



**CENTRE  
SUD**

Document  
de recherche  
Juin 2013

**48**

# **LE VRAI-FAUX RETOUR DE LA CROISSANCE DANS LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT APRÈS LA CRISE FINANCIÈRE**

Yilmaz Akyüz





# DOCUMENT DE RECHERCHE

48

## LE VRAI-FAUX RETOUR DE LA CROISSANCE DANS LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT APRÈS LA CRISE FINANCIÈRE

*Yılmaz Akyüz\**

**CENTRE SUD**

**JUIN 2013**

---

\* Économiste en chef, Centre Sud, Genève. Ce document est la version intégrale de l'exposé présenté à la Conférence du Centre Sud intitulée « La place du Sud dans la crise économique globale et l'analyse des négociations multilatérales », qui s'est tenue du 31 janvier au 1<sup>er</sup> février 2013 au Palais des Nations à Genève. La troisième section a été mise à jour et s'appuie sur un précédent document de recherche (Akyüz, 2102) portant sur la croissance des pays en développement avant la crise. J'adresse mes remerciements aux participants de la conférence et, tout particulièrement, à Michael Mah-Hui, Martin Khor, Manuel Montes et Richard Kozul-Wright pour leurs commentaires et leurs suggestions. Les réserves d'usage s'appliquent. Dernière date de révision : 26 mai 2013. [yilmaz.akyuz@bluewin.ch](mailto:yilmaz.akyuz@bluewin.ch)



## **LE CENTRE SUD**

En août 1995, le Centre Sud est devenu une organisation intergouvernementale permanente de pays en développement. Le Centre jouit d'une pleine indépendance intellectuelle dans la poursuite de ses objectifs, qui sont de promouvoir la solidarité entre pays du Sud, la coopération Sud-Sud et la participation coordonnée des pays en développement aux forums internationaux. Il prépare, publie et distribue des documents d'information, des analyses stratégiques et des recommandations sur les questions économiques, sociales et politiques internationales concernant les pays du Sud.

Le Centre Sud bénéficie du soutien et de la coopération des gouvernements des pays du Sud et il collabore régulièrement avec le Mouvement des pays non alignés et le Groupe des 77 et de la Chine. Ses études et prises de position sont établies en faisant appel aux capacités techniques et intellectuelles des gouvernements et des institutions du Sud, ainsi que des citoyens de ces pays. Les sessions de travail en groupe et de larges consultations impliquant les spécialistes des diverses régions du Sud, et parfois également du Nord, permettent d'étudier les problèmes courants dans le Sud, ainsi que de partager les expériences et les connaissances.

## AVERTISSEMENT

Les lecteurs sont encouragés à citer ou à reproduire le contenu de ce document pour leur usage personnel. Cependant, nous leur demandons de bien mentionner le Centre Sud comme source et d'envoyer au Centre Sud une copie de la publication dans laquelle apparaît la reproduction ou la citation.

Les publications du Centre Sud ne représentent pas obligatoirement les positions et les points de vue de ses États membres ou des autres pays en développement. Le(s) auteur(s) assume(nt) l'entière responsabilité de toute erreur ou omission qui aurait pu se glisser dans le présent document.

Centre Sud  
Ch. du Champ-d'Anier 17  
1211 Genève 19  
Suisse  
Tél. : (41) 022 791 80 50  
Fax : +41 22 7988531  
[south@southcentre.int](mailto:south@southcentre.int)  
[www.southcentre.int](http://www.southcentre.int)

## TABLE DES MATIÈRES

<b>I.</b>	<b>INTRODUCTION ET RÉSUMÉ.....</b>	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>STRATÉGIES POUR SORTIR DE LA CRISE ET REPRISE DES ÉCONOMIES AVANCÉES.....</b>	<b>4</b>
II.1.	<i>Paysage économique actuel.....</i>	<i>4</i>
II.2.	<i>Pourquoi la crise tarde-t-elle tant à se résorber ?.....</i>	<i>6</i>
II.3.	<i>Plans de sauvetage, surendettement et freinage fiscal aux États-Unis.....</i>	<i>9</i>
II.4.	<i>Crise de la zone euro : diagnostic erroné et remèdes nocifs.....</i>	<i>12</i>
II.5.	<i>La zone euro a-t-elle besoin des autres pour résoudre la crise ? .....</i>	<i>20</i>
<b>III.</b>	<b>RÉPERCUSSIONS POUR LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT .....</b>	<b>22</b>
III.1.	<i>La théorie du découplage économique.....</i>	<i>22</i>
III.2.	<i>Mouvements de capitaux privés et répercussions financières .....</i>	<i>24</i>
III.3.	<i>Les envois de fonds .....</i>	<i>32</i>
III.4.	<i>Les prix des produits de base .....</i>	<i>33</i>
III.5.	<i>Les répercussions sur les échanges commerciaux .....</i>	<i>37</i>
III.6.	<i>Les déséquilibres commerciaux .....</i>	<i>39</i>
<b>IV.</b>	<b>QUELLES SONT LES PERSPECTIVES D'AVENIR ?.....</b>	<b>42</b>
IV.1.	<i>Les risques de contraction .....</i>	<i>42</i>
IV.2.	<i>Les perspectives à long terme.....</i>	<i>44</i>
<b>V.</b>	<b>CONCLUSION .....</b>	<b>52</b>
	<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>54</b>

## TABLEAUX ET GRAPHIQUES

Tableau 1 : Croissance réelle du PIB dans un échantillon d'économies avancées.....	5
Tableau 2 : Dette et déficits de la zone euro avant la crise.....	13
Tableau 3 : Part des produits de base dans le total des exportations : Brésil et Malaisie.....	39
Tableau 4 : PIB, demande intérieure et solde courant dans les principaux pays excédentaires.....	40
Graphique 1 : Coûts unitaires de la main d'œuvre dans la zone euro .....	13
Graphique 2 : Taux de change effectifs réels dans la zone euro .....	14
Graphique 3 : Dette publique en pourcentage du PIB .....	18
Graphique 4 : Entrées de capitaux privés dans les économies émergentes, 1995-2014.....	26
Graphique 5 : Entrées de capitaux privés dans les marchés émergents (ME) .....	26
Graphique 6 : Écarts de rendement observés sur les obligations souveraines.....	27
Graphique 7 : Évolution mensuelle de l'indice MSCI , décembre 2006 – février 2013.....	28
Graphique 8 : Taux de change nominaux dans certaines économies .....	29
Graphique 9 : Envois de fonds vers les pays en développement, 2000-2012.....	33
Graphique 10 : Évolution mensuelle des prix des produits de base, décembre 2004 - février 2013 .....	34
Graphique 11 : Importations de la Chine, 2000-2011 .....	35
Graphique 12 : Part des salaires dans le PIB (en %), 1985-2010 .....	45

## ABRÉVIATIONS ET ACRONYMES

AFL-CIO	Fédération américaine du travail et Congrès des organisations industrielles
BASD	Banque asiatique de développement
BCE	Banque centrale européenne
BID	Banque interaméricaine de développement
BIT	Bureau international du Travail
BRI	Banque des règlements internationaux
BRICS	Bésil, Fédération de Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud
CAC	Clauses d'action collective
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
Comtrade	Base de données statistiques des Nations Unies sur le commerce des marchandises
DESA	Département des affaires économiques et sociales des Nations Unies
ECFIN	Direction générale des affaires économiques et financières
Fed	Réserve fédérale des États-Unis
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FMI	Fonds monétaire international
ICMP	Indice des cours des matières premières
IDE	Investissement direct étranger
IFI	Institut de la finance internationale
MES	Mécanisme européen de stabilité
MESF	Mécanisme européen de stabilisation financière
MSCI	Indice <i>Morgan Stanley Capital International</i>
NPI	Nouveaux pays industriels
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Économiques
OMT	Opérations monétaires sur titres
ONU	Organisations des Nations Unies
PED	Pays en développement
PIB	Produit intérieur brut
PNUE	Programme des Nations Unies pour l'environnement

PPA	Parité de pouvoir d'achat
QE	Programme d'assouplissement quantitatif
S&P 500	Indice <i>Standard and Poor's 500</i>
TWN	Third World Network
UE	Union européenne

## I. INTRODUCTION ET RÉSUMÉ

Plus de cinq ans après l'éclatement de la crise financière mondiale, l'économie mondiale ne semble ni se stabiliser, ni se diriger vers une expansion forte et soutenue. Ayant enregistré un taux médiocre de 2,2% en 2012, niveau le plus bas observé depuis la crise en 2009, la croissance mondiale ne devrait pas dépasser 2,4% en 2013 selon les prévisions. Dans les économies avancées, les écarts de production et le taux de chômage restent élevés. Fin 2012 le taux de chômage, c'est-à-dire la proportion des individus en âge de travailler qui ont un emploi, des pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) pris comme un tout était 1,4 point de pourcentage en dessous du niveau d'avant la crise<sup>1</sup>. À l'exception des États-Unis, toutes les plus grandes économies avancées, la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni sont entrés dans une deuxième période de récession.

Les mesures prises pour alléger le poids de la dette et initier une forte relance budgétaire afin de compenser la compression des dépenses du secteur privé ayant échoué, la crise n'a toujours pas été résorbée ni aux États-Unis ni en Europe. Alors que le processus de désendettement continue d'asphyxier la demande privée, le frein fiscal ralentit encore l'activité économique de ces deux épïcètres de la crise, car les gouvernements ont abandonné les mesures de relance qu'ils avaient prises initialement pour se tourner vers l'orthodoxie budgétaire. Les pays, en particulier les États-Unis, ont recouru avec excès aux politiques monétaires, en injectant de très grandes quantités de liquidités dans les marchés et les établissements financiers à des taux d'intérêt proches de zéro, cela à l'aide de moyens non conventionnels. Ces mesures n'ont pas réussi à relancer les prêts bancaires et les dépenses des ménages ; en revanche, elles ont encouragé la quête de rendement dans des investissements très risqués et accentué l'effet de levier et la forte hausse des marchés boursiers. Elles sont également à l'origine de fragilités financières et de l'instabilité des taux de change dans de grands pays en développement. De nombreuses incertitudes planent sur les conséquences qu'aura une prolongation de la politique d'extrême aisance monétaire dans plusieurs pays émetteurs de monnaie de réserve sur la stabilité financière internationale future, car il s'agit d'une situation sans précédent.

La crise, qui est née dans les économies avancées, a eu d'importantes répercussions dans les pays en développement. L'accélération rapide de la croissance dans les pays en développement, conjuguée aux résultats économiques relativement faibles enregistrés par les économies avancées avant la crise, a été largement perçue comme le signe du découplage économique entre le Sud et le Nord. Bien que la croissance des pays en développement se soit effondrée en 2009 sous l'effet d'une baisse des exportations vers les économies avancées et de l'arrêt brutal des entrées de capitaux, une embellie économique a rapidement suivi en 2010, favorisée par la mise en place de mesures anticycliques rendues possibles par l'amélioration des conditions macroéconomiques au cours de la précédente période d'expansion, alors que la croissance des économies avancées continuait de s'affaiblir. Cette

---

<sup>1</sup> Les chiffres de la croissance sont tirés du rapport *Situation et perspectives de l'économie mondiale* (2013), élaboré par les Nations Unies ; ils sont basés sur les taux de change du marché, et non sur les parités de pouvoir d'achat (PPA). Les chiffres concernant le taux de chômage proviennent de l'OCDE (2013b).

situation a non seulement ravivé l'hypothèse du découplage, mais aussi l'idée que plusieurs importants pays en développement, notamment la Chine et, dans une moindre mesure, l'Inde et le Brésil, pouvaient être les moteurs de la croissance mondiale, en particulier pour les plus petits pays en développement. Cela a en effet été le cas jusqu'à un certain point, lorsque la Chine a adopté un important train de mesures anticycliques en matière d'investissement en réaction à la crise et que cette politique a fortement stimulé les pays en développement dépendants des produits de base. Cependant, l'instabilité et les faiblesses persistantes des économies avancées ont révélé les défaillances structurelles des pays en développement, notamment des plus grands d'entre eux.

Même si la situation des marchés internationaux financiers et des produits de base est généralement restée bonne depuis 2009, les fortes tendances à la hausse des mouvements de capitaux et des prix des produits de base qui avaient débuté pendant la première moitié des années 2000 ont pris fin et les exportations des pays en développement vers les économies avancées ont nettement ralenti. De plus, les effets ponctuels des mesures anticycliques prises par les pays en développement ont commencé à s'estomper et la marge de manœuvre pour prendre d'autres mesures expansionnistes s'est considérablement réduite. Ainsi, la croissance dans la plupart des pays en développement a aujourd'hui fortement ralenti en comparaison des niveaux atteints avant la crise. En Asie, région en développement la plus dynamique, le taux de croissance a baissé de cinq points de pourcentage par rapport aux taux enregistrés avant la crise ; en Amérique latine, il a presque diminué de moitié.

Les prévisions de croissance à long terme des pays en développement sont assombries par les fragilités et les déséquilibres structurels persistants de l'économie mondiale, mis en évidence par la crise actuelle. L'économie mondiale est en proie à la sous-consommation, car les salaires représentent une part toujours plus faible du revenu national dans toutes les plus grandes économies avancées, y compris aux États-Unis, en Allemagne et au Japon, ainsi qu'en Chine, pays dont l'influence sur la conjoncture mondiale est démesurée (Akyüz, 2010 ; Stockhammer, 2012). En outre, la concentration des richesses s'est accentuée et les inégalités dans la répartition des revenus tirés des actifs corporels et financiers se sont creusées. La financiarisation, le désengagement de l'État-providence et la mondialisation sont les principales causes de ces tendances. Jusqu'à la Grande Récession, la menace de déflation mondiale a pu être écartée grâce à une consommation effrénée et une flambée du marché immobilier qui ont été alimentées par les bulles de crédit et des actifs aux États-Unis et dans un bon nombre d'économies avancées, en particulier en Europe. Dans plusieurs pays en développement d'Asie aussi, dont la Chine, des bulles spéculatives dans l'investissement et l'immobilier se sont formées, tandis que la consommation des ménages progressait fortement dans beaucoup de pays en développement, souvent soutenue par une poussée des mouvements des capitaux et la formation de bulles d'actifs et de crédit (Akyüz, 2008 et 2012). L'expansion économique fondée sur l'endettement a, à son tour, davantage fragilisé le système financier aux États-Unis et en Europe et accentué les déséquilibres du commerce mondial, les États-Unis jouant le rôle de locomotive pour d'autres grands pays excédentaires comme l'Allemagne, le Japon et la Chine, ainsi que les déséquilibres au sein de la zone euro, provoquant la crise économique la plus sévère de l'après-guerre dont les effets se font encore sentir dans le monde.

Ni la Chine, ni aucune des plus grandes économies avancées ne montrent des signes d'une inversion significative de la tendance baissière de la part des salaires dans le revenu national ou d'une répartition plus équitable des richesses, qui permettrait d'accélérer l'expansion économique fondée sur les dépenses des ménages tirées par les salaires, et non

par l'endettement. Au contraire, la crise a creusé les inégalités aussi bien dans les économies avancées que dans plusieurs pays en développement (OCDE, 2013c).

Aux États-Unis, où la réduction de la part des salaires a commencé dans les années 1980, les booms de la consommation et du marché immobilier ainsi que les périodes d'expansion économique, qui ont eu lieu ces vingt dernières années, étaient essentiellement dus aux bulles des actifs et du crédit (d'abord, la bulle informatique dans les années 1990 puis, la bulle des prêts hypothécaires à risque dans les années 2000). La crise actuelle a conduit à une plus grande concentration des revenus et des richesses. Actuellement, les États-Unis ne sont pas en mesure de s'orienter vers une croissance tirée par les salaires ou les exportations<sup>2</sup>. Ils pourraient plutôt succomber à la tentation de laisser les politiques d'extrême aïssance monétaire dégénérer en bulles du crédit et d'actifs afin de parvenir à une croissance rapide, comme lorsque les mesures qu'ils avaient prises en réaction à l'éclatement de la bulle informatique avaient favorisé l'explosion des prêts hypothécaires à risque, tout en profitant du « privilège exorbitant » dont ils bénéficient en tant qu'émetteurs de la principale monnaie de réserve et en accusant un déficit extérieur croissant.

Qu'il contribue ou non à générer une forte expansion, un retour aux vieilles habitudes pourrait conduire à une nouvelle alternance de cycles rapides d'expansion et de récession. Les effets pourraient s'avérer encore plus néfastes que ceux de la crise actuelle, non seulement pour les États-Unis mais aussi pour l'économie mondiale en général. À l'inverse, si des mesures étaient prises pour empêcher des bulles d'actifs et de crédit de se former et de relancer les dépenses globales, la croissance pourrait être ralentie, les taux d'intérêt pourraient brusquement grimper et le dollar se raffermir, une combinaison de facteurs qui cause souvent des problèmes dans les pays en développement.

La zone euro semble enlisée dans le marasme économique pour une période indéterminée. Les décisions susceptibles d'enrayer les graves problèmes liés au surendettement, aux déséquilibres commerciaux et à la compétitivité existants dans les pays de la périphérie et du centre de la zone euro exigent, entre autres, que l'Allemagne se tourne vers une croissance tirée par les salaires, ce qu'elle ne fera probablement pas compte tenu de sa vision stratégique actuelle. Selon toute vraisemblance, les réformes structurelles qui sont recommandées encore aujourd'hui auraient pour effet d'étendre la compression des salaires jusque dans les pays de la périphérie européenne et creuseraient l'écart déflationniste. Les pays de la périphérie pourraient alors juger utile de se joindre à l'Allemagne en voulant relancer leur croissance par les exportations. La région ne devrait donc pas être en mesure d'insuffler des élans expansionnistes au reste du monde, même si elle parvient à ramener la stabilité dans les pays de la périphérie frappés par la crise.

La Chine s'est tournée vers une croissance tirée par l'investissement, car ses exportations ont nettement chuté en raison de la crise et du ralentissement économique des économies avancées, ce qui a alimenté les bulles du crédit et de l'immobilier en train de se former. Ce modèle de croissance ne peut pas être maintenu indéfiniment. Même si le pays reconnaît qu'il est nécessaire d'augmenter la part des revenus des ménages dans le produit intérieur brut (PIB) et de s'orienter vers une croissance tirée par la consommation, le processus de rééquilibrage est très lent. Que la Chine puisse ou non éviter l'éclatement des bulles et un atterrissage brutal, il est probable qu'elle se contentera sur le moyen terme d'une

---

<sup>2</sup> Au sujet de la croissance tirée par les salaires, voir Lavoie et Stockhammer (2012). La notion de croissance tirée par les exportations, dont il est question ici, renvoie à une situation d'expansion économique caractérisée par une croissance des exportations plus rapide que celle de la demande.

croissance plus lente, tout en procédant à un rééquilibrage progressif entre les sources externes et internes de la demande et l'investissement et la consommation intérieurs. Compte tenu du rôle central joué par ce pays dans la flambée des prix des produits de base pendant les années 2000 et comme nouvelle source d'investissement dans les pays en développement riches en ressources naturelles, notamment après l'éclatement de la crise dans le monde, un ralentissement durable de la croissance chinoise, associé à un dollar fort, n'est pas de bon augure pour les pays en développement tributaires des produits de base.

Tout cela signifie qu'il n'y aura plus de vents portants venant du Sud. Même si le Nord parvient à résorber totalement la crise, les pays en développement connaîtront probablement ces prochaines années un environnement économique mondial bien moins favorable qu'avant la Grande Récession, qui se caractérisera par une croissance plus faible et/ou plus instable dans les principales économies avancées et en Chine, par des taux d'intérêt plus élevés aux États-Unis, un dollar plus fort et des prix des produits de base plus bas. En effet, ces pays pourraient même être confrontés à des conditions moins favorables que celles qui ont prévalu depuis le début de la crise, particulièrement en ce qui concerne les taux d'intérêt, les mouvements de capitaux et les prix des produits de base. Par conséquent, pour retrouver la croissance extraordinaire qu'ils affichaient avant la crise et rejoindre le monde industrialisé, les pays en développement doivent améliorer leurs fondamentaux économiques, rééquilibrer leurs sources internes et externes de croissance et réduire leur dépendance envers les marchés et les capitaux étrangers. Pour cela, ils doivent, entre autres, abandonner le consensus de Washington, non seulement en théorie mais aussi en pratique, et s'efforcer de s'intégrer stratégiquement, plutôt que pleinement, à l'économie mondiale.

Le présent document examine la crise sous l'angle du développement. Il contient trois grandes sections. Dans la section suivante, nous évaluons de façon critique les mesures prises par les principales économies avancées en réaction à la crise et leur efficacité économique au cours des cinq dernières années. Dans la troisième section, nous analysons les répercussions de la crise et des mesures prises par les économies avancées sur les pays en développement, en mettant à jour et en élargissant l'étude proposée dans Akyüz (2012). Les risques de contraction et les prévisions de croissance à long terme dans les principales économies avancées et en Chine ainsi que leurs possibles effets sur les pays en développement sont traités dans la quatrième section. Dans la conclusion, nous abordons brièvement les principales difficultés auxquelles sont confrontés les pays en développement pour stimuler et maintenir leur croissance.

## **II. STRATÉGIES POUR SORTIR DE LA CRISE ET REPRISE DES ÉCONOMIES AVANCÉES**

### ***II.1. Paysage économique actuel***

Même si l'économie américaine est à l'origine de la crise, elle a affiché de bien meilleurs résultats que d'autres économies avancées, la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni depuis le début de la crise. D'abord, la récession de 2009 a été moins sévère aux États-Unis que dans le reste des économies (tableau 1). Ensuite, l'économie américaine s'est redressée de manière continue, bien que modérée, avec un taux annuel moyen de 2% par an, enregistrant un taux de croissance positif durant 15 trimestres consécutifs depuis la fin de la récession mi-2009. Toutefois, l'écart de production (c'est-à-dire l'écart entre ce que

l'économie peut produire et ce qu'elle produit réellement) n'a que légèrement diminué. Fin 2012, cet écart s'élevait à quelque 800 milliards de dollars des États-Unis, sachant que les pertes cumulées depuis 2008 atteignent environ 3 000 milliards de dollars. Le taux de chômage a passé de son pic de 10% en octobre 2009 à 7,5% en avril 2013 ; cette baisse est en partie due à la non comptabilisation des travailleurs ayant renoncé à chercher un emploi, vu que le taux de participation au marché du travail a chuté, passant de 66% avant la crise à moins de 64% en avril 2013 (Département du Travail des États-Unis, 2013). À cela s'ajoute le fait qu'il y a toujours 2,5 millions d'emplois non agricoles de moins qu'au début de l'année 2008.

**Tableau 1 : Croissance réelle du PIB dans un échantillon d'économies avancées**

*(Différence procentuelle)*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
États-Unis	-0,3	-3,1	2,4	1,8	2,3	1,9
Zone euro	0,4	-4,4	2,0	1,4	-0,6	-0,3
Allemagne	0,8	-5,1	4,0	3,1	0,9	0,6
Japon	-1,0	-5,5	4,7	-0,6	2,0	1,6
Royaume-Uni	-1,0	-4,0	1,8	0,9	-0,2	0,7

**Source:** FMI. *Perspectives de l'économie mondiale* (avril 2013)

La majorité des autres grandes économies avancées ont de nouveau fléchi depuis 2009. Après une sévère récession en 2009, la zone euro, prise dans son ensemble, a affiché un taux de croissance positif pendant les deux années qui ont suivi, malgré une baisse continue de la production et de l'emploi dans les pays de la périphérie européenne, ce grâce à une forte reprise en Allemagne, alimentée essentiellement par les exportations. Toutefois, les effets de la crise se faisant sentir dans la région par les liens commerciaux existants, le centre de la zone euro et notamment l'Allemagne n'ont pas pu maintenir le rythme soutenu de la reprise. Au premier trimestre 2013, la région enregistrait son sixième trimestre consécutif de croissance négative. Neuf des 17 pays de la zone euro étaient en récession, la France en faisant partie. Les prévisions pour l'année 2013 sont déplorables. L'économie allemande est effectivement au point mort et aucun des pays de la périphérie ne devrait renouer avec une croissance vigoureuse ces prochaines années. Le chômage a atteint 12% de la population active et 24% des jeunes actifs. En Espagne et en Grèce, le taux de chômage, avoisinant 25%, est plus élevé que les niveaux atteints dans les années 1930 pendant la Grande Dépression. Le taux de chômage des jeunes dépasse même 55%.

Après la récession de 2009, ni le Japon, ni le Royaume-Uni n'ont pu maintenir une croissance positive et sont entrés dans un second cycle récessif. Au dernier trimestre 2012, le Japon a enregistré son septième trimestre de contraction depuis la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Son revenu est actuellement inférieur à ce qu'il était avant la crise. De même, entre 2009 et fin 2012, le Royaume-Uni a affiché un taux de croissance négatif pour 10 trimestres sur 20 et a perdu 3,7 millions d'emplois. Les prévisions pour la croissance de 2013 sont en dessous de 1%, mais sont les plus optimistes des cinq plus grandes puissances européennes que sont l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne.

## II.2. Pourquoi la crise tarde-t-elle tant à se résorber ?

En commentant l'état de l'économie mondiale, Olivier Blanchard, chef économiste au Fonds monétaire international (FMI), aurait déclaré que ce n'est pas une décennie perdue mais qu'il faudra certainement au moins une dizaine d'années à compter du début de la crise pour que l'économie mondiale retrouve un bon rythme (Reuters, 2012). On peut supposer que ce commentaire prend en compte non seulement la nature et l'ampleur de la crise, mais aussi l'efficacité des mesures publiques prises pour la résoudre.

Nul doute que les périodes de redressement économique, qui font suite aux récessions provoquées par les crises financières, sont anémiques et longues à venir parce qu'il faut du temps pour rééquilibrer les bilans (mettre fin au surendettement et bloquer les investissements excessifs et non viables générés pendant la formation des bulles spéculatives dont l'éclatement cause une crise). Généralement, les périodes de reprise ne créent pas d'emplois et produisent peu d'investissements. Tel a été le cas pendant les relances américaines au début des années 1990, et plus particulièrement, au début des années 2000 après des récessions provoquées par l'éclatement des bulles de crédit et des actifs, c'est-à-dire la bulle de l'épargne et des prêts et la bulle informatique, respectivement. Dans le redressement économique actuel, les États-Unis avaient retrouvé leur niveau de revenu d'avant la crise au deuxième trimestre 2011, mais il y avait quelque 6,5 millions d'emplois en moins. La faible croissance de l'emploi et de l'investissement caractérise aussi les périodes de reprise des pays en développement ayant souffert d'une crise financière (Akyüz, 2006).

