

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL

PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

MISE À JOUR

Un horizon sombre
et plus incertain

JUIL.
2022



- Une reprise timide en 2021 a été suivie d'épisodes de plus en plus sombres en 2022 alors que des risques commençaient à se matérialiser. La production mondiale s'est contractée au deuxième trimestre de cette année, du fait de ralentissements de l'activité en Chine et en Russie tandis qu'aux États-Unis, les dépenses des ménages étaient inférieures aux attentes. Plusieurs chocs ont frappé une économie mondiale déjà fragilisée par la pandémie : une inflation plus forte que prévu dans le monde entier, en particulier aux États-Unis et dans les pays européens les plus importants économiquement, qui a provoqué un durcissement des conditions de financement ; un ralentissement plus prononcé qu'attendu en Chine des suites de flambées de COVID-19 et de confinements ; enfin de nouvelles répercussions négatives de la guerre en Ukraine.
- Selon les prévisions de référence, la croissance devrait ralentir, passant de 6,1 % l'année dernière à 3,2 % en 2022, soit 0,4 point de pourcentage de moins que prévu dans l'édition d'avril 2022 des Perspectives de l'économie mondiale. Un ralentissement de la croissance plus tôt cette année, une baisse du pouvoir d'achat des ménages et un resserrement de la politique monétaire ont entraîné une révision à la baisse de 1,4 point de pourcentage aux États-Unis. En Chine, à la suite des reconfinements et de l'aggravation de la crise de l'immobilier, la croissance a été révisée à la baisse de 1,1 point de pourcentage, avec des répercussions majeures à l'échelle mondiale. Enfin en Europe, les fortes révisions à la baisse s'expliquent par les retombées de la guerre en Ukraine et le resserrement de la politique monétaire. L'inflation mondiale a été revue à la hausse du fait de l'augmentation des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, ainsi que des déséquilibres persistants de l'offre et de la demande. Elle devrait atteindre 6,6 % dans les pays avancés et 9,5 % dans les pays émergents et les pays en développement cette année, soit une révision à la hausse de 0,9 et 0,8 point de pourcentage, respectivement. En 2023, la politique monétaire désinflationniste devrait faire sentir ses effets, et la production mondiale augmenter de seulement 2,9 %.
- Les risques qui pèsent sur les perspectives sont très largement orientés à la baisse. La guerre en Ukraine pourrait interrompre brutalement les importations européennes de gaz russe ; il pourrait être plus difficile de faire reculer l'inflation si la pénurie de main-d'œuvre est plus forte que prévu, ou si les anticipations d'inflation perdent leur ancrage ; un durcissement des conditions financières mondiales risque de provoquer le surendettement de pays émergents et de pays en développement ; de nouvelles flambées de COVID-19 et des confinements supplémentaires, ainsi qu'une aggravation de la crise du secteur immobilier pourraient freiner davantage la croissance chinoise ; enfin la fragmentation géopolitique risque d'entraver la coopération et les échanges à l'échelle mondiale. Dans un autre scénario plausible où les risques se concrétisent, l'inflation s'accroît encore et la croissance mondiale est ramenée à 2,6 % et 2,0 % environ en 2022 et 2023, respectivement, soit un résultat qui se situe dans la tranche de 10 % inférieure de la distribution des résultats depuis 1970.
- Alors que la hausse des prix continue d'amputer considérablement les niveaux de vie dans le monde entier, il faudrait en priorité que les décideurs modèrent l'inflation. Un durcissement de la politique monétaire aura inévitablement des coûts économiques réels, mais tout retard ne fera que les exacerber. Un soutien budgétaire ciblé peut contribuer à amortir leurs effets sur les couches les plus vulnérables de la population, mais devant des budgets publics déjà obérés par la pandémie et la nécessité d'adopter une politique macroéconomique globalement désinflationniste, il faudra compenser ces mesures par une hausse des impôts ou une baisse des dépenses publiques. En outre, le durcissement des conditions monétaires aura aussi une incidence sur la stabilité financière et obligera à recourir de façon judicieuse aux instruments macroprudentiels, et il sera donc d'autant plus nécessaire de réformer les dispositifs de résolution des dettes. Les mesures visant à remédier à des conséquences particulières sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires doivent être axées sur les catégories les plus éprouvées sans fausser les prix. De plus, alors que la pandémie se poursuit, les taux de vaccination doivent augmenter pour protéger contre des futurs variants. Enfin, l'atténuation des changements climatiques nécessite toujours des mesures multilatérales urgentes pour limiter les émissions et accroître les investissements afin d'accélérer la transition écologique.

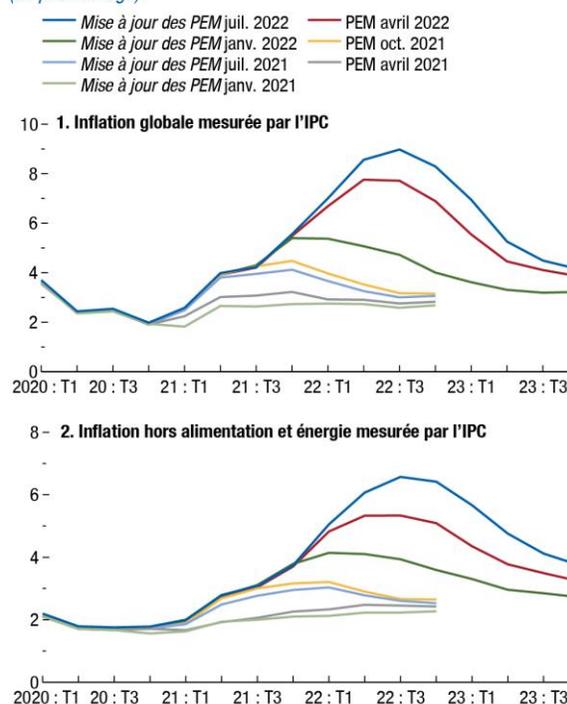
Facteurs influant sur les perspectives

Le ralentissement mondial s'intensifie tandis que les risques baissiers se concrétisent. Une reprise timide en 2021 a été suivie par des épisodes de plus en plus sombres en 2022. Les résultats ont été légèrement meilleurs que prévu au premier trimestre, mais il est estimé que le PIB réel mondial s'est contracté au deuxième trimestre, pour la première fois depuis 2020, sous l'effet des ralentissements économiques en Chine et en Russie. Les risques de dégradation évoqués dans l'édition d'avril 2022 des *Perspectives de l'économie mondiale* se concrétisent avec une hausse de l'inflation à l'échelle mondiale, en particulier aux États-Unis et dans les principaux pays européens, qui entraîne un net durcissement des conditions financières mondiales ; un ralentissement plus prononcé que prévu en Chine, des suites de flambées de COVID-19 et de confinements ; enfin de nouveaux effets transfrontaliers négatifs de la guerre en Ukraine.

L'inflation mondiale connaît de nouveau des hausses inattendues, ce qui amène davantage de banques centrales à durcir leur politique. Depuis 2021, les prix à la consommation ont toujours augmenté plus rapidement qu'attendu en général, y compris dans les *Perspectives de l'économie mondiale* (graphique 1). L'indice des prix à la consommation a progressé de 9,1 % en juin par rapport à un an plus tôt aux États-Unis, et dans les mêmes proportions en mai au Royaume-Uni, ces taux d'inflation étant les plus élevés enregistrés dans ces deux pays depuis quarante ans. Dans la zone euro, en juin, l'inflation a atteint 8,6 %, son plus haut niveau depuis la création de l'union monétaire. La situation dans les pays émergents et les pays en développement est tout aussi préoccupante, puisqu'on estime qu'au deuxième trimestre, l'inflation a atteint 9,8 %. La hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie, les contraintes pesant sur l'offre dans de nombreux secteurs et un rééquilibrage de la demande en faveur des services ont fait augmenter l'inflation globale dans la plupart des pays. L'inflation sous-jacente a cependant elle aussi progressé, comme le montrent les différentes mesures de l'inflation hors alimentation et énergie, sous l'effet de la répercussion des tensions sur les coûts par le biais des chaînes d'approvisionnement et de la pénurie de main-d'œuvre, en particulier dans les pays avancés¹. En moyenne, la croissance des salaires n'a pas progressé au même rythme que l'inflation, aussi bien dans les pays avancés que dans les pays émergents et les pays en développement, ce qui a érodé le pouvoir d'achat des ménages. Bien que les anticipations d'inflation à long terme soient restées

Graphique 1. Prévisions de l'inflation mondiale : une série d'augmentations inattendues

(En pourcentage)



Source : calculs des services du FMI.

Note : L'inflation globale est une moyenne pondérée des données de chaque pays sur la base du PIB calculé selon les parités de pouvoir d'achat.

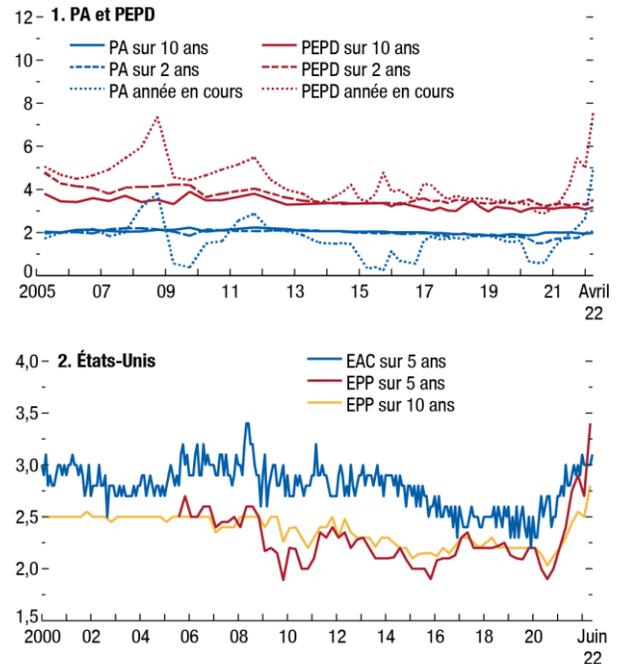
PEM = *Perspectives de l'économie mondiale*.

¹Romain Duval, Yi Ji, Longji Li, Myrto Oikonomou, Carlo Pizzinelli, Ipppei Shibata, Alessandra Sozzi et Marina M. Tavares, « Labor Market Tightness in Advanced Economies », IMF Staff Discussion Note 2022/001, Fonds monétaire international, Washington, DC.

stables dans la plupart des grandes économies, elles ont commencé à augmenter selon certains indicateurs, y compris aux États-Unis (graphique 2). En réponse à des données entrantes, les banques centrales de grands pays avancés mettent fin plus résolument à leur soutien monétaire et augmentent les taux directeurs plus rapidement que prévu dans les *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2022. Les banques centrales de plusieurs pays émergents et pays en développement ont relevé les taux d'intérêt plus énergiquement que ne l'avaient fait des pays avancés par le passé durant des cycles de resserrement. La hausse concomitante du coût des emprunts à long terme, notamment des taux hypothécaires, et le durcissement des conditions financières mondiales (voir l'encadré) ont provoqué des chutes précipitées du cours des actions qui ont pesé sur la croissance. Dans le même temps, il a été mis fin aux programmes publics d'aide face à la COVID-19.

