



## I / Vue d'ensemble : la montée des tensions

*Sébastien Jean\**

**E**n dépit d'une légère accélération par rapport à l'année précédente, la croissance mondiale reste décevante à l'été 2016. Bientôt dix ans après le début de la crise économique et financière mondiale, un retour aux tendances antérieures semble de plus en plus improbable. La médiocrité de la croissance ne doit pas être acceptée comme une nouvelle norme, avait mis en garde le Fonds monétaire international (FMI) au printemps 2015. Pour autant, il reste difficile de déterminer quelles pourraient être les nouvelles références d'une économie mondiale traversée par des tensions croissantes et multiformes. Non seulement la croissance n'a plus retrouvé son niveau d'avant crise dans beaucoup de pays, mais les déséquilibres massifs accumulés dans les années 2000 ne se sont guère résorbés, quand ils ne se sont pas accrus. Sur les marchés du pétrole et des matières premières, l'abondance de l'offre s'est combinée avec l'atonie de la demande pour entraîner une importante chute des cours, déstabilisante pour beaucoup de pays producteurs et moins profitable qu'attendue pour les pays consommateurs. Dans un contexte de faiblesse persistante de l'inflation, les autorités monétaires de plusieurs économies avancées ont réagi en abaissant certains taux d'intérêt directs au-dessous de zéro, suscitant de nombreuses interrogations sur les causes profondes du mal, sur l'efficacité de ce remède et sur ses possibles effets secondaires. Le niveau et la tendance de l'endettement laissent craindre pour la stabilité financière.

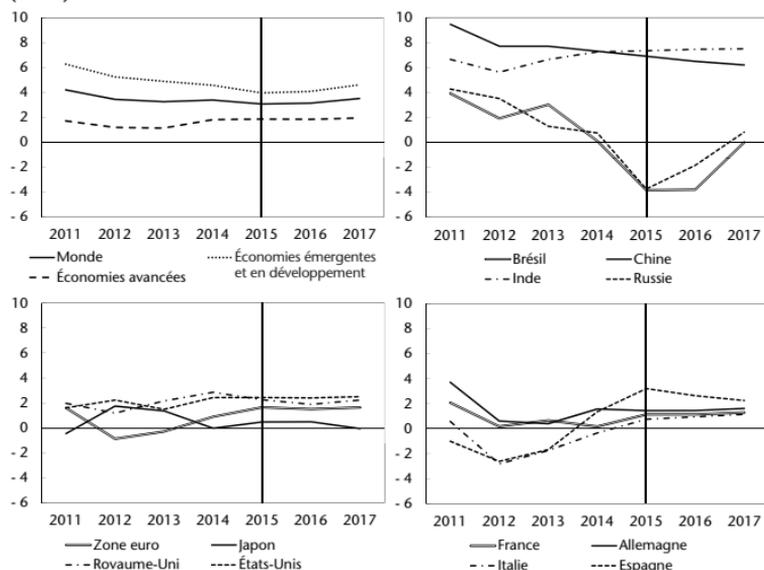
\* Sébastien Jean est directeur du CEPII.

Enfin, les tensions géopolitiques s'exacerbent dans différentes zones. Le vote britannique en faveur du Brexit n'a fait qu'ajouter à ce climat d'incertitude, illustrant la nervosité des marchés et posant des questions profondes sur l'évolution du projet européen.

## La croissance mondiale toujours décevante, plombée par l'atonie de la demande

Après une année 2015 qui représentait un point bas depuis la crise, la croissance mondiale ne s'est que marginalement redressée. Dans ses *Perspectives économiques* d'avril 2016, le FMI prévoit ainsi 3,2 % de croissance du PIB réel mondial pour 2016, contre 3,1 % l'année précédente, tout en soulignant la forte incertitude entachant ces prévisions (graphique 1). Tandis que la croissance reste modérée dans les économies avancées, son ralentissement se confirme dans les économies émergentes et en développement. Le resserrement de l'écart entre ces deux ensembles est frappant : de 4,5 points de pourcentage en 2011,

Graphique 1. Croissance du PIB réel (en %)



Note : estimations pour 2015, prévisions pour 2016 et 2017.

Source : FMI [2016a].

