

L'économie mondiale reste résiliente, mais la croissance est inégale ; de nombreuses difficultés se profilent à l'horizon

La résilience de l'économie mondiale demeure remarquable : la croissance reste stable et l'inflation revient progressivement à sa cible. Les obstacles ont pourtant été nombreux. En effet, au lendemain de la pandémie, les chaînes d'approvisionnement connaissent des perturbations ; la Russie mène une guerre en Ukraine qui a son tour déclenche une crise énergétique et alimentaire mondiale ; l'inflation flambe et en réponse, la politique monétaire est resserrée de manière synchronisée partout dans le monde.

Toutefois, en dépit de bien des prédictions pessimistes, le monde a échappé à une récession, le système bancaire s'est montré globalement résilient et les principaux pays émergents et pays en développement n'ont pas connu d'arrêt brutal de l'activité. De plus, malgré sa sévérité et la crise du coût de la vie qu'elle a engendrée, la poussée de l'inflation n'a pas provoqué de spirales prix-salaires non maîtrisées (voir l'édition d'octobre 2022 des *Perspectives de l'économie mondiale*). Au contraire, l'inflation continue de baisser quasiment aussi vite qu'elle n'a augmenté.

En glissement annuel, la croissance mondiale a atteint son point le plus bas, 2,3 %, à la fin de 2022, peu après que le taux médian d'inflation globale eut atteint un pic de 9,4 %. D'après les dernières projections, la croissance pour 2024 et 2025 restera stable autour de 3,2 %, et le taux médian d'inflation globale baissera, passant de 2,8 % à la fin de 2024 à 2,4 % à la fin de 2025. La plupart des indicateurs semblent annoncer un atterrissage en douceur.

La réaction des marchés à la perspective d'un desserrement de la politique monétaire par les banques centrales fut manifeste. Les conditions financières se sont assouplies, la valorisation des actions est montée en flèche, les flux de capitaux vers la plupart des pays émergents et des pays en développement, à l'exception de la Chine, ont été dynamiques et certains pays préémergents et pays à faible revenu ont regagné un accès aux marchés (voir l'édition d'avril 2024 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde).

Plus encourageant encore, selon nos estimations, les séquelles économiques de la pandémie (soit la baisse attendue de la production par rapport aux projections d'avant la pandémie) seront moins graves que nous ne le craignons pour la plupart des pays et régions, en particulier pour les pays émergents, notamment grâce à une solide croissance de l'emploi. Étonnamment, l'économie des États-Unis a déjà surpassé la tendance pré-pandémique.

La résilience de la croissance et l'accélération de la désinflation s'expliquent par l'évolution favorable de l'offre, notamment la dissipation des chocs sur les prix de l'énergie et le rebond marqué de l'offre de main-d'œuvre soutenu par des flux d'immigration importants dans de nombreux pays avancés. Des mesures décisives sur le plan de la politique monétaire, ainsi qu'une amélioration des cadres d'action en la matière et dans d'autres domaines, en particulier dans les pays émergents et les pays en développement, ont contribué à ancrer les anticipations d'inflation. Comme le soutient le chapitre 2 du présent rapport, il se peut toutefois que la transmission de la politique monétaire ait été plus modérée dans des pays comme les États-Unis, où la part croissante de crédits hypothécaires à taux fixe et le moindre taux d'endettement des ménages depuis la crise financière mondiale pourraient avoir jusqu'ici amorti l'impact sur la demande globale.

Malgré ces évolutions bienvenues, de nombreuses difficultés persistent et des mesures décisives s'imposent.

Premièrement, bien que les tendances de l'inflation soient encourageantes, il reste encore du chemin à parcourir. La hausse qu'indiquent les derniers taux d'inflation globale et d'inflation hors énergie et alimentation est quelque peu préoccupante. Cela pourrait être temporaire, mais la vigilance reste de mise. Les progrès sur le plan de l'inflation sont en grande partie imputables à la baisse des prix de l'énergie et de l'inflation des biens en deçà de sa moyenne historique. Cette dernière a été favorisée tant par l'atténuation des perturbations de la chaîne d'approvisionnement que par la baisse des prix à l'exportation depuis la Chine. En revanche, l'inflation des services reste élevée (obstinément élevée dans certains cas), ce qui pourrait faire dérailler la désinflation. La priorité reste donc de ramener l'inflation à la cible fixée.