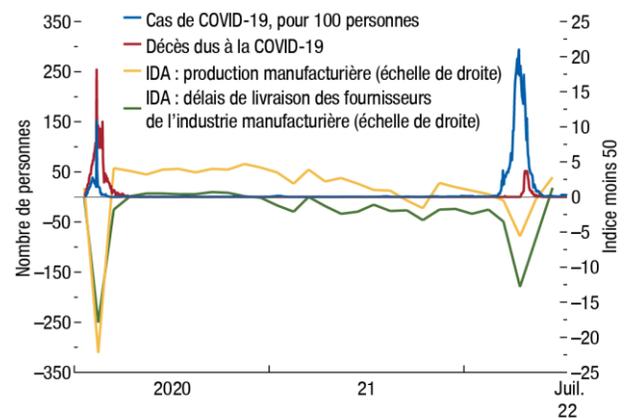
Le ralentissement économique de la Chine a déstabilisé davantage les chaînes d'approvisionnement mondiales. Les flambées de COVID-19 et les restrictions sur les déplacements dans le cadre de la stratégie « zéro-COVID » ont largement et gravement perturbé l'activité économique (graphique 3). Shanghai, plaque tournante majeure de la chaîne d'approvisionnement mondiale, a fait l'objet d'un confinement strict en avril 2022 qui a porté un coup d'arrêt à l'activité économique de toute la ville pendant huit semaines environ. Au deuxième trimestre, le PIB réel a enregistré une forte contraction de 2,6 % par rapport au trimestre précédent, sous l'effet d'une baisse de la consommation. Il a connu la baisse la plus forte depuis le premier trimestre 2020, au début de la pandémie, lorsqu'il avait reculé de 10,3 %. Depuis, des variants plus contagieux ont provoqué une flambée inquiétante des cas de COVID-19. De plus, l'aggravation de la crise dans le secteur de l'immobilier chinois freine les ventes et les investissements immobiliers. Le ralentissement en Chine a des conséquences dans le monde entier : les confinements ont déstabilisé davantage les chaînes d'approvisionnement mondiales et la

Graphique 2. Anticipations d'inflation à plus long terme
(En pourcentage)



Sources : Consensus Economics ; Banque fédérale de réserve de Philadelphie ; Université de Michigan ; calculs des services du FMI.
 Note : La plage 1 illustre les prévisions médianes de Consensus Economics pour chaque groupe de pays. Les prévisions de Consensus Economics sont les prévisions de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation de l'année en cours et les prévisions de l'inflation sur 2 ans ; pour les anticipations à 10 ans, il s'agit des moyennes sur un horizon de 6 à 10 ans. Les anticipations à 5 ans de l'EAC sont les anticipations d'inflation moyennes sur les 5 à 10 années suivantes. Les prévisions à long terme de l'EPP sont les moyennes annuelles de l'inflation sur les 5 et 10 années suivantes, respectivement. EAC = enquête auprès des consommateurs ; EPP = enquête des prévisionnistes professionnels ; PA = pays avancés ; PEPD = pays émergents et pays en développement.

Graphique 3. Chine : flambées de COVID-19 et perturbations de la chaîne d'approvisionnement



Sources : National Bureau of Statistics of China ; Commission nationale de la santé chinoise ; calculs des services du FMI.
 Note : IDA = indice des directeurs d'achat.

MISE À JOUR DES PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, JUILLET 2022

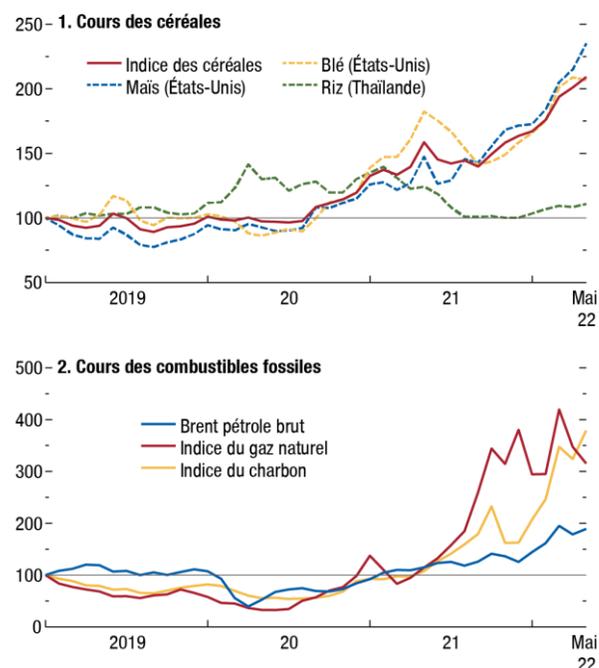
baisse des dépenses intérieures réduit la demande de biens et services des partenaires commerciaux de la Chine.

La guerre en Ukraine sévit encore et crée des difficultés sur une grande échelle. Le coût humanitaire de la guerre augmente, 9 millions de personnes ayant fui l'Ukraine depuis le début de l'invasion par la Russie et les pertes en vies humaines et en capital physique se poursuivant. Depuis avril 2022, les principaux pays avancés ont imposé de nouvelles sanctions financières à la Russie et l'Union européenne a interdit les importations de charbon en provenance de Russie à partir d'août 2022 et le transport par voie maritime de pétrole russe à partir de 2023. L'Union européenne a annoncé qu'elle bloquerait l'assurance et le financement du transport maritime de pétrole russe à destination de pays tiers d'ici la fin de 2022. Dans le même temps, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole a décidé d'avancer les hausses de la production de pétrole prévues en septembre, et le Groupe des Sept prévoit d'étudier la possibilité d'introduire un prix plafond sur les exportations russes de pétrole brut. Sous l'effet de compensation de ces facteurs, la hausse des cours internationaux du pétrole brut par rapport à l'année dernière n'est globalement que légèrement inférieure aux prévisions de l'édition d'avril 2022 des *Perspectives de l'économie mondiale*. Plus récemment, le volume de gaz russe acheminé par gazoduc vers l'Europe a fortement diminué, pour atteindre 40 % environ de son niveau d'il y a un an, ce qui a contribué à une forte hausse des cours du gaz naturel en juin. On estime que la contraction de l'économie russe au deuxième trimestre a été moindre que prévu, les exportations de pétrole brut et les exportations hors énergie ayant mieux résisté qu'anticipé. De plus, la demande intérieure fait preuve d'une certaine résilience, car l'effet des sanctions sur le secteur financier intérieur a été limité et le marché du travail s'est moins contracté qu'attendu. Dans le même ordre d'idées, les effets de la guerre sur les principaux pays européens ont été plus négatifs qu'anticipé du fait de la hausse des prix de l'énergie ainsi que d'une érosion de la confiance des consommateurs et d'un ralentissement de la dynamique de l'industrie manufacturière qui ont entraîné des perturbations persistantes des chaînes d'approvisionnement et une hausse du coût des facteurs de production.

La crise alimentaire s'aggrave. Les prix mondiaux des denrées alimentaires se sont stabilisés depuis quelques mois, mais demeurent beaucoup plus élevés qu'en 2021 (graphique 4). Le principal facteur de l'inflation des prix mondiaux des denrées alimentaires, en particulier des céréales telles que le blé, a été la guerre en Ukraine ; les restrictions aux exportations imposées par plusieurs pays ont accentué les hausses des prix mondiaux des denrées alimentaires, même si quelques restrictions ont récemment pris fin. Ce sont les pays à faible revenu, où les produits alimentaires représentent une part plus élevée de la consommation, qui ressentent le plus l'effet de cette inflation. Les pays dont les régimes alimentaires reposent fortement sur les produits de base dont le prix a le plus

Graphique 4. Hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie

(Indice, janvier 2019 = 100)



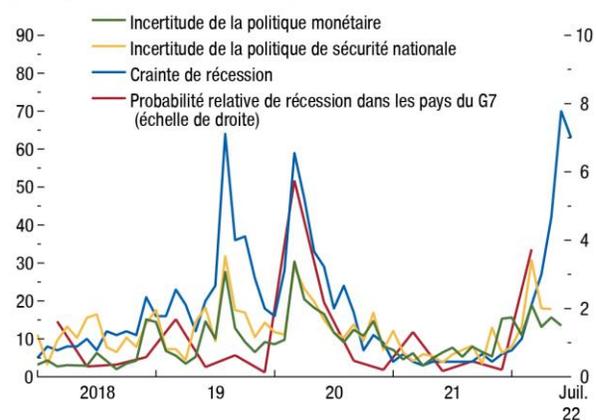
Sources : FMI, système des cours des produits de base ; calculs des services du FMI. Note : L'indice des céréales comprend l'orge, le maïs, l'avoine, le riz, le sorgho et le blé ; l'indice du gaz naturel comprend les indices des prix du gaz naturel en Europe, au Japon et aux États-Unis ; l'indice du charbon comprend le charbon australien et sud-africain.

augmenté (en particulier le blé et le maïs), les pays les plus tributaires des importations de denrées alimentaires et ceux qui subissent de fortes répercussions des cours mondiaux des aliments de base sur les cours locaux sont les plus en difficulté. Les pays à faible revenu dont la population souffrait déjà de malnutrition aigüe et d'une surmortalité avant la guerre, surtout en Afrique subsaharienne, ont été particulièrement affectés.