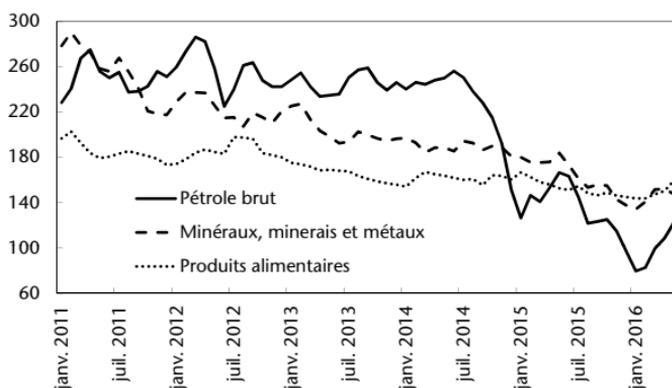
il est revenu à guère plus de 2 points en 2017. Étant donné la différence de taux de croissance démographique (0,5 % par an dans le premier groupe, 1,3 % dans le second), cela signifie que le rattrapage du revenu réel par tête entre ces deux groupes s'opère à un rythme moyen toujours positif mais à peine supérieur à 1 point de pourcentage.

Au niveau mondial, l'atonie de la demande prédomine : c'est particulièrement le cas de l'investissement, qui, dans aucune grande économie avancée, n'a retrouvé son niveau d'avant crise en proportion du PIB. Le taux d'investissement est également en baisse dans tous les grands pays émergents, que ce soit en raison du rééquilibrage en cours, comme en Chine, ou de l'incertitude des perspectives macroéconomiques, comme en Russie ou au Brésil.

*La chute du prix des matières premières fragilise les pays producteurs sans guère profiter aux pays consommateurs*

Sur les marchés mondiaux des matières premières, cette atonie de la demande est intervenue dans un contexte où les fortes hausses de prix de la fin des années 2000 avaient dopé l'offre. Pour la plupart des minerais et des produits agricoles, la tendance orientée à la baisse depuis le point haut d'après crise atteint début 2011 s'est prolongée et parfois accentuée (graphique 2). Cette

**Graphique 2. Indices de prix des matières premières**  
(2000 = 100)



Note : indices de prix mesurés relativement à la valeur unitaire des exportations de produits manufacturés des économies développées.

Source : CNUCED.

tendance persistante amène désormais les prix de la plupart de ces produits à des niveaux relativement faibles historiquement, même s'ils restent supérieurs à ceux atteints au début des années 2000. En revanche, sur le marché du pétrole jusqu'à la mi-2014, les prix se sont maintenus à des niveaux historiquement élevés et très stables, aux alentours de 100 dollars le baril pour les variétés de référence. La chute soudaine qui s'est ensuivie a fait passer les prix de référence en dessous de 30 dollars en décembre 2015. Si la remontée observée au premier semestre 2016 est proportionnellement importante, le niveau des prix à l'été 2016 reste relativement faible, autour de 50 dollars le baril. Les effets économiques de cet effondrement sont d'autant plus profonds que les évolutions précédentes avaient été interprétées par beaucoup comme l'augure de tendances de long terme orientées à la hausse. Pour les pays producteurs de matières premières, cette baisse non anticipée des ressources budgétaires obère les finances publiques et donne un coup de frein à la croissance, déstabilisant considérablement l'économie des plus fragiles d'entre eux, comme l'Algérie, le Venezuela ou le Nigeria, et se combinant à d'autres facteurs de crise en Russie ou au Brésil (voir chapitre VII). Même pour l'Arabie saoudite, ce contrechoc pétrolier est un défi, comme en témoigne son déficit budgétaire, qui a dépassé 16 % du PIB en 2015. Pour les pays importateurs nets, cette baisse de prix augmente mécaniquement le pouvoir d'achat des consommateurs, contribuant à relancer la croissance, d'autant que la propension moyenne à consommer y est plus élevée en moyenne que parmi les pays producteurs. Cependant, dans le contexte de beaucoup d'économies avancées, marqué par une déflation larvée et des taux d'intérêt déjà au plancher, cette pression à la baisse des prix induit également une hausse des taux d'intérêt réels, qui amoindrit significativement les gains de croissance à en attendre.

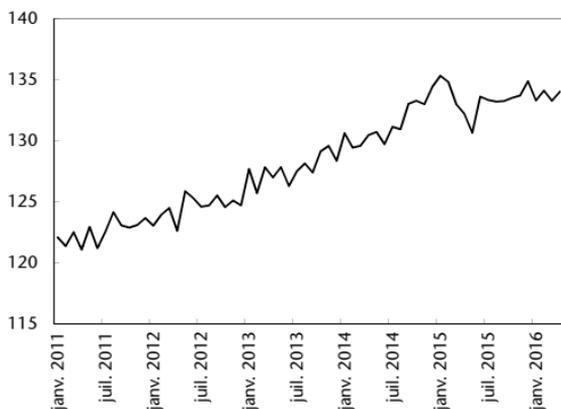
#### *Les échanges commerciaux stagnent*