Deuxièmement, cette vue d'ensemble peut masquer de grandes disparités entre les pays. Certes, la récente performance exceptionnelle des États-Unis est impressionnante et constitue un vrai moteur de croissance mondiale, mais elle est fortement tributaire de facteurs relatifs à la demande, dont une orientation budgétaire incompatible avec une viabilité des finances publiques à long terme (voir l'édition d'avril 2024 du *Moniteur des finances publiques*). Ceci fait peser des risques, à court terme, sur le processus de désinflation et, à plus long terme, sur la santé budgétaire et la stabilité financière de l'économie mondiale en contribuant potentiellement à la hausse des coûts de financement. Il faudra procéder à des arbitrages.

Dans la zone euro, la croissance s'accéléra cette année, mais à partir de niveaux très bas : les effets prolongés d'une politique monétaire restrictive et des coûts antérieurs de l'énergie, ainsi que le rééquilibrage budgétaire prévu, freinent l'activité économique. Si la croissance des salaires reste élevée et que l'inflation des services persiste, le retour de l'inflation au niveau cible pourrait être retardé. Toutefois, contrairement aux États-Unis, on ne voit guère de signe de surchauffe et la Banque centrale européenne devra orchestrer avec soin un assouplissement monétaire progressif afin d'éviter un ralentissement excessif de la croissance et une inflation inférieure à l'objectif fixé. La solidité apparente des marchés du travail pourrait être illusoire s'il s'avère que les entreprises européennes thésaurisent la main-d'œuvre en prévision d'une reprise de l'activité et que cette dernière finit par ne pas se concrétiser.

L'économie chinoise pâtit d'un fléchissement persistant de son secteur immobilier. Les phases d'essor et d'effondrement du crédit ne se résolvent jamais rapidement et celle-ci ne fait pas exception. La demande intérieure demeurera léthargique pour quelque temps encore, à moins que des mesures et des réformes décisives ne s'attaquent aux causes profondes. La dynamique de la dette publique n'est guère rassurante non plus, surtout si la crise immobilière se mue en crise des finances publiques des administrations locales. La contraction de la demande intérieure pourrait provoquer une hausse des excédents extérieurs. Cela risque d'exacerber les tensions commerciales dans un contexte géopolitique déjà tendu.

En même temps, beaucoup d'autres pays émergents et de pays en développement ont le vent en poupe, certains surfant sur la reconfiguration des chaînes d'approvisionnement mondiales et la montée des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis. Comme le montre le chapitre 4 du présent rapport, l'empreinte de ces pays

sur l'économie mondiale s'étend et leur rôle dans la croissance mondiale ira grandissant dans les années à venir.

La divergence croissante entre beaucoup de pays en développement à faible revenu et le reste du monde est inquiétante. La croissance de ces pays est révisée à la baisse, tandis que leur inflation est révisée à la hausse. Pire encore, contrairement à la plupart des autres régions, les estimations relatives aux séquelles économiques subies par les pays en développement à faible revenu, y compris certains de grande taille, ont été révisées à la hausse, ce qui indique que les pays les plus pauvres peinent encore à tourner la page de la pandémie et de la crise du coût de la vie. En outre, les conflits continuent d'entraîner des pertes en vies humaines et d'augmenter l'incertitude. Ces pays devraient entreprendre des réformes structurelles pour promouvoir des investissements intérieurs et des investissements directs étrangers propices à la croissance et renforcer la mobilisation de ressources intérieures, ce qui contribuerait à gérer le coût des emprunts, à réduire les besoins de financement et à réaliser les objectifs de développement. Ils doivent également s'atteler à améliorer le capital humain de leur vaste jeune population.

Troisièmement, alors même que l'inflation recule, les taux d'intérêt réels ont augmenté et la dynamique de la dette souveraine est devenue moins favorable, en particulier aux pays émergents très endettés. Les pays devraient s'employer à la reconstitution de leur marge de manœuvre budgétaire. Lorsqu'il est crédible, le rééquilibrage budgétaire contribue à réduire les coûts de financement et à améliorer la stabilité financière. Cela devrait être une priorité dans un monde où les chocs défavorables de l'approvisionnement sont plus fréquents et les finances publiques sont davantage sollicitées, notamment pour la protection sociale, l'adaptation climatique, la transformation numérique, la sécurité énergétique et la défense. Or, comme nous l'avons montré dans l'édition d'avril 2023 des *Perspectives de l'économie mondiale*, cela n'est jamais aisé. Le rééquilibrage budgétaire a plus de chances de réussir quand il est crédible et entrepris en période de croissance économique, plutôt que quand les marchés en dictent les conditions. Dans les pays où l'inflation est sous contrôle et qui s'engagent sur une voie réaliste pour reconstituer leur marge de manœuvre budgétaire en quelques années, la politique monétaire peut promouvoir l'activité. À ce sujet, l'épisode de rééquilibrage budgétaire et d'assouplissement monétaire mené en 1993 aux États-Unis constitue un exemple à suivre.