Un ralentissement en vue, les risques de dégradation dominant

Les évolutions exposées dans la section précédente rendent les perspectives actuelles extraordinairement incertaines. Les projections de référence décrites dans l'analyse qui suit reposent sur plusieurs hypothèses, entre autres l'absence d'une nouvelle réduction inattendue des flux de gaz naturel en provenance de Russie vers le reste de l'Europe, des anticipations d'inflation à long terme restant stables, et aucune aggravation des ajustements désordonnés des marchés financiers internationaux du fait d'un durcissement de la politique monétaire désinflationniste. Un risque important existe cependant qu'une partie ou la totalité de ces hypothèses de référence ne se vérifient pas. Dans le même ordre d'idée, des indicateurs de l'incertitude économique et des préoccupations sur une récession imminente se sont accrus ces derniers mois. Les estimations de la probabilité d'une récession ont elles aussi augmenté. Ainsi, sur la base d'informations fondées sur les prix des actifs, la probabilité qu'une récession démarre dans les pays du Groupe des Sept est estimée à près de 15 % (graphique 5), soit quatre fois son niveau habituel ; en Allemagne, cette probabilité est plus proche d'une sur quatre². S'agissant des États-Unis, certains indicateurs tels que le modèle prévisionnel GDPNow de la Banque fédérale de réserve d'Atlanta montrent qu'une récession technique (définie comme un taux de croissance négatif pendant deux trimestres successifs) pourrait avoir déjà commencé. De façon générale, compte tenu des incertitudes et des risques accrus, cette mise à jour des *Perspectives de l'économie mondiale* accorde une importance inhabituelle à un autre scénario possible qui illustre l'effet de plusieurs risques de dégradation qui pourraient vraisemblablement se concrétiser à court terme, en complément du scénario de référence. Si des chocs supplémentaires frappaient l'économie mondiale, les résultats économiques pourraient être encore pires.

Graphique 5. Aggravation des incertitudes et des risques
(Indice ; ratio sur l'échelle de droite)



Sources : Scott R. Baker, Nicholas Bloom et Steven J. Davis, « Measuring Economic Policy Uncertainty », *Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131 (4) : 1593–636 ; John C. Bluedorn, Jörg Decressin et Marco E. Terrones, « Do Asset Price Drops Foreshadow Recessions? » *International Journal of Forecasting*, 2016, 32 (2) : 518–526 ; Google Trends ; calculs des services du FMI.

Note : L'échelle de l'incertitude de la politique monétaire a été réajustée de 1/10 et s'inspire de Baker, Bloom et Davis (2016) ; l'échelle de l'incertitude de la politique de sécurité nationale est réajustée de 1/10 ; la crainte de récession repose sur le volume de recherches sur Google du mot « récession » dans le monde, les chiffres représentant l'intérêt pour les recherches par rapport au point le plus haut depuis 2008 ; la probabilité relative d'une récession dans les pays du G7 est le ratio de la probabilité actuelle à la probabilité en temps normal d'une nouvelle récession et repose sur Bluedorn, Decressin et Terrones (2016). G7 = Groupe des Sept.

² La probabilité de récession désigne la probabilité estimée qu'une récession débute le trimestre suivant compte tenu du comportement des prix des actifs et de la volatilité du marché boursier. On trouvera des détails sur la méthodologie employée dans la publication de John Bluedorn, Jörg Decressin et Marco Terrones, « Do Asset Price Drops Foreshadow Recessions? » *International Journal of Forecasting*, 2016, 32 (2) : 518–26.

2.1 Scénario de référence

Croissance mondiale : Dans le scénario de référence, la croissance mondiale s'établit à 3,2 % en 2022 et se tasse à 2,9 % en 2023, soit moins que prévu dans les *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2022, de 0,4 et 0,7 point de pourcentage, respectivement (tableau 1). Dans plusieurs cas, une croissance meilleure que prévu au premier trimestre de 2022 compense le ralentissement ultérieur, ce qui donne une révision à la baisse nette relativement modeste de la croissance annuelle moyenne en 2022. Les révisions à la baisse pour la Chine et les États-Unis, ainsi que pour l'Inde, orientent à la baisse les révisions de la croissance mondiale en 2022–23, sous l'effet de la concrétisation de risques de dégradation présentés dans les *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2022 : un ralentissement plus marqué en Chine du fait de confinements prolongés, un durcissement des conditions financières mondiales allant de pair avec l'attente de hausses plus fortes des taux d'intérêt par les banques centrales afin d'atténuer les pressions inflationnistes, et les effets de contagion de la guerre en Ukraine. Avec une croissance proche de 3 % en 2022–23, un recul du PIB mondial ou du PIB mondial par habitant, parfois lié à une récession mondiale, ne fait pas partie du scénario de référence pour l'heure. Cependant, les projections de croissance en comparant les quatrièmes trimestres indiquent une contraction sensible de l'activité au deuxième semestre 2022 (tableau 1). Alors que les révisions sont essentiellement négatives pour les pays avancés, les pays émergents et les pays en développement n'étant pas exposés aux mêmes phénomènes sous-jacents, les révisions les concernant sont plus nuancées :

- Comme indiqué plus haut, les révisions de la croissance des principaux pays avancés en 2022–23 sont généralement négatives. Dans le scénario de référence, la croissance aux États-Unis est revue à la baisse de 1,4 point de pourcentage et 1,3 point de pourcentage en 2022 et 2023, respectivement, car la croissance a été plus faible que prévu aux deux premiers trimestres de 2022 et la consommation privée beaucoup moins dynamique, en partie en raison de l'érosion du pouvoir d'achat des ménages et de l'effet attendu d'un durcissement plus abrupt de la politique monétaire. Dans la zone euro, la croissance est également revue à la baisse, de 0,2 point de pourcentage en 2022, une amélioration des perspectives pour les secteurs du tourisme et de l'industrie en Italie étant plus que contrebalancée par des révisions importantes à la baisse en Allemagne, en France et en Espagne, puis de 1,1 point de pourcentage en 2023. Ceci s'explique par les effets de contagion de la guerre en Ukraine ainsi que par l'hypothèse d'un durcissement des conditions financières, la Banque centrale européenne mettant fin à ses achats nets d'actifs et relevant ses taux en juillet 2022 pour la première fois depuis 2011. Dans un certain nombre de pays européens, l'instrument de l'Union européenne pour la relance NextGenerationEU soutient l'activité économique.
- En ce qui concerne les pays émergents et les pays en développement, les révisions à la baisse de la croissance en 2022–23 sont dues essentiellement au net ralentissement de l'économie chinoise et au tassement de la croissance économique en Inde. La révision dans les pays émergents et les pays en développement d'Asie est proportionnellement élevée, de 0,8 point de pourcentage en 2022 dans le scénario de référence. Elle comprend une révision à la baisse de 1,1 point de pourcentage de la croissance en Chine, ramenée à 3,3 % (soit le taux le plus faible en plus de quarante ans, si l'on exclut le début de la crise de la COVID-19 en 2020), principalement du fait des flambées de COVID-19 et des confinements mentionnés plus haut. De même, les

perspectives de l'Inde ont été revues à la baisse de 0,8 point de pourcentage, à 7,4 %. En ce qui concerne l'Inde, cette révision s'explique essentiellement par des conditions extérieures moins favorables et par des politiques de resserrement plus rapides. Ailleurs, les révisions des prévisions de croissance dans le scénario de référence sont essentiellement apportées à la hausse. Le PIB réel dans les pays émergents et les pays en développement européens devrait se contracter de 1,5 point de pourcentage de moins en 2022 que ce qui était prévu dans l'édition d'avril 2022 des *Perspectives de l'économie mondiale*, mais augmenter de 0,4 point de pourcentage de moins que prévu pour 2023, en raison de la croissance des exportations russes plus forte que prévu en 2022 et des nouvelles sanctions contre la Russie en 2023 annoncées récemment. L'Amérique latine et les Caraïbes connaissent également une révision à la hausse de 0,5 point de pourcentage en 2022 à la faveur d'une reprise plus solide dans les principaux pays (Brésil, Mexique, Colombie, Chili). Les perspectives pour les pays d'Afrique subsaharienne et du Moyen-Orient et d'Asie centrale demeurent en moyenne inchangées ou positives, sous l'effet des cours élevés des combustibles fossiles et des métaux pour certains pays exportateurs de produits de base.

Inflation : Les projections de référence de l'inflation mondiale sont elles aussi plus pessimistes : elles ont été révisées à la hausse, à 8,3 % en 2022 sur la base d'un quatrième trimestre à l'autre, contre 6,9 % dans l'édition d'avril 2022 des *Perspectives de l'économie mondiale*. La révision de l'inflation en 2022 est plus importante pour les pays avancés, où elle devrait atteindre 6,3 % contre 4,8 % dans l'édition d'avril 2022 des *Perspectives de l'économie mondiale* en comparant les quatrièmes trimestres, des suites d'augmentations sensibles de l'inflation globale dans de grandes économies telles que le Royaume-Uni (l'inflation devrait y atteindre 10,5 %, soit une révision à la hausse de 2,7 points de pourcentage) et la zone euro (dont les prévisions d'inflation sont révisées à la hausse de 2,9 points de pourcentage, à 7,3 %). Les prévisions pour 2023 demeurent relativement inchangées, en hausse de seulement 0,2 point de pourcentage sur la base d'un quatrième trimestre à l'autre, dénotant la conviction que l'inflation reculera alors que les banques centrales durcissent leurs politiques et que les effets de base des prix de l'énergie deviennent négatifs. Dans les pays émergents et les pays en développement, l'inflation devrait, en 2022, atteindre 10,0 % sur la base d'un quatrième trimestre à l'autre. Dans ce groupe, les révisions affichent une plus grande diversité selon les pays, leurs hausses étant relativement modestes dans les pays émergents et les pays en développement d'Asie (en partie du fait d'un ralentissement de l'activité en Chine et d'une hausse limitée des prix des denrées alimentaires de base), mais plus marquées en Amérique latine et dans les Caraïbes (augmentation de 3,0 points de pourcentage) et dans les pays émergents et les pays en développement européens (augmentation de 2,9 points de pourcentage).

