

Fonds monétaire international
Washington, DC 20431 États-Unis

Ralentissement mondial et hausse de l'inflation

Subissant d'une part la forte contraction de la demande dans de nombreux pays avancés et d'autre part la montée généralisée de l'inflation, surtout dans les pays émergents et en développement, l'économie mondiale traverse une mauvaise passe. La croissance de l'économie mondiale devrait accuser un net ralentissement au second semestre de 2008, avant de se redresser peu à peu en 2009. Par ailleurs, la hausse des prix de l'énergie et des matières premières a accentué les poussées inflationnistes, en particulier dans les pays émergents et en développement. Dans ces conditions, les autorités doivent avoir pour priorité absolue d'endiguer la montée des pressions inflationnistes sans perdre de vue les risques pour la croissance. Dans de nombreux pays émergents, un resserrement de la politique monétaire et une discipline budgétaire plus rigoureuse s'imposent, avec, dans certains cas, une gestion plus souple du taux de change. Dans les principaux pays avancés, la nécessité d'un resserrement monétaire n'est pas aussi impérieuse, car les anticipations inflationnistes et les coûts de main-d'œuvre devraient rester bien ancrés tandis que la croissance faiblit sensiblement, mais il conviendra de surveiller attentivement les pressions inflationnistes.

La croissance continue de ralentir

Le ralentissement de la croissance mondiale, qui s'est amorcé l'été dernier, devrait se poursuivre au second semestre de 2008, avant qu'un redressement timide ne commence à se dessiner en 2009.

La croissance mondiale (mesurée sur les quatre trimestres précédents) est descendue à 4½ % au premier trimestre de 2008, contre 5 % au troisième trimestre de 2007, l'activité ayant marqué un repli tant dans les pays avancés que dans les pays émergents. Le ralentissement du premier trimestre a toutefois été moins prononcé que ne le prévoyait l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*. Cependant, les indicateurs récents laissent prévoir une nouvelle décélération de l'activité au second semestre de 2008. Dans les pays avancés, le moral des entreprises et des consommateurs continuent de baisser et la production industrielle a encore fléchi. On relève aussi des signes de tassement de l'activité dans les pays émergents.

En conséquence, les projections font état d'un fléchissement de la croissance mondiale : de 5 % en 2007 elle passerait à 4,1 % en 2008 et 3,9 % en 2009 (cf. tableau). L'évolution est plus claire si l'on compare les quatrièmes trimestres (T4/T4) : la croissance passerait de 4,8 % en 2007 à 3,0 % en 2008, avant de remonter à 4,3 % en 2009.

- Aux *États-Unis*, la croissance ralentirait jusqu'à 1,3 % en 2008 en moyenne annuelle, la prévision antérieure ayant été révisée à la hausse au vu des résultats du premier semestre. Cependant, l'économie devrait se contracter légèrement au second semestre, la consommation étant freinée par l'augmentation des prix du pétrole et des produits alimentaires ainsi que par le manque de crédit, avant de commencer à se redresser progressivement en 2009. Les projections de croissance pour la *zone euro* et le *Japon* font aussi état d'un ralentissement de l'activité au second semestre de 2008.

- Dans les *pays émergents et en développement*, l'expansion devrait aussi perdre de sa vitalité. D'après les projections, la croissance de ces pays



devrait diminuer pour s'établir autour de 7 % en 2008-09, contre 8 % en 2007. En Chine, la croissance devrait redescendre autour de 10 % en 2008-09, après avoir atteint près de 12 % en 2007.

Il ressort du scénario de référence révisé que les risques pesant sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont équilibrés. Sur le plan financier, les risques demeurent élevés, car l'augmentation des pertes dans le contexte d'un ralentissement mondial pourrait ajouter aux tensions sur les capitaux et aggraver le resserrement du crédit. De plus, comme cela est expliqué plus loin, l'inflation est de plus en plus préoccupante et limitera la marge de manœuvre pour contrer le ralentissement de la croissance. Du côté positif, dans les pays avancés et les pays émergents, la demande pourrait mieux résister que prévu aux deux chocs provoqués récemment par la hausse des matières premières et la crise financière, comme cela a été le cas au premier trimestre de 2008.

