



I / L'économie mondiale en mutation

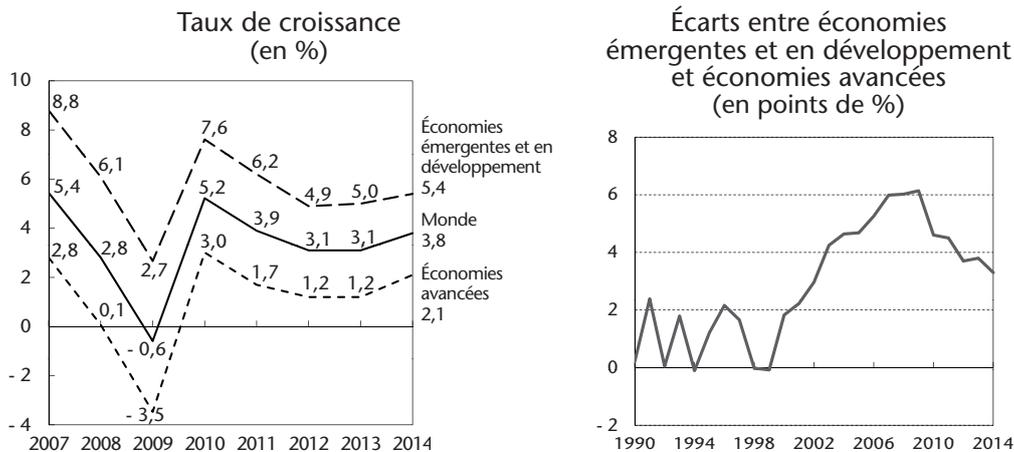
*Christophe Destais et Sophie Piton**

Six ans après la crise économique qui a frappé l'ensemble des pays du monde, les perspectives de croissance sont décevantes, autant dans les pays développés que dans les pays émergents. En juillet, le FMI a encore une fois corrigé ses projections à la baisse : la croissance mondiale ne dépasserait pas 3,1 % en 2013 et, à 3,8 % en 2014, serait loin de retrouver les rythmes d'avant-crise. En 2013, le poids des économies émergentes et en développement dans le PIB mondial exprimé en parité de pouvoir d'achat dépasse, pour la première fois, celui des pays avancés ; en 2000, ces poids étaient respectivement de 37 % et 63 %. Cependant, les écarts de croissance qui s'étaient fortement élargis dans les années 2000 entre les deux groupes de pays se réduisent depuis 2010 (graphique 1).

Dans les économies avancées, l'assainissement bancaire et financier est en cours et le désendettement des agents privés progresse. Les banques centrales, qui ont innové pour répondre à une crise sans précédent, ont fait « tout le nécessaire » pour éviter un effondrement financier. La priorité est désormais de rétablir la croissance et surtout l'emploi. Pour cela, la plupart des pays s'engagent dans des réformes structurelles plus ou moins ambitieuses qui visent à maintenir, voire développer, le potentiel de croissance et à conjurer le syndrome de la décennie perdue. Aux États-Unis,

* Christophe Destais est directeur adjoint du CEPII. Sophie Piton est économiste au CEPII. Alexandra van Marcke de Lummen, assistante de recherche au CEPII, a également participé à la rédaction de ce chapitre.

Graphique 1. Croissance annuelle du PIB réel



Note : les chiffres pour 2013 et 2014 sont des projections.

Source : FMI [2013].

la croissance se maintient autour de 2 %, mais les perspectives d'assainissement budgétaire font craindre un nouveau ralentissement. La zone euro reste embourbée dans la récession. Le rebond du Japon, timide en 2012, devrait se confirmer en 2013 grâce au programme économique du nouveau Premier ministre.

Les économies émergentes sont freinées par le ralentissement des pays avancés, mais également par les difficultés à surmonter des obstacles internes à la croissance. En Chine, les réformes structurelles engagées pour recentrer l'économie sur le marché intérieur vont, à court terme, ralentir la croissance.

Évolutions divergentes des pays avancés

L'économie américaine suspendue à l'issue budgétaire

Aux États-Unis, la croissance s'établit autour de 2 % depuis 2010. L'ampleur du choc intervenu sur le secteur de l'immobilier explique la faiblesse de la reprise, inhabituelle au regard de l'histoire des cycles économiques américains. Néanmoins, à la mi-2013, l'amélioration de l'emploi se confirme, les contraintes financières qui pesaient sur les ménages se sont allégées et le secteur de l'immobilier se rétablit graduellement. Les perspectives conjoncturelles restent dépendantes des décisions qui seront prises dans le domaine budgétaire.

La contrainte imposée par le désendettement des ménages, qui pèse sur la demande privée depuis l'éclatement de la bulle immobilière, s'allège. Ce désendettement, qui avait été engagé

depuis 2007, s'est poursuivi et le niveau de la dette rapportée au revenu disponible des ménages atteint 111 % au premier semestre 2013 contre 130 % en 2009. Grâce à la baisse des taux d'intérêt, les charges financières des ménages rapportées à leur revenu disponible sont au niveau le plus bas depuis le début des années 1990. La richesse des ménages profite, elle, du rebond des prix des actifs ; la valeur de leur patrimoine immobilier a repris 8 % depuis son point bas. En avril 2013, l'indice Case & Shiller des prix de l'immobilier a enregistré une hausse annuelle de 12 %, hausse la plus forte depuis 2007. Les mises en chantier et les délivrances de permis repartent, augmentant respectivement de 10,4 % et de 16,1 % en juin 2013 en rythme annuel (US Census Bureau).

La situation sur le marché du travail se redresse également avec plus de 6 millions d'emplois créés entre la fin 2009 et avril 2013. Cela reste insuffisant au regard des pertes d'emplois antérieures : le niveau de l'emploi non agricole reste inférieur à ce qu'il était à son pic de décembre 2007. Le taux de chômage a diminué de 0,5 point de pourcentage entre juin 2012 et juin 2013 et atteint 7,6 %. Mais cette baisse reflète pour une part la diminution de la population active du fait du nombre croissant de chômeurs découragés. Selon les données du Bureau of Labor Statistics, en juin 2013, 2,5 millions de personnes disponibles pour travailler n'étaient pas comptabilisées dans la population active.