MISE À JOUR DES PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, JUILLET 2022

Tableau 1. Perspectives de l'économie mondiale : aperçu des projections

(Variation en pourcentage, sauf indication contraire)

	Sur un an						4 ^e trimestre sur 4 ^e trimestre 2/		
	2020	2021	Projections		Différence par rapport aux projections des PEM d'avril 2022 1/		2021	Projections	
			2022	2023	2022	2023		2022	2023
Production mondiale	-3,1	6,1	3,2	2,9	-0,4	-0,7	4,4	1,7	3,2
Pays avancés	-4,5	5,2	2,5	1,4	-0,8	-1,0	4,7	1,3	1,5
Etats-Unis	-3,4	5,7	2,3	1,0	-1,4	-1,3	5,5	1,0	0,6
Zone euro	-6,3	5,4	2,6	1,2	-0,2	-1,1	4,7	0,7	2,1
Allemagne	-4,6	2,9	1,2	0,8	-0,9	-1,9	1,8	0,5	1,5
France	-7,9	6,8	2,3	1,0	-0,6	-0,4	4,9	0,4	1,1
Italie	-9,0	6,6	3,0	0,7	0,7	-1,0	6,4	0,6	1,6
Espagne	-10,8	5,1	4,0	2,0	-0,8	-1,3	5,5	1,3	2,3
Japon	-4,5	1,7	1,7	1,7	-0,7	-0,6	0,4	2,4	0,6
Royaume-Uni	-9,3	7,4	3,2	0,5	-0,5	-0,7	6,6	0,1	1,3
Canada	-5,2	4,5	3,4	1,8	-0,5	-1,0	3,2	2,5	1,7
Autres pays avancés 3/	-1,8	5,1	2,9	2,7	-0,2	-0,3	4,6	2,0	2,8
Pays émergents et pays en développement	-2,0	6,8	3,6	3,9	-0,2	-0,5	4,2	2,1	4,7
Pays émergents et pays en développement d'Asie	-0,8	7,3	4,6	5,0	-0,8	-0,6	3,8	4,0	4,7
Chine	2,2	8,1	3,3	4,6	-1,1	-0,5	3,5	4,1	3,2
Inde 4/	-6,6	8,7	7,4	6,1	-0,8	-0,8	3,9	4,1	7,2
ASEAN-5 5/	-3,4	3,4	5,3	5,1	0,0	-0,8	4,7	3,4	6,1
Pays émergents et pays en développement d'Europe	-1,8	6,7	-1,4	0,9	1,5	-0,4	6,1	-7,0	7,7
Russie	-2,7	4,7	-6,0	-3,5	2,5	-1,2	4,8	-13,9	4,8
Amérique latine et Caraïbes	-6,9	6,9	3,0	2,0	0,5	-0,5	3,9	1,8	2,1
Brésil	-3,9	4,6	1,7	1,1	0,9	-0,3	1,6	1,5	1,5
Mexique	-8,1	4,8	2,4	1,2	0,4	-1,3	1,2	2,9	1,0
Moyen-Orient et Asie centrale	-2,9	5,8	4,8	3,5	0,2	-0,2	...	...	...
Arabie saoudite	-4,1	3,2	7,6	3,7	0,0	0,1	6,7	6,9	3,7
Afrique subsaharienne	-1,6	4,6	3,8	4,0	0,0	0,0	...	...	...
Nigéria	-1,8	3,6	3,4	3,2	0,0	0,1	2,4	2,1	2,3
Afrique du Sud	-6,3	4,9	2,3	1,4	0,4	0,0	1,8	2,2	1,7
<i>Pour mémoire</i>									
Croissance mondiale calculée sur la base des taux de change du marché	-3,4	5,8	2,9	2,4	-0,6	-0,7	4,4	1,6	2,5
Union européenne	-5,8	5,4	2,8	1,6	-0,1	-0,9	4,9	0,9	2,8
Moyen-Orient et Afrique du Nord	-3,4	5,8	4,9	3,4	-0,1	-0,2	...	...	...
Pays émergents et pays à revenu intermédiaire	-2,2	7,0	3,5	3,8	-0,3	-0,5	4,3	2,0	4,7
Pays en développement à faible revenu	0,1	4,5	5,0	5,2	0,4	-0,2	...	...	...
Volume du commerce mondial (biens et services) 6/	-7,9	10,1	4,1	3,2	-0,9	-1,2	...	...	...
Pays avancés	-8,8	9,1	5,3	3,2	-0,3	-1,4	...	...	...
Pays émergents et pays en développement	-6,2	11,7	2,2	3,3	-1,8	-0,9	...	...	...
Cours des produits de base (en dollars)									
Pétrole 7/	-32,7	67,3	50,4	-12,3	-4,3	1,0	79,2	28,6	-13,4
Hors combustibles (moyenne fondée sur la pondération des importations mondiales de produits de base)	6,7	26,1	10,1	-3,5	-1,3	-1,0	16,4	5,7	-0,6
Prix à la consommation mondiaux 8/	3,2	4,7	8,3	5,7	0,9	0,9	5,6	8,3	4,1
Pays avancés 9/	0,7	3,1	6,6	3,3	0,9	0,8	4,9	6,3	2,3
Pays émergents et pays en développement 8/	5,2	5,9	9,5	7,3	0,8	0,8	6,1	10,0	5,7

Note : Il est supposé que les taux de change effectifs réels restent aux niveaux observés entre le 30 mai 2022 et le 27 juin 2022. Les pays sont classés sur la base de la taille de leur économie. Les données trimestrielles agrégées sont corrigées des variations saisonnières. PEM = Perspectives de l'économie mondiale.

1/ Écart basé sur les chiffres arrondis pour les prévisions des PEM actuelles et celles des PEM d'avril 2022. Les pays dont les prévisions ont été mises à jour par rapport à celles des PEM d'avril 2022 représentent environ 90 % du PIB mondial en parités de pouvoir d'achat.

2/ Pour la production mondiale (pays émergents et pays en développement), les estimations et projections trimestrielles représentent environ 90 % (80 %) de la production mondiale (des pays émergents et pays en développement) annuelle en parités de pouvoir d'achat.

3/ Hors G7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni) et pays de la zone euro.

4/ Pour l'Inde, les données et les prévisions sont présentées sur la base de l'exercice budgétaire, et le PIB, à partir de 2011, est basé sur le PIB aux prix du marché avec l'exercice 2011/12 comme année de référence; l'exercice 2021/2022 a débuté en avril 2021.

5/ Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Viet Nam.

6/ Moyenne simple des taux de croissance du volume des importations et des exportations (biens et services).

7/ Moyenne simple des cours U.K. Brent, Dubai Fateh et West Texas Intermediate. Le cours moyen du pétrole en 2021 était de 69,07 dollars le baril ; les hypothèses retenues, sur la base des marchés à terme (au 29 juin 2022), sont les suivantes : 103,88 dollars le baril pour 2022 et 91,07 dollars pour 2023.

8/ Hors Venezuela.

9/ Le taux d'inflation est de 7,7 % en 2022 et 3,0 % en 2023 pour les États-Unis ; de 1,9 % en 2022 et 1,3 % en 2023 pour le Japon ; de 7,3 % en 2022 et 3,9 % en 2023 pour la zone euro.

Commerce mondial : En 2022 et 2023, le commerce mondial va vraisemblablement ralentir davantage que prévu, sous l'effet du recul de la demande mondiale et des problèmes sur les chaînes d'approvisionnement. De plus, l'appréciation du dollar en 2022 — de 5 % environ en termes effectifs nominaux en juin par rapport à décembre 2021 — a sans doute ralenti la croissance du commerce mondial, compte tenu du rôle dominant du dollar dans la facturation des échanges commerciaux ainsi que des effets financiers et des effets de bilan négatifs sur la demande et les importations dans les pays endettés en dollars.

2.2 Risques de dégradation

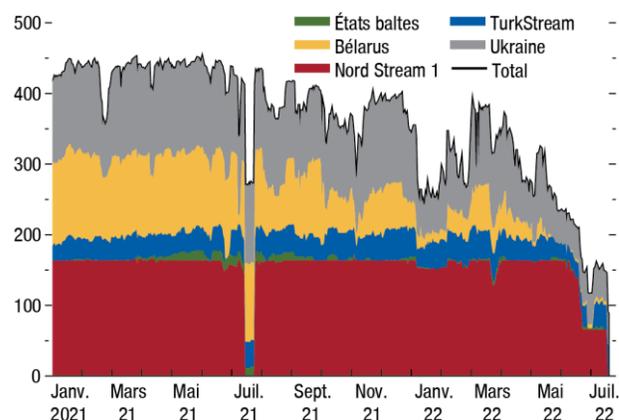
Les aléas sont nettement négatifs, sous l'effet d'une vaste gamme de facteurs qui risquent d'être préjudiciables aux résultats de l'économie mondiale. Les suivants sont particulièrement préoccupants.

La guerre en Ukraine augmente davantage les prix de l'énergie. Depuis avril 2022, le volume du gaz russe fourni par gazoduc à l'Europe a fortement diminué pour atteindre 40 % environ du niveau de l'année dernière (graphique 6), ce qui se traduit par des révisions à la baisse des dernières prévisions par rapport à celles d'avril. Les dernières prévisions de référence tiennent également compte de l'attente que ce volume reculera encore pour atteindre un faible niveau d'ici au milieu de 2024, conformément aux objectifs d'indépendance énergétique des principaux pays européens. Une grande incertitude entoure cependant le volume de l'offre de gaz en 2022 et 2023. Un arrêt total des exportations de gaz russe vers les pays européens en 2022 pourrait sensiblement accroître l'inflation dans le monde entier du fait de la hausse des prix énergétiques. En Europe, il pourrait contraindre à un rationnement de l'énergie qui pèserait sur les grands secteurs industriels, et réduirait fortement la croissance dans la zone euro en 2022 et 2023, avec des effets de contagion transfrontaliers négatifs.

L'inflation demeure obstinément élevée. Il est généralement attendu que l'inflation se rapproche de ses niveaux enregistrés avant la pandémie d'ici la fin de 2024. Plusieurs facteurs pourraient cependant la faire continuer sur sa lancée et augmenter les anticipations à plus long terme. D'autres chocs liés à l'offre sur les prix des produits alimentaires et de l'énergie provoqués par la guerre en Ukraine pourraient fortement accroître l'inflation globale et se répercuter sur l'inflation hors alimentation et énergie, déclenchant un nouveau durcissement de la politique monétaire. Ces chocs, s'ils sont suffisamment graves, entraîneraient une récession accompagnée d'une inflation élevée et en hausse, un phénomène dit de « stagflation », qui ne fait cependant pas partie du scénario de référence. La pénurie de main-d'œuvre est historiquement forte dans plusieurs pays et les travailleurs pourraient être de plus en plus nombreux à exiger que les augmentations passées du coût de la vie soient compensées. Les entreprises pourraient avoir une certaine capacité à absorber une hausse des coûts de main-d'œuvre en réduisant leur marge bénéficiaire, en particulier si les hausses de prix ont précédé l'inflation salariale, ou si elles évoluent dans des secteurs ou des lieux où les entreprises ont un pouvoir de monopsonie. Si toutefois elles ne sont pas en mesure de le faire, l'inflation pourrait augmenter encore davantage, ce qui risque de déclencher une boucle prix-salaires. Il est également possible que les décideurs sous-estiment l'ampleur de la pénurie de main-d'œuvre et ses conséquences sur l'inflation, ou ne durcissent pas suffisamment les politiques, et par conséquent ne parviennent pas à empêcher un désancrage des anticipations d'inflation à long terme. De même, il se

Graphique 6. Baisse du volume de gaz russe acheminé par gazoduc vers l'UE

(En millions de mètres cubes par jour)



Sources : European Network of Transmission System Operators for Gas ; Gas Transmission System Operator of Ukraine ; calculs des services du FMI.

