

PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

avril 2009

Résumé analytique

L'économie mondiale traverse une grave récession causée par une crise financière massive et une perte de confiance aiguë. Le rythme de contraction devrait se modérer à partir du second trimestre, mais les projections laissent entrevoir un recul de 1,3 % sur l'ensemble de l'année 2009, puis une reprise seulement partielle en 2010, avec une croissance de l'activité de 1,9 %. Pour que ce retournement se produise, il importerait d'intensifier les efforts d'assainissement du secteur financier, tout en continuant à soutenir la demande par la détente monétaire et budgétaire.

Évolution économique et financière récente

La crise financière et l'effondrement de l'activité ont gravement éprouvé l'économie dans le monde entier. Les pays avancés ont accusé un recul sans précédent de 7½ % du PIB réel au quatrième trimestre de 2008 et on estime que la production a continué à chuter presque aussi vite au cours des trois premiers mois de 2009. Alors que l'économie américaine a sans doute souffert le plus des difficultés financières et de la baisse continue du secteur du logement, l'Europe occidentale et les pays avancés d'Asie ont été rudement éprouvés par l'effondrement du commerce international, ainsi que par leurs propres débuts de problèmes financiers et par les corrections des prix immobiliers sur certains marchés nationaux. Les pays émergents sont aussi très touchés, subissant globalement une contraction de l'activité économique de 4 % au quatrième trimestre. Le mal se propage à la fois par les circuits financiers et commerciaux, en particulier aux pays d'Asie de l'Est, très tributaires de leurs exportations de produits manufacturiers, et aux pays émergents d'Europe et de la Communauté des États indépendants (CEI), qui avaient besoin d'abondants apports de capitaux pour alimenter leur croissance.

Parallèlement au rapide refroidissement de l'activité économique mondiale, les tensions inflationnistes se sont vite atténuées. Les cours des matières premières ont nettement chuté par rapport aux pics du milieu d'année, causant des pertes de revenus particulièrement lourdes aux pays du Moyen-Orient et de la CEI, mais aussi à bien d'autres pays exportateurs de matière première d'Amérique latine et d'Afrique. Dans le même temps, l'augmentation de la capacité inutilisée a restreint la progression des salaires et rogné les marges bénéficiaires. De ce fait, l'inflation globale sur 12 mois est tombée à 1 % dans les pays avancés en février 2009, encore que l'inflation tendancielle reste de l'ordre de 1½–2 %, à l'exception notable du Japon. L'inflation s'est aussi nettement modérée dans l'ensemble des pays émergents, encore que dans certains cas la dépréciation de la monnaie ait atténué le mouvement de baisse.

Les réactions très diverses et souvent peu orthodoxes des décideurs économiques n'ont guère réussi à stabiliser les marchés financiers ni à contenir la baisse de la production, car elles n'ont pu stopper l'enchaînement de rétroactions nocives entre le fléchissement de l'activité et les intenses difficultés financières. Maintes initiatives ont été prises afin de stopper l'hémorragie, notamment par des injections de fonds publics et tout un assortiment de facilités de liquidité, de détente monétaire et de plans de relance budgétaire. Encore qu'il y ait eu quelques signes encourageants d'une amélioration des indices d'opinion depuis la réunion du Groupe des Vingt (G-20) du début avril, le niveau de confiance est encore très bas sur les marchés financiers, ce qui pèse sur les perspectives de reprise rapide.

D'après l'édition d'avril 2009 du rapport sur la stabilité financière (*Global Financial Stability Report* — GFSR), le montant des actifs d'origine américaine passés en pertes et profits pas l'ensemble des institutions financières au cours de la période 2007–10 se chiffrera à 2,7 billions de dollars, et non

2,2 billions, comme on le pensait en janvier 2009, ce qui tient pour une large part à la dégradation des perspectives de croissance économique. Le montant total des actifs passés en perte à l'échelle mondiale est estimé à environ 4 billions de dollars, dont deux tiers à la charge des banques, et le reste à celle des compagnies d'assurance, fonds d'investissement et autres intermédiaires. De par le monde, les banques restreignent l'accès au crédit (et continueront dans cette voie), car le poids des actifs improductifs et l'incertitude quant à la solvabilité des institutions maintiennent les capitaux privés hors de circulation. Les problèmes de financement se sont propagés bien au-delà des marchés de refinancement bancaires à court terme dans les pays avancés. Nombre d'entreprises non financières sont incapables d'obtenir des fonds de roulement et certaines ont du mal à se procurer des emprunts à plus long terme.

Le désengagement massif des investisseurs et établissements bancaires étrangers des pays émergents et les problèmes de financement qui en résultent sont particulièrement inquiétants. Les émissions obligataires sont quasiment au point mort, les flux bancaires se sont tariés, les marges obligataires se sont envolées, les cours des actions ont chuté et les marchés des valeurs mobilières sont extrêmement tendus. Outre la hausse générale de l'aversion contre le risque, cela tient à divers facteurs défavorables, dont les dommages occasionnés aux banques et fonds d'investissement des pays avancés, le souci de déplacer les fonds pour les mettre à l'abri du «parapluie» des dispositifs de garantie de plus en plus nombreux déployés sur les marchés parvenus à maturité et les inquiétudes grandissantes quant aux perspectives d'avenir et aux vulnérabilités des pays émergents.

