

Par rapport à l'édition des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril dernier, la reprise économique est devenue beaucoup plus incertaine. L'économie mondiale souffre de la confluence de deux courants d'évolution défavorables. Premièrement, une reprise beaucoup plus lente dans les pays avancés depuis le début de l'année, phénomène que nous avons pour une large part manqué de percevoir alors même qu'il se produisait. Deuxièmement, une forte augmentation de l'incertitude budgétaire et financière, particulièrement prononcée depuis le mois d'août. Chacun de ces courants est préoccupant en soi, mais leur conjonction et leur interaction le sont plus encore. Des mesures énergiques s'imposent d'urgence pour améliorer les perspectives et réduire les risques.

La croissance, forte en 2010, s'est alanguie en 2011. Ce ralentissement n'a pas initialement suscité beaucoup d'inquiétude. Nous avons prévu un certain recul, en raison de la fin du cycle des stocks et du rééquilibrage des finances publiques. Des événements ponctuels, allant du séisme et du tsunami au Japon aux perturbations des approvisionnements pétroliers, offraient une explication plausible pour un nouveau ralentissement. Et les premières données aux États-Unis sous-estimaient l'ampleur de ce ralentissement. Maintenant que nous avons les chiffres, il est clair qu'il y avait également d'autres facteurs à l'œuvre.

Le double travail de rééquilibrage avait en effet marqué le pas; travail qui, comme nous l'avons déjà affirmé dans maintes éditions des *Perspectives de l'économie mondiale*, est indispensable pour assurer «une croissance forte, équilibrée et durable».

Commençons par le rééquilibrage intérieur : il est nécessaire que la demande privée prenne le relais de la relance budgétaire. Le rééquilibrage des finances publiques est de fait en cours dans la plupart des pays avancés (mais pas au Japon), sans que la demande privée ne prenne le relais. Les raisons diffèrent d'un pays à l'autre. La pénurie de crédit bancaire, les séquelles de la forte expansion de l'immobilier et le haut niveau d'endettement de nombreux ménages freinent

en définitive la reprise beaucoup plus que nous ne l'avions prévu.

Venons-en au rééquilibrage extérieur : les pays avancés accusant des déficits extérieurs courants, tout particulièrement les États-Unis, ont besoin, pour compenser la faiblesse de la demande intérieure, d'un accroissement de la demande extérieure. Cela implique un basculement symétrique de la demande extérieure vers la demande intérieure dans les pays émergents qui affichent des excédents courants, tout particulièrement la Chine. Ce rééquilibrage ne se fait pas. Si les déséquilibres ont diminué pendant la crise, cela tient plus à la forte diminution de la production dans les pays avancés par rapport aux pays émergents qu'à un ajustement structurel de l'économie de ces pays. Pour l'avenir, il faut s'attendre à une accentuation, et non à une diminution, des déséquilibres.

Passons maintenant au deuxième courant d'évolution défavorable : l'accroissement de l'incertitude budgétaire et financière. Les marchés sont de toute évidence plus sceptiques quant à l'aptitude de nombreux pays à stabiliser leur dette publique. Pendant quelque temps, leurs inquiétudes se limitaient essentiellement à un petit nombre de pays à la périphérie de l'Europe. Mais, au fil du temps et à mesure que les perspectives de croissance s'assombrissaient, elles se sont étendues à un plus grand nombre de pays d'Europe et hors d'Europe — du Japon aux États-Unis. Les craintes suscitées par les dettes souveraines ont fait naître l'inquiétude quant à la solvabilité des banques détentrices de ces obligations souveraines, surtout en Europe. Cela a entraîné un gel partiel des flux financiers, les banques conservant de hauts niveaux de liquidités et restreignant le crédit. La peur de l'inconnu est au plus fort. Les cours boursiers ont chuté, ce qui aura un impact défavorable sur les dépenses dans les mois à venir. De fait, les chiffres du mois d'août indiquent que c'est déjà le cas.