Les échanges commerciaux reflètent eux aussi l'atonie de la conjoncture économique mondiale. Ajusté des variations saisonnières, le commerce mondial de marchandises en volume a crû d'environ 10 % depuis le deuxième trimestre 2011, soit à un rythme de croissance annualisé de 2 %. Ce qui ne représente qu'une fraction des 6,9 % de croissance annuelle moyenne enregistrés au cours des années 1995-2008. Et, là encore, les

chiffres les plus récents (0,6 % de croissance en glissement annuel en avril 2016) vont dans le sens d'une aggravation, et non d'une modération, de ce ralentissement. Le volume des échanges mondiaux en avril 2016 est d'ailleurs inférieur à son niveau de décembre 2014, si bien qu'il serait plus juste de parler de stagnation pour la période récente (graphique 3). Il n'existe pas de mesure en volume du commerce mondial de services, mais sa valeur, qui a augmenté d'environ 8 % seulement depuis le deuxième trimestre 2011, est également orientée à la baisse depuis la mi-2014. D'après les prévisions de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) publiées en avril 2016, le commerce mondial de marchandises devrait accélérer pour atteindre une croissance en volume de 2,8 % cette année et de 3,6 % en 2017. L'examen des prévisions récentes suggère cependant de ne pas prendre pour argent comptant ce présage d'un retour à des temps plus propices : depuis 2012, toutes les prévisions de croissance du commerce mondial publiées par l'OMC se sont avérées surévaluées, en moyenne de 2,5 points s'agissant de l'année suivante. L'expertise de l'Organisation n'est pas en cause, puisque les autres organisations internationales ont fait des erreurs comparables. Ce que suggère cette surprise récurrente, c'est plutôt que le commerce mondial a changé de tendance (voir chapitre II). Au-delà de la faiblesse de l'investissement et du rééquilibrage

### Graphique 3. Indice mensuel du volume des échanges mondiaux de marchandises

(2005 = 100)



Source : World Trade Monitor, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).

de la croissance chinoise, le fractionnement international des chaînes de valeur semble avoir atteint un palier [Jean, 2016]. En outre, la conjoncture déprimée incite les gouvernements à mener des politiques plus protectionnistes, en imposant, par exemple, des clauses de contenu local ou en restreignant le bénéfice des politiques de relance aux entreprises nationales [Evenett, 2016].

### **Les économies avancées entre croissance molle et inflation faible**

*Aux États-Unis, l'expansion longue et lente suscite des interrogations*

Le 16 décembre 2015, la Fed a relevé ses taux directeurs d'un quart de point, pour les situer dans une fourchette comprise entre 0,25 % et 0,50 %. Crainte et guettée par les marchés, cette première hausse depuis presque dix ans a été maintes fois attendue puis repoussée, si bien qu'elle a finalement été accueillie sans perturbations majeures sur les marchés. Son interprétation restait cependant empreinte d'incertitude, comme le montrent les anticipations sur les actions à venir de la Fed : alors que les anticipations de taux étaient de 1,4 % en valeur médiane pour la fin de l'année 2016, elles étaient revenues à 0,9 % en juin, dans un contexte où une nouvelle hausse est considérée par beaucoup comme improbable en 2016.

Il faut dire que ce cycle est atypique pour les États-Unis. La phase d'expansion amorcée après la forte récession de 2009 est déjà remarquablement longue, puisqu'elle dure depuis plus de sept ans désormais, tout en restant relativement lente et en semblant toujours fragile. De fait, malgré cette période de croissance prolongée, le climat des affaires est resté suffisamment détérioré pour que la Fed pratique des taux d'intérêt quasiment nuls pendant sept ans, en les accompagnant de politiques non conventionnelles de relance très volontaristes. À 4,7 % à la fin du premier semestre 2016, le taux de chômage a retrouvé son niveau d'avant crise, sans pourtant se traduire par une remontée du taux d'activité, qui avait brutalement chuté pendant la crise. La situation actuelle est de ce fait ambiguë. La faiblesse du chômage peut laisser penser que la fin du cycle haussier se rapproche. La Fed ayant longtemps fondé sa communication de guidage des anticipations sur cet indicateur, cela pourrait être interprété comme le signe avant-coureur d'une hausse des taux

plus rapide. Dans le même temps, cependant, la croissance est faible et son maintien est nécessaire pour effacer les stigmates de la crise et réintégrer dans la population active ceux qui s'en sont trouvé exclus. Le ralentissement de l'activité observé dans le secteur manufacturier pourrait même laisser envisager que le pic de croissance est déjà atteint, ce qui militerait au contraire pour le maintien d'une politique soutenant l'activité. Il est symptomatique que cette question se pose alors même que les taux de la Fed restent pratiquement nuls, lui laissant de fait très peu de marge de manœuvre pour ajuster sa politique si la croissance venait à fléchir.