Note : Les dernières données disponibles datent du 12 juillet 2022. Les données récentes sont provisoires. UE = Union européenne.

peut que les prix soient devenus plus sensibles à l'évolution de la demande alors que davantage de ressources productives de l'économie sont utilisées (en d'autres termes, la partie pertinente de la courbe d'offre est inélastique). Dans ce cas, une hausse rapide de l'inflation peut être suivie par une baisse tout aussi soudaine si la politique monétaire se resserre trop.

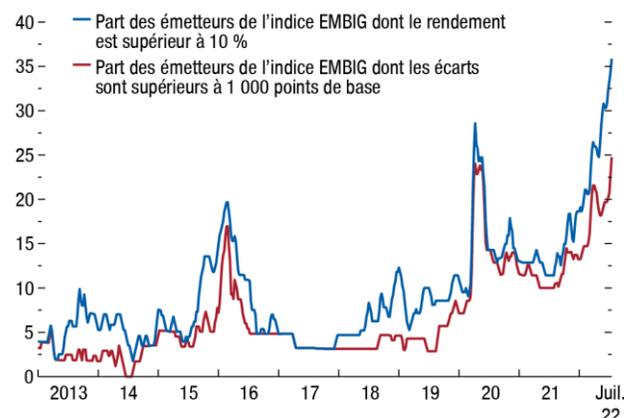
La désinflation est plus coûteuse que prévu. Les principales banques centrales ont réagi à la hausse de l'inflation en augmentant les taux d'intérêt. Il est cependant difficile de quantifier avec certitude le resserrement de la politique monétaire nécessaire pour réduire l'inflation sans provoquer une récession. Un certain nombre de facteurs ont agi sur le coût économique d'épisodes passés de désinflation, notamment le niveau initial d'inflation et les anticipations d'inflation, la rigidité des salaires et des prix, la réaction des prix et des salaires à une chute de la demande et l'orientation de la politique budgétaire. Si l'évolution de ces facteurs surprend les décideurs ou s'ils apprécient mal l'orientation appropriée de la politique économique, notamment le niveau des taux d'intérêt neutres, l'ajustement à la désinflation à venir pourrait provoquer plus de bouleversements qu'on ne le prévoit actuellement. Les épisodes passés de désinflation associée à un durcissement de la politique monétaire comme ceux qu'ont connus les pays avancés au début des années 80 étaient souvent coûteux, et l'inflation était souvent maîtrisée au prix d'un chômage élevé. Aujourd'hui, une inflation plus basse au départ, des anticipations d'inflation plus faibles et mieux ancrées et une plus grande souplesse des marchés du travail et des produits dans les pays avancés permettent de penser que les coûts pourraient être moindres. Un endettement des entreprises et des États pourrait cependant amplifier les effets du durcissement de la politique monétaire et influencer sur la volonté des banques centrales à agir résolument face à l'inflation, les coûts de production risquant d'augmenter à moyen terme si les anticipations d'inflation s'accroissent sensiblement, ce qui entraînerait des hausses de taux d'intérêt plus marquées. Le risque de récession est particulièrement notable en 2023, alors que la croissance de plusieurs pays devrait atteindre son plus bas niveau, que l'épargne accumulée par les ménages durant la pandémie aura décliné et que des chocs même faibles pourraient faire stagner les économies de certains pays. Ainsi, d'après les dernières prévisions, aux États-Unis, la croissance réelle du PIB ne dépassera pas 0,6 % au quatrième trimestre 2023 en glissement annuel, et il sera donc de plus en plus difficile d'éviter une récession (tableau 1). Dans un certain nombre de pays avancés, la hausse des taux d'intérêt conjuguée à une faible croissance dégradera la dynamique de la dette et creusera les écarts de rendement sur les obligations souveraines et d'entreprises, en particulier dans les pays très endettés. En effet, le durcissement des conditions financières contribue déjà à une divergence des taux des emprunts et suscite des préoccupations quant au risque de « fragmentation financière » dans la zone euro, susceptible d'entraver la transmission de la politique monétaire.

Un durcissement des conditions financières entraîne un surendettement des pays émergents et des pays en développement. Alors que les banques centrales des pays avancés relèvent les taux d'intérêt pour combattre l'inflation, les conditions financières continueront de se durcir dans le monde entier. L'augmentation des coûts de l'emprunt qui en résultera aura pour effet, si les politiques monétaires intérieures ne se resserrent pas dans les mêmes proportions, d'exercer des pressions sur les réserves de change et de provoquer une dépréciation par rapport au dollar, ce qui créera des pertes de valorisation des bilans dans les pays dont la dette nette est libellée en dollars. Ces difficultés surviendront à un moment où la situation financière de nombreux pays est déjà tendue, ce qui réduit leur marge de manœuvre pour

prendre des mesures de soutien budgétaire, 60 % des pays à faible revenu présentant un risque élevé de surendettement ou étant déjà en situation de surendettement (restructuration de la dette ou accumulation d'arriérés) contre un cinquième d'entre eux environ il y a dix ans³. Une fuite de capitaux généralisée depuis les pays émergents et les pays en développement pourrait amplifier ce risque. Les écarts de rendement sur les obligations des pays émergents augmentent déjà (graphique 7). La hausse du coût de l'emprunt, conjuguée à une inflation élevée et à un ralentissement de la croissance, rappelle la situation des années 70 et du début des années 80. Dans les années 70, les excédents des exportateurs de pétrole, obtenus grâce à la hausse des prix de l'énergie, ont stimulé le financement des marchés obligataires dans les pays émergents. Les banques centrales ont durci leur politique au début des années 80 pour lutter contre une inflation élevée, ce qui a donné lieu à des ajustements extérieurs désordonnés et, dans certains cas, à des défauts de remboursement de la dette, en particulier en Amérique latine. Des chocs analogues qui se produiraient aujourd'hui pourraient-ils créer de tels déséquilibres ? Bien que la source du choc énergétique soit assez semblable dans les deux cas, elle se distingue par plusieurs différences importantes. Premièrement, la hausse du prix réel du pétrole est inférieure aujourd'hui et la production mondiale est moins tributaire du pétrole qu'auparavant. Deuxièmement, le durcissement de la politique a commencé plus tôt dans l'épisode actuel, y compris dans certains pays émergents et pays en développement, où les cadres de politique monétaire étaient également, de façon générale, plus solides que par le passé. Enfin, troisièmement, cette fois, les pétrodollars recyclés ont eu moins de temps pour entraîner des déséquilibres dans les pays émergents et les pays en développement. Malgré cette évolution positive, une exposition accrue à d'autres grands créanciers bilatéraux et la pandémie récente ont créé de nouveaux facteurs de vulnérabilité en augmentant la dette publique et en fragilisant toute croissance potentielle future dans de nombreux pays.

Graphique 7. Endettement des pays émergents : facteurs de vulnérabilité croissants

(En pourcentage, moyenne sur 3 semaines)



Sources : Bloomberg Finance L.P. ; J.P. Morgan Emerging Market Bond Index ; calculs des services du FMI.

Note : EMBIG = Emerging Market Bond Index Global (indice global des obligations des pays émergents).

Le ralentissement persiste en Chine. Le scénario de référence prévoit un redressement après les confinements au deuxième semestre 2022, avec une croissance globale du PIB de 3,3 % en 2022 et de 4,6 % en 2023. Il est possible que la croissance dépasse les prévisions, notamment avec l'annonce d'un soutien budgétaire important et un aménagement de la stratégie « zéro-COVID » des autorités afin de réduire les arbitrages liés à la croissance, en tirant profit du succès de la campagne d'accélération du déploiement des injections de rappel. Parmi les aléas négatifs, on peut citer des flambées de plus grande ampleur de variants plus contagieux qui déclenchent de nouveaux confinements généralisés dans le cadre de la stratégie « zéro-COVID ». En outre, des ajustements

³Guillaume Chabert, Martin Cerisola et Dalia Hakura, « Restructuring Debt of Poorer Nations Requires More Efficient Coordination » *IMFBlog*, 7 avril 2022.

différés des prix et des bilans dans le secteur de l'immobilier pourraient provoquer une crise soudaine et plus vaste, ou un ajustement prolongé, qui auraient des retombées macrobudgétaires plus larges. Un ralentissement durable en Chine aurait de fortes répercussions dans le monde entier, dont la nature sera fonction de l'équilibre des facteurs à la fois du côté de l'offre et de la demande. Ainsi, un nouveau resserrement des goulets d'étranglement de l'offre pourrait faire augmenter les prix des biens de consommation dans le monde entier, mais une baisse de la demande atténuerait les pressions sur les produits de base et l'inflation des biens intermédiaires.

La hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie a provoqué des difficultés, des famines et des troubles sur une grande échelle. L'énergie et les denrées alimentaires étant des biens essentiels qu'il est difficile de remplacer, la hausse de leur prix est particulièrement pénible pour les ménages. Lorsque le prix d'autres produits tels que le matériel électronique, l'ameublement ou les loisirs augmentent, les familles peuvent tout simplement réduire, voire cesser, leur consommation. C'est beaucoup plus difficile en ce qui concerne l'alimentation, le chauffage et les transports, souvent essentiels pour gagner sa vie. La situation actuelle constitue donc une menace non seulement pour la stabilité économique, mais aussi pour la stabilité sociale. Les troubles s'accroissent depuis la fin de la phase aigüe de la pandémie, ce qui cadre avec des études du FMI qui montrent qu'il y a moins de troubles durant les pandémies⁴ et que la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie sont des signes avant-coureurs robustes de troubles⁵. Bien que les désordres ne soient pas inévitables, le lien entre les prix et la stabilité sociale signifie que de nouveaux obstacles aux échanges, ou de mauvaises récoltes à cause de chaleurs extrêmes et de pénuries d'engrais, risquent de créer des souffrances accrues, des famines ou des tensions. On pourrait atténuer ces risques en allégeant les difficultés logistiques dues à l'invasion de l'Ukraine, y compris le blocus de la mer Noire.

L'économie mondiale se fragmente encore plus. Les perspectives à moyen terme sont exposées à un risque grave, à savoir que la guerre en Ukraine contribue à fragmenter l'économie mondiale en blocs géopolitiques dotés chacun de ses normes technologiques, de ses systèmes de paiement transfrontaliers et de sa monnaie de réserve. Jusqu'à présent, on observe peu de signes de relocalisation, et le commerce mondial a été plus résilient que prévu depuis le début de la pandémie. En outre, la fragmentation peut réduire l'efficacité de la coopération multilatérale dans la lutte contre le changement climatique, avec le risque supplémentaire que la crise alimentaire en cours devienne la norme.