Les risques liés aux déséquilibres mondiaux demeurent aussi une source de préoccupation. La dépréciation continue du dollar EU et la croissance économique plus faible des États-Unis par rapport à leurs partenaires commerciaux ont placé le déficit du compte courant sur une trajectoire plus viable. Cependant, la structure des ajustements de taux de change ne correspond guère à la configuration des soldes courants, l'euro et les autres monnaies flexibles ayant supporté l'essentiel de l'ajustement du dollar EU alors que les monnaies de plusieurs pays émergents affichant des excédents extérieurs considérables ont accusé des mouvements moins marqués. De plus, compte tenu de la hausse des prix internationaux du pétrole, on prévoit une augmentation des excédents courants des pays exportateurs.

L'inflation est un problème grandissant

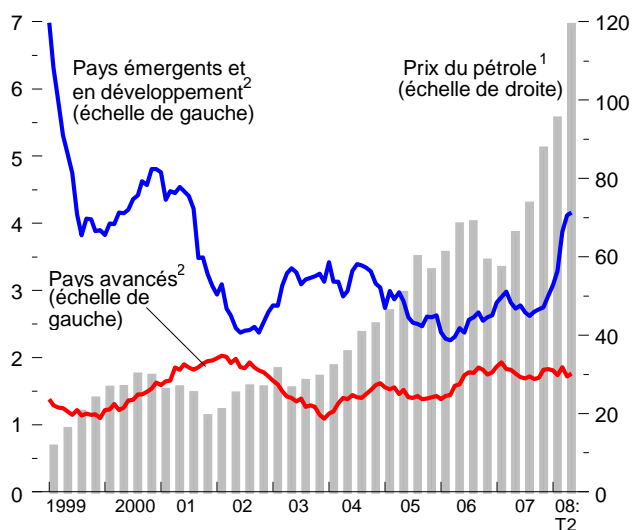
Malgré le ralentissement mondial, l'inflation s'accroît tant dans les pays avancés que dans les pays émergents. Dans bien des pays, le renchérissement des produits énergétiques et alimentaires est à l'origine de cette poussée inflationniste. Les cours du pétrole ont largement dépassé en termes réels les pointes atteintes

précédemment, en raison de la faiblesse des capacités inutilisées qui fait craindre des pénuries et de l'inélasticité de la demande, tandis que les prix alimentaires ont été poussés à la hausse par les aléas climatiques, dont l'effet s'est ajouté à une croissance déjà forte de la demande (de biocarburants notamment).

Dans les *pays avancés*, l'inflation non corrigée est montée à 3,5 % en mai 2008 (variation sur 12 mois) et, si l'inflation sous-jacente est restée à 1,8 %, les banques centrales se disent de plus en plus préoccupées (cf. graphique). La hausse de l'inflation est plus prononcée et plus généralisée dans les *pays émergents et en développement*, où l'inflation non corrigée a atteint 8,6 % et l'inflation sous-jacente, 4,2 %, taux les plus élevés depuis le début de la décennie. Dans ces pays, l'alimentation et les carburants constituent une plus grande proportion de la consommation, et le dynamisme soutenu de l'économie a accentué les contraintes de capacités.

Inflation sous-jacente et prix du pétrole

(Pourcentage et prix du baril en dollar)



Sources : Haver Analytics; FMI, base de données des prix des produits primaires; calculs des services du FMI.

¹Moyenne trimestrielle simple des prix des variétés suivantes de pétrole brut : Brent, Dubai et West Texas Intermediate.

²Variation en pourcentage sur 12 mois de l'IPC sous-jacent. Les chiffres globaux sont calculés sur la base de pondérations PPA.

Dans les pays avancés, les tensions inflationnistes seront vraisemblablement neutralisées par le repli de la demande et, dans la mesure où l'on prévoit une stabilisation des prix des matières premières, la

poussée inflationniste attendue en 2008 devrait retomber en 2009. Dans les pays émergents et en développement, les pressions inflationnistes gagnent plus vite en intensité sous l'effet de la flambée des prix des matières premières, de taux de croissance supérieurs au rythme tendanciel et de politiques macroéconomiques accommodantes. Par conséquent, les projections d'inflation pour ces pays ont été relevées de plus de 1,5 point pour 2008 et 2009, et portées respectivement à 9,1 % et 7,4 %.