Toutefois, le rythme de la reprise dépend également de l'intervention et de la gestion gouvernementale de la crise. À cet égard, les mesures prises en réaction à la crise aux États-Unis et en Europe présentent deux failles majeures. Premièrement, les gouvernements, qui étaient peu enclins à mettre fin au surendettement à l'aide d'un réaménagement opportun, ordonné et complet de la dette et d'une épuration des prêts nocifs, ont recouru à de gigantesques plans de renflouement des créanciers et, pour ce qui de la zone euro, à des mécanismes politiques désordonnés *ad hoc* qui mettaient à contribution des créanciers privés dans la résolution de la dette et qui étaient assortis de séries de conditions politiques procycliques. Dans une note de discussion comparant les mesures qui ont été prises dans des crises ayant frappé l'Amérique latine et l'Asie aux mesures prises dans la crise actuelle, le FMI déclarait que « *le diagnostic de l'état de santé des institutions financières, leur remise sur pied et le plan de restructuration global des actifs sont moins avancés qu'ils ne le devraient à ce stade, sans compter que l'aléa moral s'est accentué. Par conséquent, les vulnérabilités du système financier mondial restent considérables et continuent de menacer la durabilité de la reprise.* » (Claessens *et al.* 2011; l'italique est utilisé dans le document original, en anglais).

Deuxièmement, les mesures macroéconomiques prises pour encourager l'ensemble de la demande, de la croissance et de l'emploi ont été inefficaces. L'incapacité de prendre des mesures directes pour mettre fin au surendettement de manière opportune et ordonnée a lentement inversé l'effet de levier et prolongé la baisse des dépenses privées. Ainsi, les politiques monétaires s'avèrent inefficaces pour augmenter l'octroi de crédit et relancer les dépenses des ménages, même si les taux d'intérêt directs ont drastiquement baissé et que les bilans des banques centrales ont rapidement gonflé du fait de l'assouplissement quantitatif destiné à injecter des liquidités dans l'économie et à faire baisser les taux à long terme. Par

conséquent, même si les politiques budgétaires sont davantage utilisées, les États-Unis comme l'Europe se sont tournés vers l'austérité, au détriment des mesures initiales de relance, à cause d'une montée de l'aversion aux déficits publics et à la dette. Les pays du centre de la zone euro ont eux aussi adopté l'austérité imposée par les pays de la périphérie touchés par la crise.

L'argumentaire en faveur de l'austérité budgétaire repose sur deux postulats. Le premier est que les déficits budgétaires augmentent davantage la dette publique que le PIB, ce qui veut dire qu'ils accroissent le rapport dette-PIB. Le deuxième est que les rapports dette-PIB élevés nuisent à la croissance. Ce raisonnement revient donc à considérer que l'austérité budgétaire ne compromet pas la croissance, mais qu'elle la stimule en réduisant le rapport de la dette publique au PIB, d'où les expressions « assainissement budgétaire expansionniste » et « austérité expansionniste ».

Le premier postulat implique que les multiplicateurs budgétaires soient faibles. Cela est souvent attribué à deux mécanismes différents. Le premier repose sur l'hypothèse de l'effet d'éviction ; en d'autres termes, une hausse des dépenses publiques a pour corollaire une baisse des dépenses privées. La principale raison serait que l'augmentation des dépenses publiques financée par l'emprunt pousserait les taux d'intérêt à la hausse, réduisant ainsi l'investissement privé (et d'autres dépenses privées fortement liées aux taux d'intérêt). Or, cela ne devrait pas se produire si les politiques monétaires sont accommodantes ou que l'économie est tombée dans le « piège à liquidité » et qu'elle manque nettement de vigueur. Le fait est que, malgré l'accentuation des déficits budgétaires et de la dette, les taux américains à long terme sont restés exceptionnellement bas depuis 2009.

Le second mécanisme repose sur une théorie très controversée fondée sur la conception irréaliste de la rationalité des comportements, selon laquelle plus les dépenses et la dette publiques augmentent, moins le secteur privé dépense et plus il épargne par anticipation aux hausses d'impôts à venir qui serviront à assurer le service de la dette. De même, les réductions d'impôts financées par l'emprunt seraient épargnées par les individus rationnels pour anticiper les impôts futurs<sup>3</sup>. Or, il est très peu probable que, dans une situation où les revenus diminuent et les conditions de vie se détériorent, les ménages épargnent une plus grande part de leurs revenus parce que les déficits et la dette du secteur public se creusent.

Dans les premières années de la crise, les recommandations budgétaires du FMI prises dans ses consultations menées au titre de l'article IV de ses Statuts étaient basées sur des multiplicateurs extrêmement faibles et étaient invariablement procycliques. Comme le FMI a sous-évalué les multiplicateurs budgétaires, ses prévisions de croissance se sont avérées plus optimistes que les résultats effectivement enregistrés par plusieurs pays européens, comme la

---

<sup>3</sup> Cette théorie, connue sous le nom de théorème d'équivalence ricardienne, postule que l'influence qu'aura l'augmentation des dépenses publiques sur la demande globale et le revenu ne dépend pas du fait que l'augmentation soit financée par une hausse des impôts ou par un nouvel emprunt. Il n'y a pas de lien entre les déficits budgétaires et les taux d'intérêt réels puisque la théorie des comportements rationnels veut que l'épargne privée augmente dans les mêmes proportions que l'épargne publique diminue. Bien que la théorie de l'effet d'éviction et la théorie d'équivalence ricardienne ne s'accordent pas sur l'incidence des déficits budgétaires sur les taux d'intérêt, toutes deux démontrent par des mécanismes différents que l'augmentation des dépenses publiques n'accroît pas la demande globale et le revenu.

Grèce en plein assainissement de ses finances publiques avec l'accord du FMI<sup>4</sup>. Toutefois, le freinage fiscal devenant de plus en plus évident, le FMI a fini par admettre que les multiplicateurs budgétaires étaient plus élevés que prévu et variaient selon les États, et qu'ils étaient particulièrement hauts en période de récession, si bien que l'austérité budgétaire pourrait en réalité augmenter le ratio d'endettement en réduisant les revenus (FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012 : encadré 1.1.; Blanchard et Leigh, 2013).

Le deuxième postulat consistant à dire que des rapports dette-PIB élevés pourraient compromettre la croissance est défendu dans une étude empirique, menée par Reinhart et Rogoff (2010), qui a donné une arme intellectuelle aux défenseurs de l'austérité budgétaire. L'étude conclut que la croissance économique ralentit brutalement lorsque le ratio d'endettement en pourcentage du PIB dépasse 90%, comme cela a été le cas aux États-Unis et dans la plupart des pays de la zone euro touchés par la crise. Cependant, nombreux sont ceux qui reconnaissent que ces deux facteurs n'ont en fait pas de lien de cause à effet : si la hausse de la dette pourrait être à l'origine du ralentissement de la croissance, le ralentissement de la croissance pourrait tout aussi bien être à l'origine de la hausse de la dette. Par-dessus tout, une étude postérieure menée par Herndon *et al.* (2013) a montré que les paramètres fondamentaux mis en avant par Reinhart et Rogoff (2010) sont erronés et qu'une fois que ces paramètres sont corrigés un ratio d'endettement de 90% est lié à un taux de croissance beaucoup plus élevé que ce que les deux auteurs avaient trouvé.

Basée sur des théories contestables et de fragiles preuves empiriques, l'austérité budgétaire s'est poursuivie aux États-Unis comme en Europe, bridant la croissance. Les États, ayant été réticents à recourir aux dépenses publiques pour accroître la demande globale, sont devenus de plus en plus dépendants des politiques monétaires, notamment parce que l'austérité budgétaire est devenue contre-productive en affaiblissant la demande. Non seulement les taux d'intérêt ont été maintenus à des niveaux exceptionnellement bas pendant de longues périodes, mais des moyens non conventionnels ont été utilisés, comme l'octroi par les banques centrales de prêts à long terme à d'autres banques et l'acquisition de titres adossés à des actifs pour accroître les liquidités et la baisse des taux d'intérêt à long terme.

L'expansion rapide des liquidités et des taux d'intérêt historiquement bas, notamment aux États-Unis, ont formé de véritables fragilités et vulnérabilités en occasionnant une quête de rendement et une prise de risque démesurée, à la fois aux États-Unis et dans le monde, comme pendant la bulle des prêts hypothécaires à risque. Les flux de capitaux investis dans des titres à haut rendement de pays émergents ont exercé de fortes pressions sur les taux de change. Les taux d'intérêt exceptionnellement bas ont également incité les entreprises à emprunter dans des monnaies de réserve, une tendance qui a augmenté de 50 % au cours des cinq dernières années et qui a accru l'exposition aux risques de change et de taux d'intérêt (FMI, 2013a: 33-34 ; Oprita, 2013b). Si la Réserve fédérale (Fed) venait à mettre brusquement fin à sa politique monétaire exceptionnelle, cela déclencherait des faillites d'entreprises en cascade dues à la hausse rapide des taux d'intérêt et à la dépréciation des monnaies des économies émergentes.

---

<sup>4</sup> Voir Weisbrot et Jorgensen (2013). En analysant les recommandations du FMI adressées aux pays de l'Union européenne (UE) et contenues dans les 67 accords trouvés à l'issue des consultations 2008-2011 au titre de l'article IV de ses Statuts, les auteurs montrent que le FMI encourage les 27 pays de l'UE à assainir leurs finances publiques en réduisant les dépenses de l'État plutôt qu'en augmentant les impôts.

En outre, des indices montrent que des risques disproportionnés sont pris aux États-Unis, comme la quête du rendement et la hausse de l'endettement des sociétés et de la transformation des échéances, des faits qui semblent inquiéter la Fed<sup>5</sup>. Les marchés des actions ont déjà atteint des sommets historiques et pourraient bien expérimenter un brutal ajustement, si la croissance économique réelle se fait attendre. Par ailleurs, des bulles du crédit et des actifs pourraient commencer à se former et à atteindre des niveaux critiques, si la fin de mesures monétaires exceptionnelles était retardée comme pendant le boom des prêts hypothécaires à risque (Roubini, 2013). Les incertitudes sont nombreuses en ce qui concerne les implications de la prolongation de la politique d'extrême aisance monétaire pour la stabilité financière future, car il s'agit d'une situation sans précédent (White, 2012). Bien que la Fed et le FMI semblent prendre note des risques pesant sur la stabilité financière, ils ne semblent capables ni de les identifier correctement, ni de prendre des mesures plus rapidement et efficacement que pendant la formation de la crise des prêts hypothécaires à risque pour prévenir l'instabilité.

Alors que les banques centrales américaine et européenne ont injecté d'énormes liquidités dans les banques et les marchés financiers et qu'elles ont acquis des obligations d'État sur les marchés secondaires pour faire baisser les taux d'intérêt et les intérêts de la dette publique, elles n'ont pas dépassé leur préjugé contre le financement direct des déficits budgétaires et la monétisation permanente de la dette publique. Cependant, comme le reconnaissent plusieurs analystes traditionnels, dans les circonstances actuelles, ces mesures ne sont pas plus dangereuses pour la stabilité monétaire et financière que les politiques d'extrême aisance monétaire. Par exemple, selon l'ancien président de l'Autorité britannique des services financiers, Lord Turner, les efforts déployés pour éviter l'inversion de l'effet de levier en pratiquant une politique monétaire accommodante pourrait être à l'origine de graves vulnérabilités à venir et, l'idée selon laquelle la monétisation de la dette publique n'est, par nature, pas plus inflationniste que les leviers politiques utilisés pour stimuler la demande ne repose sur aucun fondement technique. Il conclut que le plus grand problème est de savoir comment « définir les obstacles et les règles institutionnels qui prémuniraient contre l'utilisation erronée de ce puissant médicament »<sup>6</sup>. Toutefois, aucun pays en crise n'est allé dans ce sens, même si certaines banques centrales auraient envisagé de recourir à cette possibilité<sup>7</sup>.

### ***II.3. Plans de sauvetage, surendettement et freinage fiscal aux États-Unis***

Les autorités américaines sont intervenues dans la crise des prêts hypothécaires à risque essentiellement de deux manières. Tout d'abord, entre 2008 et 2009, elles ont lancé le programme de rachat d'actifs douteux, dont l'enveloppe globale s'élevait à 700 milliards de dollars et a permis au Trésor d'injecter des liquidités dans les banques dont la valeur nette

---

<sup>5</sup> Voir Bernanke (2013) qui a averti que cette situation pourrait causer la dissociation des paramètres fondamentaux de base et du cours des titres, ce qui influencerait sur le prix des actifs. Voir aussi FMI (2013a) et Yellen (2013b).

<sup>6</sup> Turner (2013 : 24). Voir aussi Wolf (2013a).

<sup>7</sup> Le *Financial Times* (2012) a rapporté que la monétisation directe de la dette publique était en train d'être débattue à la Banque d'Angleterre et a vivement encouragé cette dernière à faire preuve de pragmatisme et de rigueur dans l'analyse des avantages et des inconvénients des mesures susceptibles d'y remédier, plutôt que de s'y opposer de façon dogmatique.

devenait négative à cause de la dépréciation de leurs actifs, ainsi que dans certaines grandes entreprises du secteur automobile pour leur éviter la faillite. Ensuite, après avoir abaissé sensiblement les taux directeurs, la Fed a commencé à baser sa stratégie avant tout sur des programmes d'assouplissement quantitatif (QE, pour son sigle en anglais), consistant dans le rachat d'obligations d'État et de titres adossés à des créances hypothécaires afin de doper les cours et d'abaisser les taux à long terme. Ce programme s'est déroulé en plusieurs étapes. La première (QE1) a débuté en 2008 par le rachat de titres adossés à des créances hypothécaires ; la deuxième (QE2), engagée fin 2012, a permis le rachat de bons du Trésor pour un montant de 600 milliards de dollars et a été complétée par l'opération « Operation Twist », consistant dans la conversion de bons du Trésor à court terme ayant expiré par des bons du Trésor et des titres à plus long terme ; la troisième (QE3), lancée en septembre 2012, a été suivie d'une annonce de la Fed en décembre, dans laquelle cette dernière a réaffirmé sa volonté de poursuivre les rachats de bons du Trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires pour un montant de 85 milliards de dollars, jusqu'à ce que le taux de chômage tombe en dessous de 6,5% ou que l'inflation dépasse 2,5%.

Ces mesures ont sans aucun doute permis de contenir la crise. Elles ont certes empêché que la valeur nette des banques devienne négative, mais elles ont aussi créé d'importantes possibilités de profit pour les marchés et les établissements financiers. Fin 2012, les banques américaines avaient retrouvé les niveaux de profits d'avant la crise, affichant le meilleur état de santé depuis 2006. La crise a également accentué la concentration du système bancaire aux États-Unis. Les banques dites « trop grandes pour faire faillite » sont aujourd'hui plus grandes qu'au début de la crise et le total des actifs des cinq plus importantes banques atteint 55% du PIB des États-Unis, contre 43% cinq ans auparavant. De la même façon, le marché boursier a connu une forte expansion, tandis que le chômage est monté en flèche. L'indice Dow Jones des valeurs industrielles, indice de référence aux États-Unis, a atteint des sommets historiques début mars 2013, dépassant le record de 2007, et l'indice S&P500 a enregistré la plus forte hausse jamais réalisée en un seul jour début avril 2013.

Cependant, les mesures prises n'ont que peu réduit le surendettement, elles n'ont pas empêché les saisies immobilières et n'ont pas accru le nombre de prêts. Le programme de rachat d'actifs douteux n'a été soumis à aucune condition, les banques n'étant notamment pas tenues d'accorder davantage de crédits. En outre, le Trésor américain a accepté d'octroyer d'importants bonus aux chefs d'entreprises ayant bénéficié d'un plan de renflouement. En revanche, il n'a pas voulu ajuster les prêts hypothécaires accordés aux familles à leur capacité financière, en obligeant les banques à restructurer leur dette et les détenteurs d'obligations à accepter d'abandonner une partie de leurs créances. Les deux programmes lancés pour aider les titulaires d'hypothèque à alléger le poids de leur dette se sont avérés peu efficaces. Le programme d'ajustements pour un logement abordable a été introduit pour encourager les propriétaires risquant une saisie immobilière à réduire leur charge hypothécaire mensuelle ; quant au programme de refinancement pour un logement abordable, il proposait d'aider les propriétaires, dont la valeur de leur maison était inférieure au montant de la dette hypothécaire, à refinancer leur hypothèque.

Certes, l'endettement des ménages est passé de 100% du PIB au début de la crise à moins de 90% fin 2012, mais cette amélioration a surtout été due aux saisies immobilières et reflète donc une contraction de la richesse des ménages. La valeur des biens immobiliers de nombreux ménages est tombée en dessous du principal de la dette. Parmi les ménages qui habitent encore aujourd'hui dans des logements acquis pendant la bulle des prêts hypothécaires, nombreux sont ceux qui doivent encore faire face à de lourdes dettes et à un

budget serré, ce qui constitue un frein important à un accroissement soutenu de la demande de consommation.

Ce modèle de reprise a creusé les inégalités de revenu entre les riches et les pauvres. Selon une récente estimation, de 2009 à 2011 le revenu réel moyen par famille aux États-Unis a crû de 1,7%, mais la répartition de la valeur ajoutée a été très inégale. Alors que les revenus de 1% des ménages les plus riches ont crû de 11,2%, ceux des 99% restant ont baissé de 0,4% (Saez, 2012). En outre, « l'accroissement du patrimoine net a été accaparé par les ménages les plus riches, alors que la richesse des classes moyennes et défavorisées a diminué » (Bernanke, 2013). Le revenu réel des classes moyennes est aujourd'hui inférieur à ce qu'il était en 1996. La baisse des dépenses globales freine la reprise, car la classe moyenne, qui a une plus grande propension marginale à dépenser que le 1% des ménages les plus riches, est le « véritable créateur d'emplois ». En outre, lorsque les recettes fiscales de l'État diminuent, l'investissement public indispensable à la « croissance à long terme de l'économie » fait cruellement défaut (Stiglitz, 2013).

Aux États-Unis, la reprise a également été freinée par l'orthodoxie budgétaire. Les mesures budgétaires prises au début de la crise pour alléger le poids de la dette des consommateurs et compenser la compression des dépenses, telles que les prestations ponctuelles (primes à la casse, coupons alimentaires, extension des allocations de chômage, etc.) et les baisses d'impôts destinées à relancer la consommation, ont sans nul doute permis d'atténuer le ralentissement et d'amorcer la reprise. Par exemple, on estime qu'en 2010, la relance budgétaire a accru le PIB réel de 3,4%, abaissé le taux de chômage de 1,5 point de pourcentage et créé près de 2,7 millions d'emplois (Blinder et Zandi, 2010). Cependant, dès que l'économie a montré des signes de reprise, l'orthodoxie budgétaire a de nouveau été rétablie. Le nombre d'emplois dans la fonction publique est alors tombé à 21,8 millions en 2013, après avoir atteint un pic de presque 23 millions en mai 2010 (Département du Travail des États-Unis, 2013). La baisse du nombre d'emplois dans ce secteur et d'autres dépenses du gouvernement ont réduit le PIB entre 0,6 et 0,8 point de pourcentage entre 2011 et 2012.

Comme l'a souligné la vice-présidente du Conseil des gouverneurs de la Fed, « les mesures budgétaires discrétionnaires n'ont pas beaucoup porté la reprise. Durant l'année qui a suivi la fin de la récession, les mesures budgétaires adoptées sur le plan fédéral, national et local ont stimulé la croissance à un rythme presque semblable à celui des reprises antérieures [...] Cependant, cette fois-ci, au lieu de favoriser durablement la croissance, elles n'ont fait en réalité qu'entraver la reprise. Les négociations sur l'ampleur des coupes budgétaires, qui prendront effet début mars, se poursuivent ; les mesures budgétaires qui seront alors décidées devraient continuer à aller vent debout, au lieu de porter la reprise comme par le passé » (Yellen, 2013a: 4).

En effet, la politique d'austérité budgétaire s'est poursuivie en 2013. Votées en 2011, les mesures, qui font partie d'un accord sur le plafonnement de la dette et entreront en vigueur début 2013, ont impliqué la suppression de certaines réductions fiscales et de certaines allocations de chômage, ainsi que la réduction, à hauteur de 1,2 milliard de dollars, des dépenses militaires et non militaires pour une durée de 10 ans (séquestre). Selon des estimations du Bureau du budget du Congrès américain, la mise en œuvre de cet accord devrait réduire le PIB de 4 points de pourcentage en 2013, poussant l'économie dans une récession. Le « mur budgétaire » a été partiellement évité par la conclusion d'un accord fin 2012 qui prévoyait l'adoption de mesures de contraction budgétaire de moindre ampleur que prévu. On estime aujourd'hui que l'expiration du délai accordé pour la baisse des charges

sociales, l'augmentation du taux d'imposition marginal et les coupes dans les dépenses de l'État ont ralenti la croissance du PIB de 2,1 points de pourcentage (Comité de conférence du Congrès, 2013). Par ailleurs, lorsque les négociations sur le budget et sur le plafonnement de la dette reprendront ces prochains mois, d'autres mesures de resserrement budgétaire devraient être introduites, ce qui freinera la reprise déjà chancelante (Goldman Sachs, 2013).

#### **II.4. Crise de la zone euro : diagnostic erroné et remèdes nocifs**

Alors qu'aux États-Unis la reprise a été freinée par des mesures inappropriées, dans la zone euro les mesures ont été fondées sur un diagnostic erroné, ce qui a aggravé la récession. En effet, les pays de la périphérie de la zone euro sont confrontés à une crise de la balance des paiements et de la dette extérieure en raison de dépenses intérieures excessives et de la contraction d'un endettement extérieur presque aussi important que celui contracté par plusieurs pays en développement durant les décennies antérieures. Contrairement au diagnostic habituellement admis, l'accroissement rapide du déficit de la balance des paiements et de la dette extérieure survenu avant la crise n'est que peu dû aux excès en matière budgétaire (Lapavitsas *et al.*, 2010; De Grauwe, 2010). Hormis la Grèce, tous les pays frappés par la crise avaient resserré leur politique budgétaire après 1999. Entre 2000 et 2007, l'Espagne et l'Irlande ont appliqué les principes du traité de Maastricht de façon plus rigoureuse que l'Allemagne, affichant tous deux des excédents budgétaires et un ratio d'endettement inférieurs (tableau 2). En réalité, les comptes publics de l'Espagne et de l'Irlande étaient plus équilibrés que ceux de tous les autres membres de la zone euro, à l'exception du Luxembourg et de la Finlande. Le déficit du Portugal était relativement élevé, mais son ratio d'endettement n'était pas beaucoup plus important que celui de l'Allemagne.

Comme Gros l'a souligné (2011), l'élément clé de la crise dans la zone euro est la dette extérieure, et non pas la dette publique totale. Bien que le ratio d'endettement de la Belgique ait été bien plus élevé que celui du Portugal, de l'Espagne et de l'Irlande, ce pays n'a subi aucune pression et a bénéficié d'une prime de risque relativement basse, car il a maintenu un compte courant excédentaire et un solde positif des avoirs extérieurs nets. De même, l'Italie est moins touchée que les autres pays de la périphérie, car son déficit des transactions courantes est moins important et qu'une grande part de sa dette publique est détenue à l'intérieur du pays.

Le tableau 2 montre qu'avant la crise les pays de la périphérie enregistraient tous des déficits courants supérieurs à ceux des autres membres de la zone euro. En Espagne et en Irlande, les déficits étaient entièrement dus à une épargne privée insuffisante. Même en Grèce, le déficit du compte courant a crû plus rapidement que le déficit budgétaire sous l'effet d'une explosion des dépenses des ménages. En 2007, les déficits courants grecs dépassaient 14% du PIB, alors que le déficit budgétaire était de 6% du PIB. Avant la crise, dans tous les pays de la périphérie, la Grèce mise à part, la dette publique a amorcé un recul, tandis que la dette privée n'a cessé de croître. Une part toujours plus grande de la dette extérieure était imputable au secteur privé. En Grèce, seule la moitié de la dette extérieure était due à des dépenses de l'État, cette proportion était même inférieure au Portugal et en Espagne.

**Tableau 2 : Dette et déficits de la zone euro avant la crise**

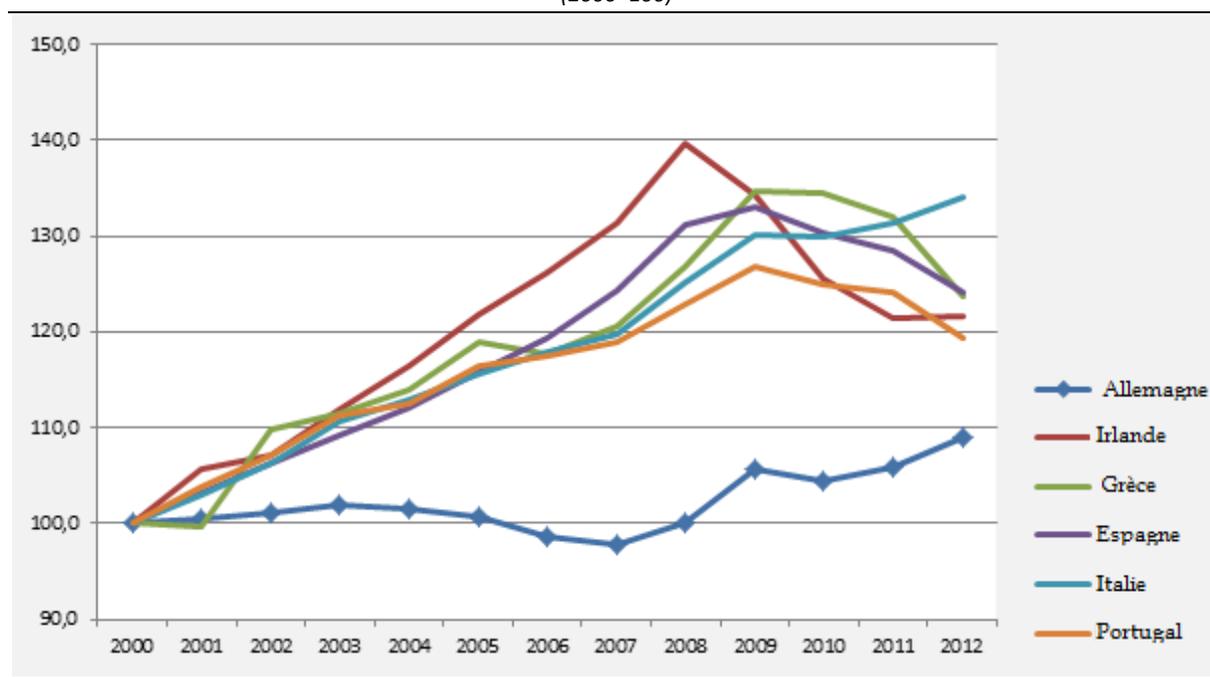
En pourcentage du PIB

	Solde budgétaire (2000-2007)	Dette publique ( 2007 )	Solde du secteur privé (2000-2007)	Solde des transactions courantes (2000-2007)
Grèce	-5,6	107,3	-2,8	-8,4
Italie	-3,0	103,3	+2,4	-0,6
Portugal	-4,1	68,3	-5,2	-9,3
Espagne	+0,4	36,3	-6,2	-5,8
Irlande	+1,4	25,0	-3,3	-1,9
Allemagne	-2,3	65,4	+5,5	+3,2

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (avril 2013) et FMI (2013b).