La crise financière a eu pour important effet secondaire de créer une prime à la sécurité et au rapatriement des capitaux, non sans incidence sur les grandes monnaies. Depuis septembre 2008, le dollar EU, l'euro et le yen se sont tous trois raffermis en valeur effective réelle. Le renminbi chinois et les monnaies arrimées au dollar, dont celles des pays du Moyen-Orient, se sont également appréciés. Celles de la plupart des pays émergents ont au contraire beaucoup fléchi, bien qu'ils aient utilisé leurs réserves de change pour les soutenir.

Perspectives et risques

Les projections des *Perspectives de l'économie mondiale (PEM)* reposent sur l'hypothèse de base que la stabilisation des marchés financiers va prendre plus longtemps que prévu initialement, même portée par les efforts vigoureux des décideurs. Les problèmes financiers des pays avancés resteront donc sérieux pendant une bonne partie de l'année 2010, ne se résolvant que lentement à mesure que la clarification des pertes sur les actifs improductifs et les injections de fonds publics réduiront les craintes d'insolvabilité, amoindriront les risques de contrepartie et la volatilité des marchés et rétabliront un meilleur niveau de liquidité des marchés. Il faut s'attendre à une raréfaction du crédit global au secteur privé dans les pays avancés, tant en 2009 qu'en 2010. Les pays émergents et en développement vont quant à eux avoir beaucoup plus de mal à se procurer des financements extérieurs pendant les deux années qui viennent. Cela cadre avec les conclusions du chapitre 4, selon lesquelles les difficultés très aiguës des marchés matures, concentrées de plus dans le système bancaire, donnent à penser que les flux de capitaux au profit des pays émergents vont considérablement diminuer et ne se rétabliront que lentement.

Les projections tablent aussi sur un vigoureux soutien des politiques macroéconomiques. On s'attend que les taux directeurs seront abaissés ou maintenus proches de zéro dans les grands pays avancés, tandis que les banques centrales continueront à chercher à détendre la situation du crédit en jouant sur la taille et la composition de leurs bilans. On s'attend aussi que les déficits des finances publiques se creuseront nettement tant dans les pays avancés que dans les pays émergents, dont les gouvernements devraient mettre en œuvre, dans les pays du G-20, des plans de relance budgétaire équivalant à 2 % du PIB en 2009 et à 1½ % du PIB en 2010. Les projections reposent aussi sur l'hypothèse que les cours des matières premières resteront proches de leurs niveaux actuels en 2009 et n'augmenteront que

modérément en 2010, comme l'indiquent leurs cours à terme.

Même à supposer que des politiques résolues soient mises en œuvre et que le rythme de contraction se ralentisse à compter du second trimestre, les projections actuelles font état d'une baisse de l'activité mondiale de 1,3 % en 2009, soit une révision en baisse sensible par rapport à la mise à jour des *Perspectives de l'économie mondiale* datant de janvier. Cela constituerait de loin la récession la plus profonde de la période postérieure à la Seconde Guerre mondiale. En outre, le retournement conjoncturel est véritablement mondial : d'après les projections, la production par habitant diminuera dans des pays représentant les trois quarts de l'économie mondiale et la croissance a nettement décéléré dans quasiment tous les pays, par rapport aux taux observés au cours de la période 2003–07. La croissance devrait reprendre en 2010, mais à un rythme de tout juste 1,9 %, elle serait bien molle en comparaison des reprises antérieures, ce qui concorde avec les conclusions du chapitre 3, selon lesquelles les reprises qui font suite à une crise financière sont plus lentes que les autres.

Une incertitude exceptionnelle et des aléas nettement négatifs pèsent sur les perspectives actuelles. La crainte dominante est que les mesures gouvernementales ne suffisent pas à enrayer la spirale néfaste de la détérioration de la situation financière et de l'affaiblissement de l'activité, surtout si l'opinion ne soutient guère les réformes. Les circuits de transmission majeurs seraient les banqueroutes des entreprises et des ménages, qui causeraient une nouvelle chute des prix des actifs et alourdiraient les pertes dans tous les bilans financiers, ainsi que de nouveaux troubles systémiques compliquant encore la tâche à qui s'efforce de rétablir la crédibilité. Par ailleurs, dans un climat de grande incertitude, les mesures budgétaires et monétaires pourraient ne pas porter leurs fruits, car les taux élevés d'épargne de précaution pourraient réduire les multiplicateurs financiers, tandis que les mesures de détente du crédit pourraient ne pas suffire pour ralentir le rythme des désendettements. Sur le plan positif, par contre, l'application énergique de politiques capables de convaincre l'opinion que l'on s'attaque de façon décisive aux problèmes financiers pourrait faire renaître la confiance et raviver les engagements de dépenses.