Avec le renchérissement des produits alimentaires et énergétiques, certains pays ont atteint un seuil critique

Les prix des matières premières, en particulier ceux des carburants et des produits alimentaires, sont montés en flèche depuis l'édition d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*; aussi le FMI a-t-il révisé à la hausse ses prévisions de référence à court terme concernant les prix des matières premières (cf. annexe). Ainsi, le cours de référence actualisé pour le pétrole est supérieur de 30 % à celui de l'édition d'avril 2008 des *PEP*, ce qui est conforme aux prix des contrats à terme. Le renchérissement des matières premières produit des effets très sensibles sur l'économie mondiale. Les pressions inflationnistes se sont intensifiées partout dans le monde; le pouvoir d'achat s'amenuise dans les pays importateurs de matières premières; certains pays à faible revenu et à revenu intermédiaire ont du mal à nourrir les populations les plus pauvres et risquent de perdre la stabilité macroéconomique acquise durant ces dernières années.

Il ressort de l'analyse des causes de la montée des prix énergétiques et alimentaires présentée en annexe que les tensions sur les prix ne vont sans doute guère s'atténuer dans l'avenir envisageable. Les gouvernants, notamment dans les pays à faible revenu et à revenu intermédiaire, devront donc trouver les moyens de nourrir la population démunie sans pour autant attiser l'inflation ou épuiser les réserves de change.

La politique consistant à répercuter intégralement les augmentations de prix sur les consommateurs encouragera les producteurs à accroître l'offre et les consommateurs à adapter leur demande à la baisse.

Cela dit, des mesures sociales temporaires et ciblées sont aussi nécessaires pour contribuer à amortir les effets du renchérissement de l'alimentation et des carburants. En outre, un effort multilatéral s'impose pour s'attaquer à la fois aux causes et aux conséquences de la crise. Certains pays à faible revenu auront besoin du concours de la communauté internationale pour financer leurs importations et leurs dépenses sociales. D'autres auront besoin d'un accompagnement dans l'élaboration des politiques qui leur permettront de s'adapter au choc. De plus, des efforts multilatéraux sont nécessaires pour promouvoir un meilleur équilibre entre l'offre et la demande sur les marchés des matières premières, notamment en faisant en sorte que les hausses de prix suscitent des réactions plus appropriées.

Les turbulences financières continuent de faire peser un risque important sur la croissance

Sur les marchés financiers, la situation reste difficile. Les mesures énergiques qui ont été prises face aux turbulences et les progrès encourageants des recapitalisations bancaires semblent avoir atténué la crainte d'une implosion du système financier mais, comme l'ont rappelé les événements de la semaine dernière, les marchés restent fragiles au moment où les pertes induites par le ralentissement de l'activité suscitent des préoccupations. En même temps, l'octroi de nouveaux crédits sera limité par la nécessité d'assainir les bilans. Par conséquent, les conditions de crédit dans les pays avancés devraient rester tendues au cours des trimestres à venir et il convient de poursuivre les efforts visant à favoriser l'assainissement des bilans dans le secteur financier.

Ces questions seront examinées plus en détail dans la note sur l'*Actualité des marchés financiers*, qui paraîtra fin juillet.

Les politiques macroéconomiques doivent tenir compte à la fois du repli de la demande et de la hausse de l'inflation

Les dirigeants se trouvent confrontés à un environnement difficile. Ils doivent endiguer la montée des pressions inflationnistes sans perdre de vue le risque de ralentissement de la croissance.

De nombreuses banques centrales ont durci leur politique monétaire, mais les taux d'intérêt sont généralement restés négatifs en termes réels dans les pays émergents et en développement, en particulier ceux où la gestion du taux de change limite la marge de manœuvre monétaire.

Le risque d'effets indirects dus à la flambée des prix des matières premières et à la persistance de tensions sur les marchés financiers compliquent les actions à mener pour remédier au ralentissement de l'activité, en particulier dans les pays avancés. Dans ces pays, il y aurait aujourd'hui davantage de raisons de durcir la politique monétaire qu'avant la hausse récente des

prix du pétrole, mais cela ne s'impose pas encore étant donné que les anticipations inflationnistes et les coûts de main-d'œuvre devraient rester bien ancrés et que la croissance manque de dynamisme. Cela dit, il convient de surveiller de près les tensions inflationnistes. Dans nombre de pays émergents, en particulier ceux qui continuent d'afficher une croissance supérieure au rythme tendanciel, un resserrement de la politique monétaire et une discipline budgétaire plus rigoureuse s'imposent, avec, dans certains cas, une gestion plus souple du taux de change, afin de désamorcer l'accumulation récente des pressions inflationnistes.

Tableau 1. Perspectives de l'économie mondiale : mise à jour des projections

(variation en pourcentage, sauf indication contraire)

	En glissement annuel						T4 sur T4		
	2006	2007	Projections		Écart par rapport aux projections d'avril 2008		Estimations 2007	Projections	
			2008	2009	2008	2009		2008	2009
Production mondiale¹	5,1	5,0	4,1	3,9	0,4	0,1	4,8	3,0	4,3
Pays avancés	3,0	2,7	1,7	1,4	0,4	0,1	2,6	1,0	2,3
États-Unis	2,9	2,2	1,3	0,8	0,8	0,2	2,5	0,3	1,9
Zone euro	2,8	2,6	1,7	1,2	0,3	--	2,1	1,3	1,7
Allemagne	2,9	2,5	2,0	1,0	0,6	--	1,8	1,2	1,9
France	2,2	2,2	1,6	1,4	0,2	0,2	2,2	1,2	1,8
Italie	1,8	1,5	0,5	0,5	0,2	0,2	0,1	0,8	0,8
Espagne	3,9	3,8	1,8	1,2	--	-0,5	3,5	1,0	1,6
Japon	2,4	2,1	1,5	1,5	0,1	--	1,4	1,2	2,1
Royaume-Uni	2,9	3,1	1,8	1,7	0,2	0,1	2,8	1,3	2,2
Canada	3,1	2,7	1,0	1,9	-0,3	--	2,8	0,7	2,6
Autres pays avancés	4,5	4,6	3,3	3,3	--	-0,1	5,0	2,2	4,9
Nouvelles écon. industrielles d'Asie	5,6	5,6	4,2	4,3	0,2	-0,1	6,1	2,7	6,9
Pays émergents et en développement ²	7,9	8,0	6,9	6,7	0,2	0,1	8,5	6,3	7,5
Afrique	5,9	6,5	6,4	6,4	0,1	--	...	...	...
Afrique subsaharienne	6,4	7,2	6,6	6,8	--	0,1	...	...	...
Europe centrale et orientale	6,6	5,6	4,6	4,5	0,2	0,2	...	...	...
Communauté des États indépendants	8,2	8,6	7,8	7,2	0,8	0,7	...	...	...
Russie	7,4	8,1	7,7	7,3	0,9	1,0	9,5	7,1	7,2
Hors Russie	10,2	9,7	7,8	7,0	0,4	--	...	...	...
Pays en développement d'Asie	9,9	10,0	8,4	8,4	0,2	--	...	...	...
Chine	11,6	11,9	9,7	9,8	0,4	0,3	11,3	8,8	11,1
Inde	9,8	9,3	8,0	8,0	0,1	--	8,9	7,6	7,7
ASEAN-5	5,7	6,3	5,6	5,9	-0,2	-0,1	...	...	...
Moyen-Orient	5,5	5,9	6,2	6,0	0,1	-0,1	...	...	...
Hémisphère occidental	5,5	5,6	4,5	3,6	0,1	--	...	...	...
Brésil	3,8	5,4	4,9	4,0	0,1	0,3	6,2	3,4	4,5
Mexique	4,9	3,1	2,4	2,4	0,4	0,1	4,0	1,2	3,6
Prix des matières premières (dollars EU)									
Pétrole ³	20,5	10,7	63,8	7,3	29,5	8,3	...	...	...
Hors carburants (moyenne basée sur parts des export. mondiales de prod. de base)	23,2	14,1	14,6	-5,2	7,6	-0,3	...	...	...
Prix à la consommation									
Pays avancés	2,4	2,2	3,4	2,3	0,8	0,3	...	...	...
Pays émergents et en développement	5,4	6,4	9,1	7,4	1,7	1,8	...	...	...
Taux interbancaire offert à Londres (pourcentage)⁴									
Sur les dépôts en dollars EU	5,3	5,3	2,8	3,6	-0,3	0,2	...	...	...
Sur les dépôts en euros	3,1	4,3	5,0	5,3	1,0	1,7	...	...	...
Sur les dépôts en yen	0,4	0,9	1,1	1,5	0,1	0,7	...	...	...

