, l'effet inverse se produirait si les acteurs économiques s'attendaient à voir les banques centrales abandonner leur lutte contre l'inflation : baisse des rendements, soutien excessif de l'activité économique et complication de la tâche des autorités monétaires. Le resserrement de la politique budgétaire peut également jouer un rôle important. En refroidissant l'activité économique, il épaulerait

la politique monétaire, ce qui permettrait de ramener plus rapidement les taux d'intérêt réels vers leur niveau naturellement bas (chapitre 2 des PEM d'avril 2023). Des mesures de rééquilibrage des finances publiques, à condition d'être correctement conçues, contribueront également à reconstruire d'indispensables amortisseurs budgétaires et à renforcer la stabilité financière (chapitre 3 des PEM d'avril 2023 ; Moniteur des finances publiques d'avril 2023).

En cas d'imminence d'une crise financière d'importance systémique, les pouvoirs publics devront soigneusement et rapidement adapter leur action afin de préserver aussi bien le système financier que l'activité économique. Il convient de souligner que nous n'en sommes pas là, même si de nouveaux soubresauts du système financier sont à prévoir. Les autorités de réglementation et de contrôle doivent agir dès maintenant afin d'éviter qu'ils ne dégénèrent en véritable crise financière en maîtrisant activement les tensions sur les marchés et en renforçant la surveillance. Il s'agit également de garantir aux pays émergents et pays en développement un accès adéquat au dispositif mondial de sécurité financière, notamment aux accords de précaution du FMI, et au mécanisme de rachat de la Réserve fédérale pour les autorités monétaires et étrangères internationales, ou aux lignes de crédit réciproques entre banques centrales, si nécessaire. Il convient de laisser les taux de change s'ajuster autant que possible, à moins que cela ne pose des risques pour la stabilité financière ou que cela ne menace la stabilité des prix, comme le préconise le cadre stratégique intégré du FMI.

Enfin, nos dernières prévisions laissent également apparaître une tendance globale à la contraction des perspectives de croissance à moyen terme, les prévisions à cinq ans ayant diminué progressivement de 4,6 % en 2011 à 3,0 % en 2023. Cette révision à la baisse s'explique en partie par le ralentissement de l'activité économique dans des pays jusque-là habitués à de forts taux de croissance, comme la Chine et la Corée. Il n'y a rien de surprenant à cela : la croissance ralentit à mesure que les pays convergent. Cela dit, des forces plus préoccupantes participent peut-être aussi au ralentissement constaté dernièrement. Il s'agit des séquelles de la pandémie, de l'essoufflement des réformes structurelles ainsi que de la menace grandissante de la fragmentation géoéconomique, qui exacerbe les tensions commerciales, réduit les investissements directs, et freine l'innovation et l'adoption des technologies au sein de « blocs » fragmentés (chapitre 4 des PEM d'avril 2023). Un monde morcelé a peu de chances d'assurer le progrès de tous et de nous permettre de relever des défis d'ampleur mondiale, tels que le changement climatique ou la préparation aux pandémies. Nous devons à tout prix éviter d'emprunter ce chemin.

Pierre-Olivier Gourinchas  
*Conseiller économique*