Même une fois la crise passée, cependant, il y aura une période de transition difficile, le taux de la croissance étant notablement plus bas que dans un passé récent. Il faudra réduire l'effet de levier financier, ce qui implique une expansion plus lente du crédit et une raréfaction des prêts par rapport à ces dernières années, surtout dans les pays émergents et en développement. En outre, les vastes déficits budgétaires devront être résorbés alors même que le vieillissement de la population s'accélère dans un certain nombre de pays avancés. En outre, dans les grands pays avancés, les ménages continueront pendant quelque temps à reconstituer leur épargne. Tout cela pèsera et sur la croissance et sur le potentiel de croissance à moyen terme.

Les enjeux

Ces perspectives incertaines et semées d'embûches appellent une réaction énergique tant sur le plan financier que sur le front macroéconomique. Les crises financières antérieures enseignent que si l'on tarde à s'attaquer au problème de fond, le marasme économique persiste encore plus longtemps et a un coût encore plus élevé, tant pour le contribuable que pour l'activité économique. Les décideurs doivent songer aux ramifications transnationales des politiques qu'ils choisissent. Les initiatives de soutien des partenaires commerciaux et financiers — à l'aide de plans de relance budgétaires et de concours officiels sous forme de flux de financement internationaux — contribueront à stimuler la demande mondiale, au bénéfice de tous. *A contrario*, la pente du protectionnisme commercial et financier serait préjudiciable à tous; c'est ce qui ressort clairement de l'histoire des politiques du chacun-pour-soi qui ont fait rage dans les années 30.

Promouvoir la réforme du secteur financier

La priorité des priorités à ce stade est la réforme du système financier. Il est indispensable de progresser de manière convaincante sur ce front pour asseoir la reprise économique; cela renforcerait en outre énormément l'efficacité des efforts de relance monétaire et budgétaire. Pour le court terme, les trois objectifs prioritaires recensés dans les précédentes éditions du GFSR restent d'actualité : 1) veiller à ce que les institutions financières disposent de liquidités, 2) recenser et assainir les actifs improductifs et 3) recapitaliser les institutions frêles, mais viables. Des mesures énergiques ont été prises sur le premier front. Par contre, il importe que les initiatives engagées sur les deux autres fronts progressent de manière plus convaincante.

Une solution durable doit reposer sur la comptabilisation crédible des pertes sur les actifs dévalorisés. Les autorités gouvernementales devront à cet effet établir une méthodologie de base commune pour valoriser de manière crédible les instruments de crédit titrisés, qui doit être fondée sur l'évolution attendue de la situation économique et une tentative d'évaluation de la valeur des futurs flux de revenu. Il importera aussi de réduire considérablement l'incertitude liée aux pertes supplémentaires au titre de ces instruments. Diverses méthodes de résorption des actifs improductifs des banques peuvent donner de bons résultats, à condition qu'elles soient soutenues par des financements suffisants et appliquées de manière transparente.

Les recapitalisations doivent reposer sur une évaluation minutieuse de la viabilité à long terme des institutions, prenant en considération à la fois les pertes déjà accusées et une évaluation réaliste de celles qui pourraient venir s'y ajouter. Moyennant un certain nombre d'hypothèses, le GFSR estime que le montant de capital nécessaire pourrait être de l'ordre de 275 à 500 milliards de dollars pour les banques américaines, de 475 à 950 milliards de dollars pour les banques européennes (non compris celles du Royaume-Uni) et de 125 à 250 milliards de dollars pour les banques britanniques¹. Les superviseurs, évaluant cas par cas les besoins de recapitalisation de chaque banque, devront pouvoir déterminer si ses fonds propres sont de bonne qualité, son financement, son plan d'activité et ses procédures de gestion des risques bien adaptés, sa politique de rémunération appropriée et son équipe de direction solide. Les superviseurs devront aussi déterminer le niveau approprié des fonds propres obligatoires des institutions, en tenant compte des règles minimums en la matière et de la nécessité de volants de réserve pour absorber d'autres pertes inattendues. Les banques viables n'ayant pas suffisamment de fonds propres devraient être rapidement recapitalisées, à l'aide d'injections de fonds publics (accompagnés, si possible, de fonds privés) pour ramener les ratios de fonds propres à un niveau suffisant pour regagner la confiance des marchés. Les autorités devraient aussi être prêtes à fournir des fonds propres sous forme d'actions ordinaires de manière à étayer la confiance et améliorer les perspectives de financement et cela peut signifier que l'État deviendra temporairement actionnaire de la banque, jusqu'à ce qu'une solution puisse être mise au point avec le secteur privé. Pour les institutions financières non viables, il faut une prompt intervention qui débouche sur des fermetures ou des fusions. Le montant de fonds publics requis sera sans doute élevé, mais les besoins risquent de grandir, plus la solution tarde à venir.