### *L'Europe en « polycrise »*

Pour l'Union européenne (UE), les crises se succèdent, sans qu'aucune semble trouver de solution satisfaisante, laissant l'Union face à ce que le président de la Commission, Jean-Claude Juncker, a qualifié de « polycrise ». Au terme d'un semestre de tension extrême, la crise grecque a certes débouché sur un accord en juillet 2015, mais celui-ci ne fait que repousser le problème. Le refus intransigeant de ses partenaires de restructurer une dette pourtant largement considérée comme insoutenable a mené à une solution permettant de la refinancer pour quelques années, en faisant l'hypothèse hasardeuse que l'amélioration de la situation économique du pays lui permettrait de faire face aux échéances nettement plus lourdes qui se présenteront dans les années à venir. S'il maintient la Grèce dans la zone euro et fait gagner du temps, cet accord n'offre pas de solution pérenne. Il est symptomatique de la difficulté plus générale à réformer les institutions de l'Union et à compléter la gouvernance de la zone euro.

À peine la tension était-elle retombée autour de ce dossier que l'UE était confrontée à l'été 2015 à un afflux sans précédent de réfugiés, syriens pour une grande partie d'entre eux (voir chapitre vi). Cette crise majeure a créé des tensions politiques intenses en Europe. Elle touche un domaine particulièrement sensible politiquement dans la plupart des pays européens, tout en les affectant de manière très asymétrique, puisque les principaux flux migratoires sont très concentrés dans les pays d'entrée et de passage comme dans ceux de destination. L'Italie et la Grèce font ainsi office de points d'entrée privilégiés, tandis que les pays des Balkans, la Hongrie et l'Autriche sont confrontés

à des flux de transit massifs. Les destinations de prédilection des migrants, la Suède et l'Allemagne, se trouvent, pour leur part, confrontées à une explosion des demandes d'asile. Cette crise a révélé des clivages profonds entre pays européens, incapables de coordonner de manière durable leurs politiques, et refusant pour la plupart de prendre leur part d'efforts nécessaires. Elle jette de l'huile sur le feu déjà vif de la montée du populisme dans un grand nombre de pays d'Europe, dont les formes variées ont en commun une forte demande de protection, une défiance par rapport à un projet européen jugé trop déconnecté des préoccupations locales et une tendance au repli fondée sur la réaffirmation de la souveraineté nationale.

Dans ce contexte, le vote britannique du 23 juin 2016 en faveur d'une sortie de l'UE a créé une grande confusion, qui s'est traduite à court terme par la chute de la livre sterling et des indices boursiers partout en Europe et au-delà. À plus long terme, ce vote crée une situation d'incertitude sans doute prolongée. Si une sortie de l'UE est largement considérée comme potentiellement très dommageable pour le Royaume-Uni, la suite qui sera concrètement donnée à ce vote est encore inconnue. Non seulement la procédure légale de demande de sortie de l'UE n'est pas entamée, mais la nature des demandes britanniques n'est pas précisée et le processus politique pour le faire peine à se mettre en place. Pour l'UE, il s'agit d'un coup d'arrêt au processus historique de construction européenne, qui pose des questions existentielles à ses parties prenantes et appelle des initiatives politiques fortes, au moment même où des échéances électorales majeures se profilent en France comme en Allemagne.

Du point de vue économique, l'UE consolide sa reprise, avec un taux de croissance qui s'établit à la fin du premier trimestre 2016 à 1,8 % (1,7 % pour la zone euro) en glissement annuel. La croissance européenne s'ancre donc en territoire positif. Même si tous les pays de l'Union hormis la Grèce ont retrouvé une croissance positive, cette reprise est hétérogène, la vigueur de la croissance espagnole (3,4 %) contrastant avec sa faiblesse en Italie ou au Portugal, où elle n'excède pas 1 %. Surtout, ce rythme reste faible au vu de la double récession précédemment subie par la zone et de la politique monétaire particulièrement accommodante menée par la Banque centrale européenne (BCE), combinant taux directeurs au plancher, voire négatifs, et assouplissement quantitatif. De même, le taux de chômage

est encore légèrement supérieur à 10 % en zone euro à la mi-2016, tandis que l'inflation fluctue autour de zéro. Enfin, l'ajustement au sein de la zone euro s'est effectué de manière profondément asymétrique, fondé pour l'essentiel sur la baisse des dépenses publiques et de l'investissement dans les pays présentant un fort déficit de la balance courante. Il en résulte une faiblesse persistante de l'investissement et un excédent courant considérable, supérieur à 3 % du PIB.

En somme, la reprise est loin d'avoir apaisé toutes les tensions, d'autant que des doutes persistent sur la solidité du secteur bancaire (voir chapitre IV), tout particulièrement en Italie. La crise politique profonde que traverse l'Union suscite de vives inquiétudes sur sa capacité à faire face à une dégradation de la situation si certaines des fragilités issues de ces crises irrésolues venaient à se matérialiser.