**Graphique 1 : Coûts unitaires de la main d'œuvre dans la zone euro**

(2000=100)



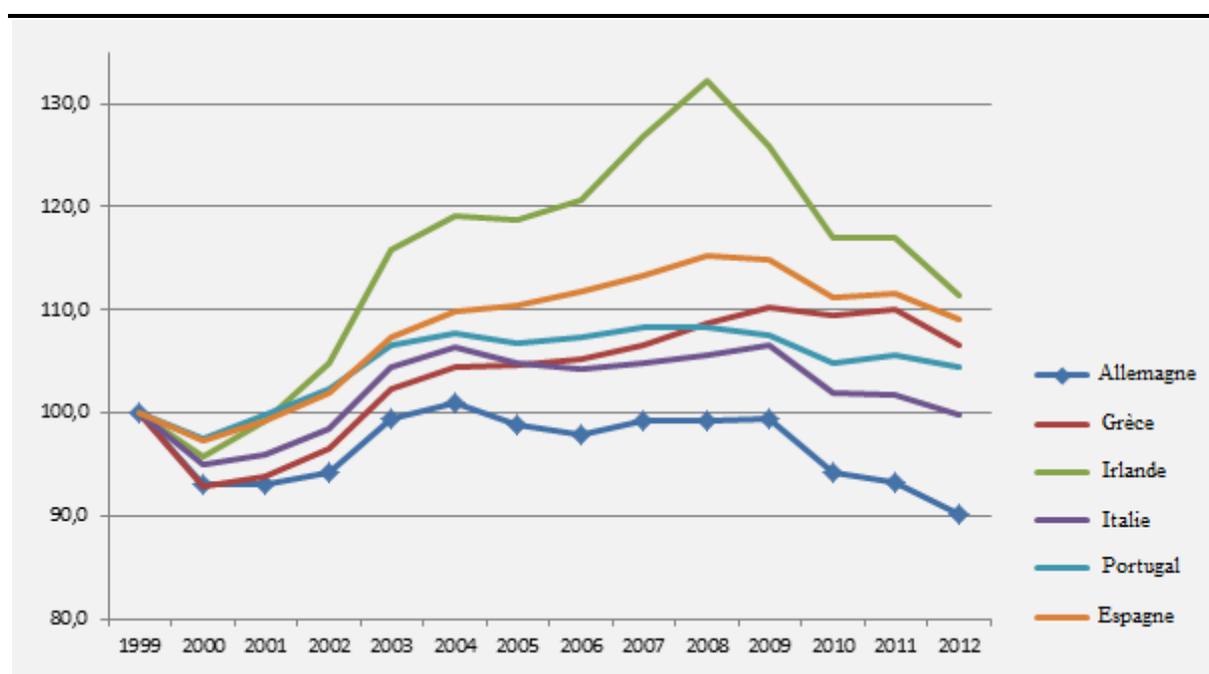
Source: Eurostat

La combinaison de deux facteurs a fortement contribué à l'accroissement rapide des déficits courants et de la dette extérieure dans les pays de la périphérie. D'abord, à la suite de l'union monétaire, les salaires et les prix ont évolué de façon radicalement divergente dans les pays de la périphérie et du centre de la zone euro. Entre 2000 et 2007, l'Allemagne n'a pas atteint l'objectif d'inflation et a réduit ses coûts unitaires de main d'œuvre, contrairement aux pays de la périphérie (graphique 1) qui ont dépassé leur objectif d'inflation et accru leurs coûts unitaires de main d'œuvre. L'amélioration de sa compétitivité n'a pas toujours été due à

l'augmentation de sa productivité, mais plutôt à la compression des salaires. Par exemple, entre 2000 et 2007, la productivité horaire réelle a crû en moyenne annuelle de 1,6% en Allemagne, contre 2,3% en Irlande et 2,6% en Grèce<sup>8</sup>. Dès le début des années 2000, l'Allemagne s'est engagée dans un processus de « désinflation compétitive », en bridant quasiment l'évolution des salaires réels et de la consommation des ménages et en basant toujours davantage sa croissance sur les exportations (Akyüz, 2010; Palley, 2013). À l'inverse, dans les pays de la périphérie, les salaires ont progressé plus rapidement que la productivité, ce qui a entraîné une hausse du taux de change effectif réel et une perte de compétitivité (graphique 2). Cela a provoqué une poussée soudaine des importations, en provenance principalement des autres pays de l'UE mais aussi du reste du monde, notamment de la Chine (Chen *et al.*, 2012).

**Graphique 2 : Taux de change effectifs réels dans la zone euro**

(1999=100)



Source: BRI.

L'intensification des mouvements de capitaux du centre de l'Europe vers la périphérie, sous la forme notamment de prêts accordés par les banques allemandes à la faveur d'une monnaie commune et d'une abondance de liquidités internationales, a renforcé ce processus (Sinn, 2011), ce qui a alimenté l'explosion de la demande privée, réduit l'épargne des ménages et accentué les déficits courants dans les pays de la périphérie<sup>9</sup>. Parallèlement, les mouvements de capitaux ont contribué à l'expansion des exportations de l'Allemagne, ce qui lui a permis de maintenir un taux d'activité économique plus élevé que celui qui aurait été

<sup>8</sup> Données annuelles de la productivité du travail tirées de *Eurostat*. Dernière mise à jour du 7 mars 2013.

<sup>9</sup> Concernant le rôle de l'épargne et l'investissement privés dans la formation des déséquilibres du compte courant et des ajustements occasionnés dans les pays de la périphérie, voir Atoyan *et al.* (2013).

obtenu sur la base de la demande intérieure. Comme cela avait été le cas en Amérique latine au début des années 1980, le processus d'accumulation de dettes a été interrompu par un bouleversement extérieur venant des États-Unis, cette fois sous la forme de la crise des prêts hypothécaires à risque causant un sentiment de panique chez les créanciers et une baisse brutale des prêts.

Les mesures de politique monétaire pour résoudre la crise dans la zone euro ont été sensiblement les mêmes que celles prises aux États-Unis, bien que la crise ait été moins intense. Tout en abaissant drastiquement les taux d'intérêt directeurs, la Banque centrale européenne (BCE) a entrepris plusieurs programmes d'assouplissement quantitatif, qui ont consisté à approvisionner les banques en liquidités et à acquérir des obligations d'État afin d'en doper le cours et d'abaisser le coût des emprunts octroyés à des débiteurs en difficulté. En mars 2010, la BCE a assoupli les conditions d'octroi de prêts aux banques, acceptant par conséquent de racheter des obligations d'État de mauvaise qualité et des titres adossés à des actifs. En mai de la même année, elle a lancé le programme pour les marchés de titres, pendant lequel elle a acheté des obligations d'État sur le marché secondaire, initiative controversée car non conforme à la clause de non renflouement du Traité de Lisbonne de 2007. Fin 2011 ont été introduites les opérations de refinancement à long terme. La BCE a pu accorder aux banques des prêts d'une durée de trois ans à des taux d'intérêt bas ; elles ont ainsi pu acquérir des obligations d'État à haut rendement et engranger les profits réalisés sur les importants écarts de rendement, notamment en Espagne et en Italie. Durant l'été 2012, juste après que la plus haute instance de la BCE a réaffirmé son engagement à faire « quoiqu'il en coûte » pour sauver la monnaie unique, la BCE a annoncé qu'elle entreprendrait des opérations monétaires sur titres (OMT) sur les marchés secondaires des obligations souveraines sous certaines conditions. Même si ce programme n'a pas encore été mis en œuvre, son annonce a soulevé une vague d'optimisme sur les marchés financiers.

L'UE s'est dotée de plusieurs plans d'aide financière pour sortir de la crise. Le premier a été le Fonds européen de stabilité financière (FESF), créé en mai 2010 dans le but de mobiliser 440 milliards d'euros par l'émission d'obligations d'État garanties destinées au remboursement de la dette des pays frappés par la crise, dans le cadre d'un programme conduit en collaboration avec le FMI dont la capacité financière totale s'élevait à 750 milliards d'euros. Les obligations émises ont été déclassées par Standard and Poor's lorsque la France et l'Autriche, deux importants garants de l'émission, ont perdu leur triple A. Le FESF fonctionnait parallèlement au Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF), un fonds d'urgence d'une capacité de prêt de 60 milliards d'euros, financé par le budget de l'UE. En mars 2011, il a été décidé que le Mécanisme européen de stabilité (MES) devenait dorénavant le fonds permanent d'aide financière de l'UE, en remplacement du FESF et du MESF.

Ce dispositif a permis aux débiteurs de s'acquitter de leurs engagements envers les créanciers, d'éviter le défaut de paiement et de réduire les coûts d'emprunt par le rachat des obligations sur les marchés secondaires. Jusqu'ici, la plus importante opération de sauvetage a été celle de la Grèce (quelque 170 milliards d'euros), suivie du Portugal (78 milliards), de l'Irlande (68 milliards), de l'Espagne (42 milliards) et, enfin, de Chypre, dont l'enveloppe devrait se situer entre 17 et 23 milliards (Fidler, 2013). Malgré les quelques cas où il a été question de la nécessité de faire appel aux créanciers privés pour résoudre la crise, les initiatives prises à cet égard ont très peu soulagé les débiteurs. Début 2012, des prêts ont été accordés à la Grèce afin qu'elle procède à des opérations de rachat de créances pour convertir des obligations à court terme de taux d'intérêt élevé en obligations à plus long terme de taux

bas, d'une part, et pour qu'elle réduise son endettement à l'aide d'un réaménagement volontaire de la dette, présenté par l'UE comme une mesure ponctuelle, d'autre part. Le plan de réaménagement prévoyait le rachat de dettes privées, moyennant une décote de 53,5%, en recourant aux clauses d'action collective (CAC) lors d'émissions d'emprunts sur le marché international et l'introduction rétroactive des CAC lors d'émissions sur le marché national.

Cependant, ces mesures ne sont pas venues à bout de la dette grecque. Étant donné qu'un tiers de la dette rachetée moyennant décote était détenue par les banques grecques, celles-ci ont dû être recapitalisées par un nouvel emprunt, ce qui a aggravé la dette publique. À Chypre, les détenteurs grecs d'obligations, notamment les banques, ont aussi accusé de lourdes pertes (quelque 4,5 milliards d'euros) ce qui a encore gonflé le montant des fonds alloué au renflouement de ce pays. De l'avis général, une plus grande part de la dette grecque doit être annulée. Toutefois, près de 70% de la dette souveraine est aujourd'hui détenue par le secteur public, dont notamment le FESF, la BCE, le FMI, les banques centrales nationales et d'autres gouvernements de la zone euro, et aussi bien la BCE que l'Allemagne ne semblent pas disposées à abandonner une partie des créances. L'accord, conclu avec la Grèce en novembre 2012, est une mesure d'urgence pour prévenir le défaut de paiement, qui n'est pas d'un grand secours pour sortir de l'austérité.

Bien que beaucoup reconnaissent la nécessité de faire appel aux créanciers privés pour résoudre la crise de la dette, notamment en Allemagne, il n'y a pas eu de vision cohérente concernant la participation des créanciers et des déposants des pays frappés par la crise et la classe politique a souvent compromis les décisions allant dans ce sens. En Irlande et en Espagne, où la crise a commencé dans le secteur bancaire, les créanciers et les déposants des banques en difficulté s'en sont sortis sans devoir réduire la valeur de leurs titres de créances<sup>10</sup>. L'Irlande a accordé une garantie globale aux déposants (ainsi qu'aux détenteurs d'autres dettes bancaires), ce qui a accessoirement détourné les dépôts d'autres membres de l'UE, notamment de la Grande-Bretagne, et déclenché une ruée sur la dette publique. Les conditions imposées à la Grèce ont également épargné les déposants, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du pays. Dans la plupart des cas, les plans de sauvetage ont nécessité la mobilisation de sommes d'argent considérables pour remettre à flots les banques et assurer leur recapitalisation.

En revanche, à Chypre, le plan d'aide initial proposé par l'UE et le FMI début 2013 prévoyait l'introduction d'un prélèvement sur tous les dépôts, notamment sur les dépôts garantis inférieurs à 100 000 euros, afin de lever quelque sept milliards d'euros sur les 17 milliards nécessaires pour recapitaliser les banques et financer le secteur public. Lorsque le parlement chypriote a rejeté cette mesure, un autre plan a été convenu en mars 2013 pour supprimer la taxe sur les dépôts et, cependant, fermer la plus grande banque du pays. Les dépôts garantis ont été protégés, mais les avoirs dépassant 100 000 euros ont été transférés dans une autre banque et gelés afin de mobiliser des fonds pour financer le plan d'aide financière. On estime que les titulaires de ces dépôts, en grande partie des Russes, ont perdu jusqu'à 50% de leurs avoirs. Tant les détenteurs d'obligations privilégiées que les détenteurs d'obligations non privilégiées devraient accuser des pertes importantes. Les mouvements de capitaux et les retraits de compte sont soumis à des restrictions. Mi-avril 2013, le coût du plan d'aide financière a été évalué à 23 milliards d'euros, l'estimation précédente tablant sur 17

---

<sup>10</sup> En revanche, les créances hybrides (titres comportant des obligations et des actions) ont, elles, été décotées ; voir Hay et Unmack (2012).

milliards, pour un pays dont le PIB avoisine les 18 milliards d'euros. Plus de la moitié de cette somme devrait être payée par les Chypriotes eux-mêmes et les déposants étrangers. Les mesures d'austérité réclamées par la troïka sont plus rigoureuses que celles qui ont été imposées à la Grèce. Le rapport du FMI *Perspectives de l'économie mondiale* (avril 2013) ne fournit aucune donnée chiffrée relative aux prévisions de croissance de Chypre pour les années 2013-2014, mais on s'attend à une contraction à deux chiffres de l'activité économique.

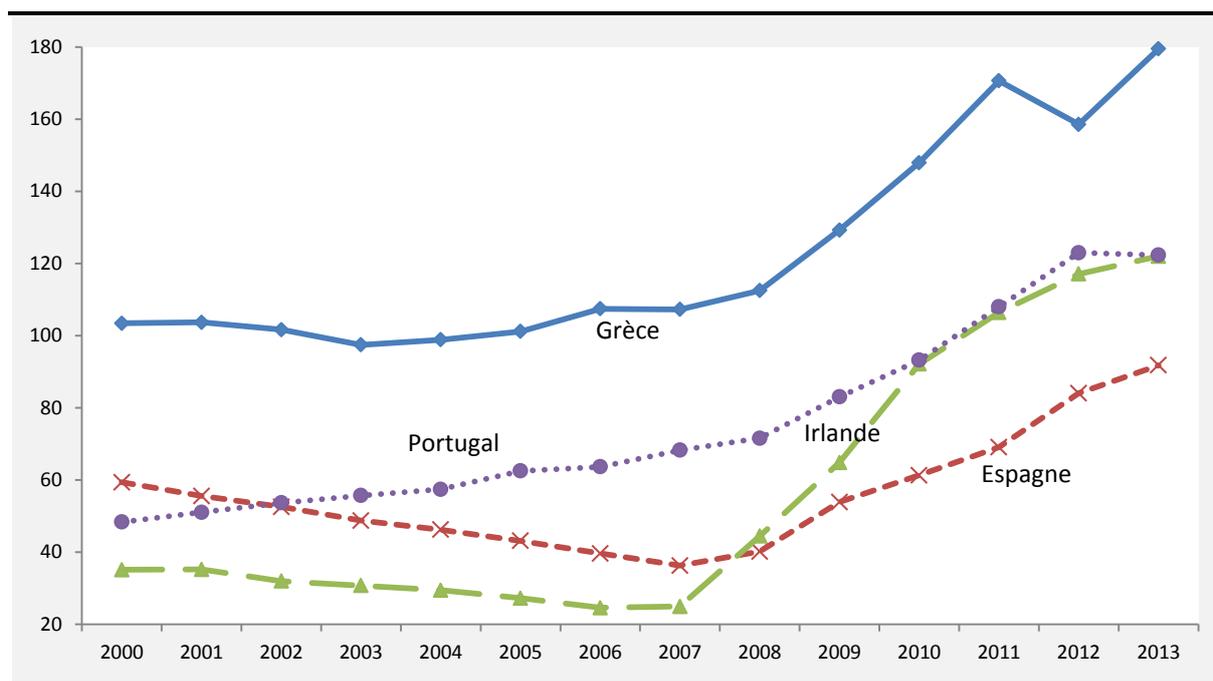
Bien qu'à Chypre l'accord ait évité l'effondrement complet du secteur bancaire et, par conséquent, la sortie de ce pays de l'euro, il a érodé la confiance des investisseurs quant à la capacité des autorités de la zone euro à surmonter la crise et à assurer la garantie des dépôts en Europe. Cet accord a également creusé la ligne de fracture Nord-Sud. La crise est loin d'être réglée, car les mesures d'austérité pousseront vraisemblablement le pays dans une profonde et longue récession. Cet accord a porté le ratio d'endettement à 140% du PIB et sera probablement suivi de plans de renflouement supplémentaires. Sans effacement partiel significatif de sa dette, Chypre ne pourra sans doute pas éviter la défaillance.

Un des principaux problèmes de la zone euro réside dans les conséquences déstabilisatrices du lien entre la dette privée et la dette publique. Dans des pays comme l'Espagne et l'Irlande, les gouvernements ont dû apporter une aide massive aux banques endettées, ce qui a fortement aggravé la dette publique et accru les besoins en ressources financières pour la financer. Cependant, ces mêmes banques devraient également contribué au financement de l'important endettement public. Les États, qui ne sont pas en mesure d'imprimer de la monnaie nationale, n'ont pas la possibilité de renflouer les banques, ni de monétiser leur propre dette. La tendance des investisseurs étrangers (au sein de la zone euro) de se retirer des pays frappés par la crise aggrave encore ce problème. Une des solutions pourrait être de dissocier la dette publique de la dette privée en interrompant les plans d'aide financés par les États et en introduisant un mécanisme de résolution de la dette bancaire qui s'appliquerait à l'ensemble de la zone euro et qui inclurait un plan de renflouement, de recapitalisation et de liquidation financé par les créanciers privés<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Pour une proposition de cadre bancaire unifié, voir Burda *et al.* (2012).

Graphique 3 : Dette publique en pourcentage du PIB



Source: FMI (2013b).

Dans les quatre pays de la périphérie de la zone euro, le ratio d'endettement public n'a cessé d'augmenter, car ces pays ont connu une série de graves récessions et une période prolongée de taux d'intérêt élevés (graphique 3). En 2008, la tendance à la baisse du ratio d'endettement de l'Espagne et de l'Irlande s'est inversée, et la tendance à la hausse de celui du Portugal s'est accentuée. En Grèce, il a repris une courbe ascendante, après avoir amorcé une baisse à la suite de l'annulation partielle de sa dette. Un dilemme fondamental se pose : lorsque le rapport dette-PIB est élevé et que le taux d'intérêt débiteur réel est sensiblement supérieur au taux de croissance, il faudrait que l'excédent du solde primaire nécessaire pour stabiliser le ratio d'endettement soit élevé. Or, les coupes effectuées dans le budget primaire (sans les charges d'intérêt) pour atteindre cet objectif entraîneraient une contraction conséquente de l'activité économique, car les multiplicateurs budgétaires relativement élevés, évoqués précédemment, compliqueraient encore davantage la situation<sup>12</sup>. Ainsi, les ratios d'endettement de l'Espagne et de l'Irlande, qui étaient tous deux en dessous du seuil de 60% au début de la crise, ont atteint respectivement 100% et 120%. Pour la même raison, l'intensification de la consolidation budgétaire ne s'est pas toujours traduite par une réduction du déficit en pourcentage du PIB. En Grèce, les déficits, en pourcentage du PIB, ont crû de 9,5% en 2011 à 10% en 2012 et de 4,4% à 6,4% au Portugal.

<sup>12</sup> L'excédent budgétaire primaire nécessaire à la stabilisation du ratio d'endettement est calculé comme suit :  $p = [(r - g)/(1 + g)]d$ , où  $p$  est le ratio de l'excédent primaire par rapport au PIB,  $r$  le taux d'intérêt réel,  $g$  le taux de croissance du PIB et  $d$  le rapport dette-PIB (Akyüz, 2007). Avec un ratio d'endettement de 100%, un taux de croissance négatif et un taux d'intérêt réel supérieur à 5%, l'Espagne devrait générer un excédent primaire d'au moins 5% du PIB pour stabiliser le ratio d'endettement, même en l'absence de tout effet négatif sur la croissance induit par les mesures de restriction budgétaire. La Grèce, dont le ratio d'endettement est bien plus élevé et l'écart entre le taux d'intérêt réel et le taux de croissance est beaucoup plus important, est confrontée à une tâche encore plus ardue. À noter que ces dernières années aucun des pays n'a approché ces valeurs. Voir FMI (2012b : tableau statistique 2).

La stratégie qui consiste à augmenter la dette extérieure et à brider la croissance en comprimant les dépenses ne peut pas réussir lorsque la dette n'est pas totalement remboursable. C'est la principale raison pour laquelle le plan Baker, qui reposait sur la prorogation des échéances, l'octroi concerté de prêts bancaires et l'apport de financement nouveau de la part des Institutions de Bretton Woods et a donné lieu à des mesures de contraction budgétaire et à des réformes anticycliques axées sur le marché dans 15 pays lourdement endettés, n'est pas parvenu à résoudre la crise de la dette survenue en Amérique latine dans les années 1980 (CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement*, 1988: chap. 4).

En ce qui concerne le rôle très important joué par la dette et les déficits extérieurs dans la crise de la zone euro, l'ajustement de la balance des paiements et le réaménagement de la dette sont deux éléments dont les pays de la périphérie doivent tenir compte s'ils veulent parvenir à un solde extérieur viable basé sur un accroissement des exportations. Un autre problème auquel sont confrontés ces pays à cet égard est qu'ils sont prisonniers d'une monnaie dont ils ne peuvent contrôler le taux de change nominal. Par conséquent, les baisses de salaires sont la seule façon de restaurer la compétitivité. L'Argentine a dû faire face à ce problème dans les années 1990 lorsqu'elle avait fixé le cours du peso par rapport au dollar dans le cadre du programme de convertibilité. Dans son *Rapport sur le commerce et le développement* (1995 : 90), la CNUCED a indiqué à propos des perspectives de ce pays que « la principale question pour l'Argentine est de savoir quel est le taux de chômage qui permettrait d'améliorer sa compétitivité, étant donné que ce pays a exclu toute possibilité de recourir à l'instrument qui est habituellement le plus efficace pour atteindre cet objectif, c'est-à-dire le taux de change, et si un tel niveau de chômage est politiquement acceptable ».

Jusqu'à présent, les pays de la périphérie, qui ont une monnaie surévaluée, sont parvenus à opérer une dévaluation interne et à ajuster les coûts unitaires du travail en comprimant les salaires (graphiques 1 et 2). Ils ont également amélioré le solde des transactions courantes entre 2007 et 2012 : en Espagne et au Portugal, les déficits ont été réduits, passant de 10% environ à 1 à 2 % du PIB et de 15 à 3% en Grèce, tandis que l'Irlande est passée d'un solde déficitaire de 6% à un solde excédentaire de 5%. Toutefois, beaucoup de ces bons résultats sont dus à la contraction de l'activité économique et à la baisse de l'investissement privé et des importations (Atoyan *et al.*, 2013). Pour que la masse salariale reste sous contrôle, que les coûts unitaires du travail et que les taux de change réels continuent de baisser, il faudrait que le taux chômage reste élevé. Si un tel scénario se produisait, les pays feraient face à de graves difficultés sociales et politiques, qui pourraient entraîner un défaut de paiement et une sortie de l'euro, comme cela a été le cas en Argentine<sup>13</sup>.

Dans les pays de la périphérie, les programmes d'ajustement de la dette extérieure et de réduction du déficit orientés vers la croissance dépendent dans une large mesure des aménagements qui seront consentis dans les pays excédentaires de la zone euro. Il faut qu'en Allemagne la masse salariale augmente plus rapidement et que le taux d'inflation soit plus élevé, quoique modéré, pour que le taux de change réel de sa monnaie puisse s'apprécier. Ce pays devrait mettre fin au plan d'austérité budgétaire et stimuler la demande ; ces mesures aideraient les pays de la périphérie à opérer les ajustements nécessaires pour relancer la

---

<sup>13</sup> Techniquement, la sortie de l'Argentine du programme de convertibilité est plus facile que ne serait la sortie de l'euro d'un pays de la périphérie, car l'Argentine disposait d'une monnaie nationale en circulation.

croissance par les exportations. Ces derniers devraient s'efforcer de restaurer leur compétitivité non pas en créant du chômage et en abaissant les salaires, mais en augmentant la productivité par l'investissement. Cependant, compte tenu de l'actuelle stratégie politique, il est probable qu'aucune de ces mesures ne voit le jour. La lassitude suscitée par ces ajustements pourrait bien raviver le spectre de défaut de paiement et de sortie de l'euro qui hante les gardiens de la zone euro.

### ***II.5. La zone euro a-t-elle besoin des autres pour résoudre la crise ?***

Pour résoudre la crise, la zone euro a cherché un soutien international en demandant concrètement aux principales économies émergentes d'investir, entre autres, soit directement dans la dette des pays frappés par la crise, soit au travers des outils devant être spécialement créés par le FESF. Nul doute que les pays en développement ont grand intérêt à ce que la crise de la zone euro se résorbe rapidement, compte tenu des conséquences néfastes qu'elle entraîne. Cependant, d'un point de vue éthique, la zone euro ne peut pas demander aux pays en développement d'investir leurs réserves de change durement acquises ou empruntées dans des obligations en euros, alors qu'elle dispose, sur son propre territoire, des moyens nécessaires pour résoudre les problèmes existants entre débiteurs et créanciers internes, vu qu'elle peut émettre une monnaie de réserve reconnue sur le plan international. Pour les pays en développement, un investissement de ce type comporte des risques considérables, étant donné que la solvabilité de certains membres lourdement endettés de la zone euro demeure incertaine. À cela s'ajoute le risque de change auquel s'exposeraient les pays en développement en augmentant la part des avoirs en euros dans leurs réserves de change.

Le FMI s'est beaucoup impliqué dans la résolution de la crise de la zone euro. L'Europe représente déjà une part importante des engagements du FMI. Fin 2011, les États membres de l'UE ont décidé d'accorder des prêts au FMI sur une base bilatérale pour un montant supérieur à 200 milliards d'euros. Lors de la réunion d'avril 2012, le FMI a reçu des promesses de prêts à hauteur de 430 milliards de dollars des États-Unis de la part de plusieurs membres, dont certains des plus importants pays en développement, accroissant sa capacité de prêt à presque 1000 milliards de dollars, ce qui équivaut à la taille du fonds de sauvetage européen. Bien que les nouvelles liquidités soient en principe destinées à tous les membres du FMI, cet accroissement de ressources est surtout dû au fait que la crise de la zone euro s'est propagée à ses plus grands membres et qu'il fallait prévenir une éventuelle catastrophe financière dans la région et créer un pare-feu mondial.

L'augmentation considérable des engagements du FMI envers la zone euro est problématique pour plusieurs raisons. La zone euro n'a pas besoin d'un créancier international de dernier ressort, car elle peut émettre des liquidités internationales. L'euro n'est pas une monnaie de réserve extérieure communément adoptée par de nombreux pays, mais est le fruit d'une union économique fortement intégrée qui joue le rôle de monnaie de réserve concurrençant le dollar. L'euro n'est pas une monnaie sur laquelle s'exerce une pression venant de problèmes financiers extérieurs de la zone euro qui nécessiteraient typiquement le soutien du FMI. Bien au contraire, la zone euro affiche une balance des paiements excédentaire et est créancière envers le reste du monde, à qui elle réclame de l'aide pour résoudre ses problèmes internes.