En juin 2013, constatant l'amélioration de l'activité et de l'emploi, la Fed a envisagé de réduire progressivement ses achats mensuels de titres obligataires longs (QE3). Or les achats effectués par la Réserve fédérale (Fed) visent à soutenir les cours obligataires (faire baisser les taux d'intérêt) et permettre aux investisseurs privés de se reporter sur des titres plus risqués. La seule perspective d'un ralentissement a fait bondir les taux longs, créé des pertes latentes dans les bilans des investisseurs et la baisse des cours s'est propagée à l'ensemble des marchés financiers, y créant une véritable panique tant la finance repose aujourd'hui sur l'assurance d'un financement illimité à taux proche de zéro. Depuis, la Fed a souligné que si elle envisageait un retrait circonstancié de sa politique d'achat de titres, elle restait engagée dans sa politique de taux d'intérêt faibles.

Pour ne pas compromettre le retour de la croissance, l'assainissement budgétaire a été différé jusqu'au début 2013. Mais, si la « falaise budgétaire » a été évitée, les coupes automatiques dans

Encadré 1. L'assainissement budgétaire aux États-Unis et son impact sur les projections de croissance

Le débat sur la politique budgétaire a repris dès la réélection de Barack Obama au mois de novembre 2012, alors que les équilibres politiques au Congrès n'ont pas été fondamentalement modifiés : majorité démocrate au Sénat et républicaine à la Chambre des représentants.

Fin 2012, le pays était confronté au risque d'une « falaise budgétaire » résultant, d'une part, de la fin des réductions d'impôts votées pendant la première présidence Bush et reconduites en 2009 et, d'autre part, de la menace des réductions automatiques de dépenses.

Le volet « recettes » de la falaise budgétaire a été traité *in extremis* le 1^{er} janvier 2013. Les réductions d'impôts de l'ère Bush ont été prorogées, sauf pour les ménages gagnant plus de 400 000 dollars par an qui ont vu leur taux d'imposition augmenter.

Du côté des dépenses, en revanche, l'application des réductions automatiques n'a été reportée que de deux mois. En l'absence de nouvel accord, ces réductions sont

donc entrées en vigueur le 1^{er} mars 2013. Depuis cette date, des diminutions automatiques de 85 milliards de dollars de dépenses fédérales s'appliquent pour l'année en cours. Il est prévu que leur volume augmente progressivement pour atteindre 150 milliards de dollars en 2021, dernière année de leur application.

Ces réductions automatiques s'appliquent sans discrimination sur l'ensemble des postes de dépenses. Elles pourraient endommager une reprise déjà timide. En février 2013, le Congressional Budget Office estimait que, sans ajustement budgétaire, la croissance en 2013 aurait été supérieure de 1,5 point de pourcentage et que 1,25 point de pourcentage provient des réductions automatiques de dépenses [CBO, 2013].

Cet accord budgétaire *a minima* a évité une récession brutale, mais n'a pas abordé les problèmes structurels liés à cette dette. Selon le CBO, la politique budgétaire actuelle conduit à un déficit permanent de 5 % du PIB chaque année jusqu'à 2022. Si le gouvernement voulait stabiliser la dette à 75 % du PIB en 2022, il faudrait faire environ 3 000 milliards de dollars d'économies cumulées supplémentaires.

les dépenses devraient, à elles seules, ralentir l'économie américaine de 1,5 point de pourcentage en 2013 (encadré 1). L'évolution de la conjoncture et le calendrier de sortie de la politique monétaire ultra-accommodante dépendront avant tout des décisions budgétaires.

Zone euro : échec économique, avancées institutionnelles

Les risques d'éclatement de la zone se sont estompés. — Après une année de haute tension financière et de doutes quant à la viabilité de la zone euro, les douze mois écoulés depuis la mi-2012 ont vu une relative détente sur les marchés financiers européens. Les mesures annoncées par la Banque centrale européenne (BCE) et celles envisagées sur l'union bancaire ont permis de faire refluer les taux d'intérêt obligataires des pays en crise. Le 26 juillet

Encadré 2. La crise chypriote : un cas innovant de résolution de crise bancaire

Devenu membre de l'Union européenne en 2004, Chypre a rejoint la zone euro le 1^{er} janvier 2008. Que la crise financière ait violemment frappé l'économie chypriote n'est guère surprenant. Celle-ci reposait sur un système financier hypertrophié, développé grâce au recyclage de capitaux étrangers, russes notamment ; ses banques étaient fortement exposées aux obligations grecques. L'État s'est ainsi trouvé à devoir recapitaliser un système bancaire trop gros pour lui.

En revanche, la stratégie de résolution de crise a été plus surprenante, ayant innové sur plusieurs points.

Le 25 juin 2012, l'État chypriote a demandé l'aide de l'UE et du FMI. Les aides d'un montant de 10 milliards d'euros fournies par le Mécanisme européen de stabilité (MES) et le FMI ont été soumises à plusieurs conditions, dont la participation des créanciers des Bank of Cyprus et Cyprus Popular Bank (Laiki) – et, parmi eux,

les déposants détenteurs d'un dépôt supérieur à 100 000 euros – à la recapitalisation de ces deux banques. Cette contribution des créanciers et actionnaires marque un changement de paradigme dans la résolution des crises bancaires en zone euro.

Afin d'éviter le retrait massif des dépôts bancaires, le plan prévoyait également la mise en œuvre de restrictions temporaires aux mouvements de capitaux. Ces contrôles de capitaux, toujours en place, enfreignent l'un des piliers de l'Union économique et monétaire (UEM), celui de la libre circulation des capitaux. Ils remettent en question l'unité de la zone. La crise chypriote illustre combien l'union bancaire est plus que jamais nécessaire pour pérenniser l'UEM.

Ces mesures devraient être ensuite complétées, comme dans les autres pays sous la tutelle de la troïka, par des réformes structurelles afin d'assainir les finances publiques, renforcer le secteur bancaire et rééquilibrer une économie dont le principal secteur d'activité est en faillite.