2.3 Effet quantitatif : autre scénario à l'échelle mondiale

Réduction des exportations de combustibles fossiles, augmentation des anticipations d'inflation et durcissement des conditions financières : Les décideurs doivent cerner les sources potentielles de risques, mais ont aussi une préoccupation majeure, à savoir évaluer leur effet probable sur l'économie mondiale. Cette section traite de cette question à l'aide du modèle du Groupe des Vingt (G20) du FMI pour analyser les effets économiques de la concrétisation de quatre risques de dégradation particulièrement pertinents et plausibles :

⁴Philip Barrett et Sophia Chen, « Social Repercussions of Pandemics », IMF Working Paper 21/21, Fonds monétaire international, Washington, DC.

⁵Chris Redl et Sandie Hlatshwayo, « Forecasting Social Unrest: A Machine Learning Approach », IMF Working Paper 21/263, Fonds monétaire international, Washington, DC.

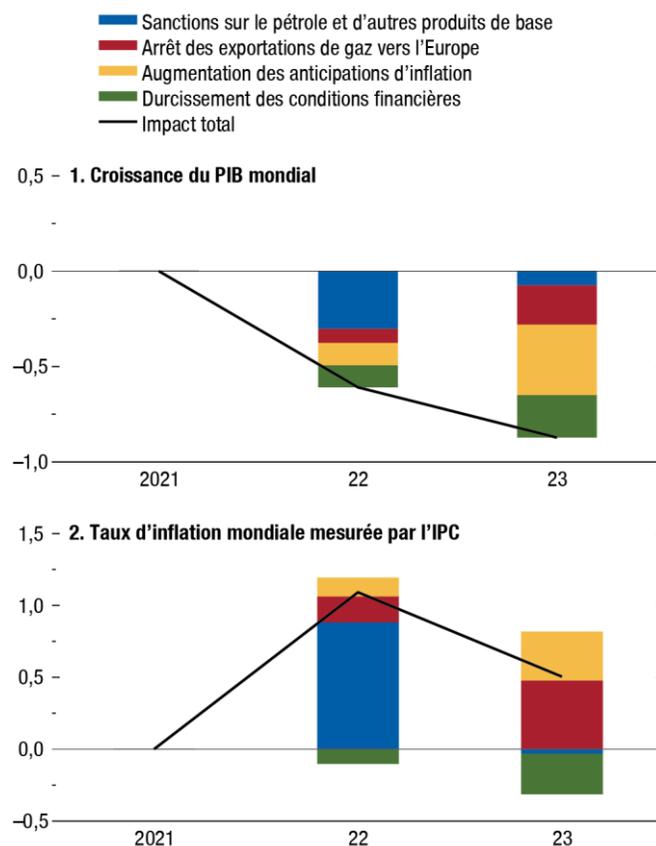
- Des sanctions de plus en plus sévères font chuter les exportations de pétrole russe de 30 % de plus par rapport au scénario de référence à partir du deuxième semestre 2022.
- Les exportations de gaz russe vers l'Europe cessent totalement d'ici la fin de 2022, soit parce que les pays européens interdisent les importations, soit parce que la Russie réduit son offre.
- Les anticipations d'inflation restent plus durablement élevées.
- Les conditions financières se durcissent, sous l'effet à la fois de la réaction des décideurs à la hausse de l'inflation et des préoccupations des investisseurs, ce qui augmente les primes de risque souveraines et des entreprises et les primes d'échéance.

Baisse de la production et hausse de l'inflation à l'échelle mondiale : Le graphique 8 illustre l'effet global de ces chocs sur l'économie mondiale. La croissance mondiale reculerait d'environ 0,6 point de pourcentage et de 0,9 point de pourcentage en 2022 et 2023, respectivement, par rapport aux projections de référence, pour atteindre environ 2,6 % et 2,0 % en 2022 et 2023, respectivement.

Une croissance annuelle aussi faible était rare autrefois (la croissance mondiale a été inférieure à 2 % à cinq reprises seulement depuis 1970). Les conséquences directes des restrictions sur les combustibles fossiles représenteraient deux cinquièmes environ de la baisse totale du PIB par rapport au scénario de référence (1,5 % d'ici à 2023), la hausse des anticipations d'inflation et le durcissement des conditions financières étant respectivement responsables d'environ un tiers et un quart. Les marchés internationaux des produits de base réagiraient eux aussi fortement, la réduction de l'offre mondiale de pétrole augmentant les prix de 30 % environ. En ce qui concerne le gaz, la part plus importante de la Russie dans l'offre mondiale et les réseaux de distribution moins souples rendraient la réaction plus spectaculaire, avec des prix flambant de près de 200 %. L'incidence sur l'inflation des prix à la consommation dépendrait de la force relative des divers chocs à différents horizons. À court terme, l'effet direct de la hausse des prix et des anticipations d'inflation relèverait l'inflation d'environ un point de pourcentage. Par la suite, la baisse de la demande et le durcissement des conditions financières domineraient, ce qui atténuerait les effets inflationnistes en 2023 et après.

L'Europe la plus durement touchée : Dans ce scénario, le choc aurait de vastes répercussions, car la hausse des cours internationaux des produits de base et le durcissement des conditions monétaires et financières frapperait pratiquement tous les pays, mais dans des mesures différentes. L'Europe

Graphique 8. Autre scénario à l'échelle mondiale
(Écart en points de pourcentage par rapport au scénario de référence)



Sources : FMI, simulation à l'aide du modèle du Groupe des Vingt ; calculs des services du FMI.
Note : IPC = indice des prix à la consommation.

serait particulièrement touchée dans ce scénario, la croissance de l'Union européenne en 2023 étant inférieure de 1,3 point de pourcentage au scénario de référence, ce qui supposerait une croissance régionale proche de zéro⁶.

Priorités de l'action publique

Rétablir la stabilité des prix tout en protégeant les couches vulnérables de la population : Pour l'heure, la principale priorité de l'action publique est de maîtriser l'inflation, car la stabilité des prix est une condition préalable à une croissance durable du bien-être économique et de la stabilité financière. Le dosage approprié de politiques monétaires, budgétaires et structurelles visant à réduire l'inflation diffère selon les pays en fonction de la source et de l'ampleur des pressions sur les prix :

- Les pays dans lesquels l'inflation sous-jacente et les anticipations d'inflation ont augmenté durablement et sensiblement au-dessus des niveaux cibles doivent prendre des mesures résolues afin de durcir la politique monétaire, alors que les banques centrales réduisent leur bilan et augmentent les taux d'intérêt réels. À court terme, ces mesures réduisent l'inflation au prix d'un ralentissement de l'activité réelle, d'une hausse du chômage et d'une diminution des salaires. Les personnes qui ont souffert le plus directement ces dernières années — celles dont les salaires sont faibles, qui occupent des emplois précaires et dont l'épargne ou l'accès au crédit sont limités — ont de fortes chances de sentir le plus l'effet d'un ralentissement. Le souci de protéger les catégories les plus vulnérables et de réduire le coût économique, ainsi que de limiter les conséquences sur le prix des actifs, peut sembler être une raison valable de ralentir le durcissement de la politique monétaire. Toutefois, une telle approche gradualiste serait probablement contreproductive, car rien n'indique qu'elle limiterait le coût de la désinflation. Le rétablissement d'une inflation faible et stable avant un désancrage des anticipations créerait un climat propice à l'investissement et la croissance et éviterait la nécessité d'un ajustement ultérieur plus soudain et déstabilisant.
- En période de désinflation, la politique budgétaire a un rôle particulier à jouer en protégeant les plus vulnérables des effets du ralentissement nécessaire de l'activité économique à l'aide de transferts budgétaires ciblés et temporaires. Chaque fois que possible, cette protection sera assurée via des stabilisateurs automatiques (voir les éditions des *Perspectives de l'économie mondiales* et du *Moniteur des finances publiques* d'avril 2020). De plus, pour compléter le rôle de la politique monétaire dans le durcissement de l'orientation globale de la politique macroéconomique, tout changement de la politique budgétaire doit être sans effet sur le budget (au minimum) en termes corrigés des variations cycliques et s'inscrire dans un cadre budgétaire à moyen terme crédible et compatible avec une dette soutenable. Alors qu'une modération salariale dans le secteur public peut alléger les pressions inflationnistes, il faut, de

⁶ Les conséquences sur le PIB d'un arrêt de la fourniture de gaz russe en Europe sont entourées d'une incertitude considérable. Elles pourraient être particulièrement lourdes dans un certain nombre de pays d'Europe centrale et orientale, où les importations de gaz russe représentent une part significative de la consommation énergétique et où les contraintes infrastructurelles empêcheraient d'importer suffisamment d'autres pays que la Russie (essentiellement du gaz naturel liquéfié) à court terme. Les mesures qui retardent sensiblement ou empêchent la répercussion des prix du gaz sur les prix de détail pour les ménages concentreraient l'ajustement de la demande sur l'industrie, ce qui amplifierait les conséquences sur la production. Flanagan, M., Kammer A., Pescatori A. et Stuermer, M., 2022. [Comment l'arrêt des livraisons de gaz naturel russe pourrait peser sur les économies européennes.](#)

façon générale, éviter de prendre des mesures qui visent essentiellement à limiter directement les prix et les salaires dans le secteur privé, car elles se sont souvent révélées coûteuses et inefficaces par le passé.

- Des réformes structurelles peuvent également contribuer à maîtriser l'inflation en augmentant l'offre globale, même si elles ont peu de chances d'avoir un effet rapide sur l'inflation. Les mesures visant à augmenter la main-d'œuvre disponible, notamment une hausse des crédits d'impôt sur le revenu du travail, une augmentation des financements des garderies, une amélioration de l'accès aux vaccins et aux traitements contre la COVID-19 et des réformes des voies d'immigration stimuleraient la productivité et les revenus réels et contribueraient à réduire l'inflation. Dans les pays émergents et les pays en développement, une amélioration du climat des affaires, des investissements verts et une transition numérique peuvent également accroître l'offre globale.