L'argument de l'aléa moral utilisé à l'encontre des plans de renflouement opérés par la zone euro elle-même s'applique également aux plans de renflouement du FMI. Par-dessus tout, l'intégrité financière du FMI pourrait être menacée par l'octroi massif de prêts accordés au nom de programmes d'ajustement irréalistes, incapables de garantir la viabilité de la dette, une condition à laquelle tout crédit du FMI doit satisfaire. En cas de défaillance d'un des emprunteurs, le FMI en tant que créancier ne jouit juridiquement d'aucun statut préférentiel. La zone euro a en effet continué de transférer les risques liés aux renflouements vers le FMI, et notamment vers les actionnaires les plus pauvres, en accordant des prêts, non pas directement à ses membres en difficulté, mais au FMI qui a mis ces mêmes ressources à leur disposition. Le risque encouru par le FMI est amplifié par le fait que le Fonds s'endette de plus en plus lourdement (le volume des emprunts croît plus rapidement que les quotes-parts des pays membres). En outre, il serait difficile pour le FMI de conserver, dans la pratique, le statut de créancier privilégié et d'obtenir l'indispensable amortissement de la dette, s'il octroie des prêts aux pays de la périphérie de la zone euro pour qu'ils s'acquittent de leurs dettes envers leurs créanciers privés. C'est probablement pour ces raisons que le FMI a durci sa position à l'égard de sa participation aux plans de renflouement dans la zone euro, comme cela a été observé pendant la crise chypriote.

### III. RÉPERCUSSIONS POUR LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT

#### III.1. *La théorie du découplage économique*

Avant la crise financière, le PIB des pays en développement progressait à un taux exceptionnel, avoisinant 7,5% par an entre 2000 et 2008, alors que celui des économies avancées restait relativement faible. Le FMI, entre autres, justifiait cette différence par le découplage économique entre le Sud et le Nord. Bien sûr, le découplage économique ne signifie pas que les pays du Sud ne dépendent plus du tout des pays du Nord (cette affirmation serait exagérée étant donné que les pays en développement sont à présent plus intégrés à l'économie mondiale) ; cela signifie plutôt que, à l'aide de politiques nationales appropriées et ajustées pour neutraliser les bouleversements venant du Nord, les pays en développement devraient davantage être capables d'entretenir leur propre croissance économique, indépendamment de la situation conjoncturelle des économies avancées.

Le concept du découplage a été examiné dans un précédent rapport (Akyüz, 2012). Selon plusieurs auteurs cités dans ce rapport, les cycles de l'activité économique, entendus comme étant les écarts entre les productions tendanciennes ou les productions potentielles, sont toujours étroitement liés. Une des questions fondamentales était de savoir si le taux de croissance tendanciel (ou potentiel) des pays en développement avait enregistré une hausse par rapport à ceux des économies avancées. Il a été conclu que l'accélération de la croissance économique des pays en développement qui s'est produite avant la crise n'était pas tant due à l'amélioration de leurs paramètres économiques fondamentaux, mais plutôt à des conditions économiques mondiales exceptionnellement favorables, bien que non viables, dont la poussée des exportations vers les économies avancées, l'intensification des mouvements de capitaux, la progression des envois de fonds de la part des ressortissants émigrés et la hausse des prix des produits de base, résultant principalement des bulles immobilière et de la consommation aux États-Unis et en Europe, de l'expansion rapide des liquidités internationales et des taux d'intérêt historiquement bas.

Dans les premiers mois de la crise, les prévisions annonçaient que les pays en développement ne subiraient pas par ricochet les difficultés que rencontraient les économies avancées du fait du découplage. En soutenant que la croissance du Sud ne dépendait plus autant du Nord qu'avant, le FMI a sous-estimé la gravité de la crise et ses répercussions sur les pays en développement, (FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2007 et avril 2008). Après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, tous les facteurs économiques mondiaux qui avaient contribué à la croissance dans les pays en développement se sont détériorés, entraînant un net ralentissement dans plusieurs pays en développement. Toutefois, dès 2009, ce ralentissement a été suivi par un rapide redressement, intervenu à la suite de la mise en place de mesures anticycliques solides dans les pays en développement. Celles-ci ont pu être adoptées parce que la situation budgétaire et la position de la balance des paiements de ces pays s'étaient améliorées au cours de la période d'expansion qui avait précédé. Les politiques monétaires prises par les États-Unis et l'Europe en réaction à la crise financière ont également contribué à la reprise des pays en développement, car elles ont concouru au retour des capitaux dans les pays en développement après leur interruption soudaine puis leur fuite brutale provoquées par la faillite de Lehman Brothers.

Encore une fois, le fait que les économies avancées aient ralenti tandis que les pays du Sud se redressaient fortement avait été interprété comme étant le résultat du découplage

économique. Les pays en développement ne pouvaient toutefois pas continuer sur cette lancée. Même si la situation des marchés mondiaux de capitaux et de produits de base est généralement restée favorable depuis 2009, la nette progression des mouvements de capitaux et des prix des produits de base a pris fin et les exportations vers les économies avancées ont considérablement ralenti. De plus, les effets ponctuels des mesures anticycliques prises par les pays en développement ont commencé à s'estomper et la marge de manœuvre pour prendre d'autres mesures expansionnistes s'est considérablement réduite. La plupart des grands pays en développement, en dehors de la Chine, se sont heurtés à des contraintes financières et de balance des paiements à la suite de leur transition vers une croissance tirée par la demande intérieure, qui a conduit à un resserrement budgétaire<sup>14</sup>. Par conséquent, la croissance des pays en développement a reculé en 2011 et en 2012 après une forte reprise en 2010. En Asie, la région en développement la plus dynamique, le taux de croissance a baissé de cinq points de pourcentage par rapport aux taux enregistrés avant la crise ; en Amérique latine, il a presque diminué de moitié.

Le FMI a depuis « redéfini » sa position sur le découplage économique, en réexaminant la question dans ses *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2012 (au chapitre 4, intitulé « La résilience des marchés émergents et des pays en développement sera-t-elle durable? »). À l'aide d'une analyse quantitative, qui examine l'évolution de plus de 100 marchés émergents et en développement (dont le revenu par habitant varie entre 200 et 20 000 dollars) au cours des 60 dernières années, le FMI a conclu que « *la dernière décennie a été si fructueuse pour eux que, pour la première fois, ils ont enregistré de plus longues phases d'expansion et des ralentissements moins marqués que les pays avancés. Le redressement de leurs résultats s'explique à la fois par la qualité de leurs politiques et par une moindre incidence des chocs extérieurs et intérieurs - l'amélioration des premières est à l'origine des trois cinquièmes environ du renforcement de leur performance, le reste étant dû à la raréfaction des chocs* » (FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012, p.135. L'italique est utilisé dans le document original.)

Les politiques de « qualité » qui, selon le FMI, ont amélioré les résultats économiques des pays en développement comprennent « une plus grande marge de manœuvre (caractérisée par un faible taux d'inflation et des positions budgétaires et extérieures favorables) » créée par « un cadre d'action amélioré (mesures anticycliques, ciblage de l'inflation et régimes de change souples) ». Aucun lien solide ne peut être établi entre les différents facteurs structurels qui comptent, d'un côté, les structures des échanges, l'ouverture financière, les mouvements de capitaux et la répartition des revenus et, de l'autre côté, la « résilience » des pays en développement aux autres pays.

Le FMI ne tient pas compte de l'effet des chocs extérieurs positifs dans la stimulation de la croissance et dans la création d'une marge d'action pour les pays en développement, et se concentre sur l'absence de bouleversements préjudiciables forts. Dans un précédent rapport (Akyüz, 2012), nous démontrons que l'amélioration des résultats économiques des pays exportateurs de produits de base, qui a largement contribué à l'accélération de la croissance des pays du Sud après 2002, était le résultat de la flambée des prix des produits de base et de l'intensification des mouvements de capitaux, qui ont également offert la marge de manœuvre nécessaire à l'élaboration de mesures anticycliques pour faire face aux retombées de la crise financière mondiale. Ces chocs positifs expliquent mieux les résultats

---

<sup>14</sup> Ortiz et Cummins (2013) montrent que de nombreux pays en développement ont adopté une politique d'austérité budgétaire après 2010 et que les coupes dans les dépenses publiques se sont généralisées. La consolidation budgétaire devrait s'intensifier sensiblement en 2013.

exceptionnels réalisés par de nombreux pays en développement durant la dernière décennie que la « qualité » des politiques orthodoxes telles que le ciblage de l'inflation, le taux d'inflation à un chiffre et le régime de change flottant.

Depuis 2011, le FMI n'a cessé de surestimer le taux de croissance des pays émergents et en développement. En avril 2011, le FMI prévoyait dans ses *Perspectives de l'économie mondiale* un taux de croissance de 6,5% pour 2012. Ce pourcentage a été revu à la baisse et les prévisions sont tombées à 6,1% en septembre 2011, à 5,7% en avril 2012 et à 5,3% en octobre 2012. Dans l'édition 2013, le FMI a estimé le taux de croissance à 5,1%, presque 1,5 point de pourcentage de moins que la première estimation, et a reconnu qu'il était possible que « les récentes prévisions trop optimistes soient symptomatiques de problèmes structurels plus profonds » (p.19), révisant à la baisse ses prévisions à moyen terme dans les économies avancées et dans les pays en développement (p.24). Dans un autre rapport, le FMI prévoit une légère progression de plus de 3% du taux de croissance potentiel moyen des pays en développement situés sur l'hémisphère occidentale, un pourcentage bien trop bas pour garantir un véritable « essor du Sud » et rattraper les économies avancées<sup>15</sup>; le FMI reconnaît que le taux de croissance supérieur au taux potentiel enregistré entre 2003 et 2012 n'est pas viable sans apporter des changements fondamentaux (FMI, 2013c).

### **III.2. Mouvements de capitaux privés et répercussions financières**

La crise financière survenue dans les économies avancées est à l'origine de fortes fluctuations des entrées de capitaux privés, des écarts de rendement, du cours des actions et des taux de change dans les pays en développement. L'intensification des entrées de capitaux dans les pays en développement, qui avait commencé au début des années 2000 à la faveur de la forte baisse des taux d'intérêt et de l'expansion rapide des liquidités dans les économies avancées, s'est poursuivie jusqu'aux premiers mois de la crise. Cependant, la recherche de placements plus sûrs qui a découlé de la faillite de Lehman Brothers a interrompu subitement ce processus, qui s'est inversé, exerçant ainsi de fortes pressions baissières sur les taux de change et le cours des actions<sup>16</sup>. Une plus grande intégration des pays en développement dans les principales places financières et la hausse des créances qu'ils détiennent sur les économies avancées et des engagements envers ces dernières ont intensifié la transmission des tensions financières aux actifs, au secteur bancaire et au marché des changes. Dans les pays en développement, la crise a également provoqué une contraction du crédit qui a résulté du repli des prêts accordés par les banques internationales et par les filiales des banques étrangères présentes dans les pays en développement, ainsi que des prêts interbancaires transfrontaliers accordés par les banques locales (Cetorelli et Goldberg, 2010).

<sup>15</sup> Le potentiel de croissance de l'économie américaine était estimé à 2,5% avant la crise, mais la Grande Récession l'aurait affaibli à 2,2% ; Bernanke (2012) et Wessel (2012).

<sup>16</sup> Selon Dadush *et al.* (2009), de septembre 2008 à mai 2009, l'Argentine, la Jamaïque, le Ghana et le Mexique sont parmi les pays les plus affectés par les effets immédiats de la crise financière en ce qui concerne la dévaluation monétaire, la baisse des échanges sur le marché des actions et la hausse des écarts des rendements obligataires. En revanche, la Chine, l'Afrique du Sud, la Malaisie, le Pérou et la Colombie comptent parmi les pays en développement les moins affectés. En analysant les marchés des obligations et des actions de février 2007 à mars 2009, Dooley et Hutchinson (2009) ont trouvé que les marchés des économies émergentes et les marchés américains avaient été désolidarisés pendant quelques temps, mais que les liens qui les reliaient ont rapidement refait surface à la fin de l'été ou au début de l'automne 2008, cela de manière étonnamment uniforme dans la plupart des économies émergentes.

Même si les entrées de capitaux privés sont vite reparties à la hausse, favorisées par les baisses drastiques des taux d'intérêt, l'assouplissement quantitatif pratiqué dans les économies avancées et une modification de la perception du risque, elles n'étaient pas aussi massives qu'avant la crise et sont devenues instables et inégales. Fin 2012, le volume des entrées de capitaux privés, en termes nominaux, était inférieur au niveau record atteint en 2007. La baisse des arrivées de capitaux est plus marquée si celles-ci sont exprimées en pourcentage du PIB des pays bénéficiaires, passant de 8,5% en 2007 à 4%, un niveau qui n'est pas bien différent de celui qui a été observé dans les années 1990 (graphique 4). Dans les pays en développement, les flux nets de capitaux pouvant être utilisés pour financer les transactions courantes et constituer une réserve de capital se sont raréfiés, tombant à moins de 1% du PIB, les résidents ayant placés des capitaux dans des investissements directs et de portefeuille à l'étranger. Dans son rapport de janvier 2013, l'Institut de la finance internationale (IFI) table sur une accélération modérée des entrées de capitaux pour 2013 et 2014, mais estime qu'en termes absolus, elles ne devraient pas atteindre le niveau record de 2007 et pourraient, exprimées en pourcentage du PIB, poursuivre leur recul.

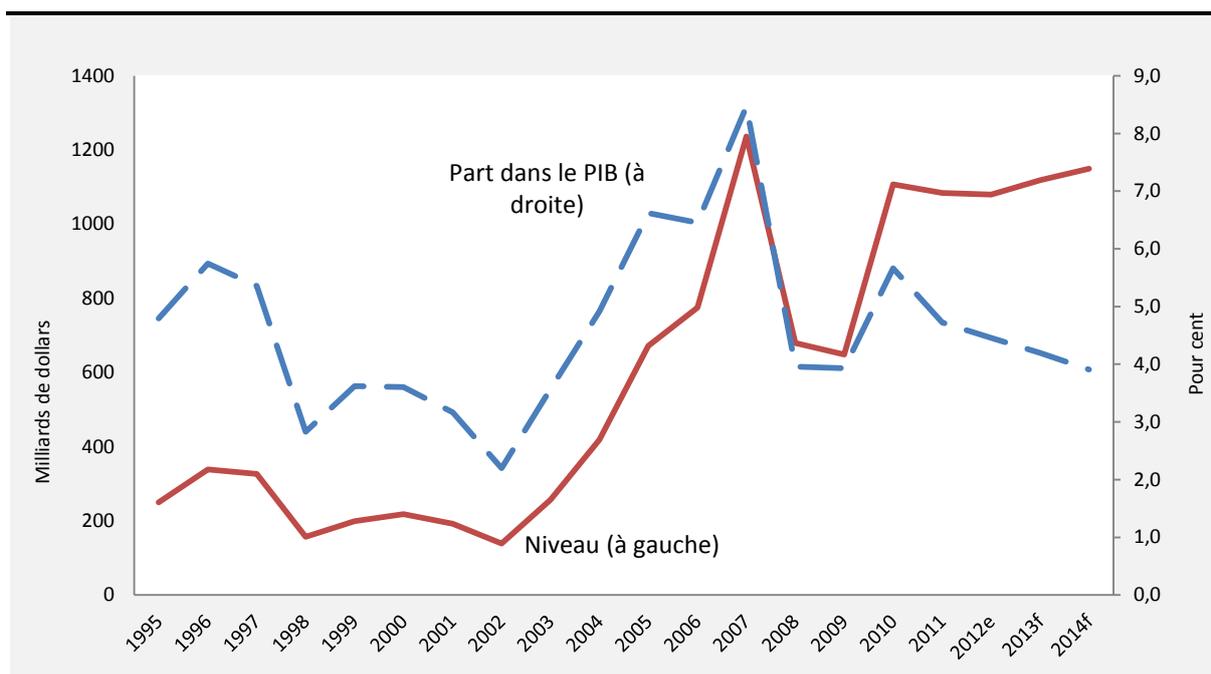
Alors qu'avant la faillite de Lehman Brothers la poussée des entrées de capitaux était générale, les effets d'attraction ont été plus visibles pendant la reprise, les créanciers et les investisseurs devenant plus sélectifs quant au choix des pays en développement où placer leur argent. En termes nominaux absolus, les apports nets de capitaux aux pays d'Asie et d'Amérique latine ont dépassé les records atteints avant la crise mondiale, même si le ralentissement qu'a connu la Chine après 2010 a entraîné une baisse de l'investissement direct (graphique 5). En revanche, malgré une certaine reprise, les apports de capitaux aux économies émergentes européennes sont demeurés bien en dessous du pic atteint avant la crise, cela étant principalement dû aux lourdes retombées de la crise de la zone euro. Cela vaut également pour l'Afrique et le Moyen-Orient.

La crise de la zone euro a joué un très grand rôle dans le ralentissement général des mouvements de capitaux privés vers les pays en développement. D'une part, elle a entraîné un regain de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale et une préférence accrue pour les actifs relativement sûrs. D'autre part, elle a eu des conséquences directes sur le volume des flux mondiaux de capitaux. Avant le début de la crise mondiale, l'Europe était pour le reste du monde la principale source de capitaux (bruts), totalisant 1 600 milliards de dollars par an entre 2004 et 2007, soit un montant supérieur à celui des États-Unis et du Japon réunis. Lorsque la crise a éclaté, et que le désendettement des banques a commencé, les sorties de capitaux ont fortement chuté en Europe, enregistrant un volume d'à peine 300 milliards par an entre 2008 et 2011<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> IFI (Janvier 2012). Selon un rapport de l'institut McKinsey Global, les flux mondiaux transfrontaliers de capitaux ont chuté de 60% par rapport au plus haut de 2007, à cause de la diminution de 3 700 milliards de dollars du volume des créances transfrontalières détenues par les banques européennes. Voir *Lund et al.* (2013).

**Graphique 4 : Entrées de capitaux privés dans les économies émergentes, 1995-2014**

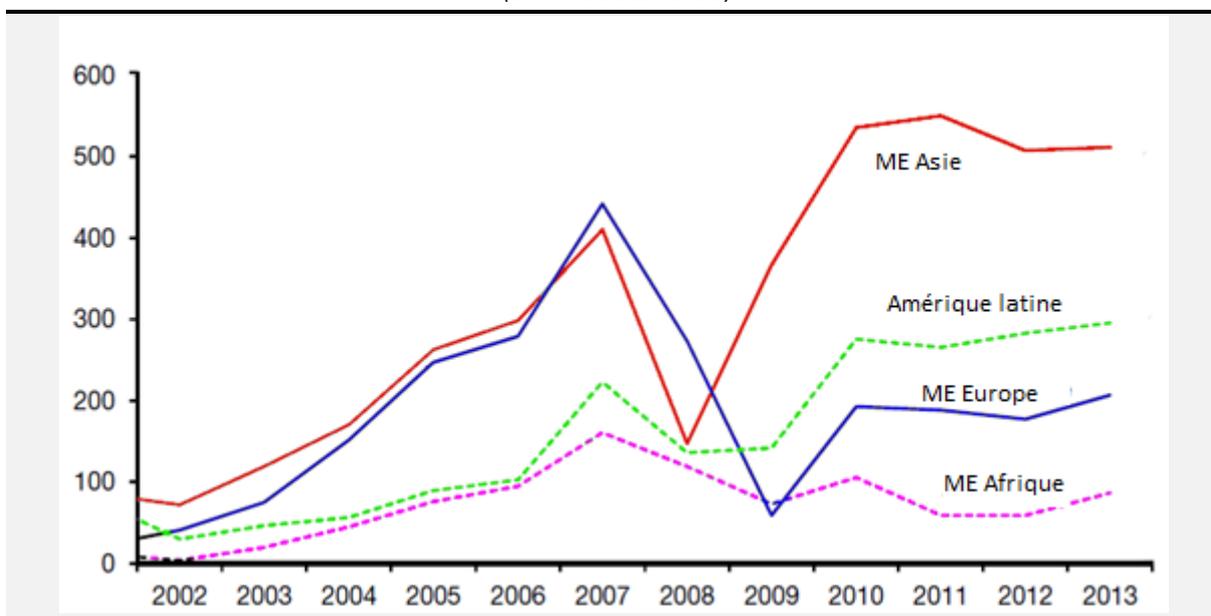


Source: IFI (janvier 2013)

Notes: f = prévisions IFI, e = estimation

**Graphique 5 : Entrées de capitaux privés dans les marchés émergents (ME)**

(en milliards de dollars)



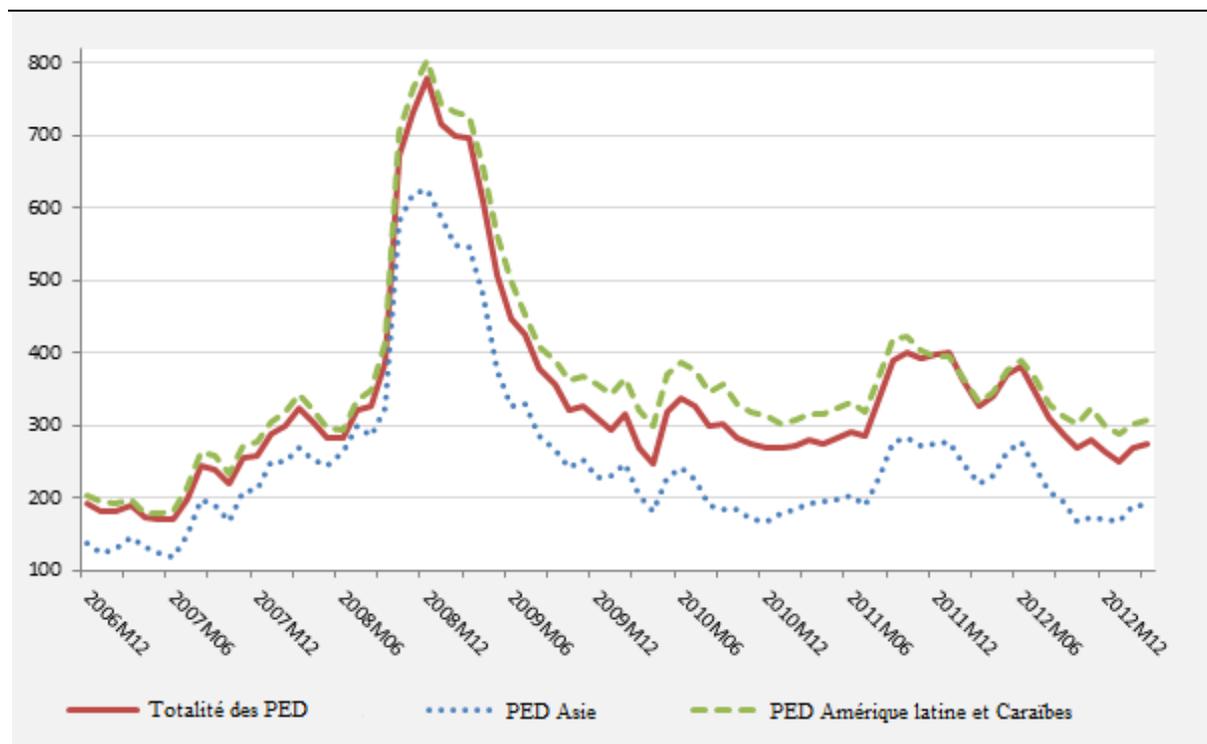
Source: IFI (janvier 2013)

La crise de la zone euro a également engendré une très forte volatilité mensuelle des entrées de capitaux dans les pays en développement, celles-ci devenant plus perméables aux nouvelles provenant de cette région, ce qui a rendu la gestion macroéconomique plus

difficile. Dès mi-2011, à mesure que la Grèce s'est enfoncée dans la crise, que les grèves et l'instabilité politique dans les pays de la périphérie de la zone euro ont gagné du terrain et que les notes de crédit ont été dégradées, la confiance des marchés s'est progressivement érodée, si bien que les estimations du volume des entrées de capitaux vers les pays en développement ont dûes être fortement revues à la baisse<sup>18</sup>. Dans les premiers mois de 2012, l'appétit pour le risque sur le plan mondial est revenu grâce à l'accord sur le MES, la mise en œuvre des programmes d'austérité en Grèce et en Espagne, l'introduction des opérations de refinancement à long terme, la signature du pacte budgétaire et l'extension des limites de crédit accordées par le FESF et le MES. Cependant, après le printemps 2012, les marchés sont une fois encore repartis à la baisse lorsque l'Espagne a demandé de l'aide pour refinancer le secteur bancaire, provoquant un abaissement de sa note de crédit par les agences de notation et une hausse des écarts de rendement, et que la situation de la Grèce suscitait de plus en plus d'inquiétude. Comme cela a déjà été évoqué, après mi-2012 l'optimisme est revenu lorsque la BCE s'est engagée à sauver l'euro. Cependant, la confusion créée par le plan de sauvetage de Chypre en mars 2013 a ravivé les inquiétudes.

### Graphique 6 : Écarts de rendement observés sur les obligations souveraines

(Points de base par rapport aux obligations du Trésor américain)

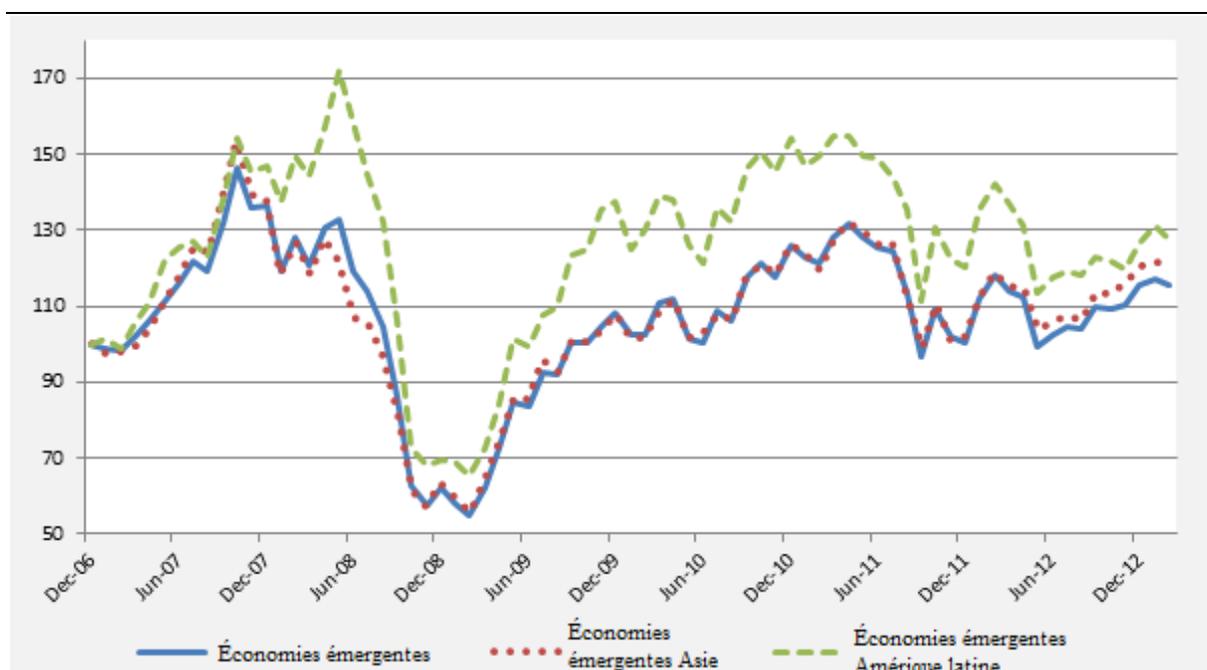


Source: Banque mondiale (Datastream).