2012, Mario Draghi, président de la BCE, déclarait que la Banque centrale ferait « tout ce qui est nécessaire » pour préserver l'euro. Cette déclaration fut suivie le 2 août 2012, en dépit de l'opposition allemande, de l'annonce d'un programme d'intervention sur le marché secondaire de la dette souveraine (OMT, opérations monétaires sur titres). Ce programme illimité d'achats par la BCE d'obligations souveraines des États en difficulté serait activé sous réserve que ces États aient fait appel au soutien financier du Mécanisme européen de stabilité (MES) et adopté le programme d'ajustement associé. Sans que ce programme ait eu à être activé, la détermination ainsi affirmée par les autorités monétaires a suffi à convaincre les marchés que les risques d'éclatement de la zone euro s'étaient éloignés. Les taux d'intérêt sur les obligations souveraines se sont détendus puis stabilisés. Ils n'ont pas été durablement affectés par la mise en place, pourtant très chaotique, d'un plan de sauvetage de l'économie chypriote au mois de mars 2013 (encadré 2).

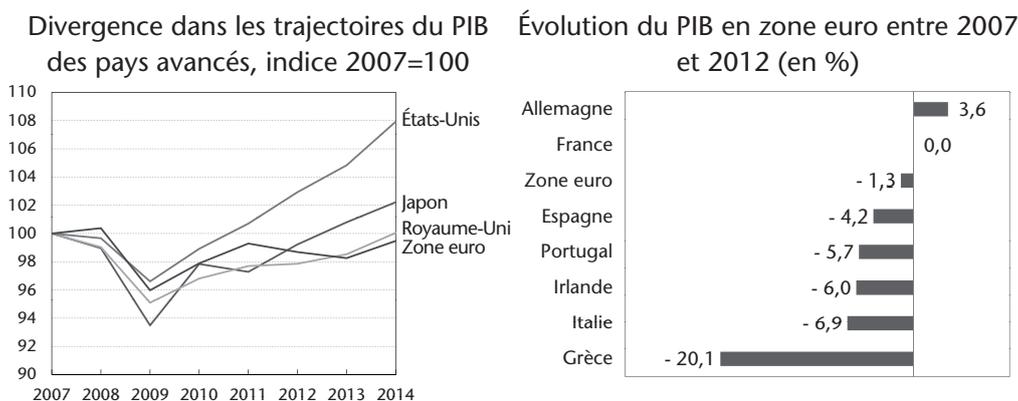
L'ajustement budgétaire a cassé la reprise. — En zone euro, contrairement aux États-Unis, la priorité a été donnée à l'ajustement budgétaire considéré comme indispensable à la cohésion de l'union monétaire. Ainsi, plusieurs initiatives ont été prises afin de remettre les dettes des États sur une trajectoire soutenable, notamment le renforcement des règles budgétaires européennes par le *Fiscal Compact*, mais aussi par le *Six Pack* adopté en 2011 et le *Two Pack* adopté en 2013, qui forment avec le Pacte de stabilité et de croissance un ensemble complexe de textes de nature juridique différente. Les ajustements budgétaires ont été soutenus en 2012 et le déficit public de la zone a été réduit de près de 3 points de PIB entre 2009 et 2012. Les réductions vont de 0,6 point de PIB en Espagne à 6,3 points de PIB en Irlande.

Les États se trouvent pris dans un cercle vicieux : l'ajustement budgétaire ampute la croissance et la récession ralentit les ajustements. Ce lien entre croissance et ajustement budgétaire fait débat. Les discussions ont été particulièrement vives début 2013, à la suite de la controverse à propos de l'article de Reinhart et Rogoff [2010]. L'étude, portant sur un échantillon de pays, conclut qu'une dette publique supérieure à 90 % du PIB réduit la croissance. Les résultats de cette étude ont largement été contestés après que des erreurs méthodologiques ont été découvertes. Or ce seuil avait souvent été mentionné pour justifier les politiques menées en Europe, notamment par Olli Rehn, commissaire européen aux Affaires économiques et monétaires. Cette controverse a aussi souligné l'importance des désaccords sur la valeur des multiplicateurs budgétaires en période de crise (encadré 3).

Les ajustements budgétaires ont contribué à faire entrer la zone euro en récession en 2012, elle y restera en 2013 (– 0,6 %) et la croissance atteindrait à peine 1 % en 2014, selon les projections du FMI. En Grèce, la récession qui dure maintenant depuis quatre ans n'a cessé de s'aggraver (– 6,1 % par rapport à l'année précédente en 2011, – 7,1 % en 2012) et, par rapport à 2007, le PIB réel a reculé de 20 % (graphique 2). 2012 a aussi été la deuxième année de récession pour le Portugal, et a marqué l'entrée en récession de l'Italie et de l'Espagne. La croissance est positive en France et en Allemagne, mais elle est fortement ralentie.

Plus inquiétantes encore sont la situation de l'emploi et ses conséquences sociales. En Espagne, où le taux de chômage a augmenté de plus de 2 points entre mai 2012 et mai 2013 pour

Graphique 2. Évolution du PIB réel dans les pays avancés



Note : les données pour 2013 et 2014 sont des projections.

Source : AMECO.

Source : FMI [2013].

atteindre 26,9 %, le taux de chômage des moins de 25 ans a augmenté de près de 4 points (56,5 % en mai 2013). Le chômage en Grèce atteint les mêmes sommets qu'en Espagne. Le Portugal n'est pas loin derrière, avec un taux de chômage proche de 18 % en mai 2013 (42 % pour les moins de 25 ans). Au niveau agrégé, le taux de chômage en zone euro atteint 12,2 % en mai 2013, 1 point de plus qu'un an auparavant.

La production manufacturière de la zone euro est, en mai 2013, inférieure de 10 % à son niveau de janvier 2007 (graphique 3). Ce recul est le résultat de la faiblesse de la demande intérieure (qui a encore baissé de 0,6 % en 2012), mais aussi des exportations : au premier trimestre 2013, celles-ci ont diminué de 0,5 % sur un an.

