



I / L'économie mondiale cinq ans après la crise financière

Agnès Chevallier*

Au milieu de l'été 2012, cinq ans après le début de la crise financière, l'incertitude sur la politique budgétaire américaine et le ralentissement dans les pays émergents s'ajoutent à la spirale infernale qui emporte la zone euro pour assombrir les perspectives de l'économie mondiale. Les dirigeants européens ont laissé les marchés financiers dans l'incertitude quant à l'avenir de l'union monétaire et les interventions massives de la Banque centrale européenne (BCE) n'ont pu calmer qu'un temps les tensions financières. L'Europe est en récession et l'ensemble des économies de la zone euro, y compris l'Allemagne, est désormais atteint. La zone euro n'a pas trouvé d'issue à la crise ; l'économie mondiale n'a pas retrouvé de moteur.

Dettes privées, dettes publiques

La crise financière partie des États-Unis en 2007 a mis brutalement fin à un cycle d'endettement porté essentiellement par les institutions financières et les ménages des économies avancées. La montée des défaillances dans un compartiment du marché du crédit – celui des crédits *subprime* – a conduit à une réappréciation générale des risques. Dans la plupart des économies avancées, l'arrêt

* Agnès Chevallier est économiste au CEPII. Maëlan Le Goff et Sophie Piton, économistes au CEPII, ont participé à la confection de ce chapitre.

de l'endettement privé produit alors un choc brutal. Les sauvetages financiers, les soutiens à l'économie engagés par les États et, surtout, les conséquences sur leurs budgets du recul de l'activité font grimper les dettes publiques. Or, dans la plupart des cas, ces dettes rapportées au PIB étaient déjà à des niveaux élevés et, pour qu'elles restent sur des trajectoires soutenables, leur progression devait être ralentie. Chercher à réduire l'endettement public alors que les ménages se désendettent risque toutefois d'exercer sur la demande globale et le revenu une pression qui, finalement, rendra plus difficile l'assainissement financier tant public que privé.

De ce point de vue, le niveau de la dette et des déficits publics semblait placer la zone euro, prise dans son ensemble, dans une position moins difficile que celle des États-Unis ou du Japon. Cependant, le niveau de la dette compte moins que les conditions de son financement. L'État, en effet, parce qu'il a une existence infinie, n'a pas à rembourser sa dette. Il peut indéfiniment renouveler ses emprunts pour rembourser ceux arrivant à échéance. Sa capacité à le faire de façon soutenable dépend des conditions dans lesquelles ces nouveaux emprunts vont pouvoir être financés. Dans un environnement où l'aversion au risque est devenue élevée, ces conditions peuvent se modifier rapidement. On se situe typiquement dans un cas d'équilibres multiples, c'est-à-dire dans une situation où le point vers lequel l'économie va converger dépend des anticipations. Si les créanciers ont confiance dans la solvabilité de l'État emprunteur, les taux exigés seront bas, l'État sera solvable ; s'ils anticipent une détérioration de la solvabilité, les taux seront élevés et l'État risque de devenir insolvable. L'existence d'équilibres multiples justifie une intervention publique pour faire converger l'économie vers l'équilibre le plus souhaitable. Faute d'avoir adopté une approche coordonnée des politiques à mener pour faire converger l'ensemble de la zone vers une situation financière soutenable, les dirigeants de la zone euro ont laissé la défiance se développer. Les pays les plus exposés ont dû opérer un ajustement brutal dont les conséquences sur l'ensemble de la zone et l'économie mondiale n'ont fait que s'amplifier.

La zone euro au risque de la dislocation

Le chapitre de *L'Économie mondiale 2012* consacré à la crise de la zone euro en a expliqué les causes et a décrit comment différents instruments, en particulier le fonds de sauvetage européen,

le FESF (Fonds européen pour la stabilité financière), ont été progressivement mis en place pour y répondre. Il se terminait sur les décisions prises par le Conseil européen du 21 juillet 2011 : un deuxième plan d'aide à la Grèce, cofinancé par le FESF et le Fonds monétaire international (FMI), avec le principe d'une implication des créanciers privés. Pour prévenir le risque que l'anticipation des pertes sur les titres grecs ne conduise, par contagion, ces créanciers à se défaire d'autres titres souverains de la zone, la capacité d'intervention du FESF était élargie. Les mois qui ont suivi ont pourtant vu la contagion s'étendre à l'Italie et à l'Espagne, une véritable crise financière se développer, la situation des pays périphériques s'aggraver et l'ensemble de la zone euro glisser dans la récession.