<sup>18</sup> Les tensions qui se sont manifestées dans la zone euro ont conduit les économistes à revoir à la baisse leurs prévisions, les estimations ayant été diminuées de 340 milliards de dollars pour 2012 et de 140 milliards pour 2011. Voir IFI (janvier 2012).

Les variations de l'appétence pour le risque sur le plan mondial et la fluctuation des mouvements de capitaux privés ont fait pendant à l'évolution des marchés d'actions et d'obligations des principales économies émergentes (graphiques 6 et 7). Après la faillite de Lehman Brothers, les écarts de rendements observés sur les obligations souveraines ont fortement augmenté pour atteindre, fin 2008, plus de 800 points de base, soit un niveau trois fois supérieur à celui observé une année auparavant, tandis que l'indice Morgan Stanley Capital International (indice MSCI) a chuté à un niveau équivalent à 40% de celui atteint en 2007. Lorsque les mouvements de capitaux ont repris, les écarts ont diminué et les cours des actions sont repartis rapidement à la hausse, mais ils se sont tous deux détériorés après mi-2011 en raison de l'aggravation de la crise de la zone euro. Bien que la situation se soit quelque peu améliorée au deuxième semestre 2012, les écarts de rendement restent actuellement en dessus et l'indice MSCI en dessous des niveaux atteints au début de la crise<sup>19</sup>.

**Graphique 7 : Évolution mensuelle de l'indice MSCI, décembre 2006 – février 2013**



Source: MSCI.

Notes: Décembre 2006=100.

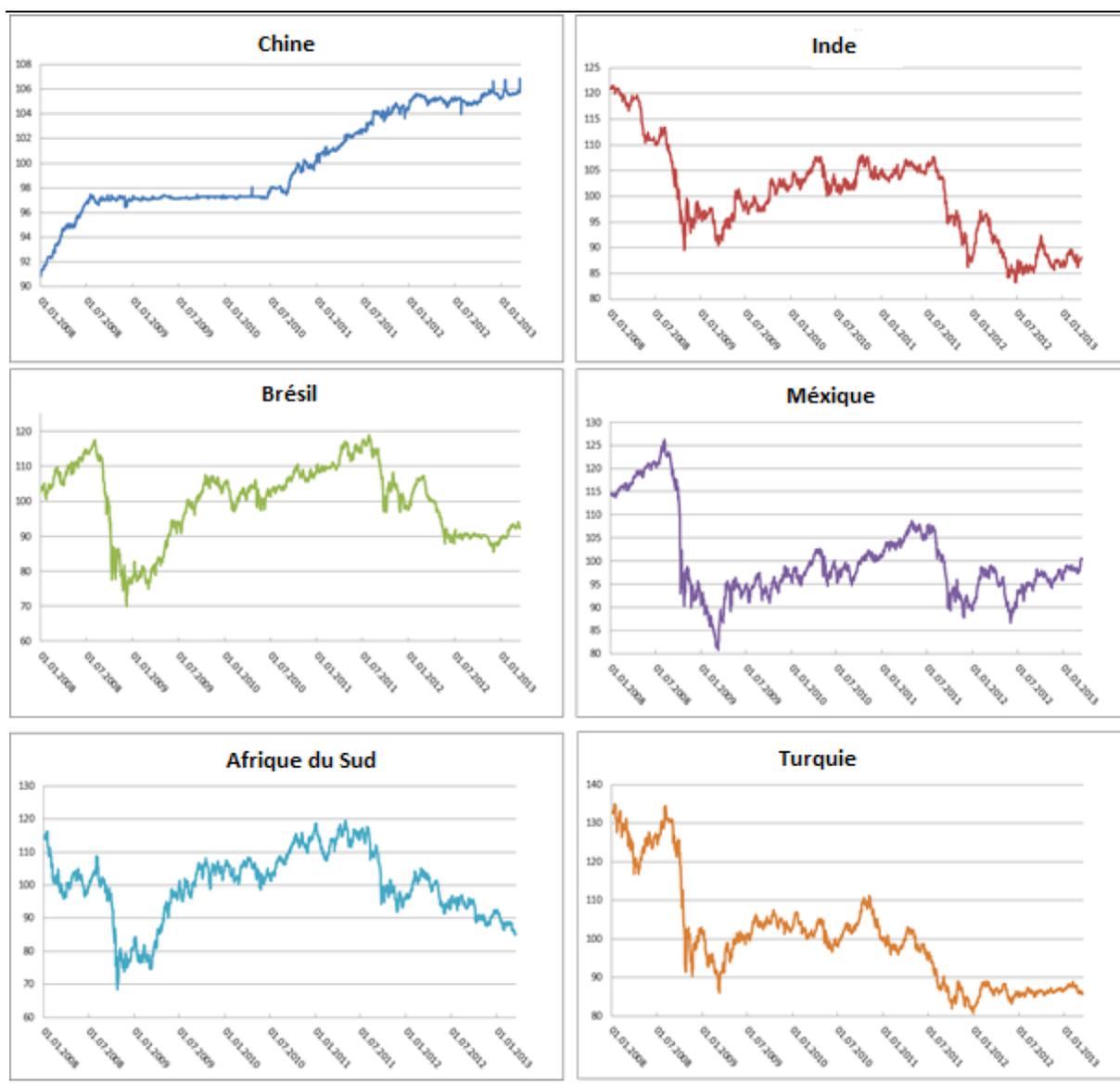
La faillite de Lehman Brothers et la course à la sûreté ont également eu comme conséquence la forte dévaluation des monnaies de la plupart des pays en développement contre le dollar, à l'exception notable de la Chine (graphique 8). Beaucoup d'entre eux ont choisi de ne pas atténuer cette baisse pour ne pas affaiblir les exportations. La plupart des pays en développement se sont réjouis de la forte reprise des entrées de capitaux et de la flambée du cours des actifs qui s'en est suivie, mais ils ont manifesté une attitude ambivalente à l'égard de leurs effets sur les taux de change. Les mesures d'extrême aisance monétaire adoptées par les économies avancées ont été largement considérées comme une tentative destinée à opérer des dévaluations compétitives appauvrissant le voisin, ce afin de

<sup>19</sup> Selon le FMI (2012a : 20), le risque de contagion de la crise de la zone euro au marché monétaire et au marché des obligations était faible à modéré, alors qu'il était estimé modéré à sérieux en ce qui concerne le marché des actions.

doper les exportations et de redresser l'économie dans un contexte où la demande intérieure stagne. Le ministre brésilien des finances a décrit ces pratiques comme une guerre des changes, et le gouverneur de la banque centrale sud-africaine a laissé entendre que les pays en développement étaient en quelque sorte pris entre deux feux avec, d'un côté, la BCE et, de l'autre, la Fed (Marcus, 2012).

**Graphique 8 : Taux de change nominaux dans certaines économies**

(Moyenne de la période=100)



Source: OANDA (<http://www.oanda.com>)

Notes: Dollar des États-Unis par unité de monnaie nationale.

Les pays en développement ont réagi de différentes façons. Au début, presque tous les pays ont adopté une stratégie non interventionniste concernant les entrées de capitaux. Beaucoup d'entre eux, notamment en Asie, sont intervenus lourdement sur le marché des devises, en affectant les capitaux aux réserves et en s'efforçant de stériliser ces interventions

par l'émission d'un emprunt d'État ou de bons de la banque centrale. Ces pays ont évité de fortes appréciations de leur monnaie. Dans les pays en développement d'Asie, les réserves de change ont crû de quelque 2 200 milliards de dollars entre 2008 et 2012, ce malgré la baisse généralisée des excédents courants. D'autres pays, en particulier ceux qui avaient adopté une politique de ciblage de l'inflation, dont l'Afrique du Sud, le Brésil, et la Turquie, ne sont pas intervenus massivement et ont, par conséquent, vu leur monnaie s'apprécier de façon considérable. Deux raisons militent en faveur d'une politique non interventionniste. D'une part, comme il est difficile de neutraliser totalement l'effet dû aux interventions sur les liquidités nationales, les tentatives pour stabiliser la monnaie seraient incompatibles avec le ciblage de l'inflation. D'autre part, comme ces économies ont pour la plupart des taux d'intérêt élevés, toute stérilisation des interventions impliquerait d'importants coûts budgétaires et quasi budgétaires, ce qui gonfleraient les déficits et la dette publics.

Toutefois, étant donné que les pressions haussières sur les monnaies des pays en développement ont persisté, plusieurs pays ont rompu avec leur attitude non interventionniste et ont introduit des mesures pour contrôler les entrées de capitaux. Étonnamment, le pays qui a recouru le plus fréquemment à de telles mesures est la République de Corée, qui est membre de l'OCDE et est donc soumise aux dispositions du Code de la libération des mouvements de capitaux et des opérations invisibles courantes (Singh, 2010). Le won coréen est devenu l'une des plus faibles monnaies de la période d'après-crise. Son taux de change effectif n'a jamais retrouvé le niveau d'avant la crise, ce qui a fait dire que la République de Corée et le Royaume-Uni sont les acteurs les plus agressifs de la guerre des changes de ces cinq dernières années et demi (Ferguson, 2013). Les mesures de contrôle des changes prises par la République de Corée comportent le plafonnement des positions de change à terme des banques, l'introduction d'une taxe sur les passifs hors dépôts et le prélèvement d'un impôt sur les intérêts réalisés par les étrangers sur les obligations souveraines et les obligations de stabilisation monétaire. La République de Corée lance actuellement un plan de relance de 15 milliards de dollars afin de soutenir ses exportateurs, qui sont sous pression en raison de la faiblesse accrue du yen, et de redynamiser la croissance ; ce plan est le troisième plan de relance le plus important mis en place après ceux introduits en réaction à la crise asiatique de 1997 et la crise mondiale de 2008 (Kim, 2013).

Après 2009, plusieurs pays en développement ont entrepris de contrôler les entrées de capitaux, en adoptant principalement des mesures favorables aux marchés plutôt qu'en imposant des restrictions directes. Font partie de ces mesures : les réserves obligatoires non rémunérées et des taxes (le Brésil prélève une taxe sur les investissements de portefeuille, le Pérou sur les achats par les étrangers des effets de la banque centrale et la Colombie applique un coefficient de réserves obligatoires non rémunérées de 40% pour 6 mois) ; l'obligation de période de détention minimum (en Colombie cette obligation s'applique aux investissements directs étrangers, en Indonésie aux effets de la banque centrale) ; les réserves obligatoires spéciales et les taxes sur les positions des banques (au Brésil les réserves obligatoires spéciales s'appliquent aux positions courtes et les taxes s'appliquent aux positions détenues sur le marché des produits dérivés de change ; en Indonésie elles concernent les avoirs extérieurs totaux ; le Pérou relève le niveau requis des réserves obligatoires spéciales pour les dépôts en monnaie locale effectués par des non-résidents) ; les taxes et les restrictions sur les emprunts faits à l'étranger (l'Inde taxe les emprunts de sociétés ; l'Indonésie les emprunts des banques ; le Pérou a durci les normes de fonds propres pour limiter l'exposition au risque de crédit sur les marchés des changes) ; et enfin, les taxes prélevées sur les gains réalisés par les étrangers sur les actifs financiers (la Thaïlande prélève une taxe sur les intérêts et les plus-values produits par les obligations émises sur le marché national). Certains pays en

développement, dont l'Afrique du Sud, ont libéralisé les sorties de capitaux de résidents afin d'atténuer les pressions haussières sur leur monnaie<sup>20</sup>.

Ces mesures ont été conçues non pas tant pour prévenir les fragilités du système financier, mais pour éviter que les monnaies s'apprécient et que le solde des transactions courantes se détériore. Comme cela a été évoqué, la plupart des pays émergents se sont non seulement réjouis du boom des marchés boursiers, mais ils ont également négligé la formation de vulnérabilités causées par l'accroissement de l'endettement des sociétés à l'étranger. Cependant, ces mesures ne se sont pas révélées très efficaces pour limiter les entrées de capitaux, car des exceptions ont été instaurées dans plusieurs domaines. Dans beaucoup de cas, la composition des capitaux entrants a évolué vers des investissements à plus longue échéance et des types d'investissements qui n'étaient pas couverts par ces mesures. En outre, les taxes et autres restrictions qui ont été imposées ont été trop faibles pour contrebalancer les marges d'arbitrage. L'adoption de mesures semblables a produit des résultats contrastés suivant les pays, car chaque pays a ses propres capacités de mise en œuvre et impose des sanctions différentes en cas d'infraction.

Alors que la politique d'extrême aisance monétaire battait encore son plein après 2010, exerçant des pressions sur les monnaies de certains pays en développement, le Sud a de moins en moins manifesté son mécontentement. Il y a deux raisons principales à cela. D'abord, depuis le début 2011, la plupart des économies en développement ont commencé à relâcher leur vigilance, si bien que la pression des entrées de capitaux sur les cours s'est atténuée. Ensuite, le fait de stimuler la croissance par la demande intérieure a creusé les déficits courants dans beaucoup d'importantes économies émergentes, notamment l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde, et la Turquie, ce qui a accru les besoins en capitaux étrangers et réduit les pressions haussières exercées sur les monnaies. En effet, comme le montre le graphique 8, à partir de la mi-2011, les monnaies de la plupart de ces pays se sont affaiblies.

Dans les principales économies avancées, la guerre des changes s'est poursuivie. La promesse de la BCE de faire « quoiqu'il en coûte » pour sauver la monnaie unique, l'annonce de son intention de mener des OMT et la décision d'abaisser encore les taux d'intérêt en mai 2013 à un niveau plancher record de 0,5%, ainsi que l'engagement de la Fed de poursuivre son troisième programme d'assouplissement quantitatif (QE3) jusqu'à ce que le taux de chômage passe en dessous de la barre des 6,5% ou que l'inflation dépasse 2,5%, indiquent que les mesures d'extrême aisance monétaire aux États-Unis et dans la zone euro sont appelées à durer. Début 2013, la Banque du Japon a relevé son objectif d'inflation et a entrepris une politique d'assouplissement agressive, ce qui a fait dégringoler le cours du yen face au dollar et suscité de vives critiques, notamment de la part du président de la Bundesbank (Ferguson, 2013). Au Royaume-Uni, les dévaluations et les exportations ont été considérées comme un moyen d'alléger l'endettement public et la dette privée, le gouvernement n'excluant pas d'abandonner le ciblage de l'inflation. En termes effectifs réels, la livre sterling s'est dépréciée plus que toute autre importante monnaie depuis août 2007. La Banque nationale suisse a plafonné le cours de sa monnaie face à l'euro et a commencé à intervenir massivement afin de prévenir toute appréciation de sa monnaie, ce malgré un excédent courant supérieur à 10% du PIB.

---

<sup>20</sup> Ces informations proviennent de diverses publications émanant du FMI, dont les *Perspectives de l'économie mondiale* et le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*.

Cependant, l'expansion des liquidités dans les économies avancées n'entraînera probablement pas, comme avant la crise, une poussée généralisée des entrées de capitaux dans les pays en développement, même si certains pays privilégiés par les investisseurs internationaux pourraient voir affluer les capitaux. D'abord, dans la plupart des économies émergentes, la croissance a ralenti considérablement en comparaison de la précédente période. Ensuite, les taux d'intérêt ont de ce fait souvent été abaissés, ce qui a réduit les marges d'arbitrage sur le court terme. Dans tous les cas, il est probable que plusieurs importants pays en développement, confrontés à des déficits courants grandissants, accueillent favorablement tout nouvel afflux de capitaux, y compris les investissements de portefeuille.

### *III.3. Les envois de fonds*

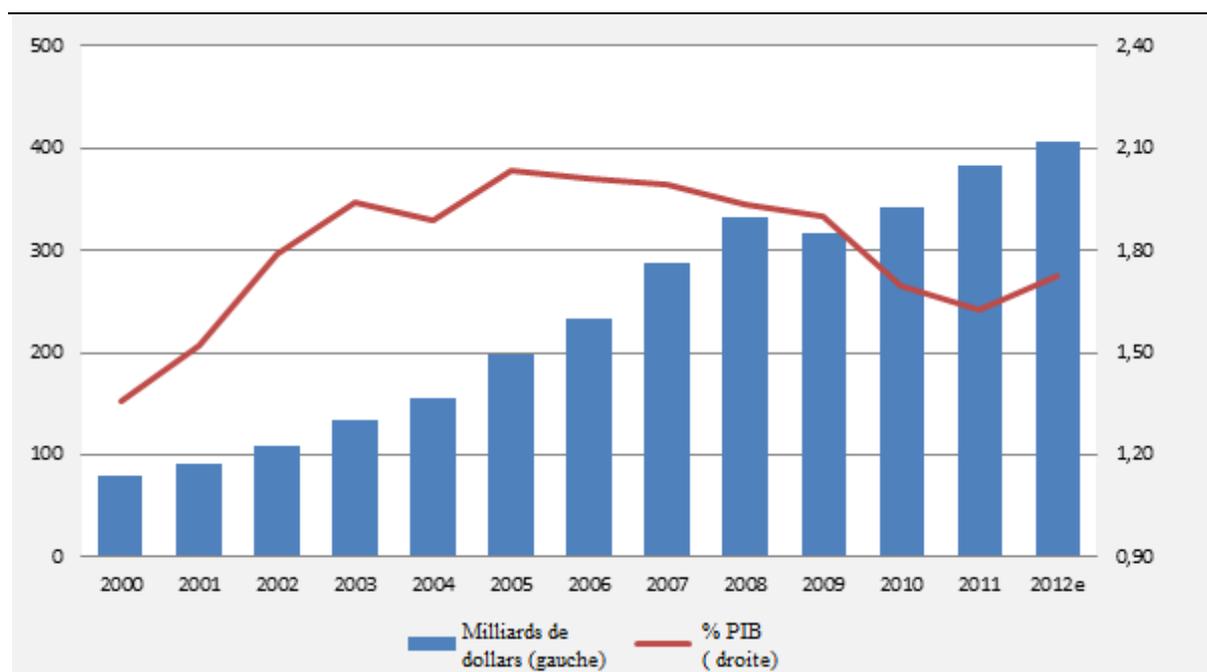
En ce début de siècle, une des sources principales de financement extérieur dans les pays en développement sont les envois de fonds de la part des ressortissants émigrés, juste après l'investissement direct étranger. Les envois de fonds ont évolué de manière semblable aux entrées de capitaux privés, affichant une croissance de 20% par an entre 2002 et 2008. Dans l'ensemble des pays en développement, les envois, effectués principalement par des migrants travaillant dans l'UE, juste devant les migrants résidents aux États-Unis, ont atteint un niveau record mi-2005, soit près de 2% du PIB. Pour plusieurs pays en développement, ces fonds ont constitué une importante source de financement de la balance des transactions courantes : en Inde et au Mexique les envois de fonds s'élèvent à plus de 3% du PIB, au Bangladesh et aux Philippines ils dépassent 10% du PIB.

Étonnamment, la crise survenue aux États-Unis et dans l'UE n'a pas eu beaucoup d'influence sur le volume total des envois de fonds vers les pays en développement, même si une part importante des envois provient de ces économies où le chômage a fortement augmenté après 2008<sup>21</sup>. En termes nominaux, les envois de fonds ont enregistré un faible recul en 2009, puis une reprise modérée par la suite ; ils devraient atteindre 400 milliards de dollars fin 2012. Cependant, cela n'a pas suffi à inverser la tendance à la baisse observée en pourcentage du PIB des pays bénéficiaires. Selon les estimations, les envois de fonds devraient représenter 1,7% du PIB fin 2012, contre plus de 2%, niveau le plus haut d'avant la crise (graphique 9).

---

<sup>21</sup> Néanmoins, les envois de fonds provenant d'Europe, notamment des pays de la périphérie frappés par la crise, se sont quelque peu affaiblis ces quatre dernières années. Voir Banque mondiale (2012) et BID (2013).

Graphique 9 : Envois de fonds vers les pays en développement, 2000-2012



Source: Banque mondiale : *Migration and Development Briefs* et Indicateurs de développement dans le monde.

Traditionnellement, les envois de fonds en direction des pays en développement contribuent à soutenir la consommation des familles dans le pays d'origine des travailleurs migrants et proviennent principalement des revenus courants de ces travailleurs. Cependant, les relevés statistiques existants ne permettent pas de déterminer précisément ni l'origine des transferts, ni leur utilisation finale<sup>22</sup>. En fait, il semble que ces fonds proviennent de l'épargne accumulée par les travailleurs migrants et/ou qu'ils soient utilisés dans le pays d'origine à des fins non pas de consommation, mais d'investissement dans des actifs corporels ou financiers.

Le fait qu'après les hausses du chômage et les baisses des salaires dans les pays frappés par la crise, la progression des transferts de fonds vers les pays en développement se soit poursuivie laisse penser qu'en réalité une plus grande part des envois provenait davantage de l'épargne qui avait été accumulée que des revenus courants des migrants. De la même façon, ces envois ont probablement été investis, plutôt qu'utilisés dans la consommation courante. En d'autres termes, ces fonds devraient être assimilés à des flux de capitaux plutôt qu'à des transferts sans contrepartie. La hausse des rendements des actifs corporels et financiers dans les pays en développement en comparaison des économies avancées et l'évolution de la perception des risques à l'égard des économies avancées a pu encourager de tels transferts. Cela signifie que, si les profils de risque-rendement des investissements dans les économies avancées et les pays en développement venaient à changer, il se pourrait bien que les flux s'inversent, c'est-à-dire que les sorties de capitaux des pays en développement s'accroissent.

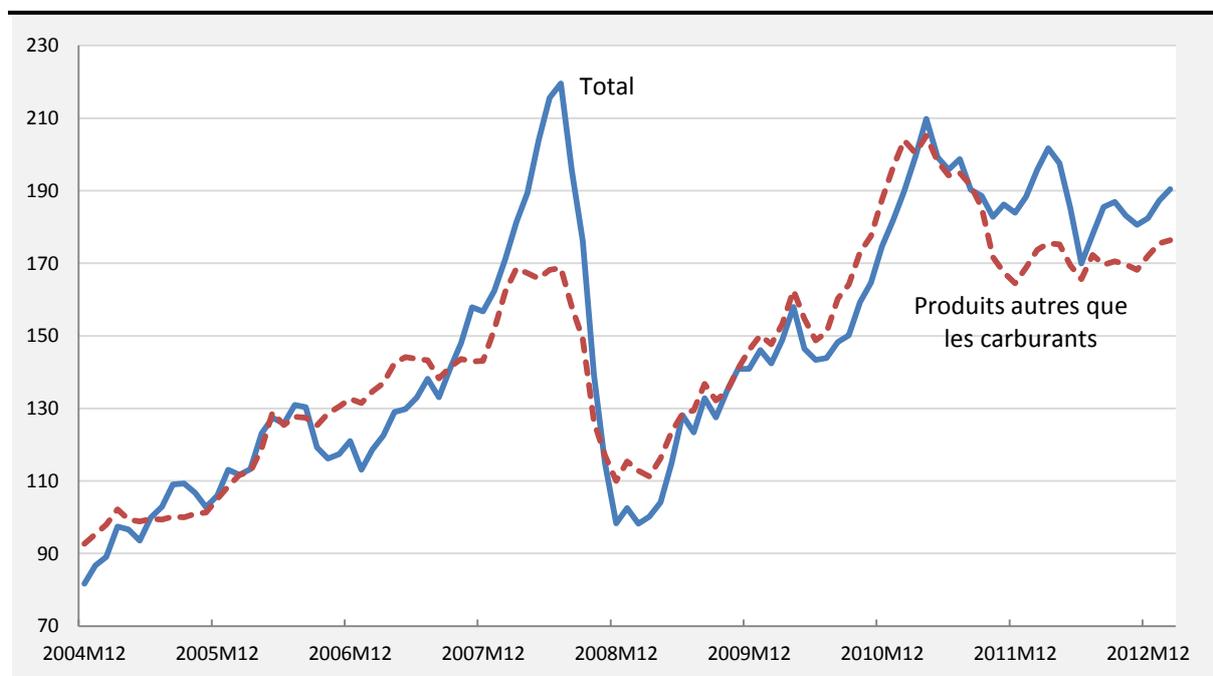
#### III.4. Les prix des produits de base

<sup>22</sup> Concernant les problèmes liés à la définition et aux données sur les envois de fonds, voir Alfieri et Havinga (2006) et Reinke (2007).

Dans les économies avancées, la chute des prix des produits de base a été moins importante durant la crise financière actuelle que durant des périodes de récession d'après-guerre. La flambée des prix, qui avait débuté en 2003, s'est poursuivie jusqu'à l'été 2008, l'indice des prix des produits de base ayant plus que triplé (graphique 10). Cette hausse des prix a ensuite été suivie d'un net ralentissement au deuxième semestre 2008, qui a ramené l'indice au niveau de l'année 2004. Toutefois, à l'instar des mouvements de capitaux et des envois de fonds de la part des ressortissants émigrés, les prix des produits de base se sont fortement redressés à partir du début de l'année 2009. Ils ont continué d'augmenter jusqu'au printemps 2011 où ils ont atteint un palier avant d'amorcer un recul, manifestant une plus grande instabilité à court terme. Durant le premier trimestre 2013, l'indice de l'ensemble des produits de base avait perdu 15% par rapport au niveau record atteint à l'été 2008.