Il sera aussi nécessaire de déployer de vastes efforts pour remédier aux difficultés financières des pays émergents. Le secteur des entreprises est très menacé. Le soutien direct de l'État aux emprunts des entreprises peut se justifier. Certains pays ont aussi étendu la garantie des dettes bancaires aux entreprises, en priorité celles qui travaillent à l'exportation, ou ont mis en place des dispositifs de secours pour financer le commerce extérieur au moyen de divers guichets — ce qui aide à maintenir les flux commerciaux et limite les dégâts que subit l'économie réelle. Des plans de secours devraient en

¹ La partie basse de la fourchette correspond aux fonds propres nécessaires pour corriger l'effet de levier, mesurés par le ratio des actifs corporels au total de l'actif (tangible common equity —TCE), qui se situe à 4 %. La partie supérieure correspond aux fonds propres nécessaires pour porter ce ratio à 6 %, ce qui cadre avec les niveaux observés au milieu des années 90 (voir l'édition d'avril 2009 du GFSR).

outre être établis en vue d'une éventuelle restructuration de grande envergure au cas où la situation continuerait à se détériorer.

Une coopération internationale plus active est nécessaire pour éviter d'exacerber les tensions transnationales. La coordination et la collaboration sont particulièrement importantes en matière de politique financière pour éviter que les actions d'une nation n'aient des retombées préjudiciables sur d'autres. Dans le même temps, le soutien de la communauté internationale, dont le FMI, peut aider les pays à amortir l'impact de la crise financière sur l'économie réelle et, notamment dans les pays en développement, en limiter les effets sur la pauvreté. Grâce aux récentes réformes visant à assouplir les instruments de prêt en faveur des pays performants pris dans la tourmente, ainsi qu'aux plans présentés au sommet du G-20 pour accroître les ressources à la disposition du FMI, la communauté financière internationale est mieux capable de faire face aux risques liés à un coup d'arrêt brutal aux flux de capitaux privés.

Détente de la politique monétaire

Dans les pays avancés, il convient d'utiliser énergiquement la marge d'assouplissement de la politique monétaire pour contrer les risques de déflation. Bien que les taux directeurs soient proches de zéro dans bien des pays, il convient de se servir sans retard de la marge restante. Il est important, parallèlement, que la stratégie de communication soit claire — les banquiers centraux doivent souligner qu'ils sont déterminés à éviter la déflation en maintenant la détente monétaire aussi longtemps qu'il sera nécessaire. Dans un nombre croissant de cas, l'abaissement des taux d'intérêt devra s'accompagner du recours de plus en plus fréquent à des mesures moins conventionnelles, jouant à la fois sur la taille et la composition du bilan de la banque centrale elle-même pour stimuler l'intermédiation du crédit. Dans la mesure du possible, ces actions doivent être conçues de façon à apporter le maximum d'aide aux marchés désorganisés, tout en laissant au secteur privé les décisions d'affectation du crédit et en préservant le bilan de la banque centrale du risque de crédit.

Les pays émergents vont aussi devoir assouplir leur politique monétaire pour faire face à la dégradation des perspectives. Dans beaucoup de ces pays, toutefois, la tâche de la banque centrale est compliquée par la nécessité de préserver la stabilité extérieure alors que les flux de capitaux sont très fébriles. Dans une bien plus large mesure que dans les pays avancés, le financement des pays émergents peut faire l'objet de perturbations dramatiques — coups d'arrêt — en partie parce que la cote de crédit de l'emprunteur souverain suscite beaucoup plus de préoccupations. Les pays émergents ont aussi eu tendance à emprunter davantage en devises, de sorte qu'une dépréciation marquée du change peut être très préjudiciable aux bilans. C'est pourquoi, bien que la plupart des banques centrales de ces pays aient abaissé les taux d'intérêt, en réponse à l'effondrement de l'économie mondiale, elles ont à juste titre pris soin de maintenir en même temps des incitations pour les entrées de capitaux et d'éviter des mouvements désordonnés des taux de change.

À plus longue échéance, il sera crucial de moduler le tempo auquel il conviendra de mettre fin à l'extraordinaire effort de relance monétaire. En agissant trop vite, on risquerait de compromettre une reprise encore fragile, mais en agissant trop tard, on pourrait risquer la surchauffe et la formation de nouvelles bulles des prix des actifs.