Des règles et des marchés

Une union monétaire peut-elle fonctionner sans union budgétaire, une monnaie peut-elle exister sans souverain ? Certains pensent que oui, à condition que des règles adéquates, parfaitement définies, soient strictement respectées. Cela est-il réaliste ? La réponse est depuis longtemps débattue. Mais ce que la crise actuelle démontre, c'est bien la fragilité d'une union monétaire où les marchés sont libéralisés et les règles comme les institutions inadéquates. L'intégration par les marchés de biens et de capitaux a créé en zone euro une très forte interdépendance qu'aucune institution publique n'est à même de gérer. Or les marchés sont versatiles. S'ils commencent à douter de la solidité de l'union, sa déconstruction est en marche (graphique 1). La seule institution en état de réagir est l'unique organe fédéral dont la zone euro s'est doté : la Banque centrale européenne.

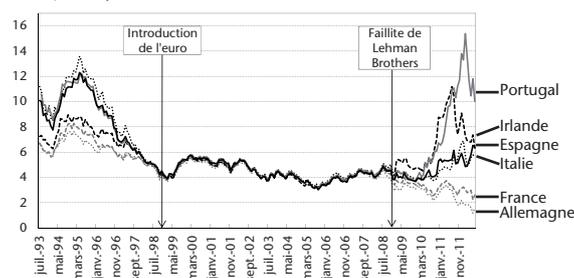
La crise de 2007-2008 a conduit la BCE à intervenir pour rétablir la stabilité du système financier et à jouer, vis-à-vis du système bancaire de la zone, son rôle de prêteur en dernier ressort (PDR). Face à l'instabilité qui s'est développée sur les marchés des dettes souveraines, l'action de la BCE est restée contrainte. L'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne interdit en effet tout financement des États par la Banque centrale (toute monétisation des dettes) afin que la frontière entre la responsabilité monétaire, confiée à la Banque centrale indépendante, et les responsabilités budgétaires des États membres soit bien établie. En l'absence de PDR, les dettes émises par chaque État se trouvent l'être « en monnaie étrangère » : les gouvernements ne peuvent pas garantir à ceux qui détiennent leurs dettes qu'ils seront remboursés

à échéance. Les États sont dès lors vulnérables au doute sur leur solvabilité. Les fonds que le FESF peut leur prêter pour les aider à faire face à ces échéances sont censés les prémunir contre un processus cumulatif de défiance. Mais le FESF a une capacité de prêts limitée et son soutien, conditionné à des programmes d'ajustement, exige une procédure longue. Seule la BCE, qui dispose de la capacité illimitée d'apporter toutes les liquidités nécessaires, pourrait, si elle y était autorisée, jouer le rôle d'acheteur en dernier ressort des dettes souveraines et fixer ainsi une limite au niveau des taux publics. L'institution s'est trouvée prise entre deux exigences : agir pour contrer la dynamique de marché, mais ne pas empiéter sur le domaine budgétaire. Pour satisfaire la première, elle va acheter des titres de dettes des pays en difficulté ; pour satisfaire la seconde, elle ne le fera que pour des montants limités et sur le marché secondaire. Elle fera aussi en sorte de subordonner ses interventions à l'adoption par les États membres d'un cadre budgétaire renforcé, susceptible de diminuer l'aléa moral, autrement dit d'éviter qu'un État auquel elle aurait porté secours devienne moins prompt à corriger sa politique budgétaire. Elle va aussi agir indirectement sur le financement des dettes souveraines en apportant des liquidités au système bancaire. L'interdépendance des États et des systèmes bancaires est en effet particulièrement forte dans la zone euro. Les banques domestiques détiennent à leur bilan une grande part de la dette émise par leur État ; en temps de crise, aider les banques à maintenir cette détention est une façon de soutenir l'emprunteur souverain. En sens inverse, chaque État membre pouvant être conduit à venir au secours de son système bancaire national, la détérioration du bilan des banques altère la signature du souverain et, en ricochet, celle des banques. Si l'on ajoute à cette interdépendance la très forte intégration des systèmes bancaires au sein de la zone euro et la place particulièrement élevée des banques dans le financement des entreprises non financières (70 %, contre 21 % aux États-Unis), on a les ingrédients d'une boucle entraînant dettes souveraines, banques et économie réelle dans une spirale de crise difficile à briser.