**Graphique 10 : Évolution mensuelle des prix des produits de base, décembre 2004 - février 2013**

(2005=100, en dollars des États-Unis)



**Source :** Indice des cours des matières premières (ICMP) du FMI

Les prix des produits de base qui composent l'indice global présenté dans le graphique 10 non seulement ne sont pas liés de la même façon à la conjoncture économique, mais évoluent également différemment en fonction de l'offre<sup>23</sup>. Pourtant, l'évolution des cours des

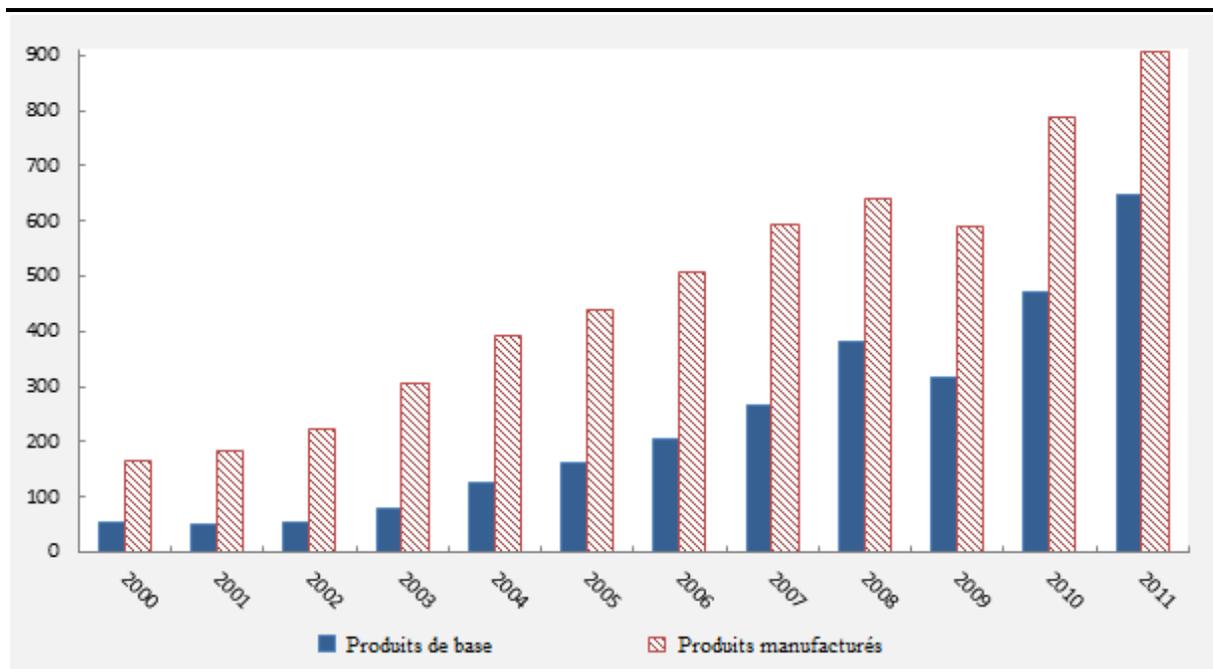
<sup>23</sup> L'énergie, dont le poids dans l'ICMP du FMI est d'environ 63%, est soumise à des risques géopolitiques. Les produits alimentaires, dont le poids est d'environ 17%, sont sujets à des perturbations de l'offre imputables à de mauvaises conditions météorologiques ou à des maladies frappant les cultures. Avec un poids de 10%, les métaux, principal composant des intrants industriels de base, sont également sujets à des perturbations de l'offre dues en grande partie à l'instabilité sociale et politique existante dans les pays et les régions qui les produisent. Pour un compte rendu détaillé de l'évolution de l'ICMP et des catégories qui le compose, voir FMI *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre 2012, chapitre 1 ; Dossier spécial : Les marchés des produits de base).

différentes sous-catégories de produits de base est restée généralement la même et en étroite corrélation avec l'activité économique mondiale, surtout dans les pays en développement, ce qui indique la prédominance de facteurs communs déterminant la demande. La croissance rapide de la plupart des pays en développement importateurs de produits de base, notamment la Chine, et l'Inde dans une moindre mesure, a très largement contribué à la flambée des prix qui a précédé la crise. La croissance des pays en développement tributaires des produits de base a accentué cet élan en créant une demande réciproque pour les produits de base. Les prix des produits de base ont augmenté parallèlement à la hausse de la part des pays en développement dans la consommation mondiale. La demande en pétrole est aujourd'hui tout aussi importante dans les pays en développement que dans les économies avancées : la Chine importe autant de pétrole que la zone euro et deux fois plus que le Japon. La demande chinoise en métaux représente à elle seule plus de 40% de la demande mondiale.

La progression des prix, qui a débuté en 2003 et qui s'est généralement poursuivie, à l'exception d'une brève chute en 2008, est vue comme le début d'un nouveau cycle de hausses et de baisses des cours des produits de base, porté par la croissance et l'urbanisation rapides de la Chine (Farooki et Kaplinsky, 2011; Farooki, 2012). Traditionnellement, ces cycles ont une durée de vie de 30 à 40 ans, pendant lesquels les prix varient entre 20 et 40% au-dessus ou au-dessous de la tendance des cours à long terme et les prix des produits de base non pétroliers suivent de près le PIB mondial (Erten et Ocampo, 2012).

### Graphique 11 : Importations de la Chine, 2000-2011

(en milliards de dollars)



Source: Base de données statistiques des Nations Unies sur le commerce des marchandises (Comtrade).

Après l'éclatement de la crise financière dans les économies avancées, la dynamique des prix des produits de base a été entièrement soutenue par la croissance des pays du Sud, notamment de la Chine, dont la composition des importations a rapidement changé, la part des produits manufacturés ayant baissé au profit des produits de base, car la Chine est passée d'une croissance tirée par les exportations à une croissance tirée par l'investissement. En 2008

alors que dans la plupart des économies avancées ses marchés commençaient à se contracter, la Chine a lancé un vaste plan d'investissement, notamment dans les infrastructures et la promotion immobilière, poussant le rapport investissement-PIB à 50%. Étant donné qu'il s'agit d'investissements dans des domaines à plus fort contenu en produits de base, particulièrement les métaux, que les exportations de produits manufacturés, largement dépendants des composantes et pièces détachées importées d'autres économies d'Asie de l'Est, le passage d'une croissance alimentée par l'exportation à une croissance alimentée par l'investissement a nettement poussé les importations chinoises de produits de base à la hausse, lesquelles ont doublé entre 2009 et 2011, alors que les importations des produits manufacturés n'ont augmenté que de 50% (graphique 11)<sup>24</sup>. Dans la même période, les prix des métaux ont progressé plus rapidement que ceux des autres produits de base et se sont multipliés par 2,4.

La baisse des prix des produits de base, qui a débuté en 2011, a coïncidé avec le ralentissement de la Chine et de l'Inde. En 2008, le plan de relance de la Chine avait créé une bulle du crédit et de l'immobilier, une situation de surendettement et un excès de capacité de production ; c'est pourquoi, la Chine a hésité à adopter un plan similaire pour remédier au ralentissement et a plutôt laissé chuter son taux de croissance en dessous de 8% pour la première fois depuis plusieurs années. Le ralentissement de la Chine s'est traduit par une brusque diminution du prix des métaux d'environ 25% entre le début de l'année 2011 et la fin de l'année 2012, soit une baisse nettement plus forte que celle des autres produits de base.

À cause de la financiarisation grandissante des produits de base et de l'interdépendance croissante des marchés financiers et des marchés des produits de base, la crise financière a fortement déstabilisé les prix des produits de base. Les considérables fluctuations observées en 2008 étaient dues, en grande partie, à la spéculation. Durant le premier semestre 2008, l'indice général des prix a fait un bond d'environ 35% avant de dévisser de 55% au deuxième semestre. Sur une période aussi courte, aucun changement de l'offre ou de la demande en produits de base ne peut expliquer de telles variations. Celles-ci sont en grande partie dues aux évolutions rapides et autoentretenues des contrats à terme sur les produits de base, occasionnées par un changement rapide des prévisions et des opinions quant à la gravité de la crise provoquée par la faillite de Lehman Brothers et ses probables répercussions sur les prix des produits de base<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> Le PNUE (2013) estime que, dans la région Asie-Pacifique, la consommation de matériaux (notamment les minerais métalliques et les minéraux industriels, les combustibles fossiles, les minéraux de construction et la biomasse) a été supérieure à celle du reste du monde jusqu'en 2005, la consommation de la Chine représentant plus de 60% du total des matériaux utilisés, et que durant l'année 2008 presque la totalité de l'accroissement de la consommation mondiale de matériaux est imputable à la région Asie-Pacifique. Il est montré que l'intensité matérielle, c'est-à-dire la consommation de matériaux par dollar de PIB, est bien plus élevée dans les pays d'Asie et du Pacifique que dans le reste du monde et qu'elle continue de progresser. Alors que, d'après le PNUE, cela peut refléter une inefficacité dans l'utilisation des matériaux, il est également vrai que l'intensité matérielle dépend de la composition du PIB qui, en Chine, a évolué au profit d'activités très gourmandes en matériaux depuis le début de la crise.

<sup>25</sup> Concernant le changement des opinions sur la gravité de la crise durant l'été 2008 et les opérations à terme sur les produits de base, voir Akyüz (2010). En utilisant des méthodes très sophistiquées, un récent rapport est arrivé à la conclusion que la dynamique des prix des marchés très actifs des contrats à terme sur les produits de base, notamment le maïs, le pétrole, le soja, le sucre et le blé, est influencée par des mécanismes autoentretenus (endogénéité à court terme) plutôt que par l'annonce de nouvelles informations concernant des facteurs pouvant affecter les conditions de l'offre et de la demande. Le rapport montre que l'endogénéité s'est renforcée pendant les années 2000 et environ 60 à 70% des fluctuations de prix sont dues à des activités endogènes. Voir Filimonov *et al.* (2013).

Depuis 2011, la crise de la zone euro a eu une forte influence sur les prix des produits de base, en pesant sur la demande européenne et en se propageant à travers les circuits financiers. La crise a d'abord fait baisser les prix des produits de base en revalorisant le dollar plus que ce qu'il ne l'aurait été autrement. Puis, elle a accentué l'instabilité des prix des produits de base, en occasionnant une accélération des entrées et des sorties sur le marché des dérivés des produits de base. Tout comme les mouvements de capitaux, les prix des produits de base sont devenus très sensibles aux événements intervenant dans la zone euro.

Les perspectives qui se dessinent à court terme pour les prix des produits de base sont tout à fait incertaines, d'une part, à cause des perturbations probables de l'offre, notamment dans les secteurs alimentaire et de l'énergie et, d'autre part, à cause des incertitudes qui règnent du côté de la demande. Dans ses *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2013, le FMI prévoit une baisse continue des cours du pétrole et des produits de base hors combustibles pour 2013-2014. Ces prévisions se fondent sur l'hypothèse qu'aucun changement drastique de la situation économique n'aura lieu dans deux des plus grandes économies qui influent sur le prix des produits de base (la Chine et la zone euro). Toutefois, dans les deux cas, une baisse est attendue, ce qui augmente la probabilité que cette baisse soit plus marquée que prévu.

### ***III.5. Les répercussions sur les échanges commerciaux***

Le commerce international a de loin été le principal canal de transmission des impulsions restrictives qui ont résulté de la crise financière et de la récession aux États-Unis et dans l'UE. Après avoir enregistré une croissance annuelle moyenne d'environ 7%, le volume des importations des économies avancées a d'abord brutalement diminué en 2008, pour chuter de 12% en 2009, principalement à cause du recul des importations des États-Unis. En 2010, les importations des économies avancées ont rebondi grâce à la reprise généralisée, mais elles ont perdu leur élan lorsque l'Europe a plongé dans la crise. L'augmentation du volume total des importations des économies avancées a à peine atteint 1% en 2012. Pour éviter un fort ralentissement de la croissance, les pays en développement ont dû se tourner vers leurs propres marchés et les échanges commerciaux Sud-Sud. En fait, compte tenu du ralentissement conjoncturel de l'ensemble des économies avancées, ces pays ont, eux aussi, cherché à poursuivre leur expansion sur les marchés des pays en développement afin de relancer la reprise.

Alors que tous les pays en développement ont été frappés directement ou indirectement par la contraction et le ralentissement des importations des économies avancées, les effets ont varié d'un pays à l'autre en fonction du degré de dépendance aux exportations, du poids relatif des marchés des économies avancées et du contenu en importation de leurs exportations<sup>26</sup>. Dans les pays où le ratio des exportations (en pourcentage du PIB) est très élevé, comme c'est le cas notamment des pays exportateurs de biens manufacturés, la teneur en importation des exportations tend également à être élevée. Ainsi, toute baisse des exportations suppose une diminution proportionnelle des importations

---

<sup>26</sup> Au début de la crise, le ratio des exportations (en pourcentage du PIB), mesuré de façon conventionnelle, avoisinait 52% dans l'ensemble des pays en développement. Ce ratio est proche de 100% en Asie du Sud-Est et en Afrique centrale, de 80% en Asie de l'Ouest, de 60% en Asie de l'Est et en Afrique de l'Ouest, et de 25% en Asie du Sud et en Amérique du Sud. Voir CNUCED (2009 : tableau 1).

utilisées directement et indirectement à des fins d'exportation. En outre, lorsque les exportations diminuent, les importations, y compris celles de tous les autres pays, se réduisent aussi, car elles dépendent du revenu et de la demande intérieure. En effet, le résultat de tous les effets cumulés est que le volume des échanges commerciaux mondiaux a régressé proportionnellement à la diminution du volume des importations des économies avancées. Exprimée en dollars, la contraction était deux fois plus grande, cela à cause de la chute drastique des prix, notamment des produits de base.

Selon certaines estimations, les chocs commerciaux subis en 2009 par les pays en développement, à la suite de la crise, se chiffrent à 4,4% du PIB, dont 3,3% seraient dus aux chocs de la demande provoqués par la baisse du volume des exportations, le reste étant lié à la détérioration des termes de l'échange imputable aux modifications des prix (ONU, *Situation et perspectives de l'économie mondiale*, 2010). Parmi les régions dans lesquelles le choc commercial total a été le plus grand, soit 12% du PIB, il y a l'Asie de l'Ouest où le prix du pétrole a chuté drastiquement, suivie de l'Afrique (5,5%), de l'Asie de l'Est et du Sud (3,3%) et de l'Amérique latine et des Caraïbes (2,3%).

Parmi les principaux pays en développement, la Chine est le pays où les effets de la crise sur les échanges commerciaux ont été particulièrement sévères en raison de sa dépendance vis-à-vis des exportations vers les économies avancées. De 2002 à 2007, les exportations chinoises ont progressé de plus de 25% par an, représentant environ un tiers de la croissance du PIB, en tenant compte de leur teneur en importation. Pour les plus petits pays exportateurs de biens manufacturés, la dépendance aux exportations vers les économies avancées était même plus forte que ce soit au travers des échanges directs ou de l'approvisionnement de la Chine en composantes et pièces détachées. Lorsque la crise a éclaté dans les économies avancées, les exportations des pays en développement d'Asie ont fortement ralenti en 2008, puis chuté en 2009 ; ce renversement a été le principal frein de la croissance qui s'est contractée de 5 à 6 points de pourcentage (Akyüz, 2012).

La réduction des importations en Europe a affecté particulièrement durement l'Afrique, l'Europe centrale et de l'Est, car ces pays ont des liens commerciaux très solides ; plus de 50% des exportations de plusieurs pays européens ne faisant pas partie de l'UE et de certains pays d'Afrique du Nord sont destinées à l'UE, et ce chiffre se monte à plus de 35% pour plusieurs pays de l'Afrique subsaharienne et la Fédération de Russie (FMI, 2011). Selon les estimations, le recul des exportations de la zone euro de 2011 à 2012 a eu pour effet direct de réduire la croissance d'environ 0,8% en Afrique du Sud et dans la Fédération de Russie, de 0,5% en Chine et en Inde et de 0,3% au Brésil et en Indonésie (OCDE 2012 : encadré 1.1.). Beaucoup de pays d'Afrique subsaharienne qui avaient basé leur développement sur les exportations vers l'Europe ont également été durement frappés. C'est le cas notamment de la Côte d'Ivoire, du Mozambique et du Nigeria, dont les exportations vers l'Europe représentent entre 10 et 17% du PIB (Massa *et al.*, 2012).

La crise a eu d'importantes répercussions sur la structure des échanges internationaux. Avant la crise, les échanges commerciaux Sud-Sud étaient largement déterminés par les échanges entre les pays en développement et les économies avancées. Les importations chinoises de produits manufacturés en provenance des pays en développement d'Asie et de produits de base en provenance de toutes les régions en développement représentaient une grande part des échanges commerciaux Sud-Sud et étaient principalement utilisées, de manière directe ou indirecte, pour fabriquer des produits manufacturés destinés à l'exportation vers les économies avancées (Akyüz, 2011, 2012). Lorsque la Chine s'est

ournée vers une croissance tirée par l'investissement, non seulement les importations chinoises de produits manufacturés ont reculé au profit des importations de produits de base (graphique 11), mais une plus grande part des importations a été utilisée pour répondre à la demande intérieure (plus de 55% en 2011, contre moins de 50% en 2007).

Pour beaucoup de pays exportateurs de produits de base, la Chine est devenue à elle seule le marché le plus important. Par exemple, en 2007 les exportations brésiliennes vers l'UE et les États-Unis étaient, respectivement, quatre fois et deux fois supérieures aux exportations destinées à la Chine. Aujourd'hui, le Brésil exporte vers la Chine et l'Europe un volume à peu près équivalent, et ses exportations vers les États-Unis sont moitié moins que celles à destination de la Chine.

**Tableau 3 : Part des produits de base dans le total des exportations : Brésil et Malaisie**

(en pourcentage)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Brésil	47,8	50,1	54,7	60,0	63,2	65,1	63,6
Malaisie	24,4	27,4	33,9	29,5	32,1	37,0	37,2

Source: Comtrade.

De plus, du fait du renchérissement des produits de base et de l'augmentation du volume des exportations, les produits de base représentent une part toujours plus importante des exportations de plusieurs pays du Sud semi-industrialisés exportateurs de produits manufacturés. Ce cas de figure concerne non seulement le Brésil mais aussi quelques pays en développement d'Asie du Sud-Est comme la Malaisie. Ayant commencé avant la crise, l'accroissement de la part des produits de base dans le volume total des exportations de ces pays s'est accélérée après 2009 (tableau 3). Au Brésil, les recettes d'exportation des produits de base dépassent aujourd'hui largement celles des produits manufacturés<sup>27</sup>. En Malaisie, pays considéré par beaucoup comme un des pays les plus exemplaires parmi les nouveaux pays industriels (NPI) de deuxième rang, les revenus des produits manufacturés, mesurés en termes de valeur ajoutée, ne constituent pas la part la plus importante des recettes d'exportation, car les exportations de produits manufacturés ont une teneur en importation bien plus forte que celles des produits de base. Si on tient compte de la teneur en importation, la part des produits manufacturés (en valeur ajoutée) dans les exportations serait à peu près la même, voire inférieure, à celle des produits de base<sup>28</sup>.

### III.6. Les déséquilibres commerciaux

La crise a fortement déplacé les déséquilibres commerciaux mondiaux. Comme les pays en développement ont basé leur croissance de plus en plus sur la demande intérieure, les

<sup>27</sup> Concernant les résultats à l'exportation du Brésil, notamment le ralentissement des exportations de produits industriels, voir Canuto *et al.* (2013).

<sup>28</sup> Des estimations montrent qu'en Malaisie la teneur en importation du total des exportations avoisine les 40% (Koopman *et al.*, 2010), alors que la teneur en importation des produits manufacturés est au moins deux fois supérieure à celle des produits de base (Akyüz, 2011). Par conséquent, le contenu en valeur ajoutée serait d'environ 75% pour les exportations de produits de base et de 50% pour les exportations de produits manufacturés.

excédents des comptes courants dans les économies d'Asie de l'Est tirées par les exportations ont diminué, alors que dans de nombreux autres pays les déficits ont remplacé les excédents antérieurs ou se sont encore creusés. Au début de la crise, l'ensemble des pays en développement affichait un excédent courant d'environ 700 milliards de dollars, un peu moins de la moitié de la somme étant attribuable à la Chine. Fin 2012, il s'est contracté de presque 300 milliards de dollars, malgré la hausse de l'excédent courant de 130 milliards de dollars au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, résultant de l'augmentation des recettes pétrolières. Dans les pays en développement d'Asie, l'excédent courant est passé de 400 à 130 milliards de dollars, en Chine de 350 à 210 milliards de dollars, et en Amérique latine et en Afrique subsaharienne les excédents courants se sont mués en déficits.

Les pays en développement ont absorbé une grande partie des ajustements liés aux déséquilibres commerciaux mondiaux qui existaient avant la crise financière. Dans l'ensemble des économies avancées, les déficits des comptes courants ont reculé du niveau le plus haut atteint en 2008, soit une baisse de 480 milliards à moins de 60 milliards de dollars en 2012. Aux États-Unis, ils ont chuté de 200 milliards de dollars, tandis que dans la zone euro le déficit de 100 milliards est passé à un excédent de 220 milliards de dollars. Parmi les trois principaux pays excédentaires, il y a l'Allemagne dont l'excédent courant a progressé après la crise, atteignant 7% du PIB fin 2012 (tableau 4). Aujourd'hui, ce pays présente un excédent commercial vis-à-vis de la Chine. Par contre, en Chine et au Japon, les excédents ont fortement régressé. En Chine, le recul, exprimé en pourcentage du PIB, a été particulièrement sévère, passant du pic atteint en 2007 de 10% à 2,6% en 2012.

Comme cela a été évoqué, durant la crise, la part des salaires et de la consommation des ménages en pourcentage du PIB s'est contractée dans les trois principales économies excédentaires que sont l'Allemagne, le Japon et la Chine. Dans ces trois pays, le taux de croissance du PIB a été supérieur à celui de la demande intérieure. La croissance économique a été bien plus lente en Allemagne et au Japon, mais ces pays sont plus dépendants aux exportations que la Chine où les importations, soutenues par la très forte augmentation de la demande intérieure, ont connu une progression à deux chiffres (Akyüz, 2010).

Après le début de la crise, l'Allemagne a continué à s'appuyer sur les exportations. Entre 2010 et 2012, la croissance du PIB a dépassé la croissance de la demande intérieure, accaparant ainsi la demande extérieure et exportant le chômage. Cette situation est restée une des principales sources de déséquilibre non seulement dans la zone euro, mais aussi dans le reste du monde. Par contraste, la Chine a largement contribué à stimuler la demande mondiale en accroissant sa demande intérieure et en acceptant que le taux de change effectif réel de sa monnaie s'apprécie d'environ 20% depuis le début de la crise.

**Tableau 4 : PIB, demande intérieure et solde courant  
dans les principaux pays excédentaires**

*(Variations annuelles, en pourcentage sauf indication contraire)*

	2004-2007	2010	2011	2012
<b>Allemagne</b>				
PIB	2,2	4,0	3,1	0,9
Demande intérieure	1,1	2,6	2,6	-0,4
Consommation des ménages	0,5	0,9	1,7	0,6
Solde courant (% du PIB)	5,9	6,2	6,2	7,0
<b>Japon</b>				
PIB	1,9	4,7	-0,6	2,0
Demande intérieure	1,1	2,9	0,3	2,9
Consommation des ménages	1,2	2,8	0,5	2,4
Solde courant (% du PIB)	4,0	3,7	2,0	1,0
<b>Chine</b>				
PIB	12,1	10,4	9,3	7,8
Demande intérieure	10,3*	10,6	10,2	9,2
Consommation (totale)	8,8*	9,2	9,8	9,8
Solde courant (% du PIB)	7,1	4,0	2,8	2,6

**Source:** Pour les chiffres sur l'Allemagne et le Japon, voir FMI *Perspectives de l'économie mondiale* (avril 2013 et octobre 2012). Pour la Chine, voir les rapports des services du FMI sur les consultations menées au titre de l'article IV de ses Statuts avec la République populaire de Chine (sur plusieurs années).

\*moyenne 2005-2007.

#### IV. QUELLES SONT LES PERSPECTIVES D'AVENIR ?

Malgré les retombées négatives de la plus importante crise économique de l'après-guerre et le ralentissement conjoncturel des économies avancées, les pays en développement, dans l'ensemble, sont parvenus jusqu'ici à maintenir un rythme de croissance acceptable pour les raisons que nous avons exposées précédemment. Aujourd'hui, le revenu total du monde en développement est supérieur de presque un tiers à celui du début de la crise, alors que les économies avancées ont à peine réussi à maintenir leur niveau de revenu d'avant la crise. Même si la croissance de nombreux grands pays en développement est beaucoup plus lente que celle enregistrée avant la crise, beaucoup sont ceux, essentiellement parmi les décideurs politiques, qui prévoient une amélioration dans les années à venir, une fois que la pire crise de l'après-guerre sera totalement résorbée, que l'activité économique sera stabilisée et que le taux de chômage et les écarts de production auront diminué dans les économies avancées. Les pays en développement pourraient alors rattraper leur retard de croissance et continuer à tendre vers les niveaux de revenu des économies avancées, comme cela était le cas pendant la période qui a précédé la crise.

De nombreuses interrogations subsistent toutefois quant à ces prévisions. D'abord, on ne sait pas encore quand la crise se terminera, ni si les pays en développement pourront maintenir un taux de croissance raisonnable dans l'éventualité où l'instabilité et la fragilité des économies avancées se prolongent. Il existe encore de très forts risques de contraction, venant notamment de la zone euro et de la Chine et la situation économique mondiale pourrait se détériorer avant même de commencer à s'améliorer. Ensuite, le fait que les économies avancées entrevoient une issue à la crise n'améliorerait pas nécessairement tous les domaines du contexte économique mondial qui influent sur les résultats économiques des pays en développement. Il est possible que les économies avancées ne parviennent pas à afficher une croissance soutenue et stable et que les conditions financières mondiales se resserrent considérablement lorsque celles-ci abandonneront leurs politiques d'extrême aisance monétaire. Enfin, les prévisions de croissance de la plupart des pays en développement dépendent aussi fortement de la Chine. Bien que ce pays ait résisté aux lourdes retombées de la crise, il y a de très fortes incertitudes quant à sa capacité de maintenir une croissance soutenue sur le long terme.

##### *IV.1. Les risques de contraction*

Il ne fait aucun doute que la zone euro est devenue le talon d'Achille de l'économie mondiale et qu'elle constitue une réelle menace pour la stabilité et la croissance des pays en développement. Même si, dans la région, les tensions financières se sont nettement relâchées, la lassitude suscitée par les ajustements ou l'instabilité politique dans les pays de la périphérie pourraient encore aggraver la crise et, même, provoquer l'éclatement de la zone. Toutefois, il est difficile de prévoir non seulement comment évoluera la zone euro ces prochaines années, mais aussi quels seraient les effets de son éclatement, car les liens économiques et financiers passés ne permettraient pas d'évaluer les conséquences d'un tel épisode qui serait sans précédent. Néanmoins, même sans parler d'éclatement, rien qu'une intensification des tensions financières aurait de graves répercussions sur les pays en

développement, comme le suggèrent les pessimistes hypothèses du FMI, de l'Organisation des Nations Unies (ONU) et de l'OCDE<sup>29</sup>.

La contagion financière, à laquelle seraient exposés les pays en développement en cas d'événements majeurs pouvant agiter la zone euro, principalement un défaut de paiement ou l'éclatement de la zone, pourrait être bien plus grave que les conséquences néfastes qui se manifesteraient à travers les échanges commerciaux, car elle se répercuterait sur les bilans et serait plus difficile à résoudre à l'aide de mesures macroéconomiques conventionnelles. La contagion se propagerait principalement par les mouvements de capitaux, les prix des actifs et les taux de change qui fluctuent déjà fortement en fonction des événements de la zone euro, comme cela a déjà été évoqué. Les conséquences pourraient être les mêmes que celles causées par la faillite de Lehman Brothers en 2008 : ruée vers la sûreté, revalorisation du dollar et brusques baisses du prix des actifs et du cours des monnaies des pays en développement. Cette situation pourrait cependant durer plus longtemps, car il serait difficile de restaurer la confiance et la stabilité.