Se préparer à un resserrement du crédit et à l'instabilité financière : Le resserrement des conditions monétaires affectera les marchés financiers mondiaux et exigera une action sur plusieurs fronts. Avec la hausse des taux d'intérêt, les institutions financières bénéficient d'un revenu net plus élevé, mais subissent des pertes en raison de la diminution du nombre de prêts accordés et de l'augmentation des taux de défaut. L'équilibre entre ces facteurs déterminera la santé du secteur financier et l'utilisation appropriée d'outils macroprudentiels. Même dans le meilleur des cas, les entreprises risquent davantage de faire faillite lorsque l'activité ralentit : il est donc particulièrement utile de disposer de procédures et cadres de résolution efficaces et efficients pour les situations d'insolvabilité. Dans les pays où les banques sont exposées à des secteurs de plus en plus vulnérables, un renforcement des outils macroprudentiels pourrait se justifier. De même, la hausse des taux d'intérêt et la baisse des recettes fiscales pousseront certains emprunteurs souverains au surendettement. Or, les mécanismes de résolution du surendettement sont lents et imprévisibles, entravés par la difficulté d'obtenir des accords coordonnés de la part des divers créanciers qui se retrouvent en concurrence. Il est urgent d'améliorer la mise en œuvre du cadre commun du G20 pour garantir des restructurations rapides, efficaces et bien menées. La pression que le resserrement des conditions financières exercera sur les positions budgétaires et extérieures des pays entraînera probablement un renforcement du rôle du soutien des institutions multilatérales dans les années à venir. Lorsque la flexibilité des taux de change ne suffit pas à absorber les chocs externes, les décideurs doivent être prêts à agir, par exemple en intervenant sur le marché des changes ou en adoptant des mesures de gestion des flux de capitaux dans un scénario de crise. Lorsque les niveaux d'endettement sont élevés, les États doivent réduire de manière préventive leur dépendance à l'égard de l'emprunt en devises étrangères. Un accès rapide et fiable à des liquidités en monnaie de réserve, y compris dans le cadre des accords de précaution et de décaissement du FMI, accorde aux pays un répit pour mettre en œuvre de manière méthodique des mesures d'ajustement. Cette coopération internationale constitue un filet de sécurité essentiel, non seulement pour les différents pays, mais également pour l'économie mondiale, en empêchant la propagation des crises. Dans la zone euro, il est pertinent que la Banque centrale européenne envisage d'adopter un instrument anti-fragmentation judicieusement conçu pour s'attaquer au risque de fragmentation financière. Cet instrument viendrait compléter l'instrument existant des opérations monétaires conditionnelles sur titres et le programme de prêts du mécanisme européen de stabilité. De plus, il faciliterait davantage la fixation des taux d'intérêt directeurs en

fonction des conditions macroéconomiques à l'échelle de la zone euro. Cependant, cet outil ne doit pas fausser les marchés au point que les prix ne rendent pas compte des risques fondamentaux.

S'attaquer à la crise alimentaire et à la crise énergétique : Au-delà de l'inflation généralisée, les difficultés spécifiques sur les marchés des denrées alimentaires et de l'énergie nécessiteront des interventions distinctes. Mettre fin à l'invasion de l'Ukraine et au blocus de la mer Noire permettrait d'augmenter l'offre de produits de base sur les marchés mondiaux. Par ailleurs, les États ne devraient pas chercher à amasser des denrées alimentaires et de l'énergie, mais plutôt s'efforcer de lever les obstacles au commerce, tels que les interdictions d'exportation de denrées alimentaires, qui sont appliquées dans l'intention de prévenir les pénuries nationales, mais, qui, dans les faits, font grimper les prix mondiaux. Afin de répondre aux préoccupations en matière de sécurité alimentaire, les membres de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) ont décidé en juin 2022, lors de la douzième Conférence ministérielle de l'OMC, d'exempter les achats du Programme alimentaire mondial des restrictions à l'exportation. De manière générale, les États devraient permettre la libre fluctuation des prix : des prix élevés sont une indication importante de la rareté d'une ressource et encouragent son utilisation rationnelle et sa production. Les contrôles visant à maintenir les prix des denrées alimentaires et des carburants à un bas niveau pour tous, quelle que soit la capacité de paiement de chacun, peuvent inciter à la surconsommation de produits coûteux aux dépens du bien public et, en comprimant les marges des détaillants, réduire l'offre de manière contre-productive. Dans le passé, le contrôle des prix n'a pas permis à lui seul de réduire durablement le coût de la vie (le contrôle des prix aux États-Unis en 1971 en est un exemple). En revanche, il peut être très efficace de compenser l'impact sur le niveau de vie par des transferts d'argent ciblés en faveur de personnes à faibles revenus ou courant des risques particulièrement élevés en cas de pénurie alimentaire ou énergétique (comme les enfants et les personnes âgées). Les pays qui ne disposent pas de filets de sécurité suffisamment solides pour soutenir les plus vulnérables peuvent étendre leurs programmes existants les plus efficaces, en augmentant les niveaux et la couverture des prestations selon les besoins. Les pays qui subventionnent aujourd'hui l'énergie ou les denrées alimentaires devraient répercuter progressivement les prix internationaux sur les consommateurs, tout en s'engageant à supprimer les subventions dans les années à venir. Lorsque la sécurité alimentaire est en jeu et que toutes les autres options ont été épuisées, les États peuvent envisager d'autres mesures temporaires, telles que la subvention des prix ou la distribution directe d'aliments de base, si nécessaire⁷. Une aide temporaire aux entreprises dépendantes de l'énergie, sous la forme de prêts subventionnés ou partiellement garantis assortis d'un partage des risques avec les banques privées, peut également prévenir la faillite d'entreprises, préservant ainsi les chaînes d'approvisionnement et évitant les préjudices économiques en cascade.

Écarter les risques liés à la pandémie tout en limitant les perturbations économiques : Même si les lourds effets de la pandémie de COVID-19 s'estompent dans une grande partie du monde, il reste possible de réduire le coût, pour la société, de vivre avec le virus. Quelque 130 pays n'ont pas atteint l'objectif de vaccination de 70 % à la mi-2022 préconisé par la proposition du FMI pour mettre fin à la pandémie. Des inégalités similaires demeurent dans l'accès aux tests et aux traitements. La

⁷Voir David Amaglobeli, Emine Hanedar, Gee Hee Hong et Céline Thévenot, « *Fiscal Policy for Mitigating the Social Impact of High Energy and Food Prices* », Note 2022/001 du FMI, Fonds monétaire international, Washington.

vaccination universelle reste le meilleur bouclier contre la persistance de l'absentéisme pour raisons médicales et contre d'autres variants du virus : de vastes campagnes de santé publique devraient être menées pour encourager la vaccination. Les pouvoirs publics devraient également intensifier leurs efforts pour desserrer les goulets d'étranglement en matière d'approvisionnement et de distribution de vaccins et garantir un accès équitable aux traitements. Un soutien public reste essentiel pour assurer de meilleures réponses systématiques aux futures épidémies et pour promouvoir la recherche de nouvelles technologies vaccinales, y compris d'un vaccin plus largement efficace contre les différents coronavirus.

Faciliter la transition vers une économie à faible émission de carbone : Une action multilatérale urgente reste nécessaire pour atténuer le changement climatique. Cependant, la guerre en Ukraine et la flambée des prix de l'énergie ont poussé les États à se tourner vers les combustibles fossiles, tels que le charbon, comme mesure palliative. Les décideurs et les régulateurs doivent s'assurer que ces mesures sont temporaires et ne couvrent que les déficits énergétiques (et n'augmentent pas les émissions globales), et facilitent les investissements dans les énergies renouvelables qui réduiront les émissions. Il convient d'accélérer de toute urgence l'adoption de mesures climatiques crédibles et de grande ampleur pour accroître l'offre d'énergie verte. La crise énergétique montre également qu'une politique d'indépendance en matière d'énergie propre et verte est compatible avec les objectifs de sécurité nationale des pays. La politique budgétaire devrait faciliter la transition pour les ménages et les entreprises qui subissent l'essentiel des coûts de transition. Le fonds fiduciaire du FMI pour la résilience et la durabilité, récemment établi, peut également aider les pays à renforcer leur résilience face aux défis structurels à plus long terme, notamment le changement climatique et la capacité de réaction aux pandémies.

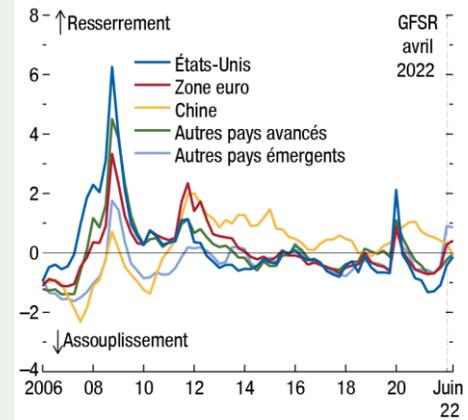
Les conditions financières mondiales ont connu un net resserrement depuis la publication de l'édition d'avril 2022 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde. Dans les pays émergents, elles se rapprochent désormais du pic de resserrement de mars 2020, mais elles ne sont remontées qu'aux niveaux moyens à long terme dans les pays avancés (graphique 1.1).

La hausse des taux d'intérêt et la baisse des valorisations des entreprises sont à l'origine de l'évolution observée dans les pays avancés. Une plus grande incertitude quant aux perspectives économiques a provoqué une forte volatilité des marchés, et la liquidité a été exceptionnellement faible tant sur les marchés des titres à revenu fixe que sur les marchés des actions. Dans la plupart des pays émergents, les conditions financières se sont fortement resserrées au printemps et sont maintenant plutôt restrictives par rapport à la norme. L'affaiblissement des monnaies et l'élargissement des écarts de financement en dollars ont fait grimper le coût des emprunts extérieurs, tandis que le resserrement de la politique monétaire s'est poursuivi pour lutter contre l'inflation. Les cryptoactifs ont fait l'objet de ventes massives qui ont entraîné des pertes importantes pour leurs véhicules d'investissement et provoqué l'effondrement de jetons indexés (*stablecoins*) algorithmiques et de fonds spéculatifs en cryptomonnaie. Cependant, les répercussions sur le système financier global ont été limitées jusqu'à présent.

Les rendements des obligations souveraines dans les pays avancés ont fortement augmenté à la suite d'actions et de communications énergiques de la part des banques centrales. Ces efforts ont eu pour but de maîtriser les pressions inflationnistes persistantes et d'empêcher un relâchement de l'ancrage des anticipations d'inflation. Les banques centrales ont relevé leurs taux directeurs de manière musclée, dans certains cas avec des hausses sans précédent depuis des décennies. En conséquence, la trajectoire des taux directeurs attendue par le marché s'est déplacée vers le haut dans tous les pays depuis la publication de l'édition d'avril du Rapport sur la stabilité financière dans le monde. Récemment, les taux mondiaux sont légèrement redescendus par rapport à leurs hausses antérieures, en grande partie à cause des craintes de récession (graphique 1.2).