Faire aller de pair relance et viabilité budgétaire

Compte tenu de l'ampleur de la crise et des limites à l'efficacité de la politique monétaire, la politique budgétaire doit jouer un rôle crucial de relance à court terme de l'économie mondiale. L'histoire enseigne que les mesures budgétaires sont particulièrement efficaces pour abrégier la durée des récessions causées par des crises financières (chapitre 3). La marge de manœuvre en ce domaine sera cependant limitée si ces efforts minent la crédibilité de la politique budgétaire. La tâche des autorités est

donc doublement délicate : mettre en œuvre des mesures expansionnistes à court terme, mais en même temps rassurer l'opinion quant aux perspectives à moyen terme. Il faudra rééquilibrer les finances publiques une fois la reprise assise, et cela peut être facilité par un bon encadrement budgétaire à moyen terme. Il importe toutefois de ne pas amorcer le rééquilibrage trop tôt. Les autorités gouvernementales se sont certes employées à assurer une relance significative en 2009, mais il apparaît maintenant que cet effort devra être à tout le moins poursuivi, voire intensifié en 2010, et que les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient être prêts à prendre de nouvelles mesures de relance pour soutenir la reprise. Dans la mesure du possible, il faut que ce soit un effort concerté, puisqu'une partie des effets des mesures adoptées par un pays individuel filtrera à travers ses frontières, mais jouera au bénéfice de l'économie mondiale.

Comment concilier relance et viabilité budgétaire? L'une des clés du dilemme est le choix des mesures de relance. Il faut, autant que possible, qu'elles soient temporaires et que l'État «en ait pour son argent» (on peut songer par exemple à accélérer les dépenses pour des projets déjà programmés ou en cours de réalisation, ou de réduire à titre provisoire les impôts des ménages qui ont du mal à obtenir du crédit). Il est aussi souhaitable de centrer les efforts sur des mesures porteuses d'effets bénéfiques durables sur le potentiel de production de l'économie, par exemple des dépenses d'infrastructures. En deuxième lieu, les initiatives gouvernementales de relance à court terme doivent s'accompagner de réformes visant à renforcer le cadrage budgétaire à moyen terme pour garantir que les déficits de courte durée seront inversés et la dette publique contenue. Troisièmement, dans maints pays, il serait crucial pour assurer la viabilité des finances publiques de trouver des solutions concrètes aux problèmes budgétaires que pose le vieillissement de la population. Le coût de la crise financière — certes considérable — est éclipsé par celui que va faire peser sur le budget la hausse des dépenses de sécurité sociale et de santé pour les personnes âgées. Une réforme crédible de ces programmes n'aura peut-être guère d'effets immédiats sur les comptes publics, mais pourrait changer du tout au tout les perspectives d'avenir, et donc préserver la marge requise pour assurer une relance budgétaire à court terme.

Enjeux pour le moyen terme

La cause profonde de la défaillance des marchés qui a conduit à la crise actuelle est l'optimisme engendré par une longue période de forte croissance, de taux d'intérêt bas et peu fluctuants, à quoi s'ajoutent les insuffisances des politiques économiques. La réglementation financière n'était pas adaptée pour faire face à la concentration des risques et aux incitations fallacieuses masquées par l'explosion de l'innovation financière. La politique macroéconomique ne prenait pas la mesure de l'accumulation des risques systémiques au sein du système financier et sur les marchés immobiliers.

Les décideurs sont donc confrontés à des enjeux considérables pour le moyen terme. Sur le plan des finances publiques, il importe maintenant de s'employer à élargir le champ de la réglementation et à la rendre suffisamment souple pour qu'elle couvre l'ensemble des institutions concernées. Il est nécessaire par ailleurs que la régulation devienne plus macroprudentielle, ce qui supposerait la mise en place de structures compensatoires pour modérer les effets procycliques, de solides mécanismes d'équilibrage de l'offre et de la demande, de règles comptables pour prendre en compte les titres illiquides, de règles de transparence à propos de la nature et de la localisation des risques pour promouvoir la discipline des marchés, et d'un système plus performant de gestion de la liquidité.

Sur le plan macroéconomique, les banques centrales devront aussi adopter une perspective macroprudentielle plus vaste, en étant dûment soucieuses de la stabilité financière autant que de la stabilité des prix, en prenant en considération les mouvements des prix des actifs, les booms du crédit, l'effet de levier et la montée des risques systémiques. Les responsables budgétaires devront faire baisser les déficits et placer la dette publique sur une trajectoire viable.

Il est indispensable de renforcer la coordination et la collaboration internationales, au moyen de

systemes d'alerte avancée plus efficaces et d'avertissements plus francs lorsque des risques se profilent. La coopération sur le plan financier est particulièrement cruciale, en raison des énormes retombées que les mesures prises dans un pays peuvent avoir sur les autres. Parallèlement, l'achèvement rapide du cycle de négociations commerciales multilatérales de Doha pourrait raviver les perspectives de croissance mondiale et le solide appui des instances bilatérales et multilatérales, dont le FMI, pourrait aider à limiter les retombées économique-sociales négatives de la crise financière sur les pays émergents et en développement.