Quatrièmement, les perspectives de croissance à moyen terme restent historiquement faibles.

Le chapitre 3 du rapport propose une analyse approfondie des différents facteurs de ce ralentissement : il est principalement imputable à une décélération de la croissance de la productivité globale des facteurs. Cela s'explique en grande partie par un accroissement de la mauvaise allocation du capital et de la main-d'œuvre au sein des secteurs et des pays. Accélérer l'allocation des ressources et en rehausser l'efficacité peuvent contribuer à stimuler la croissance. L'intelligence artificielle nourrit beaucoup d'espoirs quant au rôle qu'elle peut jouer dans la réalisation de gains importants de productivité à moyen terme. Ces espoirs pourraient se concrétiser, mais il existe un risque élevé de graves perturbations dans les marchés de la main-d'œuvre et de la finance. Pour que l'intelligence artificielle profite à tous, les pays doivent améliorer leur infrastructure numérique, investir dans le capital humain et s'entendre sur des règles mondiales dans ce domaine. Les perspectives de croissance à moyen terme sont également compromises par une fragmentation géoéconomique grandissante et une augmentation des mesures restrictives de politiques commerciale et industrielle depuis 2019. Il en résulte déjà une transformation des liens commerciaux mondiaux qui pourrait entraîner des pertes d'efficacité. Mais les effets plus perniciose s'étendent à la coopération mondiale et au multilatéralisme.

Enfin, d'énormes investissements sont indispensables pour garantir un avenir climatorésilient et vert. La réduction des émissions est compatible avec la croissance, comme en témoigne la baisse de l'empreinte carbone de la croissance depuis quelques décennies. Néanmoins, les émissions continuent d'augmenter. Il faudrait faire beaucoup plus et vite. Le rythme d'accroissement de l'investissement vert est bon dans les pays avancés et en Chine. La réduction des subventions néfastes liées aux combustibles fossiles peut contribuer à créer l'espace budgétaire nécessaire pour d'autres investissements verts. Les autres pays émergents et les pays en développement doivent consentir le plus grand effort en accélérant considérablement la croissance des investissements verts, tout en réduisant l'investissement dans les combustibles fossiles. Pour cela, ils auront besoin de transferts technologiques de la part des pays avancés et de la Chine et de financements importants dont l'essentiel proviendrait du secteur privé, mais une partie devrait être assortie de conditions concessionnelles.

Sur ces points, comme sur tant d'autres, les espoirs de progrès sont minces en dehors des cadres multilatéraux et en l'absence d'une coopération.

Pierre-Olivier Gourinchas
Conseiller économique

RÉSUMÉ

L'économie mondiale a fait preuve d'une résilience étonnante durant la période de désinflation mondiale de 2022–23. Contrairement aux craintes d'une stagflation et d'une récession mondiale, l'activité économique s'est accélérée de façon régulière, parallèlement au recul de l'inflation partout dans le monde après le pic de 2022. La croissance de l'emploi et des revenus est restée stable, en raison d'une évolution favorable côté demande (entre autres, les dépenses publiques et la consommation des ménages ont été plus élevées que prévu) et d'une expansion côté offre liée notamment à la hausse inattendue du taux d'activité. La résilience imprévue de l'économie en dépit des relèvements considérables de taux par les banques centrales pour rétablir la stabilité des prix résulte aussi de la capacité des ménages, dans les principaux pays avancés, à puiser dans l'épargne considérable accumulée durant la pandémie. De plus, comme l'explique le chapitre 2, les évolutions sur les marchés des hypothèques et du logement au cours des dix années de bas taux d'intérêt qui l'ont précédée ont amorti l'impact à court terme des relèvements des taux directeurs. À mesure que l'inflation converge vers les niveaux cibles et que les banques centrales assouplissent leur politique monétaire dans un grand nombre de pays, le durcissement de la politique budgétaire visant à réduire la dette publique élevée, axée sur une augmentation des impôts et une baisse des dépenses publiques, devrait peser sur la croissance.