Graphique 1.1. Conditions financières dans certaines régions

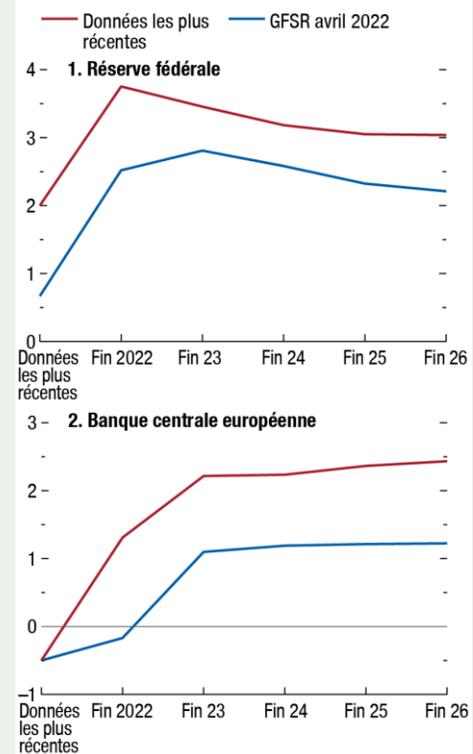
(Écarts-types par rapport à la médiane)



Sources : Bloomberg Finance L.P. ; calculs des services du FMI.
Note : GFSR = Rapport sur la stabilité financière dans le monde.

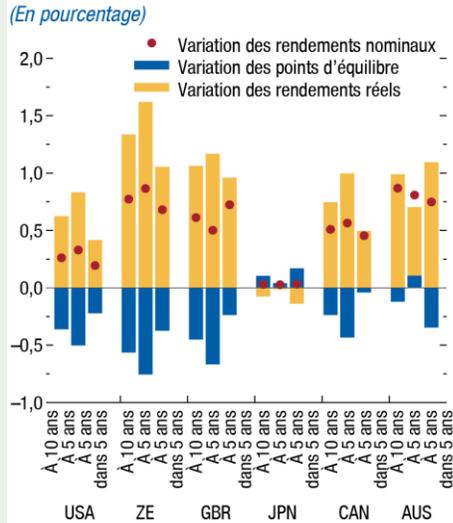
Graphique 1.2. Anticipations des taux directeurs : pays avancés

(En pourcentage)



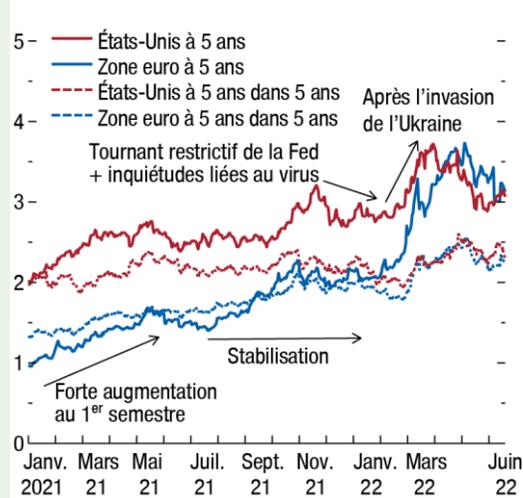
Sources : Bloomberg Finance L.P. ; calculs des services du FMI.
Note : GFSR = Rapport sur la stabilité financière dans le monde.

Graphique 1.3. Variation des rendements obligataires entre la dernière édition du GFSR et la fin du mois de juin
(En pourcentage)



Sources : Bloomberg Finance L.P. ; calculs des services du FMI.
Note : Les codes pays sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO). GFSR = Rapport sur la stabilité financière dans le monde ; ZE = zone euro.

Graphique 1.4. Points d'équilibre de l'inflation
(En pourcentage)

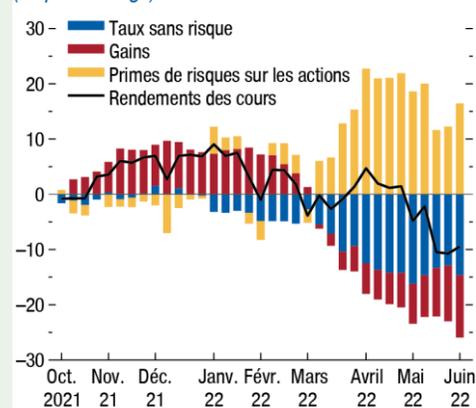


Sources : Bloomberg Finance L.P. ; calcul des services du FMI.
Note : Fed = Réserve fédérale.

La hausse des taux réels a été le principal moteur de l'augmentation des rendements obligataires, quelles que soient les échéances, dans les pays avancés, et la baisse des mesures des anticipations d'inflation basées sur les marchés a partiellement compensé les taux réels au cours de cette période. Alors que les anticipations d'inflation à plus long terme (à cinq ans dans cinq ans) sont restées relativement stables, à des niveaux élevés, les anticipations à cinq ans sont en grande partie revenues aux niveaux précédant l'invasion de l'Ukraine par la Russie, ce qui s'explique en partie par les préoccupations croissantes des investisseurs concernant le ralentissement de la demande globale à court et moyen terme. Compte tenu de ces inquiétudes, les anticipations des taux directeurs par les marchés signalent actuellement des baisses de taux en 2023 et 2024 dans certains pays avancés (graphiques 1.3 et 1.4).

L'appétit des investisseurs pour le risque s'est considérablement détérioré depuis la publication de l'édition du mois d'avril du Rapport sur la stabilité financière dans le monde. Dans un contexte de valorisations tendues dans un certain nombre de secteurs et de pays, les cours des actions ont fortement chuté (graphique 1.5). La hausse des taux d'intérêt a été un facteur important de la chute vertigineuse des cours des actions américaines (sur la base d'une décomposition par modèle ; voir le Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'octobre 2020). Les grandes entreprises ont fait état d'une contraction des

Graphique 1.5. Décomposition du rendement des actions américaines
(En pourcentage)



Sources : Bloomberg Finance L.P. ; calculs des services du FMI.
Note : Les rendements des prix sont les rendements cumulatifs de l'indice Standard & Poor's 500 depuis octobre 2021.

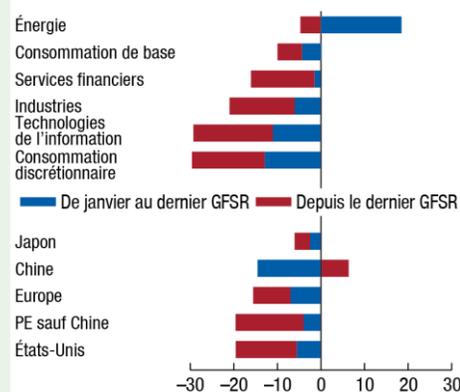
marges bénéficiaires en raison de la hausse des coûts, tandis que les révisions à la baisse des prévisions de gains par les analystes semblent s'accélérer en raison des inquiétudes sur les perspectives économiques. Les écarts de taux des obligations d'entreprises des pays avancés ont atteint leur niveau le plus élevé depuis deux ans. Les rendements des obligations d'entreprises, qui reflètent le coût des nouveaux financements, ont grimpé à leurs plus hauts niveaux depuis la crise financière mondiale. Les défauts de paiement des obligations à haut rendement au niveau mondial ont atteint des seuils historiquement bas, et ne devraient pas diminuer davantage. Les nouvelles émissions de dette ont nettement ralenti.

Les secteurs dont les valorisations sont considérées comme élevées, tels que la consommation discrétionnaire et les technologies de l'information, ont enregistré des baisses notables des cours de leurs actions depuis la publication du dernier Rapport sur la stabilité financière dans le monde (graphique 1.6).

Les secteurs cycliques (tels que les services financiers) et ceux qui sont sensibles aux coûts de l'énergie et des autres intrants (tels que les industries) ont également enregistré des baisses substantielles. Parmi toutes les régions, les marchés des actions aux États-Unis ont affiché de mauvais résultats, en partie en raison de leur composition sectorielle, après avoir été les premiers à se remettre de la pandémie. Les cours des actions ont également fortement chuté dans les pays émergents (à l'exception de la Chine) et en Europe. L'aversion pour le risque et les inquiétudes liées à la hausse des taux d'intérêt dans les pays avancés ont eu des retombées négatives sur les pays émergents. Les actions chinoises ont été peu touchées au deuxième trimestre 2022, mais les investisseurs sont restés prudents compte tenu des confinements et des préoccupations relatives à la croissance. Les marchés européens ont souffert de leur proximité avec la guerre en Ukraine et de leur exposition à la Russie. Au Japon, la dépréciation du yen et une politique monétaire accommodante ont favorisé les cours des actions.

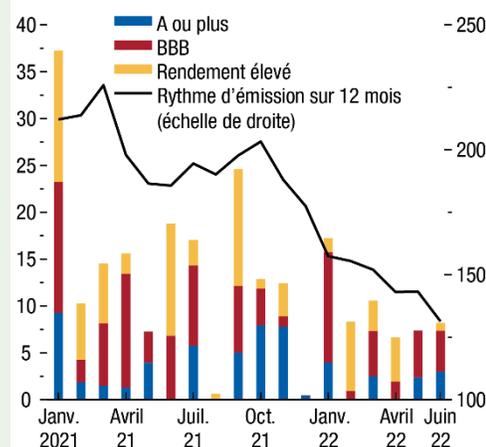
Avec la hausse des taux d'intérêt dans les pays avancés et le resserrement des conditions financières au niveau mondial, la vulnérabilité de la dette et les risques de financement augmentent pour les émetteurs des pays émergents, le resserrement étant particulièrement marqué pour les émetteurs moins bien notés (graphique 1.7). Les écarts pour les émetteurs de titres de qualité inférieure ont augmenté de 104 points de base depuis avril, et environ un tiers des emprunteurs des pays émergents ont maintenant des obligations dont le rendement dépasse 10 %, ce qui constitue un record après la crise financière mondiale. La détérioration des conditions a également affecté les

Graphique 1.6. Rendements des actions mondiales en 2022 par secteur et par région
(En pourcentage)



Sources : Bloomberg Finance L.P. ; calculs des services du FMI.
Note : GFSR = Rapport sur la stabilité financière dans le monde ; PE = pays émergents.

Graphique 1.7. Émissions souveraines des pays émergents
(En milliards de dollars)



Sources : Bond Radar ; calculs des services du FMI.

émissions en devises fortes, qui connaissent leur rythme le plus lent depuis 2015 et une baisse de plus de 40 % par rapport à 2021. Malgré le ralentissement, les émetteurs les mieux notés ont continué à accéder aux marchés des capitaux ces derniers mois, bien qu'avec des primes importantes et des échéances plus courtes. En revanche, de nombreux émetteurs moins bien notés ont, dans la pratique, été exclus du marché. Les flux de portefeuille vers des obligations et actions en monnaie locale ont également continué à subir une pression marquée, bien que de manière très hétérogène selon les pays. Jusqu'à présent, les investisseurs semblent continuer à différencier les pays émergents en fonction de leurs perspectives sur les plans de l'inflation et de la politique monétaire, ainsi que de leur exposition aux marchés des matières premières.

Cet encadré a été rédigé par la division analyse des marchés mondiaux au sein du département des marchés monétaires et de capitaux. Il rend compte de l'évolution des marchés depuis l'édition d'avril 2022 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde, qui s'appuyait sur des données arrêtées au 7 avril.