#### *Japon : inquiétudes croissantes autour des Abenomics*

Au Japon, la hausse de la TVA d'avril 2014 a été suivie d'une longue atonie de la demande interne, qui a continué à tirer la croissance vers le bas en 2015 (0,6 %). La croissance repose principalement sur la consommation publique et la demande externe, en dépit des efforts de la politique monétaire, dont l'assouplissement quantitatif a été complété en janvier 2016 par la pratique, pour la première fois de l'histoire de la Banque du Japon, de taux de dépôt négatifs (ce taux s'applique aux réserves des banques sur leur compte à la banque centrale). Malgré une légère accélération des augmentations de salaires en 2015, le risque de déflation persiste. Ce contexte morose est aggravé par l'appréciation récente du yen. Alors que le taux de change était apparu comme le canal d'influence peut-être le plus direct de la politique monétaire ultra-accommodante sur l'activité et l'inflation, le yen perdant 30 % de sa valeur en termes effectifs réels entre fin 2012 et mi-2015, il s'est depuis apprécié de 15 % environ.

Malgré le niveau toujours extrêmement élevé de la dette publique, le gouvernement a décidé de différer à nouveau, à 2019 cette fois, la hausse de 2 points de la TVA prévue pour octobre 2015 et déjà repoussée à avril 2017. Trois ans et demi après l'élection de Shinzo Abe, les *Abenomics* tardent à donner les résultats espérés, tout en suscitant des inquiétudes sur l'instabilité que cette stratégie pourrait provoquer à terme.

## Économies émergentes : des conjonctures contrastées, un ralentissement d'ensemble

*Chine : une transition sensible et délicate*

La transition de la croissance chinoise vers un mode plus soutenable, donnant plus de poids à la consommation nationale et aux services, est amorcée. Elle s'est déjà traduite depuis plusieurs années par une augmentation rapide des salaires, une nette baisse de la rentabilité du capital et une décélération sensible de l'investissement [Ma *et al.*, 2016]. Une telle transition est cependant un formidable défi, nécessairement long et particulièrement délicat à relever. Elle s'effectue en outre sous l'ombre portée de la crise, à laquelle la Chine a répondu en 2009 par une relance massive du crédit. Depuis, la politique économique est partagée entre la volonté de limiter l'envolée de l'endettement, le gonflement de bulles de prix d'actifs et l'ampleur des surcapacités de production, et celle de maintenir la croissance et l'emploi. Cela s'est traduit par une politique de *stop-and-go* sur l'immobilier, marquée depuis la mi-2015 par des assouplissements progressifs des taux d'intérêt, des mesures réglementaires et de la fiscalité [Grjebine, 2016]. L'orientation à la baisse des prix de l'immobilier, issue du freinage précédent, avait reporté des montants d'épargne importants vers les marchés d'actions, qui ont alors monté vertigineusement, avant de s'effondrer au premier semestre 2016. L'instabilité très forte de l'été 2015 semble s'être apaisée depuis, mais la situation reste empreinte d'une forte incertitude. Les discours alarmistes sur un possible effondrement de la croissance sont cependant restés lettre morte.

Le Premier ministre a réaffirmé en mars devant le Parlement son objectif de croissance de 6,5 % à 7 % pour l'année en cours, suggérant implicitement que les dépenses publiques et le crédit seraient mobilisés si nécessaire. Tout en confortant les perspectives de court terme, cette stratégie pose deux types de questions. Les premières tiennent à la cohérence avec la volonté affichée de s'appuyer progressivement davantage sur les mécanismes de marché, notamment dans le traitement des surcapacités industrielles, particulièrement importantes dans la sidérurgie, et de poursuivre la réforme des entreprises d'État. Les secondes sont liées aux risques inhérents à l'évolution de l'endettement (notamment celui des entreprises privées), qui

n'a cessé d'augmenter depuis plusieurs années, pour approcher désormais 250 % du PIB d'après la Banque des règlements internationaux (BRI), niveau comparable à celui atteint par l'UE et les États-Unis.

Cette phase de transition vise également à libéraliser progressivement les mouvements de capitaux et le régime de change. De telles réformes sont en cohérence avec la volonté d'accorder une plus grande place aux mécanismes de marché. Sur le plan externe, elle marque également une volonté de projection extérieure, en confortant l'utilisation du renminbi à l'étranger et en accompagnant le développement des multinationales chinoises. L'inclusion du renminbi dans le panier de monnaies utilisées pour calculer la valeur des « droits de tirage spéciaux » (DTS) du FMI en décembre 2015 est une étape symbolique du premier volet [Destais, 2015]. Le second se matérialise par l'augmentation accélérée des investissements directs à l'étranger (IDE), qui pourraient bien excéder cette année pour la première fois la valeur des investissements étrangers en Chine. La vague d'acquisitions sans précédent réalisée au premier semestre 2016 par des entreprises chinoises dans les pays développés n'est d'ailleurs pas sans provoquer certaines tensions politiques dans ces pays.