La croissance mondiale, estimée à 3,2 % en 2023, devrait maintenir le même rythme en 2024 et 2025. Les prévisions pour 2024 ont été révisées à la hausse de 0,1 point de pourcentage depuis l'édition de janvier 2024 de la *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale*, et de 0,3 point de pourcentage depuis l'édition d'octobre 2023 des *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM). Le rythme de l'expansion économique est lent au regard des tendances historiques, en raison de facteurs à court terme, comme les coûts encore élevés de l'emprunt et le retrait de l'appui budgétaire, d'effets à plus long terme liés à la COVID-19 et l'invasion de l'Ukraine par la Russie, une faible croissance de la productivité et une fragmentation géoéconomique plus marquée. L'inflation globale au niveau mondial devrait

passer d'une moyenne annuelle de 6,8 % en 2023 à 5,9 % en 2024, puis à 4,5 % en 2025 ; les pays avancés retrouveraient leur niveau cible plus rapidement que les pays émergents et les pays en développement. Selon les toutes dernières prévisions, la croissance mondiale s'établirait à 3,1 % à l'horizon de cinq ans, le niveau le plus faible enregistré depuis plusieurs dizaines d'années. Le rythme de convergence des pays à faible revenu et des pays à revenu intermédiaire vers des niveaux de vie plus élevés a ralenti, laissant transparaître la persistance des disparités économiques à l'échelle mondiale. Comme indiqué dans le chapitre 3, les perspectives relativement maussades à moyen terme tiennent au recul de la croissance du PIB par habitant qui résulte, en partie, des frictions structurelles bien ancrées qui entravent la réorientation du travail et du capital aux entreprises productives. Le chapitre 4 explique pourquoi la détérioration des perspectives de croissance en Chine et dans d'autres grands pays émergents, compte tenu du rôle grandissant de ce groupe dans l'économie mondiale, pèsera sur celles de leurs partenaires commerciaux.

Les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance mondiale sont à présent globalement équilibrés. S'agissant des risques de révision à la baisse des prévisions, de nouvelles flambées de prix résultant des tensions géopolitiques, notamment la guerre en Ukraine et le conflit à Gaza et en Israël, conjuguées à une inflation hors énergie et alimentation tenace là où les marchés de l'emploi restent tendus, pourraient faire grimper les anticipations de taux d'intérêt et faire baisser les prix des actifs. Une désinflation au rythme hétérogène parmi les principales puissances économiques pourrait aussi entraîner des variations de change qui mettraient le secteur financier sous pression. Les taux d'intérêt élevés pourraient faire ralentir l'économie davantage que prévu, car l'arrivée à échéance des prêts hypothécaires à taux fixe et l'endettement élevé des ménages pourraient causer des tensions financières. En Chine, à défaut d'une solution complète aux multiples difficultés du secteur de l'immobilier, la croissance pourrait s'essouffler et pénaliser les partenaires commerciaux du pays. Compte tenu du poids de la dette publique dans beaucoup de pays, des relèvements d'impôts et des réductions de

dépenses abrupts pourraient affaiblir l'activité, ébranler la confiance et saper la dynamique des réformes et des dépenses visant à réduire les risques liés au changement climatique. La fragmentation géoéconomique pourrait s'amplifier et entraver davantage la circulation des biens, des capitaux et des personnes causant ainsi un ralentissement côté demande. S'agissant des risques de révision à la hausse des projections, une politique budgétaire dont la souplesse serait supérieure aux exigences et aux hypothèses des prévisions pourrait à court terme favoriser la croissance, mais risquerait d'entraîner par la suite des ajustements plus coûteux. Si le taux d'activité progresse davantage et que, par conséquent, l'inflation chute plus vite que prévu, l'assouplissement envisagé par les banques centrales pourrait se concrétiser. L'intelligence artificielle et des réformes structurelles plus vigoureuses que prévu pourraient accroître la productivité.

Alors que l'économie mondiale amorce un atterrissage en douceur, la priorité à court terme pour les banques

centrales est de maîtriser l'inflation sans à-coups, en veillant à ce que l'assouplissement de leur politique ne soit ni prématuré, ni tardif, ce qui les pousserait à manquer les objectifs fixés. Parallèlement à l'orientation moins restrictive des banques centrales, il conviendra de mettre de nouveau l'accent sur le rééquilibrage budgétaire à moyen terme afin de reconstituer une marge de manœuvre budgétaire, réaliser les investissements prioritaires et garantir la viabilité de la dette. Les mesures adoptées doivent être bien calibrées pour tenir compte des différences entre les pays. Une intensification des réformes visant à stimuler l'offre favoriserait la réduction de l'inflation et de la dette, permettrait de rapprocher la croissance de sa moyenne pré-pandémique et accélérerait la convergence vers de meilleurs niveaux de revenus. La coopération multilatérale s'impose pour contenir les coûts et les risques liés à la fragmentation géoéconomique et au changement climatique, accélérer la transition vers l'énergie verte et faciliter la restructuration de la dette.