Points de presse pour le chapitre 3: *Quand la reprise aura-t-elle lieu et sera-t-elle forte?*

Perspectives de l'économie mondiale, avril 2009

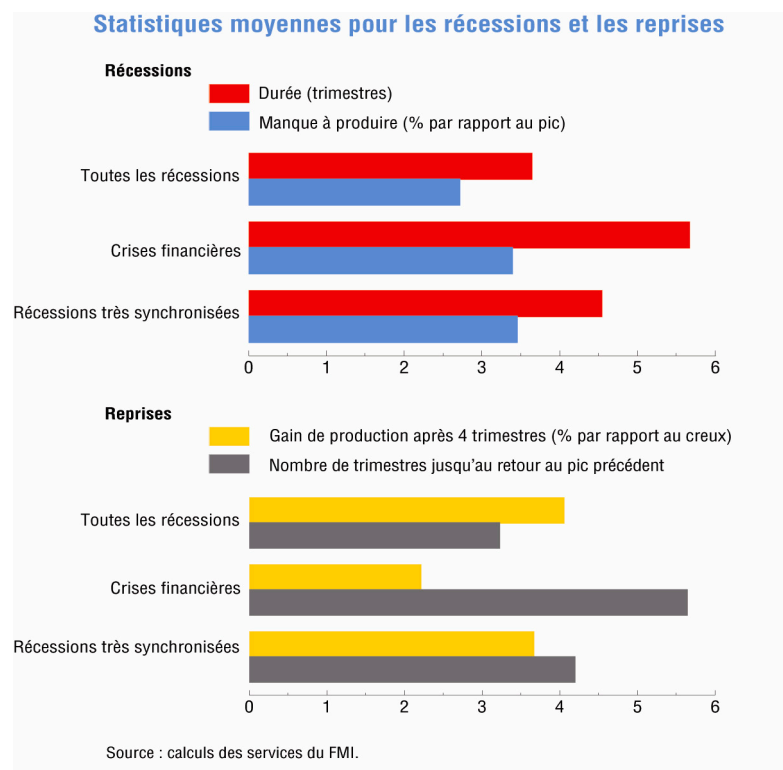
Préparé par Marco E. Terrones, Alasdair Scott et Prakash Kannan

Principaux points

- Les récessions liées à des crises financières sont généralement fortes et suivies de reprises lentes. En cas de synchronisation à l'échelle mondiale, elles sont encore plus longues et suivies de reprises encore plus faibles.
- La politique anticyclique peut contribuer à mettre fin aux récessions et à renforcer les reprises. En l'occurrence, une stimulation budgétaire semble particulièrement indiquée. La politique monétaire peut permettre d'abrèger ce type de récession, mais est moins efficace que de coutume.
- Ces constatations laissent penser que la récession actuelle sera probablement d'une durée et d'une gravité inhabituelles, et la reprise terne. Toutefois, la conjonction d'une politique anticyclique déterminée et de mesures visant à ramener la confiance dans le système financier pourrait améliorer les perspectives de reprise.

Le chapitre 3 examine la nature des récessions et des reprises, ainsi que le rôle de la politique macroéconomique. Il étudie les cycles conjoncturels dans 21 pays avancés de 1960 jusqu'à maintenant. Hormis les récessions actuelles, l'échantillon compte 15 récessions que l'on peut rattacher à des crises financières et trois qui ont été mondialement synchronisées (1975, 1980 et 1992).

Les récessions sont le plus souvent courtes et les reprises fortes. Une récession ordinaire dure un an environ, alors qu'une expansion s'étale souvent sur plus de 5 ans. L'activité repart avec vigueur, ce qui traduit l'existence d'un effet de rebond.



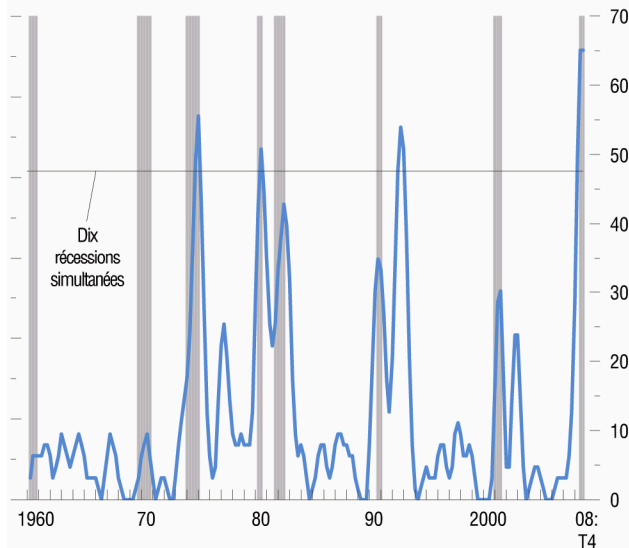
Dans les pays avancés, les deux phases du cycle évoluent au fil du temps : depuis le milieu des années 1980, les récessions se raréfient et se modèrent, alors que les expansions se prolongent.

Mais la dynamique macroéconomique et financière des récessions et des reprises varie selon la nature des chocs. Ainsi, les récessions associées à des crises financières sont habituellement graves et durables. Les crises financières font généralement suite à des périodes d'essor rapide du crédit et de forte hausse des prix des actifs. Les reprises qui s'ensuivent sont souvent freinées par la faiblesse de la demande privée et du crédit, qui découle en partie des efforts des ménages pour augmenter leur taux d'épargne et redresser leurs bilans. Elles sont fréquemment tirées par une amélioration du solde des échanges, résultant d'une dépréciation du taux de change et d'une baisse des coûts unitaires.

Les récessions mondialement synchronisées sont plus longues et plus profondes que les autres. Sans compter l'actuelle, il y a eu, depuis 1960, trois récessions touchant simultanément 10 ou plus des 21 pays avancés de l'échantillon : 1975, 1980 et 1992. Une récession simultanée dure en moyenne une fois et demie plus qu'une récession normale. Les reprises sont le plus souvent laborieuses, à cause de la faiblesse de la demande externe, surtout si l'activité baisse également aux Etats-Unis : pendant les récessions de 1975 et de 1980, la chute des importations américaines a contribué à un net recul du commerce mondial.

Récessions très synchronisées

(Pourcentage de pays en récession; zones grisées = récession aux États-Unis)

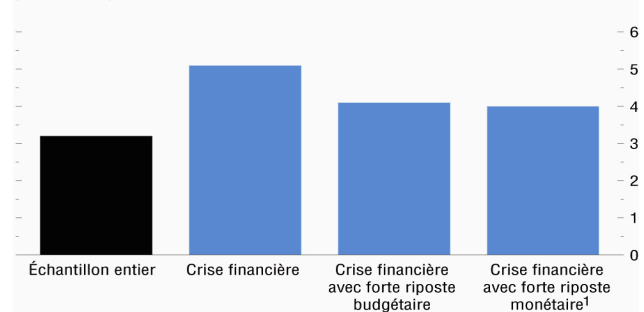


Source : calculs des services du FMI.

La coïncidence d'une crise financière et d'une récession mondiale va donc probablement entraîner une baisse de la production d'une gravité et d'une longueur inhabituelles. Comme il s'agit d'un événement rare, il faut se garder de conclusions hâtives. Néanmoins, la récession actuelle étant très synchronisée et couplée à de sérieuses perturbations financières, elle risque fort de persister et d'être suivie d'une reprise plus faible que la moyenne.

Estimations de la durée médiane des récessions

(Trimestres)



Source : calculs des services du FMI.

¹Augmentation de la consommation publique ou diminution des taux d'intérêt réels d'un écart type.

La politique macroéconomique peut être utile pour atténuer une récession et hâter la reprise. En règle générale, la politique monétaire contribue largement à mettre fin aux récessions et à consolider les reprises, mais elle est moins efficace en cas de crise financière. La politique budgétaire s'avère alors plus fiable, sachant qu'elle a davantage d'influence lorsque les agents économiques font face à des contraintes de liquidité accrues. On observe aussi un parallélisme entre stimulation budgétaire et vigueur des reprises, mais cet effet est moindre dans les pays ayant une dette publique plus élevée.

Face à la récession mondiale actuelle, une coordination des politiques monétaires, budgétaires et financières est essentielle. Il faut prendre des mesures monétaires et budgétaires énergiques pour soutenir la demande globale à court terme. Même ainsi, l'une des plus importantes leçons des crises financières antérieures est que l'efficacité de la politique macroéconomique et la solidité de la reprise sont conditionnées par la restauration de la confiance dans le système financier.

Points de presse pour le chapitre 4 : *La transmission des tensions financières des pays avancés aux pays émergents : comment les liens financiers et commerciaux enveniment la situation*

Perspectives de l'économie mondiale, avril 2009

Préparé par Stephan Danninger, Ravi Balakrishnan, Selim Elekdag, et Irina Tytell

Principaux points

- **La transmission des crises financières qui secouent les pays avancés aux pays émergents a été rapide et intense, les relations financières en constituant un vecteur essentiel.**
- **Le repli des flux de capitaux à destination des pays émergents risque de durer après une crise, étant donné les problèmes de solvabilité auxquels les banques des pays avancés, qui leur apportent des financements substantiels, sont confrontées.**
- **Une intervention coordonnée des pays avancés et des pays émergents s'impose, car la seule diminution de la vulnérabilité de chaque pays ne peut mettre les pays émergents à l'abri d'un choc financier de grande ampleur dans les pays avancés.**

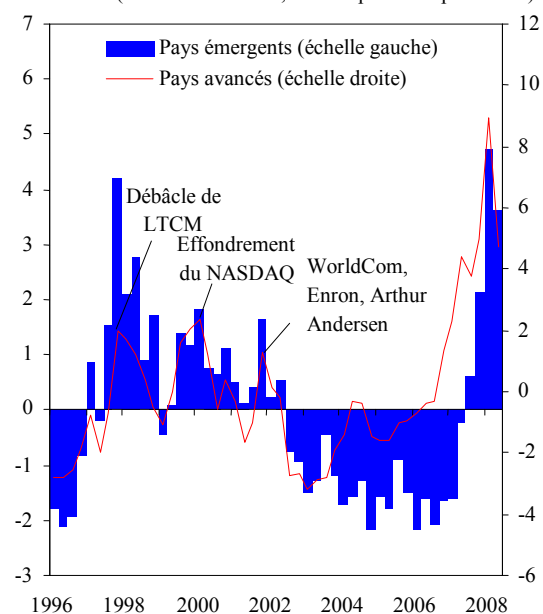
Le chapitre 4 examine de quelle manière les remous financiers se propagent des pays avancés aux pays émergents, et utilise pour cela un nouvel indice des turbulences financières conçu pour ces derniers.