Le rééquilibrage des balances courantes est en trompe-l'œil. — La troïka, formée de représentants de la Commission européenne, de la BCE et du FMI, en charge de superviser la mise en œuvre des plans de stabilisation dans les pays bénéficiant d'une aide financière, avait insisté sur la nécessité pour ces pays de s'attaquer à l'ensemble de leurs déséquilibres macroéconomiques. Cette idée a été généralisée pour l'ensemble des pays de la zone avec l'adoption du *Six Pack*, fin 2011. Ce dispositif législatif a introduit un système de prévention des déséquilibres pouvant impliquer des sanctions en cas de « déséquilibre excessif ». Avec ce mécanisme, la Commission ne cantonne plus sa surveillance à la situation des finances publiques, mais l'étend à l'endettement privé, en se dotant notamment de signaux révélateurs d'une détérioration de la compétitivité ou de la formation d'une bulle du crédit ou de

Encadré 3. Le débat sur les multiplicateurs budgétaires

C'est en 1936 que l'économiste anglais John Maynard Keynes suggère l'existence d'un multiplicateur qui lie de manière plus que proportionnelle la relance budgétaire et la croissance. Le multiplicateur représente la variation du produit national produite, toutes choses égales par ailleurs, par la variation d'une unité des dépenses ou recettes publiques. Un multiplicateur élevé justifie la stimulation budgétaire de l'économie en période de crise.

Le niveau de ce multiplicateur keynésien a toujours fait débat. Jusqu'en 2012, le FMI et de nombreux économistes le jugeaient proche de zéro, voire négatif. Selon eux, le développement de la finance réduisait la dépendance des choix de consommation et d'investissement au revenu courant car les ménages et les entreprises pouvaient emprunter plus facilement auprès des banques. Distribuer de l'argent public revenait alors à substituer de l'emprunt public à un emprunt privé, sans effet sur la demande globale.

La crise de 2007-2008 a relancé le débat. Au moment où de nombreux pays opèrent un assainissement des finances publiques, le montant des

multiplicateurs budgétaires est un sujet sensible. Plus ils sont réduits, moins le redressement budgétaire pèsera sur la croissance. La faiblesse de la reprise de la croissance économique dans de nombreux pays avancés a jeté des doutes sur la faible valeur des multiplicateurs. Le FMI, par la voix de son économiste en chef Olivier Blanchard, a reconnu avoir sous-estimé le niveau des multiplicateurs sur cette période et explique ainsi son erreur dans les projections de croissance. Le Fonds les estime désormais supérieurs à l'unité depuis le début de la crise.

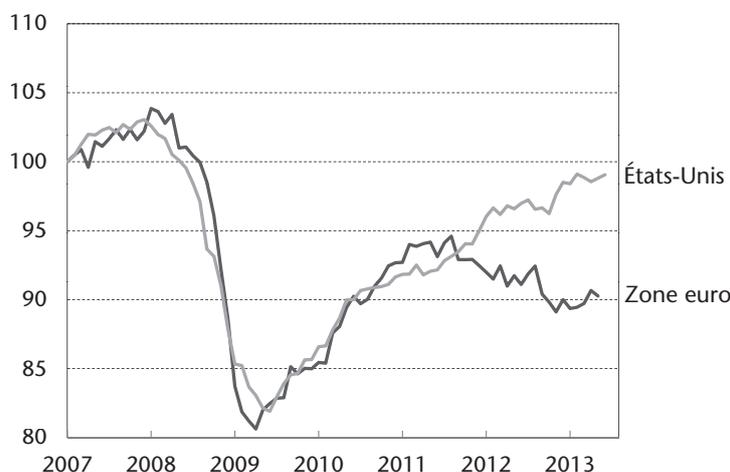
En zone euro, la valeur de ces multiplicateurs cristallise les débats autour des priorités des politiques économiques. Faut-il résorber les déficits budgétaires pour rétablir la confiance et, partant, la croissance, ou faut-il ajuster le calendrier du resserrement budgétaire à celui de la reprise ? La Commission européenne, d'abord en faveur du premier terme, semble avoir modifié son point de vue dans ses recommandations de mai 2013. Elle a proposé que la procédure pour les « déficits excessifs » soit abrogée pour l'Italie et que l'échéance pour la correction de ces déficits soit reportée pour la France, l'Espagne, les Pays-Bas, la Slovaquie, la Pologne et le Portugal.

l'immobilier. Ainsi, l'accent est mis sur la nécessité de limiter les déséquilibres épargne-investissement de l'ensemble de l'économie, qu'il s'agisse d'excédent ou de déficit.

La correction des déficits courants se révèle très coûteuse pour l'union monétaire puisque les pays ne peuvent utiliser l'outil traditionnel de la dévaluation monétaire. Le rétablissement à moyen terme doit alors s'effectuer par la dévaluation interne, c'est-à-dire par la baisse des salaires et des prix, processus particulièrement lent et douloureux. Entre 2010 et 2012, les déficits courants se sont résorbés et la zone, dans son ensemble à l'équilibre en 2007, est désormais excédentaire. Cependant, cette évolution ne résulte pas uniquement d'une amélioration structurelle. Elle provient aussi de l'évolution des demandes domestique et

Graphique 3. Production industrielle (secteur manufacturier) en zone euro et aux États-Unis

(Indice 2007 = 100)



Source : Datastream, sources nationales.

extérieure. Le recul de la demande intérieure fait chuter les importations ; celui de la demande des pays partenaires en récession fait baisser les exportations. L'évolution purement structurelle des balances courantes, c'est-à-dire hors variations de la demande intérieure du pays considéré et de ses voisins de la zone, apparaît en général bien moindre (tableau 1). Dans ces conditions, tout rétablissement de la demande intérieure entraînerait une nouvelle dégradation.