Il est fort possible que la faiblesse de la croissance tendancielle et les interconnexions budgétaires et financières s'autoalimentent, et c'est là qu'est le danger. La mollesse de la croissance fait qu'il est plus difficile

de rétablir la viabilité de la dette, ce qui amène les marchés à craindre encore plus pour la viabilité des finances publiques. La faiblesse de la croissance donne aussi lieu à une augmentation des créances improductives et affaiblit les banques. Un rééquilibrage budgétaire hâtif peut freiner encore la croissance. L'affaiblissement des banques et la contraction du crédit peuvent avoir les mêmes effets. La fragilité des banques et le fait qu'elles pourraient avoir besoin de nouvelles injections de capital font monter l'inquiétude quant à la stabilité des finances publiques. Les risques de dégradation de la situation sont bien réels.

Je m'en suis tenu jusqu'ici aux pays avancés. Jusqu'à présent, en effet, les pays émergents ont été épargnés par ces fâcheux courants d'évolution. Ils ont eu à faire à des flux de capitaux volatils, mais, ont en général continué à croître à vive allure. Certains sont en fait au bord de la surchauffe, mais, pour beaucoup d'autres, les perspectives sont là encore plus incertaines. D'après les scénarios de risques, ils pourraient bien souffrir du ralentissement de leurs exportations et d'une volatilité encore accrue des flux de capitaux. Le ralentissement des exportations et, peut-être, la baisse des cours des matières premières pourraient aussi mettre en difficulté les pays à faible revenu.

Compte tenu de la faiblesse de la situation fondamentale et des forts risques de dégradation, il est essentiel de prendre des mesures énergiques. Le plan d'action doit comporter trois volets.

Premièrement, un volet budgétaire. Il ne faut pas que le rééquilibrage des finances publiques soit trop hâtif, sinon il risque de miner la croissance. Il ne faut pas qu'il soit trop lent, sinon il risque de saper la crédibilité. Son rythme doit être fonction de la situation propre de chaque pays, mais il reste indispensable que le rééquilibrage soit crédible à moyen terme. Certains pays auront besoin de beaucoup de concours extérieurs pour y parvenir. Au-delà de la politique budgétaire,

il est aussi indispensable de prendre des mesures pour dynamiser la demande intérieure, en maintenant des taux d'intérêt bas, en accroissant le crédit bancaire et en établissant des programmes d'aide au remboursement des crédits immobiliers.

Deuxièmement, des mesures financières. L'incertitude budgétaire ne va pas se dissiper du jour au lendemain. Et même dans l'hypothèse la plus optimiste, la croissance des pays avancés continuera à marquer le pas pendant quelque temps. Dans l'intervalle, il faut redonner de la force aux banques, non seulement pour que le crédit et la croissance tendancielle augmentent, mais aussi — et c'est primordial — pour réduire les risques d'effets de retour vicieux. Pour un certain nombre de banques, en Europe surtout, cela nécessitera de nouvelles injections de capitaux, de sources privées ou publiques.

Troisièmement, le rééquilibrage des comptes extérieurs. On voit mal comment, même avec les mesures énumérées ci-dessus, la demande intérieure des États-Unis et des autres pays touchés par la crise pourrait à elle seule engendrer une croissance suffisante. Il faut donc que les exportations des États-Unis et des pays touchés par la crise augmentent et, par conséquent, que les exportations nettes du reste du monde diminuent. Un certain nombre de pays d'Asie, notamment la Chine, ont d'énormes excédents courants et ont fait part de leur intention de privilégier non plus la demande extérieure, mais la demande intérieure. Ces plans ne peuvent pas être mis en œuvre du jour au lendemain, mais il importe qu'ils soient déployés aussi rapidement que possible. Ce n'est qu'au prix de ce rééquilibrage à l'échelle mondiale que nous pouvons espérer une croissance plus forte dans les pays avancés et, par extension, dans le reste du monde.