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent constants aux niveaux observés entre le 21 mai et le 18 juin 2008.

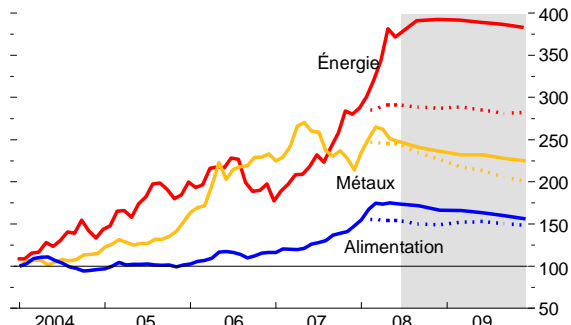
On trouvera des détails sur les groupes de pays et les méthodologies dans l'appendice statistique.

¹Les estimations et projections trimestrielles représentent 90 % des pondérations PPA mondiales.²Les estimations et projections trimestrielles représentent environ 76 % des pays émergents et en développement.³Moyenne simple des prix des variétés de brut suivantes : Brent, Dubai et West Texas Intermediate. Le prix moyen du baril a été de 71,13 dollars EU en 2007; les hypothèses de prix retenues, sur la base des marchés à terme, sont de 116,50 dollars pour 2008 et de 125 dollars pour 2009.⁴Taux à six mois pour les États-Unis et pour le Japon. Taux à trois mois pour la zone euro.

Annexe. La flambée des prix des carburants et des produits alimentaires : origines, perspectives et risques

On peut faire remonter l'origine de l'envolée des prix du pétrole et des produits alimentaires à la croissance exceptionnelle qu'a connue l'économie mondiale de 2003 à 2007. En particulier, la croissance rapide enregistrée par les pays émergents et en développement a eu un effet de catalyse sur la demande de matières premières. Reposant sur une consommation plus intensive de produits de base, elle a permis, à partir de niveaux modestes, l'essor industriel et la forte hausse du revenu par habitant. Ainsi, le ralentissement de la croissance dans les pays avancés a eu moins d'influence sur les prix des matières premières qu'au cours des cycles économiques précédents.

Prix de certains produits de base¹ (Janvier 2004 = 100)



Sources : FMI, base de données des prix des produits primaires; estimations des services du FMI.

¹La zone grisée indique les projections du FMI. Les courbes pleines indiquent les projections actuelles; les pointillés se rapportent aux projections du 28 février.

Cela dit, le dynamisme de l'économie mondiale ne peut, à lui seul, expliquer cette explosion des prix des matières premières, la plus étendue et la plus persistante depuis le début des années 70. De façon générale, on peut dire que la flambée des prix des carburants et des produits alimentaires est attribuable pour une large part à l'accentuation des problèmes d'offre ainsi qu'à la faible réactivité à court terme de l'offre et de la demande à la hausse

des prix¹. Les prix des matières premières ont tendance, on le sait, à réagir de façon particulièrement vive à un changement brutal de la demande (ou de l'offre) lorsque les capacités inutilisées ou les stocks sont limités.

Sur le marché pétrolier, la forte poussée des prix traduit la réaction atone de l'offre alors que les capacités inutilisées étaient déjà minces au début de la reprise mondiale. Il est généralement admis aujourd'hui que les capacités de production et de distribution mettront du temps à se développer en raison de la montée en flèche des coûts d'investissement, des contraintes d'ordre technologique, géologique et stratégique, ainsi que de l'épuisement progressif des gisements existants. Dans ces conditions, il faut s'attendre à ce que les capacités inutilisées demeurent très faibles et les marchés tendus de façon durable. Le niveau systématiquement élevé des prix du pétrole sur la courbe des contrats à terme reflète en partie l'idée que désormais seuls des prix durablement élevés inciteront à réaliser les énormes investissements nécessaires pour répondre à la demande à l'avenir. Dans cet environnement, les prix du pétrole sont très sensibles à tout événement laissant entrevoir des risques de perturbations de l'offre à court terme, notamment au plan géopolitique.