### *L'Inde : concrétiser les promesses*

Parmi les autres grandes économies émergentes, l'Inde se distingue par une croissance élevée (7,3 % en 2015). Jusqu'ici, les résultats concrets restent toutefois en deçà des immenses attentes suscitées par l'élection de Narendra Modi en 2014 : les blocages politiques n'ont pas pour l'instant permis au gouvernement de faire passer des réformes importantes pour consolider la croissance économique, par exemple en modernisant la gestion foncière ou la fiscalité. Au total, les succès de la politique monétaire sous l'égide de Raghuram Rajan, marquée par le contrôle de l'inflation et la limitation du déficit courant, comptent peut-être autant pour expliquer les bons résultats récents que la politique du gouvernement. Le départ annoncé du gouverneur de la banque centrale, en désaccord avec le gouvernement, renforce les interrogations sur les capacités de Narendra Modi à moderniser l'économie indienne pour qu'elle réalise enfin son potentiel.

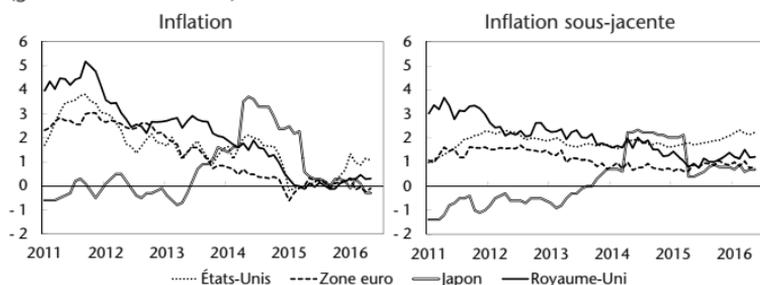
### Russie, Brésil, producteurs de matières premières : sortir de l'ornière

Dans les autres grandes économies émergentes, les perspectives restent le plus souvent mauvaises, même si, dans certains cas, la contre-performance récente peut laisser espérer une amélioration. La crise brésilienne est *sui generis*, largement issue d'une crise politique et d'erreurs de politique économique (voir chapitre VII). Pour beaucoup d'autres, notamment en Afrique, au Moyen-Orient et en Amérique latine, la faiblesse persistante des cours du pétrole et des matières premières en est le premier élément d'explication. Les conséquences économiques des tensions géopolitiques viennent s'y ajouter dans nombre de pays, tout particulièrement au Moyen-Orient. C'est également le cas de la Russie, toujours sous le coup de sanctions économiques et commerciales qui ont fortement affecté son commerce extérieur (réduisant les importations russes d'environ 3,4 milliards de dollars par mois d'après les estimations de Crozet et Hinz [2016]) et entraîné la dégringolade du rouble.

### Des politiques monétaires sous pression

Depuis la crise économique et financière amorcée en 2007-2008, la conjoncture dans les économies avancées reste marquée par une croissance anémiée, un investissement en panne et une menace de déflation. L'année 2015 a marqué un paroxysme à cet égard, la faiblesse de la croissance se combinant dans tous les grands pays développés avec une inflation proche de zéro, quand elle n'était pas négative (graphique 4). Seul le Japon a fait provisoirement

Graphique 4. Inflation et inflation sous-jacente  
(glissement annuel en %)



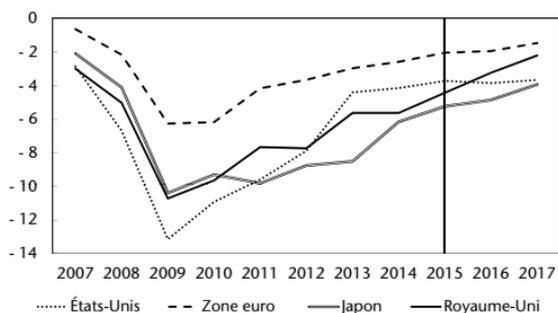
Note : l'indice d'inflation sous-jacente pour le Japon n'est pas corrigé ici de la variation de la TVA.

Sources : données nationales et Datastream.

exception, du fait de l'impact inflationniste temporaire de la hausse de la TVA en avril 2014. La chute marquée des prix des matières premières, et du pétrole en particulier, a aggravé cette tendance, mieux évaluée sur la base de l'inflation sous-jacente (qui exclut les prix les plus volatils tels que ceux des matières premières, de l'énergie ou de l'alimentation). À cette aune, la situation est plus contrastée. En particulier, l'inflation sous-jacente a significativement accéléré aux États-Unis à partir de l'été 2015, repassant au-dessus de 2 % à partir de la fin de l'année.

Ce contexte appelait des réponses contracycliques que les politiques budgétaires n'ont pas fournies, la réduction des déficits ayant été plus rapide au Japon et en zone euro qu'aux États-Unis (graphique 5). De ce fait, toute la charge de l'ajustement a été reportée sur les politiques monétaires.

Graphique 5. **Déficit public**  
(en % du PIB)



Note : estimations pour 2015, prévisions pour 2016 et 2017.

Source : FMI [2016a].

Les réponses sont pourtant contraintes en la matière, en particulier dans les pays à inflation très faible. Face à cette situation inhabituelle, les banques centrales se sont résolues, pour relancer l'activité et l'inflation, à pratiquer des politiques de taux d'intérêt directs et de rachat d'actifs amenant les taux d'intérêt en territoire négatif. Début juillet 2016, le montant des emprunts d'État portant une rémunération négative approchait les 12 000 milliards, d'après l'agence Fitch, soit plus du quart du total mondial des dettes publiques. Si les taux d'intérêt à court terme sont les plus concernés, les taux sont également devenus négatifs pour les emprunts d'État à dix ans en Allemagne, pour

ceux jusqu'à vingt ans au Japon et pour toutes les maturités, y compris les emprunts à cinquante ans, en Suisse. Dans le même temps, les importants rachats d'actifs pratiqués notamment par la BCE et la Banque du Japon ont gonflé leurs bilans et injecté de très importantes liquidités dans l'économie. Si ces politiques ont probablement eu un effet positif sur l'inflation et le crédit, dont l'ampleur est difficile à évaluer, leur canal d'influence le plus clair a été le taux de change [Demertzis et Wolff, 2016]. Cependant, à l'été 2016, même l'efficacité de ce canal paraissait remise en cause, puisque le yen et l'euro se sont appréciés, les politiques monétaires ultra-accommodantes ne suffisant apparemment plus à compenser la recherche d'actifs sûrs par les investisseurs internationaux. De plus, ces politiques ne sont pas sans effets pervers. Outre leur impact négatif sur la rentabilité des banques et des assurances, qui pourrait poser problème à terme, elles alimentent en effet l'augmentation de prix d'actifs déjà élevés, des prises de risque excessives des investisseurs pour rehausser les rendements, et entretiennent l'endettement dont le niveau n'a cessé d'augmenter dans la plupart des pays du monde.

De fait, les inquiétudes sur la stabilité financière internationale s'accroissent et de nombreuses voix s'élèvent pour considérer que les gouvernements attendent trop des politiques monétaires et devraient mettre en œuvre des politiques budgétaires plus actives [OCDE, 2016].

## **Un monde multipolaire**

Aux États-Unis, au contraire, la remontée de l'inflation sous-jacente se traduit par des anticipations de relèvement des taux d'intérêt, qui ont poussé le dollar à la hausse. Le taux de change effectif réel s'est apprécié de presque 20 % entre mi-2014 et début 2016, avant de perdre 5 % environ au premier trimestre 2016. Là encore, les marges de manœuvre sont limitées, mais pour des raisons différentes : l'abondance des liquidités et l'importance des interdépendances internationales font craindre des répercussions importantes sur les pays émergents [Cheysson *et al.*, 2016]. De façon symptomatique, le communiqué de la Fed consécutif à sa réunion de septembre 2015 justifiait sa décision de ne pas modifier ses taux directeurs en faisant référence, à plusieurs reprises, aux pays émergents, et notamment à la Chine. En juin, ce sont les risques inhérents à un éventuel vote en faveur

du Brexit qui étaient invoqués. Alors que le mandat de la Fed concerne exclusivement l'économie américaine, ces déclarations constituent une reconnaissance sans précédent d'un changement dans l'économie mondiale, devenue véritablement multipolaire, si bien que même la conjoncture américaine ne peut plus être appréhendée indépendamment de ses répercussions à l'étranger, sous peine d'en subir des retombées indirectes.

Pour les États-Unis comme pour l'UE, les pays émergents et en développement ne peuvent plus être considérés comme des marchés secondaires. Ils constituent plus de la moitié du PIB mondial en parité de pouvoir d'achat (environ 40 % aux taux de change courant) et les aléas de leur croissance peuvent avoir d'importantes répercussions sur les économies avancées. Le FMI [2016b] estime ainsi que plus d'un tiers de la variation du rendement des marchés d'actions des économies avancées et de celle de leur taux de change est lié aux retombées des conditions économiques prévalant dans les marchés émergents. La transmission des chocs passe par les échanges commerciaux et les profits des entreprises multinationales. Les marchés financiers y jouent également un rôle croissant, étant donné la forte exposition de nombreux fonds d'investissement aux marchés émergents. Les conséquences des choix de ces acteurs globaux peuvent être d'autant plus déstabilisantes que les supports de la liquidité internationale, c'est-à-dire les titres comme les bons du Trésor américains qui peuvent être utilisés sans risque ni entrave comme réserve de valeur ou contrepartie de transactions internationales, ont quant à eux régressé [Eichengreen, 2016]. Cette évolution, paradoxale étant donné les injections massives de liquidités nationales de nombreuses banques centrales, résulte principalement de la dégradation de la dette publique de beaucoup de pays. Les répercussions boursières mondiales suscitées par la modification de la fixation du taux du renminbi en août 2015, qui ne s'est pourtant traduite que par une dépréciation de 2 % par rapport au dollar, illustrent la place centrale qu'occupe désormais la Chine sur les marchés financiers internationaux.

Ce contexte crée des besoins de coordination mondiale accrues tout en fragilisant les cadres existants (voir chapitre III). Qu'il s'agisse de commerce international, de changement climatique ou de gestion des surcapacités de production, les économies émergentes sont désormais des acteurs incontournables. L'évolution des cadres en place est lente et difficile, comme

l'illustre l'interminable réforme du FMI, décidée en 2010 mais bloquée par le Sénat américain jusqu'en décembre 2015, ou l'impasse du cycle de négociations commerciales multilatérales au sein de l'OMC. La création couronnée de succès de la Banque asiatique d'investissement pour les infrastructures (BAII) par la Chine, dont les opérations ont commencé en janvier 2016, montre que les économies avancées n'ont plus les moyens de maintenir le *statu quo*. Le succès de la COP21 prouve que de nouveaux modes de coordination sont possibles (voir chapitre v). Mais la montée des tensions géopolitiques et la difficulté à coordonner les réponses à l'atonie de la demande mondiale illustrent bien l'ampleur des défis que recèle cette nouvelle configuration, dans laquelle les acteurs de premier plan sont plus nombreux qu'auparavant.

« Si les dirigeants nationaux reconnaissent clairement les risques auxquels ils sont tous exposés et agissent ensemble pour s'y préparer, les effets positifs sur la confiance mondiale pourraient être considérables », déclarait Maurice Obstfeld lors de la présentation en avril 2016 par le FMI des *Perspectives de l'économie mondiale*. Sans cela, un déraillement de la reprise est à craindre qui éloignerait encore un peu plus l'économie mondiale du nouveau cadre indispensable pour la prémunir d'une fragmentation menaçante.

### Repères bibliographiques

---

- CHEYSSON A., LHUSSIÉ S. et TRIPIER F. [2016], « L'impact du resserrement monétaire américain sur les économies émergentes », *La Lettre du CEPII*, n° 366, juin.
- CROZET M. et HINZ J. [2016], « Sanctions et embargos : quels impacts sur le commerce de la France vers la Russie ? », *La Lettre du CEPII*, n° 360, janvier.
- DEMERTZIS M. et WOLFF G. B. [2016], « The effectiveness of the European Central Bank's asset Purchase Programme », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2016/10.
- DESTAIS C. [2015], « Le renminbi dans le panier du DTS, un petit pas pour une grande ambition », *Le Blog du CEPII*, 16 décembre.
- EICHENGREEN B. [2016], « Rareté financière dans un monde d'abondance », *Project Syndicate*, juin.
- EVENETT S. [2016], « Running out of tools : the G20 and the global trade halt », *Opinion*, ictsd.org.
- FMI [2016a], *Perspectives de l'économie mondiale. Une croissance trop faible depuis trop longtemps*, avril.
- [2016b], *Global Financial Stability Report*, avril.
- GRJEBINE T. [2016], « Stop and go sur les marchés immobiliers : les exemples du Royaume-Uni, de la France et de la Chine », *Le Blog du CEPII*, 28 avril.

- JEAN S. [2015], « Le ralentissement du commerce mondial annonce un changement de tendance », *La Lettre du CEPII*, n° 356, septembre.
- MA G., ROBERTS I. et KELLY G. [2016], « A rebalancing Chinese economy : challenges and international implications », contribution présentée à la RBA Conference « Structural Change in China : Implications for Australia and the World », Sydney, 17-18 mars, [www.rba.gov.au/publications/confs/2016/pdf/rba-conference-2016-ma-roberts-kelly.pdf](http://www.rba.gov.au/publications/confs/2016/pdf/rba-conference-2016-ma-roberts-kelly.pdf).
- OCDE [2016], *Perspectives économiques*, OECD Publishing, Paris, avril.