Olivier Blanchard  
*Conseiller économique*

L'économie mondiale se trouve dans une nouvelle phase périlleuse. L'activité mondiale a fléchi et est devenue plus inégale, la confiance s'est effondrée depuis peu et les risques de dégradation de la situation augmentent. Sur fond de fragilités structurelles non corrigées, l'économie internationale a été secouée cette année par une volée de chocs en série. Le Japon a été frappé par le tremblement de terre et le tsunami qui ont dévasté l'Est du pays, et l'agitation a enflé dans certains pays producteurs de pétrole. Dans le même temps, les efforts de remplacement de la demande publique par la demande privée sont tombés au point mort aux États-Unis, la zone euro a été prise dans une grave tourmente financière, les marchés mondiaux ont souffert d'un bradage massif d'actifs à risques, et les signes de débordement dans l'économie réelle se multiplient. Les problèmes structurels des pays avancés touchés par la crise se sont révélés encore plus épineux que prévu, et le processus de conception et de mise en œuvre des réformes encore plus compliqué. Certes, ces pays vont continuer à connaître une expansion, mais elle sera faible et heurtée. Pour les pays émergents, les perspectives sont redevenues incertaines, bien que l'on s'attende à une croissance relativement robuste, surtout dans les pays qui peuvent contrer les effets sur la production de l'affaiblissement de la demande extérieure avec un moindre resserrement de la politique économique.

D'après les projections des *Perspectives de l'économie mondiale*, la croissance mondiale va se modérer, tombant à un rythme d'environ 4 % jusqu'à la fin de 2012, contre plus de 5 % en 2010. Le PIB réel des pays avancés connaîtrait une expansion anémique d'environ 1½ % en 2011 et 2 % en 2012, grâce au relâchement des forces qui ont temporairement freiné l'activité pendant la plus grande partie du deuxième trimestre de 2011. Cela suppose toutefois que les dirigeants européens endiguent la crise qui sévit à la périphérie de la zone euro, que les décideurs américains trouvent le bon équilibre entre le soutien de l'économie et le rééquilibrage des finances publiques à

moyen terme et que la volatilité des marchés financiers mondiaux ne s'empire pas. Par ailleurs, le retrait de la politique monétaire accommodante devrait maintenant marquer une pause dans les pays avancés. Selon ce scénario, l'apparition de contraintes de capacités et l'adoption de mesures d'austérité — ce qui est déjà en grande partie chose faite — feraient baisser les taux de croissance des pays émergents et en développement, qui se maintiendraient encore à un rythme solide d'environ 6 % en 2012.

Il existe manifestement des risques de dégradation, et il y en a deux qui doivent retenir particulièrement l'attention des décideurs :

- Le premier est que la crise de la zone euro échappe au contrôle des gouvernants, malgré la riposte énergétique décidée au sommet européen du 21 juillet 2011. Il faut que les instances responsables ratifient sans tarder les engagements pris en juillet et que, dans l'intervalle, la Banque centrale européenne (BCE) continue à intervenir avec fermeté pour maintenir l'ordre sur les marchés de la dette souveraine. Les dirigeants doivent tenir leurs engagements de faire tout ce qui s'impose pour préserver la confiance dans les politiques nationales et dans l'euro. Par ailleurs, compte tenu de la diminution des pressions inflationnistes et de la montée des tensions financières et souveraines, la BCE devrait abaisser son taux directeur si les risques de dégradation de la croissance et de l'inflation persistent.
- Le second est que l'activité aux États-Unis, qui mollit déjà, subisse le contrecoup de nouveaux développements — par exemple un blocage politique pour ce qui est de l'assainissement des finances publiques, un marché du logement languissant, une augmentation rapide du taux d'épargne des ménages ou une dégradation de la situation financière. À cause des profondes divisions politiques, le cours de la politique des États-Unis est incertain. Il y a un risque grave que de nouvelles coupes budgétaires hâtives affaiblissent encore les perspectives sans que les réformes à long terme nécessaires pour ramener la dette à un niveau plus viable soient mises en

place. Les nouvelles du marché du logement sont décevantes, étant donné la persistance d'une offre très excédentaire et la diminution des prix, alors que les cours boursiers ont subi une forte correction. Ces développements, entre autres, pourraient inciter les ménages à accélérer leur désendettement en augmentant encore leur taux d'épargne. Compte tenu des risques croissants de dégradation de l'activité aux États-Unis, la Réserve fédérale devrait être prête à déployer des moyens moins conventionnels, et le calendrier du rééquilibrage des finances publiques pourrait être décalé à condition que des mesures à moyen terme crédibles soient adoptées.