De l'été 2011 à l'été 2012, une année sous haute tension

Les décisions que les Européens ont prises en juillet 2011 n'ont pas convaincu. La taille du FESF reste trop réduite : le pare-feu ne serait pas à la hauteur des besoins de l'Italie ou de l'Espagne qui, à leur tour, suscitent des doutes quant à la solvabilité de leurs

Graphique 1. Taux des emprunts publics à dix ans des principaux pays de la zone euro (1993-2012, en %)



Note : la Grèce ne figure pas sur ce graphique car le niveau de ses taux écrase les autres données.

Source : Datastream.

dettes souveraines. La contagion gagne d'autant plus ces deux pays que les perspectives de croissance mondiale, révisées à la baisse, vont partout rendre le désendettement plus difficile. Les rendements exigés sur les titres souverains espagnols et italiens grimpent (graphique 2). La BCE va alors réactiver son Programme pour les marchés de titres (en anglais, SMP) inauguré en mai 2010 : on estime (les chiffres ne sont pas publiés) que 22 milliards d'euros de titres espagnols et italiens sont achetés entre le 8 et le 12 août 2011. Néanmoins, la BCE ne cède pas aux pressions extérieures en faveur d'opérations de plus grande envergure qui sont motivées par la crainte de voir la crise se propager au sein de la zone euro et affaiblir encore plus la conjoncture mondiale.

Le 26 octobre 2011, le Conseil européen décide un ensemble de mesures destinées à réduire la fragilité financière et le risque d'insolvabilité : la capacité maximum de prêts du FESF et du futur MES (Mécanisme européen de stabilité) sera portée à 500 milliards d'euros ; dans le cadre de la restructuration de la dette grecque, l'abandon « volontaire » de créances de la part du secteur privé, envisagé d'abord à hauteur de 21 % de la valeur faciale des titres, passe à 50 % ; suivant les directives de Bâle 3, un plan de recapitalisation des banques européennes impose à soixante-cinq grandes banques de porter à 9 % avant la fin juin 2012 le ratio du « noyau dur » de leurs fonds propres (*core tier 1*) à leurs actifs pondérés des risques. Pour réaliser cette baisse de leur levier, les banques ont deux solutions : soit se recapitaliser soit réduire leurs actifs. Si

elles choisissent, ou sont contraintes, d'adopter la seconde solution, le risque est que la diminution de la taille de leurs bilans s'accompagne d'une contraction des nouveaux prêts.

Ces perspectives ne sont pas de nature à redonner confiance aux opérateurs privés. Au cours du mois de novembre 2011, les inquiétudes se renforcent avec la proposition de référendum grec et les crises gouvernementales en Grèce et en Italie. La différenciation des taux selon la qualité des emprunteurs se propage aux obligations des sociétés ; leurs émissions diminuent. Désormais, la perception du risque de liquidité augmente sur l'ensemble des marchés. Partout, il s'agit de réduire les risques à son bilan et en particulier de diminuer son exposition aux pays les plus fragiles de la zone euro. Parallèlement, la demande de valeurs refuge augmente. L'or grimpe. L'appréciation du yen et du franc suisse n'est stoppée que par les interventions des deux banques centrales. Le dollar monte face aux monnaies émergentes et on assiste à de fortes sorties des fonds actions émergents d'autant plus que la croissance de ces économies ralentit. Du côté des banques, à la suite du sauvetage de la banque franco-belge Dexia spécialisée dans le financement public, plusieurs notations bancaires sont abaissées ; les actions bancaires de la zone euro chutent. L'interdépendance entre la qualité de la signature d'une banque et celle de son souverain apparaît de plus en plus nettement dans l'évolution parallèle des primes des contrats d'assurance contre le défaut de paiement (CDS) bancaire et souverain.

L'accès des banques aux financements de marché devient plus difficile. Les prêts bancaires transfrontières se réduisent. Les banques et les fonds de placement monétaires américains restreignent leurs prêts aux banques européennes. L'accès réduit au financement en dollars conduit certaines banques européennes à stopper leur financement en dollars des entreprises multinationales. Le 30 novembre 2011, ces tensions conduisent six grandes banques centrales, dont la BCE et la Fed, à passer des accords de *swaps* de liquidité et à en abaisser le coût. Au sein même de la zone euro, les banques riches en dépôts, les banques allemandes notamment, sont réticentes à prêter à celles qui détiennent des titres souverains en baisse. Les banques d'Europe du Sud connaissent des retraits de dépôt et ne peuvent plus trouver sur le marché interbancaire les financements dont elles ont besoin. La BCE joue alors son rôle de PDR du système bancaire en leur fournissant ces liquidités à travers le système Target 2 (encadré 1).