Tableau 1. Évolution de la balance courante entre 2007-2008 et 2011-2012

(En points de PIB)

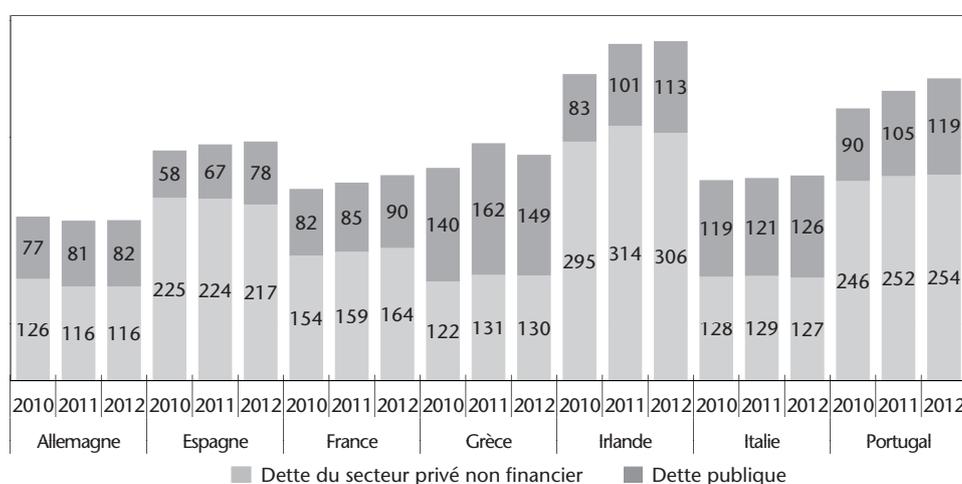
	Niveau 2007-2008	Évolution		
		Observée	Liée à la demande	Structurelle
Grèce	- 15,1	+ 8,5	+ 8,5	0,0
Portugal	- 11,6	+ 7,0	+ 1,0	+ 6,0
Espagne	- 10,0	+ 7,5	+ 2,5	+ 5,0
Irlande	- 5,6	+ 8,5	+ 10,5	- 2,0
Allemagne	+ 7,0	- 0,3	- 0,7	+ 0,4
France	- 1,4	- 0,8	+ 0,3	- 1,1
Italie	- 2,1	+ 0,2	+ 0,8	- 0,6
Zone euro	- 0,1	+ 1,3	+ 0,7	+ 0,5

Lecture : l'amélioration de la balance courante espagnole (+ 7,5 points de PIB) est due pour 2,5 points de PIB à l'évolution de la demande domestique espagnole et de ses partenaires commerciaux et pour 5 points de PIB à des évolutions structurelles.

Source : Carton et Hervé [2013].

L'impossible désendettement des pays en difficulté. — En dépit des efforts de réduction des déficits publics, plusieurs pays ne parviennent pas à stabiliser leur dette publique (graphique 4). En France, le « seuil » des 90 % du PIB est atteint, l'Italie voit sa dette augmenter à 130 % du PIB. L'État grec ne parvient pas à diminuer son taux d'endettement : alors qu'il était descendu à 137 % du PIB au premier trimestre 2012, après la restructuration de la dette détenue par les agents privés, ce taux atteint 160 % du PIB au premier trimestre 2013. Les plans de stabilisation n'ont pas eu l'effet escompté sur les taux souverains, qui restent à des niveaux très élevés pour les pays périphériques. Cela aggrave les problèmes de soutenabilité de la dette : en empruntant à plus de 4 %, les dettes publiques espagnole ou italienne deviennent insoutenables. Ces États sont tombés dans le « mauvais » équilibre : ils ont perdu la confiance des marchés, leurs taux souverains s'envolent et leurs dettes deviennent insoutenables, ce qui confirme les craintes des marchés quant au risque de défaut des États. Malte, le Portugal, la Grèce et l'Irlande sont sous tutelle de la troïka, ne pouvant plus se financer sur les marchés. La récession et les politiques déflationnistes freinent également le désendettement du secteur privé. Même si celui-ci est amorcé, le niveau de la dette détenue ainsi que le service de la dette sont toujours élevés. En Espagne, la dette du secteur privé non financier est équivalente à 200 % du PIB et son service rapporté au PIB est toujours supérieur à celui d'avant la crise.

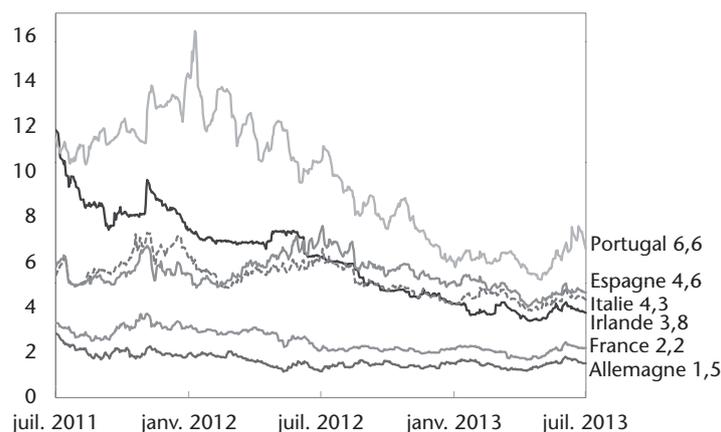
Graphique 4. Endettement du secteur privé non financier et dette publique (dette de Maastricht)
(en % du PIB)



Sources : Eurostat, BCE.

La situation économique et budgétaire ne s'améliorant pas, des tensions financières sont réapparues depuis mai 2013. La fin anticipée pour les mois à venir de la politique d'assouplissement quantitatif aux États-Unis a relancé la hausse des taux souverains des pays les plus fragiles de la zone euro (graphique 5). La fragmentation du système financier européen se répercute sur les conditions de financement des agents privés. Les taux d'intérêt des prêts aux entreprises ont augmenté entre juillet 2012 et 2013, particulièrement pour les petites et moyennes entreprises (PME). Selon la BCE, les PME espagnoles empruntaient à des taux supérieurs de 150 points de base à ceux des PME allemandes en avril 2013. Les marchés du crédit se rigidifient face à la dégradation de la situation financière des ménages du fait de la montée du chômage, mais aussi à cause de l'assainissement bancaire et de l'application des réglementations macro-prudentielles.

Graphique 5. Taux d'emprunts à dix ans en zone euro (en %)



Sources : Datastream, banques centrales nationales.