Toutes ces éventualités auraient de graves conséquences pour la croissance mondiale. Le regain de tension pourrait miner les marchés et établissements financiers dans les pays avancés, qui restent inhabituellement vulnérables. Les cours des matières premières ainsi que les flux commerciaux et financiers mondiaux diminueraient sans doute nettement, ce qui grèverait la croissance des pays émergents et en développement. Un scénario illustre plus en détail ces effets baissiers probables sur la croissance mondiale : la zone euro et les États-Unis pourraient replonger dans la récession, l'activité se situant en 2012 près de 3 points au-dessous des projections des *Perspectives de l'économie mondiale*. Les autres pays subiraient aussi des dommages considérables.

Les risques propres aux pays émergents et en développement paraissent moins sérieux. Les signes de surchauffe méritent cependant encore une attention minutieuse, en particulier de la part des autorités monétaires et prudentielles. Les risques liés aux cours des matières premières et aux troubles politiques et sociaux dans certaines parties du monde restent très préoccupants.

L'expansion cahotante et les nombreux risques qui pèsent sur l'activité sont symptomatiques d'une économie mondiale qui peine encore à accomplir les deux rééquilibrages prônés dans les précédentes éditions des *Perspectives de l'économie mondiale*. D'une part, la demande privée doit prendre le relais de la demande publique. Beaucoup de pays ont considérablement progressé sur ce front, mais les plus grands pays avancés sont encore à la traîne. D'autre part, les pays affichant de gros excédents extérieurs doivent s'appuyer de plus en plus sur la demande intérieure,

l'inverse étant vrai pour les pays largement déficitaires. On n'en est encore qu'à mi-chemin sur la voie de ce rééquilibrage<sup>1</sup>. Il est nécessaire que les principaux pays avancés et émergents renforcent leurs politiques économiques pour promouvoir le rééquilibrage et se prémunir contre les nombreux aléas défavorables. Il importe de calibrer les mesures pour tenir compte de l'évolution du contexte mondial, notamment de la baisse de la production potentielle dans beaucoup des pays avancés et des pays émergents touchés par la crise, de la vulnérabilité inhabituelle des secteurs financiers, du niveau élevé des déficits publics et de la plus grande différenciation des risques de crédit souverain parmi les pays avancés, ainsi que de la plus forte résilience économique de nombreux pays émergents.

*Rééquilibrage de la demande publique vers la demande privée* : Les décideurs des pays touchés par la crise doivent résister à la tentation de tableur principalement sur une politique monétaire accommodante pour assainir les bilans et accélérer la remise sur pied et la réforme du secteur financier. La politique budgétaire doit louvoyer pour éviter le double danger de perdre sa crédibilité et de miner la reprise. L'ajustement des finances publiques a déjà commencé et a considérablement progressé dans de nombreux pays. Il est essentiel de renforcer les plans budgétaires à moyen terme et de réformer les systèmes de protection sociale pour assurer la crédibilité et la viabilité des finances publiques et créer la marge de manœuvre requise pour soutenir l'assainissement des bilans, la croissance et la création d'emplois. Une amélioration des perspectives du secteur réel pourrait contribuer en retour à donner une plus grande crédibilité aux plans d'ajustement à moyen terme. Si le climat macroéconomique venait à se détériorer sensiblement, les pays disposant d'une plus grande marge de manœuvre budgétaire devraient laisser jouer à plein les stabilisateurs automatiques et décaler le calendrier d'ajustement.

<sup>1</sup>Voir Blanchard, Oliver, et Gian Maria Milesi-Ferretti, 2011, «(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?», Note de réflexion des services du FMI n° 11/03 (Washington, Fonds monétaire international), et Lane, Philip, et Gian Maria Milesi-Ferretti, 2011, «External Adjustment and the Global Crisis», Document de travail du FMI n° 11/197 (Washington, Fonds monétaire international), pour une analyse plus approfondie de cet enjeu.