En outre, le risque de ralentissement de la Chine assombrit les perspectives de l'économie mondiale. De plus en plus nombreux sont ceux, dont une influente banque d'investissement d'Asie, Nomura Holdings, Inc., qui pensent qu'à cause des bulles du crédit et de l'immobilier résultant des mesures prises en réaction à la crise, la Chine présente aujourd'hui les mêmes symptômes que les États-Unis avant la crise des prêts hypothécaires à risque. D'après ce raisonnement, si le laxisme en matière de politique économique persiste et que les risques se sont pas maîtrisés, il se peut qu'un taux de croissance soutenu, supérieur à 8%, soit atteint en 2013, mais serait aussitôt suivi d'une crise financière en 2014 (Wall Street Journal, 2013 ; Frost, 2013). Là encore, une enquête mondiale, dans laquelle des gestionnaires de fonds ont été interrogés en mars 2013, a révélé que la plupart d'entre eux prévoyaient que la croissance chinoise risquait un atterrissage difficile (*Emerging Markets*, 2013). Le ralentissement du rythme de croissance au premier trimestre 2013 a aussi ravivé la crainte d'une crise imminente du système bancaire<sup>30</sup>.

Des secousses financières en Chine pourraient s'avérer bien plus nocives pour les pays en développement qu'une aggravation soudaine des tensions financières dans la zone euro. Elles sont susceptibles d'engendrer une brusque sortie des capitaux, une nette correction des marchés des actifs et de fortes pressions baissières sur les monnaies dans le monde en développement. Ces lourdes répercussions financières seraient aggravées par les effets d'une chute de la demande chinoise en produits de base. Par conséquent, les pays en développement fortement tributaires des entrées de capitaux et des exportations de produits de base sont particulièrement exposés aux secousses financières et à un atterrissage brutal de la Chine.

---

<sup>29</sup> Les simulations du FMI (2012a) reposent sur l'hypothèse d'une hausse des marges de crédit. Le scénario pessimiste, présenté dans le rapport 2013 de l'ONU *Situation et perspectives de l'économie mondiale*, est basé sur d'éventuels retards dans la mise en œuvre des programmes d'OMT, le resserrement de la politique budgétaire et l'augmentation des primes de risque. Le scénario défavorable de l'OCDE (2012) est, lui aussi, basé sur une intensification du risque souverain et des fragilités du secteur bancaire. Les écarts de production pourraient dépasser 5%, ce qui aurait des effets plus graves sur la croissance des pays en développement que sur les autres économies avancées, à l'exception notable du Royaume-Uni.

<sup>30</sup> Ces prévisions contrastent fortement avec celles de l'OCDE (2013a), qui prévoit que la Chine affichera d'ici 2016 une croissance supérieure à celle des États-Unis, avec un taux attendu entre 8,5% et 9% ces prochaines années, contre 7,8% en 2012.

Toutefois, il est fort peu probable que la Chine connaisse des tensions financières sévères. Comme l'affirme Anderlini (2013), même si les risques ne sont pas (ou ne pouvaient pas) être maîtrisés immédiatement, « une faillite de la même nature que celle de Lehman Brothers est impossible » en Chine, « il est plus probable que son système bancaire s'érode lentement » notamment du fait de l'intervention de l'État et de l'étatisation répandues.

#### ***IV.2. Les perspectives à long terme***

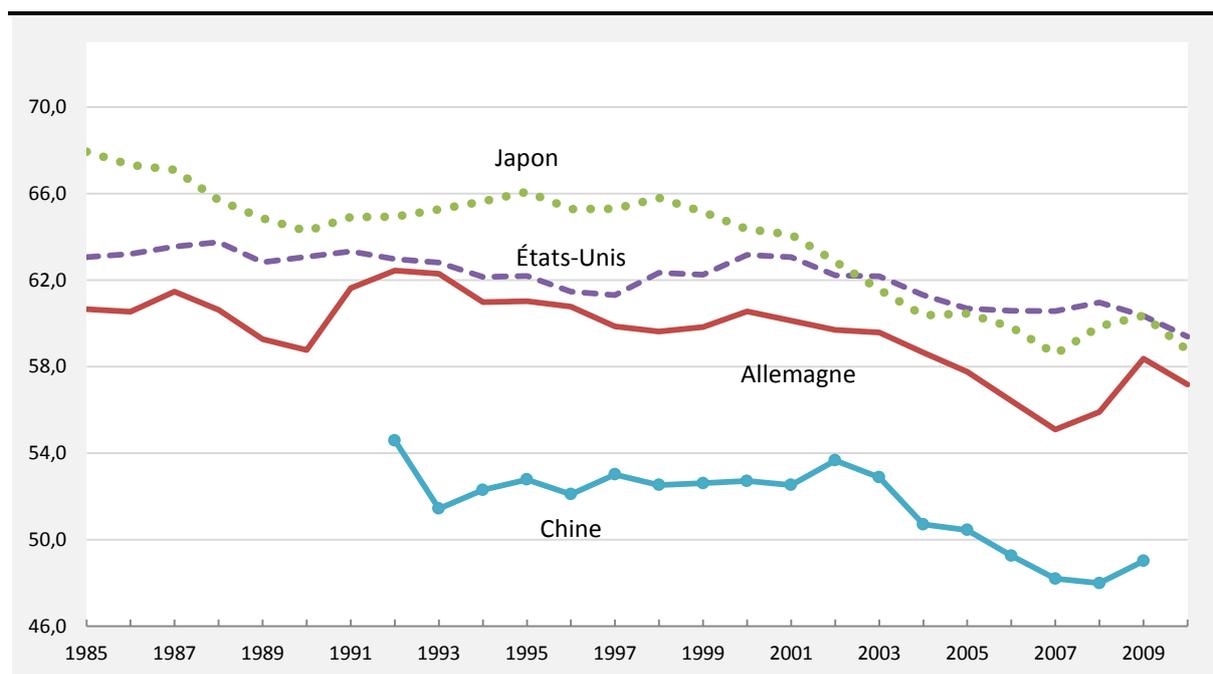
Hormis les risques de ralentissement que nous avons décrits, les prévisions de croissance à long terme des pays en développement sont également assombries par les fragilités et les déséquilibres structurels persistants de l'économie mondiale, mis en évidence par la crise actuelle. L'économie mondiale est en proie à la sous-consommation, car les salaires représentent une part toujours plus faible du revenu national dans toutes les plus grandes économies avancées, notamment en Allemagne, aux États-Unis et au Japon, ainsi qu'en Chine. Dans les pays de l'OCDE, la part des salaires a reculé de 10 points au cours des 25 dernières années. En Chine, la part des salaires et des revenus des ménages dans le PIB est bien plus faible que dans les économies avancées<sup>31</sup>. La part des salaires dans le PIB a reculé d'environ 10 points de pourcentage depuis le milieu des années 1990 (graphique 12). En outre, cette baisse s'est accompagnée d'une plus grande concentration des richesses, notamment dans les économies avancées, impliquant des inégalités croissantes dans la répartition des revenus tirés des actifs corporels et financiers. Il a été démontré que la financiarisation, le désengagement de l'État-providence et la mondialisation de la production ont eu des conséquences négatives sur la part des salaires dans le PIB, notamment dans les pays en développement<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> En Chine, les salaires constituent une très grande part des revenus des ménages, car les transferts publics et les revenus des placements sont très faibles. Voir Akyüz (2011 et 2010).

<sup>32</sup> Pour une analyse empirique des facteurs susceptibles d'influencer la part des salaires dans le PIB, voir Stockhammer (2012). Voir aussi Akyüz (2010) à propos de la tendance baissière de la part des salaires et de la consommation dans le PIB.

Graphique 12 : Part des salaires dans le PIB (en %), 1985-2010



Source: Eurostat et Annuaire statistique de la Chine.

Pourtant, jusqu'à la Grande Récession, la menace de déflation mondiale a pu être écartée sous l'effet d'une consommation effrénée et d'une flambée du marché immobilier qui ont été alimentées par les bulles du crédit et des actifs aux États-Unis et dans un bon nombre d'autres économies avancées, en particulier en Europe. Dans plusieurs pays en développement d'Asie, dont la Chine, des bulles spéculatives se sont développées dans l'investissement et l'immobilier, parallèlement à une forte augmentation de la consommation des ménages dans beaucoup de pays en développement, souvent soutenue par une poussée des mouvements de capitaux et la formation de bulles d'actifs et de crédit (Akyüz, 2008 et 2012). L'expansion économique fondée sur l'endettement a, à son tour, fragilisé davantage le système financier aux États-Unis et en Europe et accentué les déséquilibres commerciaux mondiaux, les États-Unis jouant le rôle de locomotive pour les principaux pays excédentaires que sont l'Allemagne, la Chine et le Japon, et affichant des déficits croissants, ainsi que les déséquilibres au sein de la zone euro, provoquant la crise économique la plus sévère de l'après-guerre dont les effets se font encore sentir dans le monde.

Il est peu probable que l'économie mondiale réduise les inégalités et qu'elle parvienne à une croissance à la fois stable et vigoureuse. Aux États-Unis et en Europe, la crise a accentué les disparités de revenus et de richesse. Dans la zone euro, les réformes structurelles réclamées pour éliminer les déséquilibres entre les régions comprimeront probablement encore davantage les salaires dans les pays de la périphérie et creuseront l'écart déflationniste. En Chine, bien que les autorités admettent le problème de la sous-consommation dû à la baisse de la part des salaires et du revenu des ménages, le rééquilibrage progresse très lentement.

a. *États-Unis : un retour aux vieilles habitudes ?*

Les perspectives mondiales à plus long terme dépendent beaucoup des États-Unis qui occupent une place centrale dans l'économie mondiale et le système de réserves internationales. Bien que la part des salaires dans le PIB n'ait cessé de baisser depuis le début des années 1980, les États-Unis ont échappé à la crise de la sous-consommation grâce à la forte augmentation des dépenses des ménages, soutenue par la formation des bulles financières (d'abord, l'explosion des entreprises point-com dans les années 1990 favorisée par la bulle du marché des actions, puis le boom des prêts hypothécaires à risque alimenté par l'expansion rapide du crédit).

Il est fort peu probable que les États-Unis puissent s'engager vers une croissance tirée par les salaires dans un avenir proche. Ils ne pourront pas non plus évoluer vers une croissance tirée par les exportations. Pour cela, il faudrait, entre autres, que les exportations progressent plus vite que la demande intérieure et que la part de la consommation des ménages dans le PIB diminue<sup>33</sup>. Cela est difficilement réalisable car, pendant des décennies, les États-Unis ont vécu au-dessus de leurs moyens parce qu'ils avaient le « privilège exorbitant » d'être les émetteurs de la principale monnaie de réserve. En outre, aucune économie ne pourrait être la locomotive des États-Unis. Le passage à une croissance tirée par les exportations supposerait que les principales économies excédentaires rééquilibrent de manière importante la demande extérieure et intérieure en inversant la tendance baissière de la part des salaires (ce qui probablement ne se produira pas aux États-Unis).

Ainsi, il faut surtout se demander si les États-Unis seraient enclins à revenir « aux vieilles habitudes » et laisser les bulles spéculatives du crédit et des actifs se former dans le but de générer une croissance relativement rapide. Cette question est étroitement liée à l'abandon de la politique d'extrême aisance monétaire que les États-Unis ont mené ces cinq dernières années : il s'agit de savoir si cette stratégie pourrait dégénérer en bulles des actifs, du crédit et des dépenses, débouchant finalement sur une autre crise, potentiellement plus grave encore.

En clair, pour mettre fin à cette politique, il est nécessaire non seulement de procéder au resserrement monétaire mais aussi de normaliser les politiques monétaires : redonner aux taux des fonds fédéraux leur rôle central dans la politique monétaire, réduire significativement la taille du bilan de la Fed et le volume des réserves excédentaires que les institutions de dépôts détiennent auprès de la Fed et recomposer les actifs de la Fed avec des bons du Trésor à court et moyen termes en lieu et place des bons du Trésor à long terme et des titres adossés à des prêts hypothécaires créés pour remédier à la crise (Plosser, 2011). Le resserrement monétaire impliquerait de relever les taux directeurs, dont les taux d'intérêt sur les réserves excédentaires ; une hausse qui se répercuterait sur les taux à long terme<sup>34</sup>. Ces

---

<sup>33</sup> Aux États-Unis, l'augmentation de la consommation des ménages, qui a progressé de presque 0,4 point de pourcentage entre le milieu des années 1990 et le début de la crise des prêts hypothécaires à risque, a été plus rapide que celle du PIB, la part de la consommation des ménages dans le PIB passant de 67% à 71%.

<sup>34</sup> Au début du mois de mai 2013, les réserves excédentaires détenues par les institutions de dépôt auprès de la Fed, définies par la somme des réserves propres moins les réserves obligatoires, atteignaient 1 750 milliards de dollars, soit près de 2 milliards de plus qu'à la fin 2007. En octobre 2008, la Fed a été autorisée à verser un intérêt sur les dépôts des banques faisant partie des soldes des réserves. Lors d'une audition sur la stratégie de sortie, le président de la Fed a indiqué qu'« en relevant son taux d'escompte, la Fed pourra exercer une pression haussière importante sur tous les taux d'intérêt à court terme, car les banques ne seront pas en mesure d'approvisionner le marché monétaire en liquidités à court terme à des taux nettement inférieurs à ceux qu'elles

derniers augmenteraient à la suite de la recomposition du portefeuille tel qu'il était avant la crise. Même si la taille et la composition du bilan de la Fed redevenaient progressivement « normales », il se pourrait que les taux à long terme enregistrent une forte hausse. Selon les prévisions qui ont été établies dans un récent rapport du Trésor américain et sont basées sur les attentes du marché concernant la stratégie de sortie de la Fed, si un resserrement monétaire débutait en 2015, le taux à dix ans grimperait de 200 points de base d'ici 2018 et le rendement moyen de la dette souveraine passerait de 1,7% à 4,3% au cours de ces dix prochaines années<sup>35</sup>.

La façon de mettre en œuvre la fin de la politique d'extrême aisance monétaire aurait d'importantes répercussions sur la croissance et la stabilité macroéconomique et financière. L'incertitude règne, car il y a peu d'épisodes passés pendant lesquels il a été mis fin à de très longues périodes marquées par des politiques de taux d'intérêt bas et d'assouplissement quantitatif. Il est possible que, compte tenu du taux de chômage élevé et de l'écart significatif de production, la Fed soit tentée d'y mettre fin progressivement dans le but de se donner les moyens d'atteindre réellement les objectifs, comme elle l'a fait pendant la période d'explosion des prêts hypothécaires à risque. Il se peut également que la Fed s'engage doucement sur le chemin de la sortie pour éviter les distorsions dans son propre bilan et les apports de fonds au Trésor qui pourraient engendrer des pertes dues à la baisse du prix des actifs et pour épargner un choc aux marchés financiers (Davies, 2013). En effet, la Fed semble penser qu'elle pourrait abandonner son troisième programme d'assouplissement quantitatif (QE3) et continuer de maintenir les taux d'intérêt bas pendant encore plusieurs années dans le but de soutenir la croissance et l'emploi et de se servir des réglementations macroprudentielles pour contrôler les bulles spéculatives, limiter les risques systémiques et prévenir l'instabilité financière<sup>36</sup>.

Toutefois, il peut être ardu de mettre en place ce processus sans compromettre la stabilité financière et macroéconomique. Tout d'abord, les politiques macroprudentielles constituent un terrain inexploré ; une grande ambiguïté plane sur ce qu'elles sont véritablement et la manière de les mettre en application et de les relier à des domaines stratégiques plus vastes qui influencent les risques systémiques, dont les politiques monétaires. Il n'est pas toujours possible d'y recourir pour prévenir la prise de risque démesurée et la formation de bulles du crédit et des actifs, lorsque de grandes quantités d'argent sont disponibles à de faibles taux d'intérêt. Selon toute vraisemblance, des instruments monétaires devront être utilisés dans le cadre des politiques macroprudentielles, si des bulles spéculatives menacent la stabilité ; toutefois, cela pourrait stopper la croissance. S'ils n'étaient pas utilisés et que les taux restaient bas pendant trop longtemps, une autre alternance de cycles rapides d'expansion et de récession pourrait bien avoir lieu. Ensuite, on

---

peuvent obtenir en détenant des réserves auprès de l'une des banques de la Réserve fédérale des États-Unis. La hausse réelle et potentielle des taux d'intérêt à court terme se répercutera à son tour sur les taux à long terme et, plus généralement, sur les conditions de crédit. » (Bernanke, 2010)

<sup>35</sup> Département du Trésor des États-Unis (2013). Selon les prévisions de Carpenter *et al.* (2012), les agents des marchés financiers ne s'attendent pas à ce que le bilan de la Fed retrouve une « taille plus normale » avant août 2017, ni que sa composition redevenue « normale » avant septembre 2018.

<sup>36</sup> Selon le président de la banque de la Réserve fédérale de l'État de Minneapolis, les taux inhabituellement bas pourraient persister entre cinq et dix ans. Il est admis que les taux bas pourraient avoir des conséquences financières, impliquant des risques macroéconomiques et d'instabilité, et qu'une surveillance efficace et une réglementation du secteur financier constituent de meilleurs moyens pour aborder ces problèmes que les mesures de politique monétaire. Kocherlakota (2013). Voir aussi Roubini (2013).

ne sait pas très bien comment la croissance pourrait s'installer rapidement si l'on empêche les bulles du crédit et des actifs de se former d'une façon ou d'une autre. Lorsque les salaires sont faibles, les dépenses des ménages ne peuvent s'accroître rapidement sans que la dette ou les gains en capital produits par les bulles des actifs augmentent. Par ailleurs, des taux d'intérêt bas peuvent stimuler l'investissement des entreprises, mais ce dernier ne peut pas être maintenu sans une forte augmentation de la consommation et/ou des exportations.

En revanche, si les craintes concernant les risques liés aux rachats d'actifs, la forte expansion des liquidités bancaires et l'efficacité des mesures macroprudentielles pour contenir les bulles spéculatives prédominaient, la Fed pourrait être encline à adopter rapidement une stratégie de sortie une fois que le taux de chômage sera passé en dessous de 6,5% (sachant que les derniers chiffres indiquent que cela pourrait se produire plus vite que prévu)<sup>37</sup>. Comme en 1994, cela pousserait les taux d'intérêt à la hausse et ébranlerait durement le système financier, mais pourrait empêcher une nouvelle alternance de cycles rapides d'expansion et de récession. La croissance ralentirait et le dollar serait revalorisé, une combinaison qui poserait sans doute des problèmes aux pays en développement. Le pire des scénarios pour les pays en développement serait une sortie « à la Volcker », faisant grimper les taux au jour le jour à deux chiffres. Une sortie trop rapide et la réévaluation de l'encours fortement accru de la dette pourrait même causer l'atterrissage brutal des États-Unis en entraînant de fortes pertes pour les détenteurs d'obligations et en réduisant les dépenses des ménages.

Le scénario idéal, dans lequel la stratégie de sortie n'est ni trop lente ni trop rapide, maintenant une croissance relativement forte sans compromettre la stabilité financière, n'existe que dans les contes de fées. La prolongation de l'aisance monétaire a accentué les arbitrages à effectuer entre stabilité financière et croissance en laissant se renforcer la liquidité bancaire et les distorsions du bilan de la Fed. Si la Fed vise la croissance et s'engage doucement vers un chemin de sortie, des bulles du crédit et des actifs pourraient se former rapidement, risquant de provoquer une crise. Si elle concentre ses efforts pour éviter que des bulles ne se forment et prend un chemin de sortie rapide, elle risquerait de ralentir le redressement économique, voire même de replonger l'économie dans une récession<sup>38</sup>. Aucun de ces deux scénarios ne serait de bon augure pour les pays en développement.

#### *b. Zone euro : faibles perspectives de croissance*

Les perspectives qui se dessinent à plus long terme concernant la zone euro sont encore moins encourageantes. L'inversion de l'effet de levier et la reprise risquent de demeurer très lentes dans les pays de la périphérie et de nombreux pays ne peuvent pas espérer récupérer les pertes de production enregistrées après 2008 avant plusieurs années. Même si la zone euro échappe à de nouvelles périodes d'agitation et se stabilise, sa

---

<sup>37</sup> Certaines de ces préoccupations auraient été évoquées lors de la réunion de la Fed qui s'est tenue en janvier 2013 (Oprita, 2013a). En outre, certains gouverneurs de la Fed auraient fortement mis en doute l'efficacité des mesures macroprudentielles pour réduire les prises de risque excessives. Voir Roubini (2013).

<sup>38</sup> Le FMI reconnaît également qu'il sera difficile de trouver la bonne stratégie de sortie (FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2013: 19). Toutefois il s'inquiète davantage du compromis qu'il faudra faire entre stabilité des prix et stabilité financière, que du compromis qu'il faudra faire entre croissance et stabilité financière ; autrement dit, une sortie trop lente pourrait accélérer l'inflation et une sortie trop brutale pourrait saper la stabilité financière.

croissance sera faible si le contexte stratégique reste le même ; dans ces circonstances, il serait difficile de maintenir la stabilité<sup>39</sup>. La croissance qu'affichait la zone euro avant la crise était médiocre, atteignant à peine 2% par an entre 2002 et 2007, et était en grande partie due à l'expansion économique alimentée par l'endettement dans les pays de la périphérie. La croissance d'après-crise pourrait être plus lente encore.

Les pays de la périphérie ne peuvent pas revenir à la situation de dépenses extravagantes et de déficits considérables des transactions courantes qui a mené jusqu'à la crise. Comme cela a déjà été indiqué, un retour à la croissance est subordonné à un changement fondamental de stratégie en Allemagne et à un rééquilibrage symétrique entre les pays déficitaires et excédentaires de la zone euro. Les derniers chiffres et prévisions concernant les soldes extérieurs montrent une baisse des déficits des pays de la périphérie sans pour autant que les excédents des pays du centre ne se réduisent ; en d'autres termes, il y a une hausse des excédents de la région par rapport au reste du monde. Dans son rapport *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2013, le FMI prévoit qu'en 2018 la zone euro, prise comme un tout, affichera un excédent de la balance courante de 2,5% du PIB, contre un déficit de 0,7% en 2008. Cela voudrait dire que les pays de la périphérie réduiraient leurs déficits soit en maintenant une croissance lente et un chômage élevé, soit en imitant l'Allemagne, c'est-à-dire en comprimant les salaires, en pratiquant la désinflation compétitive et en accroissant les exportations vers le reste du monde.

Il y a donc un risque d'effets d'hystérèse et de stagnation de la croissance (faible croissance générant sa propre dynamique négative). Dans son dernier rapport, l'OCDE (2012 : 45-48) prévenait que dans certaines économies avancées « la croissance de la production est maintenant proche des seuils estimés de décrochage ou inférieure à ces seuils [...] avec le risque que des dynamiques endogènes se renforçant mutuellement les conduisent directement à la récession ». Lorsqu'une reprise cyclique est en dessous du seuil de décrochage, il y a de fortes chances pour que la croissance s'affaiblisse, puis devienne négative<sup>40</sup>. D'après toutes les prévisions actuelles, la croissance de la zone euro restera inférieure aux seuils de décrochage dans les années à venir.

Ainsi, sans un changement fondamental de stratégie, la zone euro pourrait s'enliser dans la déflation. Le ralentissement prolongé de l'activité économique entraînerait le taux de croissance potentiel à la baisse, ce qui pourrait enfermer la région dans une situation de croissance faible. En effet, une récente étude sur les effets à long terme de la crise dans la zone euro estime qu'en l'absence de réformes profondes, les effets préjudiciables pourraient perdurer, nuisant de manière permanente à la croissance de la région (Boone *et al.*, 2013)

---

<sup>39</sup> Une idée fréquemment avancée est que les euro-obligations pourraient résoudre la crise de l'euro en écartant la menace de défaut de paiement et, donc, celle liée à la prime de risque. Toutefois, comme l'indique Soros (2013), les euro-obligations ne supprimeraient pas les écarts de compétitivité et les déséquilibres existants au sein de la zone euro et ne permettraient pas, par conséquent, de restaurer pleinement la croissance.

<sup>40</sup> Concernant le concept de vitesse de décrochage et les estimations des seuils, voir OCDE (2012 : encadré 1.3.) et Ho et Yetman (2013). L'analogie s'inspire des lois de l'aérodynamique : un avion qui vole à sa vitesse de décrochage ne peut pas prendre de l'altitude et un avion qui vole à une vitesse inférieure à celle-ci ne peut stopper sa chute.

c. *Chine : la fin de la spectaculaire croissance tirée par les exportations*

Les mesures prises en réaction à la crise en Chine ont permis de rééquilibrer la demande intérieure et extérieure, mais elles ont accentué les déséquilibres entre l'investissement et la consommation, qui s'étaient déjà accrus pendant la période qui a précédé la crise. L'investissement a été le principal stimulant de la croissance depuis 2009 et l'augmentation de la consommation n'était que très légèrement supérieure à celle des revenus. Or, la Chine ne peut pas constamment accroître l'investissement pour combler l'écart déflationniste généré par le ralentissement des exportations dans un contexte où la part des salaires et des revenus des ménages dans le PIB est exceptionnellement faible. Cela aurait davantage pour effet d'exacerber les fragilités financières et les déséquilibres que d'encourager la capacité de production et la croissance potentielle. La Chine ne peut pas non plus revenir à une croissance tirée par les exportations et constamment accroître son taux de pénétration sur les marchés étrangers. Il y aurait des résistances qui perturberaient sûrement le système commercial.

Indépendamment de la manière dont les fragilités financières créées par les bulles du crédit et de l'investissement sont gérées, le scénario à moyen terme le plus probable pour la Chine est une baisse significative de son taux de croissance par rapport aux taux à deux chiffres qu'elle enregistrait avant la crise, qui s'accompagnera d'un meilleur équilibre entre la demande intérieure et extérieure et d'un rééquilibrage progressif entre la consommation intérieure et l'investissement. En effet, une étude conduite par le Centre de recherche chinois sur le développement au sujet des perspectives de croissance de la Chine aurait conclu que, pour plusieurs raisons relevant tant du côté de l'offre que de la demande, le ralentissement de la croissance a déjà commencé et que le taux de croissance devrait se fixer à 6,5% entre 2018 et 2022, après avoir affiché des niveaux à deux chiffres pendant 30 ans (Wolf, 2013b). Toutefois, il n'est pas impossible que la Chine tombe dans le piège des revenus intermédiaires (Bertoldi et Melander, 2013; BAsD, 2011).

Si la Chine passait à un rythme de croissance plus lent pendant les quelques années à venir, sa demande en produits de base progresserait beaucoup plus lentement que ces dix dernières années. Tel serait le résultat non seulement du ralentissement de la croissance, mais aussi du réajustement de la demande en faveur de la consommation, dont le contenu en importations est bien moins élevé que les exportations ou l'investissement (Akyüz, 2011). En outre, l'amélioration de l'efficacité de l'utilisation des matériaux pourrait aussi ralentir la progression de la demande chinoise en matériaux (PNUE, 2013). Tout cela, conjugué à une remontée du dollar, pourrait ralentir l'évolution des prix des produits de base, ce qui perturberait le cycle de hausses et de baisses des prix des produits de base et diminuerait sa moyenne par rapport à sa courbe historique (Erten et Ocampo, 2012).

Il ne faut pas s'attendre non plus à ce que la Chine devienne le moteur des pays en développement exportateurs de biens manufacturés. Ses importations de produits manufacturés venant de pays en développement étaient jusqu'à présent destinées à l'exportation plutôt qu'à la consommation intérieure dont le contenu en importation est très faible (Akyüz, 2011). Une croissance mieux proportionnée entre les exportations et la consommation intérieure impliquerait de ralentir la croissance des importations de

composantes et pièces détachées provenant d'autres pays en développement. Par ailleurs, il faudra du temps pour que la Chine passe du statut de marché de produits manufacturés à forte intensité de main d'œuvre et à faible teneur en compétence à celui de marché majeur pour les pays moins développés, relocalisant les industries concernées, selon le modèle de développement en vol d'oies sauvages, dans les pays d'Asie du Sud et du Sud-Est et d'Afrique où les coûts sont moins chers.

## V. CONCLUSION

La crise qui touche les économies avancées a aggravé le problème de la sous-consommation auquel se heurte l'économie mondiale, à cause de la part toujours plus faible des salaires dans le revenu national et de la plus grande concentration des richesses. Le creusement des inégalités n'est plus uniquement un problème social. À présent, c'est également un problème macroéconomique de taille, compromettant les possibilités de l'économie mondiale d'atteindre une croissance soutenue et continue et de ramener la stabilité financière. Pour y remédier, il faut agir sur ses causes : la financiarisation, le désengagement de l'État-providence et la mondialisation de la production. Toutefois, la probabilité qu'un profond changement ait lieu dans ces domaines est mince. Par conséquent, l'économie mondiale de l'après-crise peut soit revenir à un schéma alternant entre les phases d'expansion et de récession alimentées par la finance, où les périodes d'expansion non viables seront suivies de profondes et longues crises, soit se stabiliser à un rythme de croissance lent. C'est à partir de ces éléments d'appréciation que les pays en développement doivent repenser leurs politiques de développement.

Non seulement la « Grande Récession » a conduit au « Grand Ralentissement » des pays en développement (*The Economist*, 2012), ramenant les taux de croissance de certains d'entre eux peut-être en dessous des vitesses de décrochage, mais les perspectives à moyen terme de la conjoncture économique mondiale sont défavorables par comparaison avec les années qui ont précédé la crise, et même, à certains égards, avec la période qui a suivi la crise. L'essor du Sud qui a commencé au début du XXI<sup>e</sup> siècle semble donc toucher à sa fin. Cela ne devrait toutefois pas surprendre car, tel que montré dans Akyüz (2012), les résultats économiques exceptionnels qu'affichaient les pays en développement avant la crise étaient essentiellement dus à une conjoncture mondiale exceptionnelle. Il y a eu peu de signes d'amélioration tangibles des facteurs de croissance de base ou de la dynamique économique des pays en développement dont la croissance s'accélère.

L'accélération a eu lieu en l'absence de véritable progression de l'industrialisation, sans laquelle la plupart des pays en développement ne peuvent ni approcher ni égaler les niveaux de productivité et les niveaux de vie des économies avancées. Parmi l'Afrique du Sud, le Brésil, la Chine, l'Inde et la Fédération de Russie (le groupe BRICS), seule la Chine devrait produire un rattrapage de croissance soutenue, puis s'émanciper, même si la route sera semée d'embûches. L'Afrique du Sud, le Brésil et la Fédération de Russie sont encore fortement tributaires des produits de base ; ils ont en effet accentué leur dépendance en développant le secteur des produits de base par rapport au secteur industriel. Les deux principaux facteurs de croissance en Amérique latine et en Afrique, à savoir les prix des produits de base et les mouvements de capitaux, ne sont largement pas maîtrisés par l'État et sont donc exposés à des fluctuations brusques et inattendues. Atteignant à peine 3%, le taux de croissance potentiel moyen de l'Amérique latine est insuffisant, même s'il est constant, pour combler l'écart de revenu avec les économies avancées. De nombreux NPI de deuxième rang d'Asie semblent être tombés dans le piège des revenus intermédiaires ; ils subissent de plus en plus la concurrence venant de pays de rang inférieur sans réussir à grandir de manière à entrer dans la catégorie supérieure (NPI de premier rang et Japon). L'Inde s'est contentée de fournir de la main d'œuvre au reste du monde, non pas en faisant des travailleurs des producteurs à haute valeur ajoutée, mais en exportant des travailleurs peu qualifiés et des services technologiques ou d'autres prestations de travail représentant une très faible part de sa main d'œuvre totale (Nabar-Bhaduri et Vernengo, 2012).

Comme l'a indiqué un spécialiste du développement, il ne serait pas sain que les pays en développement attendent des vents portants, car ces vents pourraient faiblir ou tourner plus brusquement, voire les deux (Torre, 2013). Les résultats exceptionnels enregistrés par la plupart des pays en développement dans la décennie précédente risquent de rester un exploit unique à moins qu'ils augmentent les investissements productifs, qu'ils accélèrent la croissance de la productivité et qu'ils avancent significativement sur la voie de l'industrialisation. Les mérites de la mondialisation ont été exagérément vantés aux pays en développement. Ils ont largement mis de côté leur développement au profit de lois du marché internationales dictées essentiellement par les orientations des économies avancées, de leurs conglomérats financiers et de leurs multinationales qui contrôlent les chaînes de production internationales.

Malgré les désillusions grandissantes du Sud, le consensus de Washington n'a disparu qu'en théorie. Ces 20 dernières années, peu de mesures adoptées ou d'institutions créées sur la base de ce consensus ont fait marche arrière. Au contraire, le rôle et les effets des lois du marché mondial dans les pays en développement n'ont cessé de se renforcer à force d'encourager la libéralisation des échanges, d'investir unilatéralement ou de signer des accords bilatéraux d'investissement et des accords de libre-échange avec les économies avancées. Les pays en développement doivent être aussi sélectifs que les économies avancées quant à ce qu'il y a à prendre de la mondialisation et revoir leur stratégie d'intégration dans le système économique mondial, en reconnaissant que la réussite de l'industrialisation ne passe ni par l'autarcie ni par l'intégration pleine et entière, mais par l'intégration stratégique dont le but est de recourir aux marchés, à la technologie et aux financements étrangers pour mener à bien le développement industriel.

Pour cela, il est nécessaire de réajuster les sources externes et internes de croissance et de développement. Depuis la fin des politiques de substitution des importations tournées vers l'intérieur, la balance s'est beaucoup trop dérégulée. Il faut réduire la dépendance vis-à-vis des marchés et des capitaux étrangers. Il est aussi nécessaire de redéfinir le rôle de l'État et des marchés, non seulement dans le secteur de la finance mais aussi dans d'autres secteurs cruciaux qui ont un lien avec l'industrialisation et le développement, sans oublier que l'industrialisation ne peut avoir lieu si aucune mesure active n'est prise.

## BIBLIOGRAPHIE

- 📖 Akyüz Y. (2006), « From Liberalization to Investment and Jobs: Lost in Translation », *TWN Global Economy Series 8*, Penang, Malaisie.
- 📖 Akyüz Y. (2007), « Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal », *DESA Working Paper 61*, novembre.
- 📖 Akyüz Y. (2008), « The Current Global Financial Turmoil and Asian Developing Countries », *ESCAP Series on Inclusive and Sustained Development 2*, Bangkok; et *TWN Global Economy Series 11*, Penang, Malaisie.
- 📖 Akyüz Y. (2010). « Perspectives économiques mondiales : la récession est peut-être passée, et après? », *Document de recherche 26*, Centre Sud, Genève, avril.
- 📖 Akyüz Y. (2011). « Dépendance aux exportations et durabilité de la croissance en Chine et du réseau de production d'Asie de l'Est », *Document de recherche 27*, Centre Sud, Genève, avril.
- 📖 Akyüz Y. (2012), « Peut-on parler d'un essor exceptionnel du Sud ? », *Document de recherche 44*, Centre Sud, Genève, mars.
- 📖 Alfieri A. et Havinga I. (2006), « Definition of remittances », Département des affaires économiques et sociales, Nations Unies, <http://unstats.un.org/unsd/tradeserv/tsg3-feb06/tsg0602-14.pdf> (consulté le 12 mars 2013).
- 📖 Anderlini J. (2013), « Global Insight: Debt threat to China's financial system », *Financial Times*, 16 avril.
- 📖 Atoyán R., Manning J. et Rahman J. (2013), « Rebalancing: Evidence from Current Account Adjustment in Europe », *IMF Working Paper WP 13/74*, Washington.
- 📖 Banque mondiale (2012), *Migration and Development Brief 19*, Washington, 20 novembre.
- 📖 BASD (Banque asiatique de développement) (2011), *Asia 2050 : Realizing the Asian Century*, Manille.
- 📖 Bernanke B. (2010), « Federal Reserve's exit strategy », audition devant la Commission budgétaire de la Chambre des représentants des États-Unis, Washington, 10 février. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100210a.htm>
- 📖 Bernanke B. (2012), « The Economic Recovery and Economic Policy », Discours prononcé devant le Club économique de New York, New York, 20 novembre. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20121120a.htm> (consulté le 20 mars 2013).

- 📖 Bernanke B. (2013), « Monitoring the Financial System », discours prononcé à la 49<sup>e</sup> Conférence annuelle sur la composition du secteur bancaire et la concurrence organisée sous l'égide de la Réserve fédérale de l'État de Chicago, Chicago, Illinois, 10 mai. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130510a.htm> (consulté le 12 mai 2013).
- 📖 Bertoldi M. et Melander A. (2013). « Is China transitioning to a lower growth plateau? », *ECFIN Economic Brief 18*, Commission européenne, janvier.
- 📖 BID (Banque interaméricaine de développement) (2013), « Remittances to Latin America and the Caribbean in 2012: Differing Behavior Across Subregions », <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getDocument.aspx?DOCNUM=37735715> (consulté le 7 mai 2013).
- 📖 Blanchard O. et Leigh D. (2013), « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *IMF Working Paper 13/1*, Washington.
- 📖 Blinder A. S. et Zandi M. (2010), « How the Great Recession was Brought to an End ». <http://www.economy.com/mark-zandi/documents/end-of-great-recession.pdf> (consulté le 3 janvier 2013).
- 📖 Boone L., Renucci C. et Segura-Cayuela R. (2013), « Eurozone: Looking for Growth », 25 mars. <http://www.voxeu.org/article/eurozone-looking-growth> (consulté le 29 mars 2013).
- 📖 Burda M. *et al.* (2012), « In support of a European banking union, done properly: A manifesto by economists in Germany, Austria and Switzerland ». <http://www.voxeu.org/article/manifesto-banking-union-economists-germany-austria-and-switzerland> (consulté le 2 mars 2012).
- 📖 Canuto O., Cavallari M. et Reis J. G. (2013), « Brazilian Exports. Climbing Down a Competitiveness Cliff », *World Bank Policy Research Working Paper 6302*, janvier.
- 📖 Carpenter S., Ihrig J.E., Klee E.C., Boote A.H. et Quinn D.W. (2012), « The Federal Reserve's Balance Sheet: A Primer and Projections », *Finance and Economics Discussion Series*, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, août. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2012/201256/201256pap.pdf>
- 📖 Cetorelli N. et Goldberg L.S (2010), « Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis », *Federal Reserve Bank of New York Staff Report 446*, New York, N.Y., mai.
- 📖 Chen R., Milesi-Ferretti G-M. et Tressel T. (2012), « External Imbalances in the Euro Area », *IMF Working Paper 12/236*, Washington.
- 📖 Claessens, S., Pazarbasioglu C., Laeven L., Dobler M., Valencia F., Nedelescu O. et Seal K. (2011), « Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis », *Staff Discussion Note*, SDN 11/05, FMI, 9 mars.

- 📖 CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement*, (numéros divers), Nations Unies. Genève.
- 📖 CNUCED (2009), *Global economic crisis: implications for trade and development*, Rapport du secrétariat de la CNUCED, TD/B/C.I/CRP.1, 7 mai.
- 📖 Conference Board (2013), « The Conference Board Economic Forecast for the US Economy », 13 mars. [https://hcxchange.conference-board.org/pdf\\_free/economics/2013\\_03\\_131.pdf](https://hcxchange.conference-board.org/pdf_free/economics/2013_03_131.pdf) (consulté le 18 mars 2013).
- 📖 Dadush, U., Falcao L. et Ali S. (2009), « The unequal impact of the Economic Crisis », *International Economic Bulletin*, Fondation Carnegie pour la paix internationale, 9 juillet. <http://carnegieendowment.org/2009/07/09/unequal-impact-of-economic-crisis/2q7e> (consulté le 9 juillet 2009).
- 📖 Davies, G. (2013), « Fed's Exit will be gradual and difficult », *Financial Times*, 17 mars, <http://blogs.ft.com/gavyndavies/2013/03/17/feds-exit-will-be-gradual-and-difficult/> (consulté le 27 avril 2013).
- 📖 De Grauwe P. (2010), « Fighting the Wrong Enemy », *Vox*, 19 mai. <http://www.voxeu.org/article/europe-s-private-versus-public-debt-problem-fighting-wrong-enemy> (consulté le 24 septembre 2012).
- 📖 Département du Travail des États-Unis (2013), Bureau des statistiques du travail, <http://www.bls.gov/bls/unemployment.htm> (consulté le 8 mai 2013).
- 📖 Département du Trésor des États-Unis (2013), *Fiscal Year 2013 Q2 Report*, Office of Debt Management, Treasury Borrowing Advisory Committee Discussion Charts by Calendar Year, deuxième trimestre 2013. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/quarterly-refunding/Pages/TBAC-Discussion-Charts.aspx> (consulté le 10 mai 2013).
- 📖 Dooley M.P. et Hutchinson M.M. (2009), « Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling-recoupling Hypothesis », National Bureau of Economic Research *Working Paper 15120*, juin.
- 📖 Emerging Markets (2013), « China hard landing fears resurface in survey », 19 mars. <http://www.emergingmarkets.org/Article/3174746/China-hard-landing-fears-resurface-in-survey.html> (consulté le 29 mars 2013).
- 📖 Erten B. et Ocampo J. A (2012), « Super-cycles of commodity prices since the mid-nineteenth century », *DESA Working Paper 110*, février.
- 📖 Farooki M.Z. (2012), « China's Metals Demand and Commodity Prices: A Case of Disruptive Development? », *European Journal of Development Research*, 24(1), p. 56-70.
- 📖 Farooki M.Z et Kaplinsky R. (2011), *The Impact of China on Commodity Prices*, Francis and Taylor, Londres.

- 📖 Ferguson N. (2013), « Currency wars are best fought quietly », *Financial Times*, Opinion, 25 janvier. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cdc80aa0-6638-11e2-b967-00144feab49a.html#axzz2PDTzy8AU> (consulté le 23 mars 2013).
- 📖 Fidler S. (2013), « Peril for Euro Zone Hangs on Small Sum », *The Wall Street Journal*, 22 mars.
- 📖 Filimonov V., Bicchetti D., Maystre N. et Sornette D. (2013), « Quantification of the High Level of Endogeneity and of Structural Regime Shifts in Commodity Markets », *UNCTAD Discussion Paper*, mars.
- 📖 *Financial Times* (2012), « Waiting for Growth. Bank of England must get its Money into the Economy », éditorial, 12 août.
- 📖 FMI (Fonds monétaire international), *Perspectives de l'économie mondiale*, (numéros divers), Washington.
- 📖 FMI (2011), « Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues », *Country Report No. 11/185*, Washington, juillet.
- 📖 FMI (2012a), *2012 Spillover Report*, Washington,, 9 juillet.
- 📖 FMI (2012b), *World Economic and Financial Surveys*, Fiscal Monitor, Washington, , octobre.
- 📖 FMI (2013a), *Global Financial Stability Report*, Washington, avril.
- 📖 FMI (2013b), *World Economic and Financial Surveys*, Fiscal Monitor, Washington, avril.
- 📖 FMI (2013c), *Regional Economic Outlook. Western Hemisphere. Time to Rebuild Policy Space*, Washington, mai.
- 📖 Frost R. (2013), « China Will Tighten Policies to Cut Crisis Risk, Nomura Says », *Bloomberg*, 16 mars. <http://www.bloomberg.com/news/2013-03-16/china-may-tighten-policies-to-contain-growing-risks-nomura-says.html> (consulté le 20 mars 2013).
- 📖 Goldman Sachs (2013), *U.S. Fiscal Issues: The Debt Limit Debate*, 8 avril, <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/focus-on/fiscal-cliff/debt-limit-report-april-2013.html> (consulté le 12 avril 2013).
- 📖 Gros D. (2011), « External versus domestic debt in the euro crisis », *Vox*, 24 mai. [www.voxeu.org/article/external-versus-domestic-debt-euro-crisis](http://www.voxeu.org/article/external-versus-domestic-debt-euro-crisis) (consulté le 2 mars 2013).
- 📖 Hay G. et Unmack N. (2012), « Breaking Views: Spain's bank rescue is part bail-in, part bail-out », *Reuters*, 29 novembre. <http://in.reuters.com/article/2012/11/29/idINL4N0991X420121129> (consulté le 12 mars 2013).

- 📖 Herndon T., Ash M. et Pollin R (2013), « Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff », *Political Economy Research Institute Working Paper 322*, Université du Massachusetts, Amherst, 15 avril.
- 📖 Ho W-Y. A. et Yetman J. (2013), « Do economies stall? The international evidence », *BIS Working Papers 407*, septembre.
- 📖 IFI (Institut de la finance internationale), « Capital Flows to Emerging Market Economies », (numéros divers).
- 📖 Kim C. (2013), « South Korea Unveils Fiscal Package to Support Growth - Economy », *Bloomberg*, 16 avril. <http://www.bloomberg.com/news/2013-04-16/south-korea-proposes-17-2-billion-stimulus-to-boost-economy.html> (consulté le 20 avril 2013).
- 📖 Kocherlakota N. (2013), « Low Real Interest Rates », discours du président de la Réserve fédérale de l'État de Minneapolis à la 22<sup>e</sup> Conférence annuelle Hyman P. Minsky, Levy Economics Institute of Bard College, New York, 18 avril. [www.minneapolisfed.org/about/howeare/pres\\_research.cfm](http://www.minneapolisfed.org/about/howeare/pres_research.cfm)? (consulté le 20 avril 2013).
- 📖 Koopman R., Powers W., Wang Z. et Wei S.-J.(2010), « Give Credit Where Credit is Due: Tracing Value Added in Global Production Chains », National Bureau of Economic Research *Working Paper 16426*.
- 📖 Lapavistas C., Kaltenbrunner A., Lambrinidis G., Lindo D., Meadway J, Michell J., Paineira J.P., Pires E., Powell J., Stenfors A. et Teles N. (2010), « The Eurozone between Austerity and Default », *Research on Money and Finance Occasional Report*, septembre. [www.researchonmoneyandfinance.org](http://www.researchonmoneyandfinance.org) (consulté le 12 janvier 2013).
- 📖 Lavoie M. et Stockhammer E. (2012), « Wage-led growth: Concept, theories and policies », *Conditions of Work and Employment Series 41*, Bureau international du travail (BIT), Genève.
- 📖 Lund S., Daruvala T., Dobbs R., Härle P., Kwek J-H. et Falcón R. (2013), « Financial Globalization. Retreat or Reset », mars. [http://www.mckinsey.com/insights/global\\_capital\\_markets/financial\\_globalization](http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/financial_globalization) (consulté le 25 mars 2013).
- 📖 Marcus, G. (2012), « Consider the small nations caught in the central bank crossfire », *Financial Times*, 3 mai.
- 📖 Massa, I., Keane J. et Kennan J. (2012), « The euro zone crisis and developing countries », *Working Paper 345*, Overseas Development Institute, Londres.
- 📖 Nabar-Bhaduri S. et Vernengo M. (2012), « Service-led growth and the balance of payments constraint in India: An unsustainable strategy », *Department of Economics Working paper 2012-06*, Université de l'Utah, juin. [http://economics.utah.edu/publications/2012\\_06.pdf](http://economics.utah.edu/publications/2012_06.pdf) (consulté le 16 janvier 2012).

- 📖 OCDE (Organisation de Coopération et de Développement Économiques) (2012), *Perspectives économiques de l'OCDE*, Vol. 2012/2, Éditions OCDE.
- 📖 OCDE (2013a), *Études économiques de l'OCDE: Chine 2013*, Éditions OCDE. Paris.
- 📖 OCDE (2013b), *Quarterly Employment Situation. News Release: 4<sup>th</sup> Quarter of 2012*, Paris, 16 avril.
- 📖 OCDE (2013c), *Crisis squeezes income and puts pressure on inequality and poverty*, [www.oecd.org/social/inequality.htm](http://www.oecd.org/social/inequality.htm) (consulté le 15 mai 2013).
- 📖 ONU (Organisation des Nations Unies), *Situation et perspectives de l'économie mondiale*, (numéros divers), ONU, New York.
- 📖 Oprita A. (2013a), « Emerging markets in correction, rather than trend reversal », *Emerging Markets*, 21 février. <http://www.emergingmarkets.org/Article/3158594/Emerging-markets-in-correction-rather-than-trend-reversal.html> (consulté le 12 mars 2013).
- 📖 Oprita A. (2013b), « IMF warns on emerging markets corporate debt », *Emerging Markets*, 17 avril. <http://www.emergingmarkets.org/Article/3192541/IMF-warns-on-emerging-markets-corporate-debt.html> (consulté le 4 mai 2013).
- 📖 Ortiz I. et Cummings P. (2013), « The Age of Austerity – A Review of Public Expenditures and Adjustment Measures in 181 Countries », *Initiative for Policy Dialogue and South Centre Working Paper*, mars.
- 📖 Palley T.I. (2013), « Europe's Crisis without End: The Consequences of Neoliberal Run Amok », *Working Paper 111*, Institut de Politique macroéconomique (IMK), Dusseldorf (Allemagne), mars.
- 📖 Plosser C.I. (2011), « The US economic outlook and the normalization of monetary policy », discours prononcé à la conférence annuelle de la Society of Business Economists, Londres, 9 juin. [www.bis.org/review/r110622g.pdf](http://www.bis.org/review/r110622g.pdf) (consulté le 12 juillet 2012).
- 📖 PNUE (Programme des Nations Unies pour l'environnement) (2013), *Recent Trends in Material Flows and Resource Productivity in Asia and the Pacific*, Bangkok.
- 📖 Reinhart C.M. et Rogoff K.S. (2010), « Growth in a Time of Debt », *National Bureau of Economic Research Working Paper 15639*.
- 📖 Reinke, J. (2007), « Remittances in the Balance of Payments Framework: Current Problems and Forthcoming Improvements », séminaire sur les données statistiques concernant les envois de fonds, Centre d'excellence en finance (CEF), Ljubljana, 26 février-2 mars. [www.imf.org/external/np/sta/bop/pdf/rem.pdf](http://www.imf.org/external/np/sta/bop/pdf/rem.pdf) (consulté le 12 mars 2012).

- 📖 Reuters (2012), « IMF chief economist says crisis will last a decade », 3 octobre. [www.reuters.com/assets/print?aid=USL6E8L34VH20121003](http://www.reuters.com/assets/print?aid=USL6E8L34VH20121003) (consulté le 6 octobre 2012).
- 📖 Roubini N. (2013), « The Trapdoors at the Fed's Exit », *Economonitor*, 29 avril. [www.economonitor.com/blog/2013/04/the-trapdoors-at-the-feds-exit/](http://www.economonitor.com/blog/2013/04/the-trapdoors-at-the-feds-exit/) (consulté le 30 avril 2013).
- 📖 Saez E. (2012), « Striking it Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States », (mis à jour à partir des estimations pour 2009 et 2010), 2 mars. <http://elsa.berkeley.edu/~saez/saez-UStopincomes-2011.pdf> (consulté le 4 mars 2013).
- 📖 Singh K. (2010), « Financial Crisis Conducive to Instability of Asia's Currency Markets: South Korea Imposes Currency Controls », *Global Research*, 23 juin. <http://www.globalresearch.ca/financial-crisis-conducive-to-instability-of-asia-s-currency-markets-south-korea-imposes-currency-controls/19857> (consulté le 25 juin 2010).
- 📖 Sinn H-W. (2011), « Germany's capital exports under the euro », *Vox*, 2 août. [www.voxeu.org/article/germany-s-capital-exports-under-euro](http://www.voxeu.org/article/germany-s-capital-exports-under-euro) (consulté le 24 septembre 2012).
- 📖 Soros G. (2013), « How to save the EU from the Euro Crisis – the speech in full », *The Guardian*, 9 avril. <http://www.guardian.co.uk/business/2013/apr/09/george-soros-save-eu-from-euro-crisis-speech> (consulté le 13 avril 2013).
- 📖 Stiglitz J.E. (2013), « Inequality Is Holding Back the Recovery », *The New York Times Opinionator*, 19 janvier. <http://opinionator.blogs.nytimes.com/2013/01/19/inequality-is-holding-back-the-recovery/> (consulté le 3 mars 2013).
- 📖 Stockhammer, E. (2012), « Why have wage shares fallen? A panel analysis of the determinants of functional income distribution », *Conditions of Work and Employment Series No. 35*, BIT, Genève.
- 📖 *The Economist* (2012), « The Great Slowdown », 21 juillet. <http://www.economist.com/node/21559339> (consulté le 12 janvier 2013).
- 📖 *The Wall Street Journal* (2013), « Economists: China Mirrors U.S. on Eve of Financial Crisis », 18 mars.
- 📖 Torre de la A. (2013), « Unwise to keep counting on tail winds », *Emerging Markets*, Comment and Opinion, 16 mars. <http://www.emergingmarkets.org/?LS=EMS803497> (consulté le 25 mars 2013).
- 📖 Turner A. (2013), « Debt, Money and Mephistopheles: How do we get out of this Mess? », discours annuel, Cass Business School, 6 février. [www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches](http://www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches) (consulté le 14 février 2013).

- 📖 Weisbrot M. et Jorgensen H. (2013), *Macroeconomic Policy Advice and the Article IV Consultations: A European Union Case Study*, Center for Economic Policy Research, janvier.
- 📖 Wessel D. (2012). « Gloomy Ben: Bernanke Says Great Recession Reduced U.S. Potential Growth Rate », *The Wall Street Journal*, 20 novembre.
- 📖 White W.R. (2012). « Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences », *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 126*, septembre.  
<http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf> (consulté le 8 février 2013).
- 📖 Wolf M. (2013a), « The Case for Helicopter Money », *Financial Times*, 12 février.
- 📖 Wolf M. (2013b), « Why China's economy might topple », *Financial Times*, 2 avril.
- 📖 Yellen J.L. (2013a), « A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response », observations faites à la Conférence intitulée « A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity » organisée par l'organisation syndicale AFL-CIO, la fondation Friedrich Ebert et l'IMK, Washington, 11 février. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130211a.htm> (consulté le 14 février 2013).
- 📖 Yellen J.L. (2013b), discours prononcé à la Conférence intitulée « Rethinking Macro Policy II » organisée par le FMI, 16 avril, Washington, Conseil des gouverneurs du système de la Réserve fédérale.  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130416a.htm> (consulté le 19 avril 2013).



# **CENTRE SUD**

**Chemin du Champ d'Anier 17  
CP 228, 1211 Genève 19  
Suisse**

**Tél. : (+41 22) 791 8050  
Fax : (+41 22) 798 8531  
E-mail : [south@southcentre.int](mailto:south@southcentre.int)**

**Site Internet :  
<http://www.southcentre.int>**

**ISSN 1819-6926**