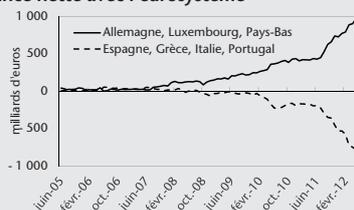
Dans ce climat de tensions financières aiguës et de ralentissement de l'activité, les pays de la zone euro vont chacun vouloir afficher des objectifs de redressement budgétaire d'autant plus sévères qu'ils se sentent vulnérables. Ils vont aussi adopter de nouvelles règles de discipline. Le 2 décembre 2011, le président de la BCE, Mario Draghi, déclare que la Banque se tient prête à agir de manière plus agressive si les responsables politiques européens s'accordent sur des contrôles budgétaires renforcés. Sous l'impulsion des dirigeants français et allemands, lors du Conseil européen des 8 et 9 décembre 2011, les gouvernements adoptent de nouvelles règles de discipline et de surveillance et se fixent comme objectif une baisse du poids de leur dette. L'engagement sera inscrit dans le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance signé en mars 2012 par les membres de l'Union

Encadré 1. Les soldes Target

Avant la crise, les flux financiers privés entre pays de la zone permettaient de financer les opérations courantes qu'ils effectuaient entre eux. Les banques allemandes, par exemple, prêtaient aux banques espagnoles des fonds qui leur permettaient de régler leurs importations d'équipements allemands. À travers le système Target de l'eurosystème, les flux monétaires compensent automatiquement les écarts qui peuvent apparaître en inscrivant, par exemple, un crédit au compte de la Bundesbank et un débit au compte de la Banque centrale espagnole. Avant la crise, ces écarts étaient faibles (graphique).

Dans la crise, la liquidité inter-bancaire a disparu, les banques allemandes ont cessé de financer les banques espagnoles. Le solde débiteur Target de la Banque d'Espagne et des autres banques centrales des pays du Sud a fortement augmenté tandis que la Bundesbank, les banques nationales du Luxembourg et des Pays-Bas ont accumulé d'importants soldes créditeurs (graphique). Dans la mesure où le refinancement de la BCE n'est plus limité en montant, les soldes Target ne sont, eux, limités que par le montant des collatéraux admis par les banques centrales nationales dont disposent les banques commerciales. Pour la deuxième opération de refinancement à trois ans, chaque Banque centrale nationale a étendu la gamme des collatéraux admis.

Graphique. Balance nette avec l'eurosystème



Source : Institute of Empirical Economic Research, Universität Osnabrück.

européenne (à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque). Le « pacte budgétaire » (*fiscal compact*) compris dans ce traité fixe les grandes lignes des nouvelles règles, en particulier le principe d'une « règle d'or », et impose à chaque pays de la transposer dans sa législation nationale. Il s'appuie sur les dispositions du *six pack*, six textes adoptés en 2011 qui intègrent une procédure de prévention et de correction des déséquilibres macroéconomiques.

Ces engagements sont jugés suffisamment rassurants pour « autoriser » la BCE à entreprendre une action d'envergure : elle va mener deux opérations de refinancement à un terme exceptionnel, trois ans, et fournir aux banques de la zone euro autant de ressources en euro qu'elles en demanderont (la gamme des titres admis en dépôts de garantie est élargie). Ces opérations de refinancement à long terme (en anglais, LTRO) qui se déroulent les 21 décembre 2011 et 29 février 2012 vont casser une dynamique de marché qui n'avait jusque-là cessé de s'amplifier. Par ces opérations de près de 1 000 milliards d'euros au total, la BCE apporte aux banques les liquidités suffisantes pour les assurer de pouvoir faire face à leurs échéances sur 2012-2014. Elle soulage ainsi les banques d'une grande partie du risque de liquidité qu'elles portaient, évitant de cette façon qu'elles ne soient conduites à se débarrasser de titres de dettes (publiques en particulier), qu'elles ne parvenaient plus à refinancer (sur les conséquences du point de vue du partage des risques, voir encadré 2). Certaines, notamment les banques italiennes et espagnoles qui ont largement participé à ces opérations, ont utilisé une partie de ces liquidités pour acheter des obligations de leurs États afin de bénéficier de l'écart de rendement. Ces achats ont contribué à faire baisser les taux, mais ont augmenté l'exposition des banques au risque souverain.

La détente qui a suivi, en janvier et février 2012 (graphique 2), manifeste à nouveau, mais cette fois dans un sens positif, l'interdépendance banques-souverain. Les obligations d'État espagnoles et italiennes voient leur rendement baisser sensiblement. En retour, cette amélioration produit des effets positifs sur les conditions de financement des banques ; les investisseurs reviennent sur le marché du financement bancaire à long terme. Entre début décembre 2011 et fin février 2012, les prix d'actifs remontent. Grâce à cet environnement plus favorable, l'échange de titres de dette grecque dans le cadre de la participation du secteur privé (197 milliards, soit la quasi-totalité de la dette détenue par

Encadré 2. Le partage des risques

Les risques souverains des pays de la zone euro sont de plus en plus portés par des institutions publiques qui se substituent au marché :

– le FESF : les membres de la zone euro ont apporté des garanties aux titres émis par le FESF pour financer les prêts aux pays qui y font appel. Si l'un d'entre eux fait défaut, le FESF se retournera vers les autres États qui devront le renflouer en fonction de leur quote-part au capital de la BCE. Dans le cas de la Grèce, les garanties apportées atteignent 108 milliards d'euros (23,5 pour la France et 31,4 pour l'Allemagne) ;

– la BCE accumule des dettes souveraines à son bilan. Dans le cadre du SMP, elle en a acheté pour un montant de 210 milliards d'euros ; les apports massifs de liquidités aux banques ont été faits en échange de dépôts de garantie qui, pour une grande part, sont des dettes souveraines ; enfin, par le système de compensation Target 2, les banques centrales des pays du Sud ont accumulé des dettes importantes auprès de l'eurosystème.

La détérioration de la qualité du bilan de la BCE et le coût que ferait porter sur les autres États membres un défaut de l'un d'eux suscitent de vifs débats, particulièrement en Allemagne.

le secteur privé) qui a lieu au cours de la deuxième semaine de mars n'a qu'une incidence limitée sur les autres marchés européens des obligations souveraines et des CDS.

Cependant, les effets stabilisants des interventions de la Banque centrale s'érodent rapidement et, dès la mi-mars, les rendements sur les obligations italiennes et, surtout, espagnoles repartent à la hausse. Eurostat publie les chiffres du chômage dans la zone euro : 11 % en moyenne en mars, 24,1 % en Espagne. La recapitalisation de Bankia, quatrième banque espagnole (elle sera nationalisée le 25 mai), apparaît beaucoup plus coûteuse que prévu et conduit les autorités espagnoles à demander le soutien financier du FESF. Le plan européen de 100 milliards d'euros devra, selon

Graphique 2. Taux des emprunts publics à dix ans en Italie et en Espagne (2011-2012, en %)



Source: Datastream.

les règles alors en vigueur, passer par le budget de l'État espagnol, ce qui ajoutera autant à sa dette souveraine. En Grèce, le premier versement du plan de 130 milliards d'euros est débloqué, il est conditionné à de nouvelles coupes budgétaires et à l'avancée des privatisations. La formation d'un gouvernement de coalition après les élections du 17 juin est loin d'arrêter les supputations sur une possible sortie de la Grèce de la zone euro.

Les craintes que la détérioration économique de la zone euro ait un impact de plus en plus négatif sur l'économie mondiale ont conduit à plusieurs reprises le G20, les États-Unis et le FMI à faire pression sur les dirigeants européens pour qu'ils adoptent des mesures plus décisives et plus collectives. Pour le FMI, qui fait face à des dissensions internes quant à l'aide apportée à la zone euro, la priorité immédiate est de réaliser une union bancaire au sein de la zone pour couper la spirale des dégradations des finances publiques et des bilans bancaires. À l'issue du sommet du 29 juin 2012, les dirigeants européens décident de mettre en place avant la fin de l'année une supervision centralisée des banques, qui sera confiée à la BCE, et de demander à la Commission d'élaborer une proposition concrète d'ici la fin de l'année. Le MES pourrait alors participer directement à des opérations de recapitalisation (les banques espagnoles pourraient être recapitalisées sans augmenter la dette de l'État). Il y aurait là le premier élément d'une union bancaire. Mais une telle union exigerait que les Européens se dotent d'un fonds commun de restructuration bancaire, impliquant une solidarité budgétaire qui est encore loin de se dessiner.