- Dans la zone euro, il faut briser la boucle vicieuse des effets de retour entre les emprunteurs souverains et les établissements financiers affaiblis. Il faut demander aux institutions financières fragilisées de lever davantage de capitaux, de préférence auprès de sources privées. À défaut, elles devront accepter soit de recevoir des injections de fonds publics ou un soutien du FESF, soit d'être restructurées ou fermées. Les plans de rééquilibrage budgétaire à moyen terme sont ambitieux, comme il convient. Dans les pays périphériques, l'enjeu majeur sera de trouver le bon équilibre entre le rééquilibrage des finances publiques et les réformes structurelles, d'une part, et le soutien extérieur, d'autre part, afin que l'ajustement de leur économie puisse être durable.
- Aux États-Unis, il importe en priorité d'établir un plan d'assainissement des finances publiques à moyen terme pour placer la dette publique sur une trajectoire viable et de prendre des mesures pour soutenir la reprise, notamment en facilitant l'ajustement des marchés du logement et de l'emploi. L'American Job Act devrait assurer le soutien à court terme nécessaire à l'économie, mais doit s'accompagner d'un solide plan budgétaire à moyen terme qui accroisse les recettes et contienne l'augmentation des dépenses de protection sociale.
- Au Japon, le gouvernement doit prendre des mesures plus ambitieuses pour réduire le niveau très élevé de la dette publique tout en veillant aux besoins immédiats de reconstruction et de développement dans les régions dévastées par le tremblement de terre et le tsunami.

Dans tous ces pays, des avancées majeures sur le front des réformes de la protection sociale et de la fiscalité donneraient plus de marge pour adapter le rythme du rééquilibrage à court terme des finances publiques à la vigueur de la demande intérieure et éviter ainsi d'affaiblir encore la reprise.

*Rééquilibrage de la demande extérieure vers la demande intérieure* : Il est devenu encore plus important de progresser sur ce front pour soutenir la croissance mondiale. Certains pays émergents (par exemple plusieurs pays d'Amérique latine) mettent à contribution la demande intérieure plus qu'il n'est souhaitable; d'autres (par exemple les principaux pays émergents d'Asie), pas assez. Le premier groupe doit restreindre

la demande intérieure vigoureuse en réduisant considérablement les déficits budgétaires structurels et, dans certains cas, en mettant fin à la politique monétaire accommodante. Le second doit laisser la monnaie s'apprécier nettement et mettre en œuvre des réformes structurelles pour réduire l'excédent élevé de l'épargne par rapport à l'investissement. Ces mesures aideraient à renforcer leur résilience face aux chocs émanant des pays avancés, ainsi que leur potentiel de croissance à moyen terme.

La Grande Récession a amplifié un certain nombre de problèmes du secteur réel, surtout dans les pays avancés. Les États-Unis pourraient être confrontés à un redressement très atone de l'emploi. Bien que le chômage soit inférieur aux pics observés après la Seconde Guerre mondiale, les pertes d'emplois subies durant la crise ont été exceptionnellement élevées et faisaient suite à une période de progression molle de l'emploi au cours de la précédente décennie. Le ménages n'ont jamais été aussi inquiets pour leurs perspectives de revenus futurs depuis le début des années 80. Il faut en priorité faciliter l'ajustement du marché du logement et renforcer les politiques actives de promotion de l'emploi. À bien des égards, toutefois, le problème est d'une telle ampleur qu'il appelle une transformation draconienne de la politique macroéconomique — une réforme radicale du système de protection sociale et de la fiscalité visant à donner plus de marge à la politique budgétaire pour soutenir la reprise à court terme. Dans la zone euro, mis à part les gros problèmes que pose la tourmente financière, la situation est plus mitigée. Les ménages semblent en général moins anxieux qu'aux États-Unis et les destructions d'emplois ont été beaucoup moins sévères, sauf dans les pays périphériques. L'enjeu structurel clé pour ces derniers consiste à se doter de meilleures capacités pour rétablir et préserver leur compétitivité.