Changement de priorité ? — La forte dégradation de la situation économique et la hausse continue du chômage ont amené les autorités européennes à infléchir leur position et à admettre que l'ajustement budgétaire devait être étalé dans le temps. Les recommandations faites par la Commission européenne en mai 2013, appuyées le 28 juin par les conclusions du Conseil européen, vont en ce sens (voir encadré 3). Au-delà des délais accordés pour la réduction des déficits jugés excessifs, la Commission préconise des réformes structurelles pour renforcer la compétitivité et rééquilibrer l'économie européenne. L'objectif est, au niveau

Encadré 4. L'union bancaire, une étape décisive pour renforcer la zone euro

L'idée de mettre en place une union bancaire dans la zone euro provient du constat que, en face d'un marché financier et de banques européennes très intégrés, une régulation bancaire commune ne suffit pas : il faut une supervision commune. Jusqu'à maintenant, la supervision et la recapitalisation/restructuration des systèmes bancaires en zone euro étaient restées des prérogatives nationales, même si les règles macro-prudentielles sont harmonisées. La crise de la zone euro a mis en évidence que cette architecture est inadaptée : elle conduit à la fragmentation du marché financier dont les conséquences sur la conduite de la politique monétaire et sur les marchés du crédit et des dettes publiques sont déléteres. La crise a en même temps révélé les très fortes interdépendances financières entre les États membres.

Le Conseil européen de juin 2012 a initié le processus et décidé de la mise en œuvre d'un mécanisme de supervision unique (MSU) des banques (décision complétée et précisée dans une communication de la Commission du 12 septembre 2012). La supervision bancaire dans

la zone euro et dans les autres États membres qui décideront de rejoindre l'union bancaire sera conduite par la BCE. Elle sera complétée pour les petites banques (dont les actifs sont inférieurs à 30 milliards d'euros ou à moins de 20 % du PIB du pays) par une supervision nationale. Le transfert des compétences nationales à l'échelon européen débutera à l'automne 2014 après un audit de la qualité des actifs des banques concernées.

Deux autres piliers devraient compléter cette union bancaire : un mécanisme de résolution unique (MRU) des faillites bancaires et un mécanisme unique d'assurance des dépôts. La proposition de la Commission du 10 juillet 2013 (contestée par l'Allemagne) suggère la création du MRU qui viendrait enrichir le MSU. Dans le cas où une banque relevant du MSU serait confrontée à de graves difficultés, un conseil, composé de représentants de la BCE, de la Commission européenne et des autorités nationales concernées, pourrait décider de sa mise en faillite. La Commission prévoit que ce mécanisme devrait être opérationnel début 2015. La communication de juillet 2013 prévoit également la possibilité pour le Mécanisme européen de stabilité de recapitaliser directement les banques.

européen, de permettre une meilleure allocation des ressources et de remédier à la fragmentation financière de la zone euro ; au niveau national, de promouvoir la concurrence sur les marchés des produits et des services, notamment dans les secteurs abrités, et de formuler des politiques en faveur de l'emploi. Le Conseil européen a également salué les avancées concernant la mise en place d'une union bancaire (encadré 4). Son cadre est encore incomplet, pourtant cette union bancaire est essentielle pour renforcer l'union économique et monétaire.

Changement de cap au Japon

L'économie japonaise a rebondi en 2012 après une année 2011 en récession, et la croissance devrait rester à 2 % en 2013.

Après trois années de gouvernement de centre-gauche, le Parti libéral démocrate est revenu au pouvoir en décembre 2012. La priorité du nouveau gouvernement de Shinzo Abe est de remettre le Japon sur le sentier de la croissance et de sortir de la déflation. Il a ainsi mis en œuvre un nouveau *policy mix* expansionniste, rapidement baptisé *Abenomics* par la presse internationale. Cette politique s'appuie sur trois piliers : un renforcement de la politique monétaire expansionniste autour de l'objectif d'une inflation à 2 % ; une politique budgétaire expansionniste ; un ensemble de réformes structurelles destinées à accroître le potentiel de croissance de l'économie.

Le premier pilier, celui de la politique monétaire, a été mis au service de l'objectif principal : sortir le pays de quinze années de déflation. Pour cela, la Banque du Japon, sous la pression du gouvernement, a rehaussé à 2 % sa cible d'inflation. Plusieurs mesures visant à renforcer l'assouplissement quantitatif et à accroître la masse monétaire ont été annoncées. Le yen a alors amorcé un mouvement de dépréciation, qui l'a fait passer de 85 yens à 100 yens pour 1 dollar entre janvier et juillet 2013. Pour le moment, malgré l'augmentation de la masse monétaire de 35 % sur un an, les prix à la consommation stagnent.

La politique budgétaire expansionniste a rapidement été mise en place avec l'adoption en janvier 2013 d'un train de mesures de 10 300 milliards de yens (2,2 % du PIB), dont 40 % sont consacrées aux grands travaux d'infrastructure. Ce type de relance, qui creuse massivement le déficit public, ne pourra toutefois pas durer. La dette publique japonaise est déjà la plus élevée des pays avancés et son financement à faible taux d'intérêt par le système financier domestique pourrait être remis en cause par la perspective d'une balance courante devenant déficitaire au cours de la prochaine décennie. Shinzo Abe envisage donc déjà un plan de redressement budgétaire solide pour atteindre l'objectif d'un excédent primaire d'ici 2020.

Alors que les deux premiers piliers, budgétaire et monétaire, du programme ont bien été établis, le gouvernement peine à définir le troisième. Un programme de réformes structurelles a été annoncé le 5 juin 2013 visant à déréguler certains secteurs, à développer les accords commerciaux du pays comme levier de ces déréglementations, et à augmenter la participation des femmes au marché de travail pour faire face au vieillissement de la population. Le retour durable de la croissance dépendra de la

capacité du pays à mettre en œuvre ces réformes. À cet égard, les élections sénatoriales de juillet 2013 remportées par la coalition du Premier ministre dessinent un contexte favorable.

Les pays émergents s'orientent vers une croissance plus autonome, mais moins rapide

Les causes du ralentissement

Grâce à des politiques de relance, les pays émergents ont amorti le coup de frein donné à leurs économies lors de la crise de 2008-2009 et ont retrouvé en 2010 et 2011 une croissance soutenue (voir graphique 1). Mais, dès 2012, un infléchissement s'est produit et il paraît de plus en plus clair que les économies émergentes et en développement ne reviendront pas aux rythmes de croissance exceptionnels d'avant-crise. La croissance plus modérée s'établirait, par exemple, autour de 7,5 % en Chine, 6 % en Inde, 3,5 % au Brésil et au Mexique. L'« environnement extérieur » peu porteur n'en est pas la seule raison. Plusieurs grands pays émergents butent sur des contraintes internes qui limitent leur potentiel de croissance. Pour certains, comme la Chine, les gains de productivité extrêmement forts de la décennie 2000 ne peuvent pas perdurer tandis que la démographie impose aussi un ralentissement. Pour d'autres, comme le Brésil ou l'Inde, ce sont des déficits en infrastructures (transports, énergie...) et en main-d'œuvre qualifiée qui limitent la croissance. Certains pays, la Turquie notamment, qui avaient largement recouru aux financements extérieurs à court terme pour alimenter une forte croissance du crédit, sont désormais particulièrement exposés aux conséquences de la sortie de la politique monétaire exceptionnellement accommodante des États-Unis.

Le ralentissement sera d'autant plus difficile à gérer que, après dix années de croissance exceptionnelle et dans un contexte de mutation économique rapide, les revendications sociales sont pressantes. L'année a été marquée par de larges mouvements de protestation au Brésil, en Argentine et en Turquie notamment. Au Brésil, c'est la hausse des prix, ceux des transports en particulier, qui a été le détonateur des manifestations démarrées en mars 2013. En Argentine, les mouvements sociaux sont le reflet d'une usure du pouvoir politique, mais aussi d'un mécontentement face à la détérioration du climat des affaires et des investissements

provoquée par le renforcement des contrôles des importations et des changes. En Turquie, les contestations émanaient surtout de la jeunesse qui exprimait son mécontentement face au pouvoir en place.

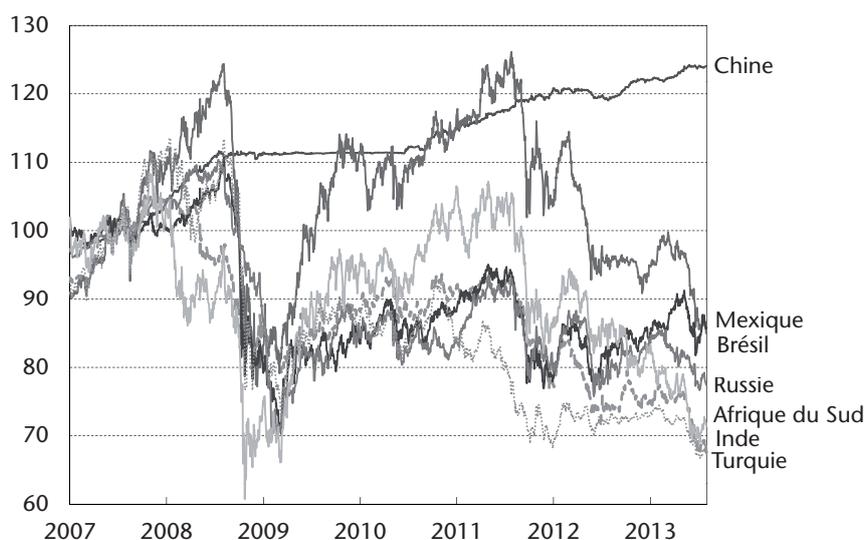
Le dilemme de la politique économique

Alors que les entrées massives de capitaux avaient renforcé la valeur des monnaies des pays émergents, la dépendance aux financements extérieurs se manifeste depuis la fin de l'année 2011 : ces monnaies ont commencé à se déprécier. La Chine fait exception en raison de son régime de change, mais le rythme d'accumulation des réserves a nettement diminué. Cette tendance à la dépréciation s'accélère au début de l'année 2013 (graphique 6), en lien avec les incertitudes sur la politique monétaire américaine et les résultats très décevants en matière de croissance dans certains pays. Les tensions inflationnistes provoquées par la dépréciation des monnaies mettent les autorités monétaires face au dilemme très classique suivant : faut-il monter les taux d'intérêt pour juguler l'inflation ou les maintenir à un niveau faible pour favoriser la croissance ?

En Inde, la croissance n'a atteint que 3,2 % en 2012 et la hausse de l'inflation a conduit la Banque centrale à augmenter les taux d'intérêt. Dans ces conditions, la reprise économique

Graphique 6. Taux de change de plusieurs pays émergents contre le dollar

(Indice 2007=100)

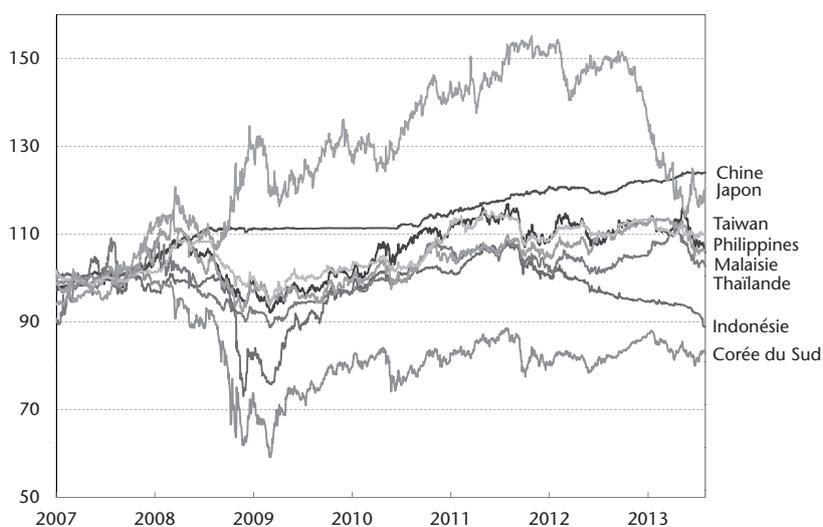


Source : Datastream.

sera au mieux modérée en 2013. Au Brésil, l'économie a continué son net ralentissement (à peine 1 % de croissance en 2012), mais l'accélération de l'inflation a poussé la Banque centrale à augmenter son taux directeur à partir d'avril 2013, de 7,25 % à 8,5 % en juillet. L'Afrique du Sud voit sa croissance modérée principalement en raison des débouchés extérieurs (la zone euro est son principal marché), mais le reste de l'Afrique subsaharienne maintient un rythme de croissance élevé. L'Argentine reste, plus de dix ans après la crise de la dette, à l'écart de la dynamique des pays émergents avec une croissance modérée, une monnaie qui se déprécie à un rythme rapide, un taux d'inflation à deux chiffres et des restrictions aux échanges commerciaux et aux flux de capitaux.

La dépréciation des monnaies est moindre en Asie que dans les autres pays émergents depuis 2011 (graphique 7), mais son accélération est nette depuis le début de l'année 2013. Fait marquant, la forte dépréciation japonaise modifie les conditions de compétitivité dans la région. Entre mi-septembre 2012 et la fin juillet 2013, le won coréen s'est apprécié de 1,5 % face au dollar tandis que le yen baissait de 21 %. Face à des monnaies asiatiques qui se déprécient rapidement, la Chine a interrompu l'appréciation de sa monnaie par rapport au dollar au mois de mai 2013 ; les autorités monétaires chinoises maintiennent leur objectif d'appréciation tendancielle, mais en modulent le rythme selon

Graphique 7. Taux de change de plusieurs pays asiatiques contre le dollar
(Indice 2007=100)



Source: Datastream.

leur évaluation du contexte économique mondial. Les initiatives prises par les autorités en vue de son internationalisation n'ont pas encore donné au renminbi le statut de monnaie internationale, ni le rôle d'ancre monétaire régionale.

La Chine se transforme

La Chine est en pleine transformation et la nouvelle équipe à la tête du pays depuis novembre 2012 doit faire face à deux défis : la hausse des inégalités et le rééquilibrage régional et sectoriel de la croissance.

Dans les centres urbains, le tarissement de l'armée de réserve permet aux salariés d'obtenir des hausses de salaire importantes : en 2012, ceux du secteur privé ont augmenté de 14 %. Cette hausse générale des salaires permet l'émergence d'une large classe moyenne. Alors que, en 2000, 4 % de la population urbaine seulement avait un revenu annuel compris entre 9 000 dollars et 34 000 dollars en parité de pouvoir d'achat, ils sont 68 % en 2012 [McKinsey, 2013]. La situation des migrants s'est aussi améliorée grâce à la réforme de la propriété foncière et des droits sociaux des ruraux. Cette nouvelle génération de consommateurs a déjà fait passer la contribution de la consommation à la croissance du PIB au-dessus de celle de l'investissement en 2011. Cette normalisation de la croissance chinoise est encore fragile et n'en est qu'à ses débuts. Alors que l'on espérait un rééquilibrage rapide de l'économie, l'investissement a accéléré en 2012 et sa contribution à la croissance devrait, à nouveau en 2013, dépasser celle de la consommation.

Ces hausses de salaire impliquant des hausses de coûts pour les entreprises, celles-ci concentrent maintenant leurs activités dans l'Ouest de la Chine ou dans les pays asiatiques voisins pour profiter de salaires plus faibles. Ainsi, entre mars 2012 et mars 2013, les championnes de la croissance du PIB ont été des provinces de l'Ouest (Yunnan, Sichuan, Guizhou, Chongqing) avec 12,5 %, suivies par des provinces centrales (Anhui, 11,2 % ; Hunan, 10,1 % ; Hubei 9,7 %), alors que la croissance nationale a été de 7,8 %.

Le gouvernement a par ailleurs poursuivi la réforme financière. La Chine est le pays émergent où la dette du secteur privé est la plus élevée (170 % du PIB) et cette dette n'a cessé d'augmenter depuis la crise de 2007. De plus, les dysfonctionnements de l'intermédiation financière limitent le financement des secteurs

d'avenir par l'abondante épargne domestique. Enfin, le marché de la gestion de fortune a littéralement explosé depuis 2007, avec un encours multiplié par vingt. Ces fonds collectés hors du système bancaire classique accroissent considérablement le risque systémique latent.

En juin 2013, la Banque centrale a affirmé son ambition d'assainir le secteur bancaire en restreignant la liquidité des banques au point de faire monter violemment les taux interbancaires. Le SHIBOR (*Shanghai Interbank Offered Rate*) à sept jours est monté à 11 % le 21 juin avant de se stabiliser autour de 5 % début juillet. En juillet, la Banque centrale a fait un pas en direction de la libéralisation des taux d'intérêt des crédits octroyés par les banques. La hausse attendue de ces taux pourrait freiner la croissance en 2013 et 2014. Mais la priorité du gouvernement chinois est de parvenir à une croissance équilibrée.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. [2013] « Chine : la route accidentée vers la réforme financière », *Le Blog du CEPII*, 2 juillet.
- AGLIETTA M. et BAI G. [2012], *La Voie chinoise. Capitalisme et empire*, Odile Jacob, Paris.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A., NAYMAN L. et PITON S. [2012], « Six Pack : simplifions le tableau de bord ! », *Le Blog du CEPII*, 14 novembre.
- BRI [2013], *83^e Rapport annuel de la BRI 2012/2013*, juin.
- CARTON B. et HERVÉ K. [2013], « Is there any rebalancing in the euro area ? », *Document de travail du CEPII*, à paraître.
- CBO [2013], *The Budget and Economic Outlook : Fiscal Years 2013 to 2023*, n° 4649, février.
- FEROLI M. et MELLMAN R. E. [2013], *The US Economic Outlook for 2013*, rapport spécial, J. P. Morgan, janvier.
- FMI [2013], « Crise de croissance », *World Economic Outlook*, mise à jour de juillet.
- GROUPE DE TRAVAIL G30 [2013], *Long-Term Finance and Economic Growth*, rapport spécial.
- MCKINSEY [2013] « China's next chapter », *McKinsey Quarterly*, n° 30.
- OFCE [2013], *Le Commencement de la déflation, perspectives 2013-2013*, sous la direction de Xavier Timbeau, avril.
- REINHART C. et ROGOFF K. [2010], « Growth in a time of debt », *American Economic Review*, vol. 100, n° 2, p. 573-578.
- VÉRON N. [2013], « A realistic bridge towards European banking union », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2013/09, juin.