Récession en zone euro et ralentissement mondial

Zone euro : les conséquences de l'ajustement

À la différence des pays en développement confrontés dans les années 1980 ou 1990 à des crises de balance des paiements, les pays périphériques ont pu, grâce aux refinancements de la BCE et par la montée des soldes Target, éviter les cessations de paiement. Cependant, ils se trouvent, eux aussi, contraints par leurs créanciers publics (États européens, FESF et FMI) à appliquer des programmes d'ajustement dont l'objectif est qu'ils parviennent à réduire leurs besoins de financement et qu'ils accèdent à nouveau au crédit privé. Le pari fait par les dirigeants européens et par la Troïka (Commission européenne, BCE et FMI en charge des programmes d'ajustement en Irlande, en Grèce et au Portugal) était qu'un vigoureux

redressement budgétaire allait enclencher un cercle vertueux. Le recul des dépenses publiques, et notamment la diminution des salaires des fonctionnaires, allait faire baisser la demande interne et, partant, les importations. La baisse des salaires se diffusant de la fonction publique aux autres secteurs réaliserait, dans des pays où la monnaie ne peut pas être dévaluée, une « dévaluation interne » ; les réformes structurelles aidant, l'amélioration de la compétitivité permettrait une progression des exportations et un redémarrage de la croissance. Cet enchaînement vertueux – dont la validité théorique a été largement débattue – ne s'est pas produit. Les révisions successives par le FMI de ses prévisions de la croissance grecque manifestent on ne peut plus clairement l'échec de cette stratégie : la croissance prévue pour 2012 est passée, en seize mois, entre mars 2011 et juillet 2012, de près de 1 % à - 7 %. Sur le marché du travail, l'ajustement a porté davantage sur l'emploi que sur les salaires (en juin 2012, les taux de chômage, corrigés des variations saisonnières, étaient de 24,8 % en Espagne, 22,5 % en Grèce, 15,4 % au Portugal). La chute de la demande interne a fait baisser les importations, mais la contribution des exportations au redressement du solde courant a été faible, voire inexistante. La Grèce et le Portugal ont perdu depuis dix ans d'importantes parts de marché. Leur spécialisation sectorielle et géographique (près du tiers des exportations du Portugal sont à destination de l'Espagne et plus du tiers de celles de la Grèce vont vers les pays d'Europe de l'Est) fait que la demande extérieure qui leur est adressée ne progresse pas. L'Espagne et l'Italie ont plus de ressources de compétitivité, mais leur environnement n'est pas favorable, que ce soit en Europe ou dans le Sud de la Méditerranée. Dans ces conditions, la reprise des financements privés ne peut se produire. En Grèce, une restructuration de la dette, touchant cette fois les créanciers publics, paraît inévitable.

Tandis que les pays périphériques plongent dans la récession, ceux du centre, l'Allemagne notamment, apparaissent, dans un premier temps, comme des refuges. Deux phénomènes en attestent : l'arrivée en Allemagne d'un grand nombre d'immigrés en provenance d'Europe du Sud ; l'afflux de capitaux qui font baisser les taux d'intérêt à des niveaux extrêmement bas. En 2011, la consommation allemande connaît sa plus forte progression depuis cinq ans. L'investissement dans la construction est particulièrement dynamique. L'emploi augmente, le taux de chômage diminue. Des accords salariaux prévoient des augmentations de 3 % en 2012 et 2013. Cependant, une économie dont 40 % des

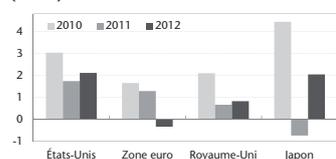
exportations vont vers les pays de la zone euro et qui est, du côté privé comme du côté public, financièrement exposée aux risques des pays du Sud de la zone ne peut pas être longtemps abritée des effets dépressifs de la crise qui s'y déroule. Un ralentissement de l'activité devient perceptible en Allemagne en cours d'année 2011 ; en juin 2012, la production recule fortement dans l'industrie.

Sur l'ensemble de l'année 2012, la zone euro sera en récession : - 0,3 % (graphique 3). La croissance ne dépasserait pas 0,7 % à 1 % en 2013, selon les prévisions les plus optimistes. Des scénarios beaucoup plus sombres sont bien sûr envisagés, y compris celui d'un éclatement de la zone euro. Mais ils sont impossibles à chiffrer tant on entrerait là en territoire inconnu. Seule retombée économique positive du marasme européen : l'euro s'est affaibli face au dollar. La baisse des taux directeurs en juillet 2012 (à 0,75 %) dans la poursuite du mouvement engagé par la BCE à partir de novembre 2011 pourrait conforter cet avantage dans la compétition pour capter la demande mondiale.

L'incertitude américaine

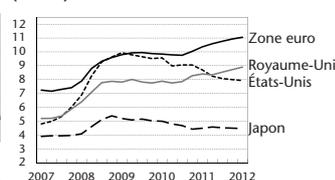
Aux États-Unis, le désendettement des ménages a privé la reprise engagée en 2009 des deux moteurs habituels des reprises américaines : l'investissement résidentiel et la consommation de biens durables. La croissance reste sensiblement inférieure à celle des reprises antérieures. Après s'être effondré, l'immobilier résidentiel commence à donner quelques signes de redémarrage et les prix semblent se stabiliser. Le chômage diminue, mais reste à un niveau élevé pour ce pays (graphique 4) et le sous-emploi est important ; récemment, cependant, la progression de l'emploi s'est accélérée. Les États-Unis ont voulu donner la priorité au rétablissement de l'emploi avant d'engager la réduction de leur déficit public (9,5 % du PIB en 2011) et de leur dette. À la suite de la crise financière,

Graphique 3. Croissance du PIB (en %)



Source : FMI, *World Economic Outlook*, Update, juillet 2012.

Graphique 4. Taux de chômage (en %)



Source : OCDE.

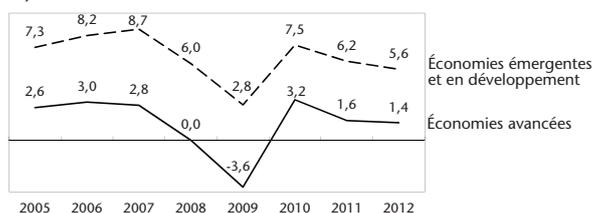
l'impulsion budgétaire (variation du solde primaire structurel) a été positive ; en 2011, elle n'a été que très légèrement négative. Jusqu'aux élections de fin 2012, l'incertitude majeure concerne les choix budgétaires qui seront faits à l'expiration programmée des baisses d'impôt mises en œuvre par George W. Bush et des mesures de soutien mises en place en 2007-2009 (chapitre II).

Le ralentissement des économies émergentes

Depuis le milieu des années 2000, le parallélisme des évolutions de la croissance des économies avancées et émergentes est très marqué ; il reflète l'importance des interdépendances commerciales et financières mondiales (graphique 5). En 2011-2012, les pays émergents ont été affectés par la faiblesse de la demande dans les économies avancées et par la très forte volatilité des financements internationaux. Ainsi, alors qu'au début de l'année 2011 leur objectif était toujours d'éviter les entrées excessives de capitaux et l'appréciation de leurs monnaies, rapidement, les craintes liées aux sorties de capitaux et à la dépréciation ont dominé. À la suite des deux LTRO de la BCE, les conditions de financement se sont à nouveau détendues.

On se souvient qu'en 2010 le Brésil avait suscité de vives polémiques en évoquant la « guerre des monnaies » à un moment où les entrées de capitaux faisaient grimper le real. La question était de savoir si les contrôles que le Brésil voulait utiliser pouvaient être justifiés par des considérations prudentielles ou s'ils n'étaient qu'un instrument de manipulation du taux de change. La position du FMI a évolué à cet égard et le Brésil a récemment reçu un *satisfecit* du Fonds pour avoir utilisé les « instruments de gestion des flux de capitaux » d'une manière contracyclique : pour freiner les entrées en période de surchauffe et les sorties en période de ralentissement.

Graphique 5. Taux de croissance du PIB
(en %)



Source : FMI, *World Economic Outlook, Update*, juillet 2012.

Le Brésil a connu ces deux situations au cours de l'année 2011. Les politiques budgétaire, monétaire et de crédit utilisées pour contrer les pressions inflationnistes apparues en début d'année se sont conjuguées à la détérioration de l'environnement extérieur pour produire un freinage plus important que prévu (la croissance s'est établie sur l'année à 3,4 %). Pour contrer cette décélération, la Banque centrale a abaissé son taux directeur de 450 points de base entre août 2011 et juillet 2012 et le real s'est affaibli.

Les économies où, de façon structurelle, une croissance élevée se traduit par un fort déficit courant sont particulièrement vulnérables à une contraction des entrées de capitaux. C'est notamment le cas de la Turquie et de l'Inde où le risque d'une dépréciation de la monnaie diminue la capacité de réagir par le taux d'intérêt à un ralentissement de l'activité. Par ailleurs, la dépréciation augmente la facture pétrolière, très lourde dans les deux pays. Après deux années de croissance à 8,9 % et 8,5 %, portée par une forte demande intérieure dopée par le crédit, l'économie turque connaît au premier trimestre 2012 un fort ralentissement (3,2 % en taux annuel). En Inde, loin des 9 % qu'elle avoisinait ces dernières années, la croissance est tombée à 5,3 % au premier trimestre 2012, son plus faible niveau depuis dix ans. Le ralentissement global et la défiance accrue des investisseurs internationaux font émerger les contraintes structurelles au développement indien.

Les pays dont les liens financiers et commerciaux avec la zone euro sont les plus intenses sont, bien sûr, particulièrement affectés par la crise. L'Europe centrale et orientale a cependant bénéficié en 2011 de la forte demande allemande. Mais, en 2012, sa croissance atteindra à peine 2 %. En Afrique du Nord, le Maroc est particulièrement touché par la crise espagnole. L'économie tunisienne a connu une récession de plus de 2 % en 2011, l'année du renversement du régime. Son redémarrage est difficile du fait de la faible demande européenne ; la hausse des prix des produits agricoles et alimentaires renchérit le coût de la vie. La croissance en Afrique sub-saharienne est restée forte en 2011 (4,9 % ; 5,9 % en excluant l'Afrique du Sud). Les flux commerciaux et financiers qui relient désormais le continent aux pays émergents, et en particulier à la Chine, lui permettent d'accéder à des marchés dynamiques et d'être moins exposée à la conjoncture européenne. Néanmoins, la baisse de la demande, les coupes dans l'aide publique et les transferts des émigrés ou encore la baisse de la fréquentation des touristes européens sont des canaux par

lesquels le marasme européen peut retentir sur l'Afrique.

La Chine n'est pas non plus à l'écart des retombées de la crise européenne et plus généralement de la faiblesse de la demande des économies avancées. Au premier trimestre 2012, ses exportations n'ont augmenté, en valeur, que de 7,6 % contre 24 % l'année précédente sur la même période ; en direction de l'Europe, elles ont baissé de 2 %. Ce ralentissement des exportations se produit à un moment où les effets des mesures prises en 2010 pour lutter contre la spéculation immobilière se font sentir. Or les investissements immobiliers, avec leurs forts effets d'entraînement sur les secteurs amont, ont été ces dernières années un puissant moteur de la croissance chinoise. Face au ralentissement de l'activité – la croissance au premier trimestre 2012 était de 8,1 % en rythme annuel contre 9,2 % sur l'ensemble de l'année 2011 – les autorités monétaires ont abaissé les taux de réserves obligatoires pour favoriser la distribution du crédit. Il s'agit pour le gouvernement chinois de piloter le ralentissement de la croissance et sa réorientation vers la demande intérieure (cf. chapitre III) tout en évitant un freinage trop brutal.

Références bibliographiques

- AGLIETTA M. [2012], *Zone euro : éclatement ou fédération*, Michalon, Paris.
- AGLIETTA M., CARTON B. et SZCZERBOWICZ U. [2012], « La BCE au chevet de la liquidité bancaire », *La Lettre du CEPII*, n° 321, mai.
- BANQUE DE FRANCE [2012], « Dette publique, politique monétaire et stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, n° 16, avril.
- BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX [2012], « Sortir, sans plus tarder, des cercles vicieux », *Rapport annuel*, n° 82, juin.
- BARA Y. E. et BÉNASSY-QUÉRÉ A. [2012], « Sortie de la Grèce : quel coût pour la zone euro ? », *Le Blog du CEPII*, <<http://blog.cepii.fr>>, juin.
- BARA Y. E. et PITON S. [2012], « Peut-on dévaluer sans dévaluer ? », *La Lettre du CEPII*, n° 324, août.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A. [2012], « Pour une approche progressiste de la mutualisation des dettes souveraines en Europe », *Le Blog du CEPII*, <<http://blog.cepii.fr>>, juin.
- BRENDER A., GAGNA E. et PISANI F. [2012], *La Crise des dettes souveraines*, La Découverte, « Repères », Paris.
- COEURÉ B. [2012], « Risk sharing in EMU : before, during and after the crisis », discours à la conférence inaugurale « European crisis : historical parallels and economic lessons », Julis-Rabinowitz Center for Public Policy and Finance, Princeton University, Princeton, 20 avril.
- LEMOINE F. [2012], « La Chine en panne de moteur », *Le Blog du CEPII*, <<http://blog.cepii.fr>>, juin.
- MERLER S. et PISANI-FERRY J. [2012], « Sudden stops in the euro area », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2012/06, mars.
- PISANI-FERRY J. [2011], *Le Réveil des démons. La crise de l'euro et comment nous en sortir*, Fayard, Paris.