Fondé sur un indice similaire établi pour les pays avancés dans l'édition d'octobre 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*, l'indice concernant les pays émergents rend compte de l'évolution des marchés boursiers et des changes et du secteur bancaire. Il est disponible pour 18 d'entre eux, sur une base mensuelle à partir de 1997.

Une analyse réalisée au moyen de cet indice révèle que, par le passé, les crises financières qui frappaient les pays avancés se propageaient rapidement et intensément aux pays émergents.

Conformément à ce schéma, l'intensification sans précédent des turbulences financières dans les pays avancés au troisième trimestre de 2008 a eu des retombées majeures sur les pays émergents. Au quatrième trimestre, toutes les régions émergentes

Comparaison des niveaux de turbulences financières
(Niveau de l'indice, somme pondérée par le PIB)



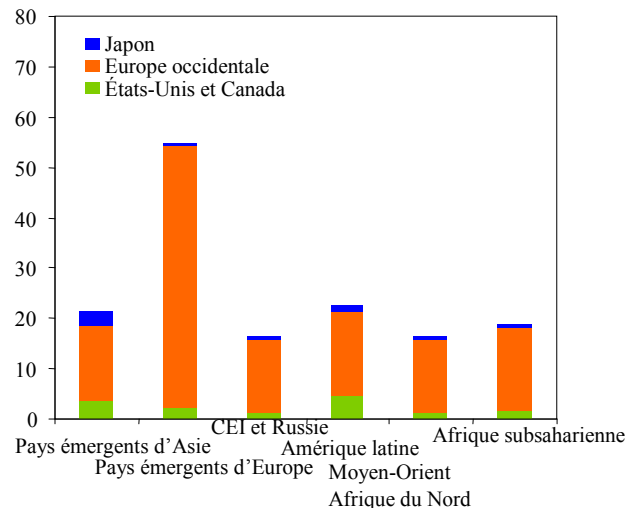
étaient en proie à de fortes tensions, qui ont dans l'ensemble dépassé les niveaux observés durant la crise asiatique (premier graphique).

L'ampleur de la transmission des turbulences financières est liée à la profondeur des liens financiers entre les pays avancés et les pays émergents, au travers des prêts bancaires notamment. Dans l'ensemble, les perturbations dans les pays émergents évoluent quasiment de concert avec celles des pays avancés, mais de nettes variations sont observables selon les pays. L'analyse empirique de la covariation des tensions montre que des liens financiers plus étroits avec les pays avancés (prêts bancaires, investissements de portefeuille et investissement direct étranger) sont associés à une plus forte transmission des turbulences. Durant la dernière crise, les liens sous forme de prêts bancaires semblent avoir été le vecteur de transmission principal des tensions.

L'étroitesse des liens sous forme de prêts bancaires entre les pays émergents d'Europe et l'Europe occidentale explique en bonne part les turbulences financières que traversent les premiers aujourd'hui. Depuis le milieu des années 90, les banques d'Europe occidentale dominent l'apport de crédit bancaire aux pays émergents. À la fin de 2007, leurs avoirs y représentaient 10 % du PIB des pays avancés, contre 2,5 % du PIB au total pour les banques canadiennes, japonaises et américaines. Les créances sur les pays émergents d'Europe, mesurées par rapport au PIB de la région destinataire, sont les plus élevées parmi les régions émergentes (second graphique).

À en juger par les données historiques, le rôle majeur des banques dans la crise actuelle laisse peut-être présager un recul prolongé des flux de capitaux à destination des pays émergents. L'analyse des dernières périodes de turbulences dans le système bancaire de pays avancés (la crise de la dette latino-américaine du début des années 80 et la crise bancaire japonaise des années 90) montre que le repli des flux de capitaux est généralement substantiel et prolongé. Étant donné leur forte exposition, les pays émergents d'Europe risquent d'être profondément ébranlés.

Engagements vis-à-vis des banques de pays avancés, 2007
(en % du PIB du pays destinataire)



Une intervention coordonnée des pays avancés et émergents s'impose pour prévenir l'aggravation et la propagation des secousses financières. La seule diminution de la vulnérabilité de chaque pays ne peut mettre les pays émergents à l'abri d'un choc financier de grande ampleur dans les pays avancés. Il est noté qu'une amélioration des soldes courants et budgétaires ne contribue guère à atténuer la transmission des turbulences financières des pays avancés pendant une crise financière. Elle peut néanmoins amortir leurs retombées sur le secteur réel des pays émergents et favoriser le rétablissement de la stabilité financière et des entrées de capitaux étrangers une fois la crise apaisée.