Les conditions financières ont temporairement amplifié la poussée des prix du pétrole et des autres matières premières. Certaines variables financières, en particulier les taux de change, influent sur les prix du pétrole et des autres matières premières par leurs effets sur l'offre et la demande physiques de pétrole. En revanche, il ne semble guère possible d'affirmer que le regain d'intérêt des investisseurs pour le pétrole et les autres matières premières en tant que classes d'actifs ait influencé l'évolution des prix de ces

¹Depuis quelque temps, la demande de pétrole de nombreux pays est de plus en plus coupée de la hausse des prix internationaux (cf. «Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses», disponible à l'adresse <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf>).

produits, même si les facteurs purement financiers, notamment les changements d'humeur des marchés, peuvent influencer à court terme sur les prix.

En ce qui concerne les produits alimentaires de base, la flambée récente des prix résulte de la conjonction de plusieurs facteurs. L'accroissement de la demande — qui traduit en partie la croissance vigoureuse des pays émergents et en développement déjà mentionnée — a en général été plus rapide que la croissance de l'offre de nombreux produits alimentaires ces 8 à 10 dernières années, notamment les principales céréales et les huiles comestibles. Les stocks mondiaux de ces denrées sont ainsi tombés à des niveaux faibles que l'on ne connaissait plus depuis le milieu des années 70.

La poussée générale des prix a été fortement amplifiée par plusieurs événements survenus depuis 2006.

- Dans un nombre anormalement élevé de pays, les aléas climatiques ont réduit les récoltes en 2006 et 2007. Les récoltes de blé, en particulier, ont été durement touchées, ce qui a entraîné une vive surenchère des prix, avec des retombées sur les produits de substitution comparables (en particulier le riz).

- L'accroissement de la production de biocarburants dans les pays avancés, induit par la hausse des prix du pétrole et, de plus en plus, par de généreuses politiques de soutien, a stimulé la demande de produits alimentaires. En particulier, la hausse de la production d'éthanol à partir du maïs entre pour environ trois quarts dans l'augmentation de la consommation mondiale de maïs en 2006–07. Cela a eu pour effet de faire monter non seulement les prix du maïs mais aussi ceux des autres cultures vivrières et, dans une moindre mesure, des huiles comestibles (par effet de substitution de la consommation et des surfaces cultivées) ainsi que de la volaille et de la viande (coût des aliments).

- La hausse des prix du pétrole et, plus généralement, des prix énergétiques a fait monter

les coûts de production des produits alimentaires de base en se répercutant sur les prix du carburant des transporteurs et les prix des engrais (lesquels ont plus que triplé depuis le début de 2006).

- Le recours de plus en plus fréquent aux restrictions à l'exportation de la part des pays producteurs de denrées alimentaires pour accroître l'offre locale et faire baisser les prix intérieurs provoque des tensions sur les prix internationaux. Les restrictions à l'exportation imposées par certains grands exportateurs de riz ont vraisemblablement joué pour beaucoup dans la flambée des prix du riz en 2008.

Pour l'avenir, il faut s'attendre à ce que les prix du pétrole et des produits alimentaires restent élevés et volatils, les prévisions de référence ne laissant entrevoir que de légères baisses, car nombre des facteurs évoqués ci-dessus continueront de produire durablement leurs effets alors que les stocks et les marges de capacité inutilisée devraient rester faibles pendant un certain temps encore. Globalement, la production de pétrole devrait continuer de stagner, car l'entrée en service de quelques nouvelles unités de production sera sans doute neutralisée par de nouvelles baisses de la production dans les gisements existants. Sur les marchés des denrées alimentaires, l'augmentation de la production de biocarburants et la persistance d'une forte demande nette de la part des pays émergents et en développement devraient continuer à exercer des pressions sur certains prix. Parmi les facteurs à caractère plus temporaire, les conditions météorologiques auront sans doute des effets contrastés cette année. La perspective d'une meilleure récolte a fait baisser les prix du blé d'environ 30 % depuis le pic de mars 2008, mais les prix du maïs et du soja ont continué de grimper à cause des incertitudes entourant les récoltes. À moyen terme, les prix alimentaires devraient diminuer plus sensiblement, dans la mesure où, en principe, il existe moins de contraintes durables à l'expansion de la production que dans le secteur pétrolier, à condition que des incitations appropriées soient en place.