Ailleurs dans le monde, les enjeux structurels sont très divers. L'ampleur des afflux de capitaux dans certains pays émergents met l'accent sur la nécessité d'améliorer leur capacité d'absorption en ouvrant davantage leurs marchés des produits et des services aux investisseurs étrangers et en renforçant leurs dispositifs de stabilité financière. En outre, le niveau élevé des cours des produits alimentaires fait ressortir la nécessité de mettre en place des systèmes de

protection sociale bien ciblés dans nombre de pays émergents et en développement.

Compte tenu de la lenteur du rééquilibrage de la demande mondiale, du niveau élevé des cours des matières premières et des perspectives de croissance modérée des pays avancés, il est probable que les taux d'intérêt à long terme des principaux émetteurs souverains vont rester bas. Cela pourrait encourager la prise de risque dans d'autres pays — les précédents épisodes de recyclage monétaire à vaste échelle ont rarement été exempts d'accidents financiers. Des symptômes de prise de risque excessive sont en fait apparents dans quelques pays avancés et un certain nombre de pays émergents : croissance très vive du crédit, boom des marchés immobiliers et afflux considérables de capitaux sur les marchés financiers. Plus généralement, la crise financière a fait ressortir l'extraordinaire vulnérabilité du système financier mondial aux perturbations des marchés de financement de gros. Au niveau national, les banques centrales ont réagi en mettant en place des mécanismes temporaires pour injecter de la liquidité si le financement de gros menaçait de se tarir. Il n'existe toutefois pas de mécanisme similaire au niveau international. En général, la dernière crise financière illustre l'urgente nécessité d'accroître considérablement l'ampleur et la portée des mécanismes internationaux de partage des risques, qui sont tombés très au-dessous de la taille des marchés financiers internationaux.

Pour que les échanges commerciaux continuent à soutenir la reprise mondiale, les dirigeants doivent continuer à résister aux pressions protectionnistes. Il n'est pas moins important, alors que le cycle de Doha de négociations commerciales de l'OMC qui dure depuis de longues années est à un tournant crucial, que les dirigeants politiques fassent preuve de volonté et

de l'attention voulues au plus haut niveau afin de mettre sur pied un plan crédible de manière à faire avancer les négociations, notamment par une campagne énergique de communication publique pour en démontrer les avantages. Un échec de ces négociations ferait voler en éclats le système commercial mondial et affaiblirait l'OMC et le multilatéralisme.

À moins que des politiques plus énergiques ne soient mises en œuvre, surtout dans les pays avancés, il ne faut rien attendre de plus qu'une reprise molle et cahotante. Une riposte plus vigoureuse dans un esprit de collaboration peut être extrêmement bénéfique. Comme expliqué dans un rapport distinct du FMI pour le Programme d'évaluation mutuelle du G-20, l'adoption de programmes de rééquilibrage des finances publiques à moyen terme générateurs de croissance dans les pays avancés, de mesures pour rééquilibrer la demande dans les pays émergents excédentaires et de réformes structurelles pour doper le potentiel de croissance dans l'ensemble des pays pourrait donner un coup de fouet considérable au PIB mondial<sup>2</sup>. Il est peut-être plus important encore de noter que, alliées à des mesures visant à faciliter l'assainissement des bilans des ménages et des banques, ces politiques pourraient éviter une décennie perdue de croissance dans les pays avancés, qui serait extrêmement dommageable pour tous. Pour y parvenir, cependant, il faudra que les décideurs s'attaquent aux enjeux de politique économique épineux dans leurs propres pays et fassent renaître le vigoureux esprit de collaboration qui a prévalu au plus fort de la crise.

<sup>2</sup>Voir Groupe des Vingt, 2010, «G20 Mutual Assessment Process—Alternative Policy Scenarios», rapport préparé par les services du FMI pour le Processus d'évaluation mutuelle du G-20, Sommet du G-20 de Toronto, Canada, 26–27 juin (Washington, Fonds monétaire international); [www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf](http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf).