



**CENTRE
SUD**

Document
de recherche
Février 2014

50

LES ERREURS DE GESTION DE LA CRISE ÉCONOMIQUE MONDIALE AUX ÉTATS- UNIS ET EN EUROPE, LEURS EFFETS SUR LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT ET LEURS CONSÉQUENCES À PLUS LONG TERME

Yilmaz Akyüz



DOCUMENT DE RECHERCHE

50

LES ERREURS DE GESTION DE LA CRISE ÉCONOMIQUE MONDIALE AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE, LEURS EFFETS SUR LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT ET LEURS CONSÉQUENCES À PLUS LONG TERME

*Yılmaz Akyüz**

CENTRE SUD

FÉVRIER 2014

* Economiste en chef, Centre Sud, Genève. Ce document est la version révisée du rapport préparé pour le Département des affaires économiques et sociales des Nations Unies (DAES) dans le cadre du suivi de Conférence des Nations Unies sur le développement durable (Rio+20) et de Sommet des Nations Unies consacré à l'adoption du programme de développement pour l'après-2015. Ce document met à jour et approfondit le rapport d'Akyüz (2013) qui détaille les mesures prises en réaction à la crise et leur incidence sur les pays en développement. Une version préliminaire a été présentée à l'occasion de la réunion du groupe d'experts intitulée « Macroeconomic Challenges to Development Policies post-2015: Lessons from Recent Country Experiences », les 5 et 6 décembre, à New York, au siège de l'Organisation des Nations Unies. J'adresse mes remerciements aux participants à la réunion, notamment Diana Alarcón et ses collègues de la Division de l'analyse des politiques de développement et à Manuel Montes, du Centre Sud, pour leurs observations et leurs suggestions. Les mises en garde habituelles s'appliquent. Dernière date de révision : 31 janvier 2013. <http://www.southcentre.int/> 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
POB 228, 1211 Genève 19
Suisse
Tél.: (41) 022 791 80 50
Fax : (41) 022 798 85 31
south@southcentre.org
www.southcentre.org

TABLE DES MATIÈRES

I. Introduction.....	1
II. Le paysage économique mondial	3
III. Mesures prises par les états-unis et la zone euro : sophismes et obsessions néolibérales	6
<i>III.1. Pourquoi la crise tarde-t-elle tant à se résorber ?</i>	<i>6</i>
<i>III.2. Le surendettement</i>	<i>7</i>
<i>III.3. Orthodoxie budgétaire</i>	<i>10</i>
<i>III.4. Politique d'extrême aisance monétaire</i>	<i>12</i>
IV. Répercussions pour les pays en développement.....	16
<i>IV.1. Chocs et déséquilibres commerciaux.....</i>	<i>17</i>
<i>IV.2. Répercussions financières et facteurs de vulnérabilité des pays émergents.....</i>	<i>19</i>
V. Perspectives à plus long terme	24
VI. Conclusions : quelles sont les perspectives d'avenir ?	28
BIBLIOGRAPHIE	34

I. INTRODUCTION

Nombreux sont ceux qui ont peur qu'une nouvelle crise survienne avant même que l'économie mondiale n'ait pu se remettre totalement de la crise qui a éclaté il y a cinq ans. Cette peur vient principalement du fait que les causes profondes des problèmes mondiaux, à savoir l'instabilité financière, les inégalités et l'insoutenabilité des positions de la balance des paiements, n'ont pas été traitées et se sont même intensifiées à cause des politiques malavisées qui ont été appliquées en réaction à la crise aux États-Unis et en Europe.

Les mesures politiques prises aux États-Unis et en Europe en réaction à la crise n'étaient pas assez audacieuses pour relever les défis. D'abord, les États ont été réticents à mettre fin au surendettement à l'aide d'une restructuration opportune, ordonnée et complète de la dette, en annulant une partie, pour éviter le repli et la déflation. Ils ont préféré sauver les créanciers, imposant l'austérité aux débiteurs. Ces mesures ont prolongé les mesures de désendettement et la baisse des dépenses. Elles ont également aggravé les inégalités de richesses et de revenus, creusant l'écart déflationniste.

Ensuite, les États se sont tournés vers l'austérité budgétaire, abandonnant les mesures de relance qu'ils avaient prises dans un premier temps. Même si le coût net de la dette publique a considérablement diminué en raison de la chute des taux d'intérêt et de la hausse des profits dégagés par les banques centrales sur les titres de dette publique qu'elles détiennent en plus grand nombre, l'inquiétude a dominé les milieux financiers quant à la viabilité de la dette publique une fois que les taux d'intérêts et les bilans des banques centrales seraient revenus à la normale. Les banques centrales étaient peu disposées à ne plus s'opposer au financement monétaire des déficits budgétaires et à la monétisation permanente de la dette publique pour résoudre ce dilemme. Elles n'ont pas non plus envisagé d'initier une relance budgétaire sans creuser les déficits en exploitant ledit multiplicateur de budget équilibré consistant à augmenter les impôts des revenus les plus élevés afin de financer les dépenses additionnelles.

Tout cela a créé une dépendance excessive à l'égard de politiques monétaires que les autorités monétaires n'avait encore jamais expérimentées y compris la pratique de taux d'intérêt proches de zéro associés à l'assouplissement quantitatif en acquérant de nombreuses obligations à long terme des secteurs public et privé. Cette politique d'extrême aisance monétaire n'a ni réduit le surendettement ni stimulé les dépenses ; c'est pourquoi, la crise tarde tant à se résorber, une situation qui donne lieu à des pertes de revenus et d'emplois pourtant évitables et qui aggrave les inégalités. L'aisance monétaire a généré des fragilités

financières au sein et en dehors des pays en développement¹, lesquels sont exposés à une nouvelle alternance de cycles rapides d'expansion et de récession.² Les États-Unis émettant la principale monnaie de réserve, leurs politiques sont particulièrement responsables de la situation.

Les États-Unis eux-mêmes sont vulnérables, car, d'un côté, la Réserve fédérale (Fed) ne sera peut-être pas capable de changer sa politique d'extrême aisance monétaire et de ramener à la normale la taille et la structure de son bilan sans provoquer la désorganisation des marchés et, d'un autre côté, elle ne peut pas poursuivre sa politique sans créer de bulles spéculatives. La réduction des rachats d'actifs ne marque pas encore le retour du resserrement monétaire, ni le retour à la normale du bilan de la Fed. Celle-ci ne réduit pas le niveau d'actifs financiers à long terme figurant au bilan de la Fed, mais le montant des rachats mensuels. En outre, la Fed s'est engagée à maintenir les taux directeurs à des niveaux historiquement bas pour quelque temps encore. Ce n'est donc pas encore la fin de l'extrême aisance monétaire. Les marchés ont cependant déjà commencé à miser sur le retour à la normale des politiques monétaires, ce qui explique la hausse des taux à long terme et la zone de turbulences que traversent les pays émergents.

La crise a fait tomber le mythe selon lequel le Sud n'est plus lié aux caprices économiques du Nord et selon lequel les plus grands pays émergents sont devenus les nouveaux moteurs de la croissance. L'accélération de la croissance que le Sud a enregistrée avant la crise était essentiellement due à des conditions économiques mondiales exceptionnelles, mais insoutenables, liées aux bulles du crédit et de la consommation aux États-Unis et en Europe, et la forte reprise qu'il a affichée après 2009 était due à des facteurs ponctuels. Pour les pays en développement, les perspectives qui se dessinent à moyen terme sont faibles, à cause de l'incapacité des États-Unis et de l'Europe à établir les conditions nécessaires à une croissance robuste et stable et de facteurs de vulnérabilité résultant de la politique monétaire d'extrême aisance monétaire. Ils ne retrouveront probablement pas tout de suite les taux de croissance qu'ils affichaient avant et juste après la crise. Pour se diriger vers un mode de croissance fort et durable et devenir plus autonomes en matière de développement, ils doivent renforcer leurs paramètres économiques fondamentaux, rééquilibrer leurs facteurs de croissance internes et externes et s'affranchir des marchés et capitaux étrangers.

Les mesures à prendre en cas d'aggravation des difficultés financières que rencontre actuellement le Sud devraient s'écarter de celles qui ont été prises par le passé. Les pays émergents ne devraient pas utiliser leurs réserves pour financer les sorties massives et continues de capitaux, mais devraient s'efforcer de faire appel à la participation des prêteurs

¹ Dans le présent document, *pays en développement* s'entend des pays en développement tels que définis par les Nations Unies et *pays émergents* s'entend des pays émergents tels que définis par le Fonds monétaire international (FMI).

² Dès le début de la crise, il était évident qu'un cycle était en train de se former, Akyüz (2011a).

et des investisseurs privés dans la résolution des crises. Ils devraient préconiser un contrôle des changes et un moratoire temporaire de la dette. Le Fonds monétaire international (FMI) devrait, le cas échéant, soutenir ces mesures en concédant des crédits aux pays en situation d'arriérés. Cependant, à l'heure actuelle, le FMI n'a pas les ressources nécessaires pour faire face efficacement à une brusque contraction des liquidités internationales qui serait due à un resserrement monétaire aux États-Unis. Une allocation très importante de droits de tirage spéciaux (DTS), en fonction des besoins des pays et non plus en fonction des quotes-parts, serait utile. Toutefois, les banques centrales des pays avancés, notamment la Fed, ont un plus grand rôle à jouer. Étant à l'origine des facteurs déstabilisateurs qui mettent actuellement le Sud en danger, elles peuvent, et même devraient, agir comme des prêteurs quasi-internationaux de dernier ressort auprès des pays émergents ayant de lourds problèmes de liquidités en concluant des accords de crédit croisé (*swap*) ou en rachetant leurs obligations souveraines.

II. LE PAYSAGE ÉCONOMIQUE MONDIAL

Plus de cinq ans après l'éclatement de la crise financière mondiale, l'économie mondiale ne semble pas se diriger vers une expansion forte et soutenue. Après le rebond de 2010, la croissance mondiale a commencé à faiblir presque partout. Dans les années à venir, la croissance restera très probablement inférieure à son potentiel dans les pays avancés et bien en dessous des taux exceptionnels enregistrés avant la crise dans les pays en développement.

Même si l'économie américaine était à l'origine de la crise, elle a affiché de bien meilleurs résultats que d'autres pays avancés, la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni. D'abord, la récession de 2009 a été moins sévère aux États-Unis que dans les autres pays. Ensuite, l'économie américaine s'est redressée de manière continue à un taux annuel moyen de 2,3 %, enregistrant un taux de croissance positif à chaque trimestre depuis la fin de la récession mi-2009 (graphique 1). Ce taux est cependant très inférieur au taux moyen de 4 % affiché au cours des quatre premières années de périodes de redressement économique d'après-guerre. L'écart de production n'a donc que faiblement diminué. Si le taux de chômage est passé de son pic de 10 % en octobre 2009 à 7 %, cette baisse est en partie due à la non comptabilisation des demandeurs d'emploi de long terme ayant renoncé à chercher un emploi et à la chute du taux de participation au marché du travail (Cohen, 2013). À ce rythme, il faudra plusieurs autres années aux États-Unis pour rattraper le déficit de production par rapport à l'avant-crise. Selon certaines estimations, le pays ne retrouvera un taux de chômage d'avant-crise (2007) qu'en août 2018 s'il retrouve le taux de création d'emplois qu'il affichait au cours des années prospères du XXI^e siècle (Hamilton Project, 2013). Ces perspectives ne sont pas meilleures que ce qui s'est passé pendant la Grande Dépression après laquelle il aura fallu 10 ans pour que le taux de chômage revienne au niveau d'avant-crise.

La majorité des autres grands pays avancés ont de nouveau fléchi après 2009. Après une sévère récession en 2009, la zone euro, prise dans son ensemble, a enregistré 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, et ce grâce à une forte reprise en Allemagne alimentée par les exportations. Toutefois, les effets de la crise se faisant sentir dans la région, le centre de la zone euro et notamment l'Allemagne n'ont pas pu maintenir le rythme. Pendant six trimestres consécutifs, la région a enregistré une croissance négative jusqu'au deuxième trimestre 2013, la moitié des pays étant en récession. Le taux de chômage moyen a dépassé 12 % et est supérieur à 25 % en Espagne et en Grèce, c'est-à-dire plus élevé que les niveaux atteints pendant la Grande Dépression. Fin 2013, la région était en forte déflation ; les prix de production, la masse monétaire et le crédit privé étaient en baisse. Dans ses Perspectives de l'économie mondiale (janvier 2014, mise à jour), le FMI estime que la croissance de la région sera négative en 2013. Même si le rebond attendu en 2014 se concrétise, la production et le chômage resteront en deçà de leur potentiel pendant encore de nombreuses années.

Bien que les difficultés financières de la zone euro se soient considérablement apaisées, l'austérité qui se poursuit et la fatigue de l'ajustement dans les pays périphériques pourraient bien les raviver, voire provoquer l'éclatement de la zone. Toutefois, il est difficile de prévoir non seulement comment évoluera la zone euro à court terme, 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 difficultés financières aurait de graves répercussions sur les pays en développement, comme le suggèrent plusieurs hypothèses pessimistes du FMI (2012), de l'Organisation des Nations Unies (ONU) (2013) et de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (2012).

Parmi les autres grands pays avancés, le Japon n'a pas pu maintenir un taux de croissance positif : il s'est redressé après la récession de 2009, mais a accusé une nouvelle baisse en 2011. Au dernier trimestre 2012, il a enregistré son septième trimestre de contraction depuis la faillite de Lehman Brothers. En 2013, il a affiché un rebond grâce aux mesures économiques dites *Abenomics* qui, à la fin de l'année, avait restauré le revenu d'avant-crise. Or, le Japon pourrait perdre de la vitesse à cause d'un resserrement budgétaire planifié. De même, entre 2009 et fin 2012, le Royaume-Uni a affiché un taux de croissance négatif pendant 9 trimestres sur 20 et 3,7 millions d'emplois ont été supprimés. En 2013, le pays affichait le taux de croissance le plus rapide en six ans et le meilleur parmi les cinq plus grands pays de l'UE, bien que le produit intérieur brut (PIB) n'eût toujours pas retrouvé son plus haut.

Les pays en développement bénéficiaient d'une croissance exceptionnelle avant que la crise éclate, du fait de conditions mondiales très favorables, mais insoutenables, plutôt que de paramètres essentiels de croissance (Akyüz, 2012). Au cours des premiers mois de la crise,

d'aucuns pensaient qu'ils ne subiraient pas par ricochet les difficultés que rencontraient les pays avancés. Le mythe du découplage économique a resurgi quand les pays en développement se sont rapidement redressés après un court ralentissement en 2009, alors que la reprise des États-Unis restait faible et que l'Europe entrait dans un second cycle récessif.

Le FMI a été l'un des principaux défenseurs de la thèse du découplage. Ses analyses et ses projections montrent que le Fonds appréhende mal les principes fondamentaux de croissance du Sud et leurs liens avec le reste du monde. En soutenant que la croissance du Sud ne dépendait plus autant du Nord qu'avant, le FMI a sous-estimé non seulement la gravité de la crise financière, mais ses répercussions sur les pays en développement (FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2007 et avril 2008). Après 2010, il a constamment surestimé la croissance des pays en développement. Il a finalement dû reconnaître qu'il était possible que les « récentes prévisions trop optimistes soient symptomatiques de problèmes structurels plus profonds », et revoir à la baisse les prévisions à moyen terme qu'il avait faites pour ces pays (FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2013, p. 19). Dans un rapport plus récent présenté à l'occasion de la réunion du Groupe des Vingt (G-20) de Saint Pétersbourg, le FMI a abandonné l'idée selon laquelle les pays émergents étaient les moteurs de l'économie mondiale dans une humble série de volte-faces au sujet des évaluations économiques mondiales (Giles, 2013). Le FMI est arrivé à la conclusion que les « pays du monde ont beaucoup plus marché d'un même pas au plus fort de la crise financière mondiale qu'à un autre moment de ces dernières décennies [...] Cette plus forte covariation [...] a été observée dans toutes les régions géographiques et parmi les pays avancés, émergents et en développement. » (FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2013, p. 84).

En effet, la tendance haussière des mouvements de capitaux et des prix des produits de base ayant cessé, la reprise des pays avancés étant restée faible, les effets ponctuels des politiques anticycliques dans les pays en développement ayant commencé à s'estomper et la marge de manœuvre pour prendre d'autres mesures expansionnistes s'étant rétrécie, la croissance des pays du Sud, dont la Chine et d'autres grands pays en développement, a considérablement ralenti (graphique 2). En Asie, la région en développement la plus dynamique, le taux de croissance de 2013 était inférieur de cinq points de pourcentage aux taux enregistrés avant la crise ; en Amérique latine, il avait presque diminué de moitié. Les projections pour 2014-2015 ne promettent aucune amélioration majeure dans ces régions (FMI, Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2014, mise à jour).

III. MESURES PRISES PAR LES ÉTATS-UNIS ET LA ZONE EURO : SOPHISMES ET OBSESSIONS NÉOLIBÉRALES

III.1. *Pourquoi la crise tarde-t-elle tant à se résorber ?*

En commentant l'état de l'économie mondiale, l'économiste en chef du FMI, Olivier Blanchard, aurait dit qu'on ne peut pas encore parler de décennie perdue et 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 cette déclaration 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 redressement économique ne créent pas d'emplois et produisent peu d'investissements. Cela a été le cas des 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 l'épargne et des prêts et de la bulle informatique, respectivement. Pendant 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 la gestion 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 étaient peu enclins à mettre fin au surendettement à l'aide d'une restructuration opportune, ordonnée et complète de la dette et d'une redistribution des richesses des créanciers vers les débiteurs. Au lieu de cela, ils ont procédé à de vastes opérations de renflouement, qui ont accru le risque moral et les facteurs de vulnérabilité du système financier et imposé l'austérité aux débiteurs (Kuttner, 2013). Deuxièmement, les mesures macroéconomiques prises pour encourager l'ensemble de la demande, de la croissance et de l'emploi ont été inefficaces. Les gouvernements ont abandonné les mesures de relance qu'ils avaient prises initialement pour se tourner vers l'orthodoxie budgétaire et se sont reposés exagérément sur des moyens monétaires pour lutter contre la récession. Ces mesures ont non seulement donné lieu à des pertes pourtant évitables d'emplois et de production, mais aussi créé des fragilités financières susceptibles de compromettre la stabilité et la croissance future.

III.2. Le surendettement

Une des principales mesures prises aux États-Unis était le programme 2008-2009 de rachat des actifs dépréciés (*Trouble Asset Relief Programme* ou TARP) dans le cadre duquel les États-Unis ont injecté 700 milliards de dollars dans les banques dont la valeur nette devenait négative à cause de la dépréciation de leurs actifs, ainsi que dans certaines grandes entreprises du secteur automobile pour leur éviter la faillite. En outre, après avoir drastiquement baissé son taux directeur, la Fed s'est engagée dans un programme d'assouplissement quantitatif consistant à racheter des bons d'État américains et des titres adossés à des prêts hypothécaires afin de doper leurs cours. En décembre 2012, la Fed a adopté des directives avancées en annonçant qu'elle maintiendrait son taux proche de zéro et qu'elle rachèterait d'autres bons d'État pour une valeur de 85 milliards de dollars jusqu'à ce que le taux de chômage passe sous la barre de 6,5 % ou que l'inflation dépasse 2,5 % dans le cadre du troisième programme d'assouplissement quantitatif (QE3).

L'un des principaux objectifs de l'assouplissement quantitatif est de réduire le coût de la dette en abaissant les taux à long terme. Le gouvernement a également introduit deux programmes volontaires en vue d'encourager les bailleurs de fonds à réduire les charges hypothécaires mensuelles des propriétaires risquant une saisie immobilière et d'aider les propriétaires dont la valeur de leur maison était inférieure au montant de la dette hypothécaire à refinancer leur hypothèque. Or, jusqu'à présent le gouvernement n'a pas choisi d'ajuster les prêts hypothécaires accordés aux familles à leur capacité financière en obligeant les créanciers à restructurer leurs dettes.³

Ces mesures ont écarté le risque d'un effondrement bancaire et ont donc mis fin à la crise financière, mais pas à la crise économique. Elles ont aidé les banques à retrouver leur rentabilité d'avant-crise, puis à réaliser des profits record. Les quatre plus grandes banques américaines ont grossi de 30 % par rapport à la période d'avant crise et les banques dites trop grandes pour faillir sont encore plus grandes à l'heure actuelle (Warren, 2013). Or, les mesures prises n'ont que peu réduit le surendettement, elles n'ont pas empêché les saisies immobilières et elles n'ont pas relancé la concession de prêts. Certes, l'endettement des ménages a diminué de 10 % du PIB depuis le début de la crise, mais cette amélioration était surtout due aux saisies immobilières et reflète donc une contraction de la richesse des ménages. La valeur des biens immobiliers de nombreux ménages reste en dessous du principal de la dette. En outre, comme le reconnaît Bernanke (2013), l'accroissement du patrimoine net a été accaparé par les ménages les plus riches, alors que la richesse des classes

³ L'agence fédérale des États-Unis chargée du financement du logement qui régleme les deux financiers d'hypothèques parrainés par l'État, Fannie Mae et Freddie Mac, s'est toujours opposée à une réduction du principal de la dette. Mi-2012, un projet de loi bipartite a été présenté en vue de permettre aux propriétaires endettés dont la valeur de leur bien est inférieure à leur dette de réduire leurs mensualités de remboursement en échange d'une part de toute appréciation future de leur bien (un processus appelé participation à la plus-value), ce qui impliquerait de faire une conversion de créances en fonds propres. Voir Griffith (2012). Au moment de rédiger ce rapport, la loi n'était pas encore entrée en vigueur.

moyennes et défavorisées a diminué depuis la crise. L'écart de revenu entre les riches et les pauvres s'est également creusé aux États-Unis. Entre 2009 et 2011, 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). Les revenus réels des ménages de la classe moyenne sont de nos jours plus faibles qu'en 1996, ce qui a pour effet de ralentir la reprise, car les dépenses moyennes sont remises à plus tard (Stiglitz, 2013).

Dans la zone euro, les mesures prises en réaction à la crise se sont 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 excessives et d'un endettement extérieur presque aussi important que celui contracté par plusieurs pays en développement durant les décennies antérieures. Contrairement à l'analyse officielle qui a été faite, mis à part en Grèce, l'excès en matière budgétaire n'y est pas pour grand-chose (Lapavitsas et al., 2010 ; De Grauwe, 2010). C'est la dette extérieure totale, publique et privée, et non pas la dette publique totale qui est l'élément clef pour comprendre la crise de la zone euro. Par exemple, bien que la Belgique ait affiché un ratio d'endettement public plus élevé que celui de la plupart des pays de la périphérie, elle n'a rencontré aucun problème car son compte courant était excédentaire et le solde de ses avoirs extérieurs nets était positif (Gros, 2011).

Avant la crise, les pays de la périphérie touchés par la crise 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. La combinaison de deux facteurs a fortement contribué à l'accroissement rapide des déficits et de la dette extérieurs 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 opposée dans les pays de la périphérie et ceux du centre de la zone euro (tableau 3). 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, en réduisant les coûts unitaires du travail et en basant 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. Tout cela a provoqué une poussée des importations, provenant essentiellement d'autres pays de l'UE.

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 (Sinn, 2011), 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 (Atoyan et al. 2013). 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 venant des États-Unis, cette fois sous la forme de la crise des prêts hypothécaires à risque entraînant une baisse brutale des prêts.

La stratégie adoptée par les décideurs de la zone euro pour s'attaquer au problème de la dette ressemblait fortement au Plan Baker mis en place pendant la crise de la dette de l'Amérique latine dans les années 1980, consistant à octroyer des prêts publics en vue d'aider les débiteurs à s'acquitter de leurs dettes envers les créanciers privés et à imposer l'austérité (CNUCED, Rapport sur le commerce et le développement, 1988: chap. 4). À cet effet, plusieurs mécanismes ont été instaurés et utilisés en plus des prêts accordés par le FMI. La Banque centrale européenne (BCE) a également acheté des bons d'État afin d'abaisser les coûts d'emprunt des débiteurs en difficulté et a concédé aux banques des prêts à long terme à des taux d'intérêt bas pour qu'elles puissent acheter des bons d'État à fort rendement et engranger les profits réalisés sur les importants écarts de rendement.

Même si certains ont fait allusion à la nécessité de faire participer les créanciers dans la résolution de la crise, les mesures ont principalement servi à renflouer les caisses créancières. Comme l'a fait observer le président de l'autorité bancaire européenne, Andrea Enria, trop peu de banques européennes ont été affaiblies et trop d'entre elles ont survécu (Reuters, 2013). L'argent public a été utilisé pour renflouer les banques, ce qui a accru la dette souveraine. À l'inverse, les initiatives de restructuration de la dette ont peu soulagé les débiteurs. Les opérations de restructuration de la dette grecque, en 2012, n'ont pas mis fin au surendettement. La Grèce a besoin qu'on efface une grande partie de sa dette, mais près de 70 % de sa dette souveraine est détenue par le secteur public, dont notamment 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. Qui plus est, les opérations de renflouement des créanciers n'ont pas été uniformes. 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 créance. L'Irlande a accordé une garantie globale aux déposants et 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 public considérables pour remettre à flots les banques et assurer leur recapitalisation. Au contraire, à Chypre, les déposants, en particulier les déposants russes, ont accusé de lourdes pertes.⁴

Les ratios d'endettement public des pays de la périphérie ont augmenté à cause de la récession, des écarts de rendement relativement élevés et de l'échec des créanciers à se renflouer (graphique 4). Un dilemme fondamental se pose : lorsque le ratio d'endettement est élevé et que le taux d'intérêt réel est sensiblement supérieur au taux de croissance, il faudrait que l'excédent du solde primaire nécessaire pour stabiliser le ratio d'endettement soit très élevé, or les réductions des dépenses primaires pour y arriver créeraient une forte contraction

⁴ Paradoxalement, à Chypre où les opérations de sauvetage avaient pour but de pénaliser les *blanchisseurs d'argent russes*, les conversions forcées des dépôts en actions ont amené les Russes à prendre le contrôle de la Banque de Chypre. Voir Higgings (2013).

de la production et rendraient la tâche encore plus ardue. Ainsi, les ratios d'endettement de l'Espagne et de l'Irlande, qui avoisinaient 40 % au début de la crise, ont atteint respectivement 100 % et 120 %. Pour la même raison, l'intensification de la consolidation budgétaire n'a pas toujours fait baisser les déficits budgétaires.

Tous les pays touchés par l'éclatement de la bulle spéculative n'ont pas échoué pour ce qui est de mettre fin au surendettement. À cet égard, les mesures de résolution de la dette prises par l'Islande sont très différentes de celles prises par les États-Unis et l'UE. Par rapport à la taille de son économie, l'Islande a été confrontée à la plus grande faillite bancaire de l'histoire de l'économie. Pourtant, elle a réussi à restructurer le système bancaire en laissant certaines banques faire faillite et certains créanciers privés se renflouer de l'intérieur, épargnant ainsi aux contribuables et aux déposants nationaux de payer la note. Elle a imposé des contrôles sur les mouvements de capitaux pour stopper les sorties de capitaux et a transféré une grande partie de la charge vers les créanciers internationaux, dont des détenteurs d'obligations et des déposants.⁵ Qui plus est, entre fin 2008 et 2013, les banques islandaises ont effacé la dette de plus d'un quart de la population, soit 13 % du PIB de 2012. Une grosse partie de ces dettes concernait des prêts hypothécaires qui dépassaient 110 % de la valeur des biens immobiliers. Ces mesures ont largement contribué à faire sortir l'Islande de la grave récession dans laquelle elle avait plongé. L'Islande affiche un taux de croissance de 2 % par an depuis 2011, un taux de chômage d'environ 5 %, alors que les pays de la périphérie de la zone euro s'enlisent dans la récession et affichent des taux de chômage à deux chiffres.⁶

III.3. Orthodoxy budgétaire

L'incapacité de prendre des mesures directes pour mettre fin au surendettement de manière opportune et ordonnée a retardé le désendettement et prolongé la baisse des dépenses aux États-Unis et en Europe. Par conséquent, les politiques monétaires n'ont pas réussi à relancer le crédit et à stimuler les dépenses privées. Même si les politiques budgétaires sont davantage utilisées, les États-Unis comme l'Europe se sont tournés vers l'austérité, au détriment des mesures de relance qu'ils avaient prises dans un premier temps. 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.

⁵ Cependant, la résolution des banques défailtantes n'est pas terminée et plusieurs litiges sont en cours, notamment des plaintes déposées par des créanciers et des déposants au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, qui menacent la stabilité financière de l'Islande. Voir Bowers (2013) et Baldursson et Portes (2013).

⁶ En novembre 2013, le gouvernement a annoncé, contre l'avis du FMI et des agences de notation, qu'il mettait en place un nouveau programme d'allègement de la dette destiné à aider plus de 100 000 ménages ayant contracté un prêt hypothécaire, qui serait financé par des hausses d'impôts frappant les institutions financières et un abandon de créances contractées par des banques islandaises défailtantes auprès d'investisseurs étrangers, dorénavant détenues par des fonds spéculatifs qui en ont fait l'acquisition à très bas prix. Voir Reuters, « Iceland government launches debt relief package for households », 30 novembre 2013.

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 le rapport dette-PIB élevé nuit à la croissance. Ce raisonnement revient donc à penser 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 l'expression *austérité expansionniste*.

Le premier postulat implique que les multiplicateurs budgétaires soient faibles. Cette idée repose sur des théories très controversées selon lesquelles la hausse des dépenses publiques a pour effet de réduire les dépenses privées en rehaussant les taux d'intérêt et selon lesquelles le secteur privé dépenserait moins et épargnerait davantage pour anticiper les hausses d'impôts à venir qui serviraient à assurer le service de la dette publique. Ces théories ne tiennent pas la route lorsque l'économie est prise dans le piège à liquidité et que les revenus sont en baisse. Pourtant, dans les premières années de la crise, les recommandations budgétaires du FMI 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 révélées plus optimistes que les résultats effectivement enregistrés par plusieurs pays de la périphérie européenne (Weisbrot et Jorgensen 2013). 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, qu'ils 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 ; Blanchard et Leigh, 2013).

Le deuxième postulat consistant à dire qu'un rapport dette-PIB élevé pourrait compromettre la croissance est défendu dans une étude empirique, menée par Reinhart et Rogoff (2010), selon laquelle la croissance économique ralentit brutalement lorsque le rapport dette-PIB dépasse 90 %. 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 plusieurs paramètres fondamentaux mis en avant par Reinhart et Rogoff (2010) sont erronés et qu'en réalité un ratio d'endettement de 90 % est lié à un taux de croissance beaucoup plus élevé que ce que les deux auteurs avaient trouvé.

En tout état de cause, les politiques budgétaires expansionnistes ne creusent pas obligatoirement la dette et les déficits publics. L'alliance de la progressivité de l'impôt et de la hausse des dépenses publiques sont susceptibles de relancer significativement l'activité économique sans créer de déficits, ni creuser la dette ou sensiblement ralentir les dépenses privées. En période de déflation, où les dépenses privées restent minimales, le multiplicateur de budget équilibré est en général particulièrement élevé, notamment si les dépenses publiques sont financées par des impôts supplémentaires frappant les plus hauts revenus.

C'est en effet le cas aux États-Unis et au Royaume-Uni où les inégalités de revenus et de richesses sont plus prononcées que dans les autres grands pays de l'OCDE et où l'imposition est moins progressive.⁷ Cependant, l'idéologie qui sous-tend les mesures prises en réaction à la crise a exclu ces solutions socialement progressives et économiquement avantageuses.

Aux États-Unis, nul doute que les plans de relance budgétaire mis en place immédiatement après la crise des prêts hypothécaires à risque ont beaucoup contribué à amorcer la relance (Blinder et Zandi, 2007). Or, dès que l'économie a montré des signes de reprise, l'orthodoxie budgétaire a de nouveau été rétablie et les mesures budgétaires discrétionnaires n'ont pas beaucoup porté la reprise (Yellen, 2013a:4). La baisse du nombre d'emplois dans le secteur public et d'autres dépenses publiques ont réduit le taux de croissance entre 0,6 et 0,8 point de pourcentage entre 2011 et 2012. La politique d'austérité budgétaire s'est poursuivie en 2013 et des estimations montrent qu'elle a fortement ralenti la croissance du PIB (Conference Board, 2013).

Dans la zone euro, les prêts accordés aux pays débiteurs ont amené l'austérité sous forme de hausse des impôts et de baisses des dépenses et des revenus, ayant pour conséquence l'aggravation de la contraction économique. Dans une évaluation de l'accord de confirmation signé en 2010 avec la Grèce, le FMI (2013a) a reconnu qu'il avait sous-estimé les répercussions qu'avaient eu la baisse des dépenses et la hausse des impôts imposées par les opérations de sauvetage et qu'il s'était écarté de ses propres paramètres d'évaluation de la soutenabilité de la dette et qu'il aurait dû insister davantage et plus tôt pour que les bailleurs de fonds abandonnent une partie de leurs créances afin de réduire la charge de la dette grecque. La Grèce est toujours enlisée dans un grave surendettement et mettra probablement de nombreuses années à retrouver les emplois et les revenus qu'elle a perdus depuis 2008.

III.4. Politique d'extrême aisance monétaire

Les États ayant été réticents à recourir aux politiques budgétaires pour accroître la demande globale, ils sont devenus excessivement dépendants des politiques monétaires, notamment parce que l'austérité budgétaire est devenue contre-productive en affaiblissant la croissance. Les vastes programmes d'assouplissement quantitatif et les taux d'intérêt historiquement bas n'ont pas relancé les prêts accordés au secteur autre que financier et n'ont pas stimulé les dépenses publiques. Bien que la hausse rapide des réserves excédentaires des banques auprès des banques centrales provenant du rachat d'actifs, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni, ait conféré aux banques une grande marge de manœuvre pour accroître le crédit et accru leur masse monétaire sans qu'elles n'aient besoin de passer par le marché interbancaire ou d'emprunter auprès de banques centrales, par aversion au risque

⁷ Voir Piketty *et al.* (2011) qui affirme que le plus haut taux d'imposition frappant les 1 % des plus hauts revenus pourrait atteindre 80 % sans que cela nuise à la croissance et que l'impôt peut rapporter d'importantes recettes.

elles étaient peu disposées à accorder des prêts aux ménages et aux petites entreprises alors que les besoins de crédit des grandes entreprises ou leur appétit pour de nouvelles dépenses en main d'œuvre ou en matériel sont moindres étant donné que la demande stagne.⁸ Rien ne montre non plus qu'un puissant effet de richesse se soit répercuté sur les dépenses financées par l'augmentation du prix des actifs, car les gains sont principalement accaparés par les très riches.

Pourtant, les politiques d'extrême aisance monétaire, caractérisées par la baisse des taux d'intérêt à long terme et la hausse rapide du nombre de bons d'État à long terme détenus par la banque centrale, ont étendu la marge de manœuvre dans le choix des politiques budgétaires. D'un côté, elles ont occasionné des baisses significatives des intérêts à payer sur la dette publique. D'un autre côté, la majeure partie des intérêts tirés des dettes détenues par les banques centrales sont des profits qui ont été reversés au budget. Selon des estimations, avant fin 2012, aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro les coûts du service de la dette et la hausse des profits tirés par les banques centrales devraient rapporter 1 600 milliards de dollars au total (Dobbs *et al.* 2013). Cette marge budgétaire n'a pas été utilisée correctement et l'orthodoxie budgétaire a dominé. Rien qu'aux États-Unis, les profits dégagés entre 2007 et 2012 atteignaient plus de 1 000 milliards de dollars, un chiffre supérieur au plan de relance de 800 milliards de dollars appliqué pendant cette période (Amadeo, 2013). En d'autres termes, outre la marge qu'ont conférée les politiques d'extrême aisance monétaire, les mesures budgétaires discrétionnaires qu'ont prises les États-Unis ont eu des effets restrictifs.

Non seulement les politiques monétaires n'ont pas provoqué de forte relance en rehaussant les dépenses privées, mais elles ont créé de fortes fragilités financières en incitant à la recherche du rendement dans des activités « relativement risqué[e]s » dont l'émission d'obligations à haut rendement, l'émission de titres de dette subordonnée et l'octroi de prêts consortiaux à effet de levier, « phénomène qui n'est pas sans rappeler l'exubérance d'avant la crise financière » (BRI, 2013 : 1, 7). Aux États-Unis comme dans le monde entier, les investisseurs se sont tournés vers des positions à effet de levier en investissant dans des actifs financiers à long terme à l'aide de financement à court-terme. Cela a initié une forte relance, si ce n'est une bulle du prix des actifs, quand l'indice Dow Jones des valeurs industrielles, indice boursier de référence des États-Unis, a atteint des sommets historiques.⁹

⁸ La forte hausse des ratios de fonds propres des banques est un autre facteur qui a freiné le crédit. Cette mesure aidera peut-être à prévenir la prochaine crise, mais il n'en reste pas moins qu'il s'agit d'une mesure procyclique pour résoudre la crise actuelle.

⁹ Cela implique que les conditions monétaires sont trop resserrées pour l'économie réelle mais trop souples pour les marchés financiers. En termes conventionnels, cela veut dire qu'à cause du plancher limitant les taux d'intérêt à zéro, les politiques monétaires n'ont pas eu pour effet d'abaisser les taux d'intérêts au niveau nécessaire pour créer une demande suffisante afin de combler l'écart déflationniste, si, bien entendu, un tel niveau existe. Les politiques monétaires n'ont pas fait grimper l'inflation sur les marchés des biens et des services, mais elles l'ont fait sur les marchés des actifs. Par conséquent, empêcher la formation de bulles spéculatives et asseoir la croissance sont deux objectifs qui dépendront fortement de l'expansion et de la répartition budgétaire des riches vers les pauvres.

Cette situation a inquiété la Fed, Bernanke (2013) ayant averti que le prix des actifs risquait de se dissocier des fondamentaux de l'économie, et donc que les prix risquaient d'être fixés erronément (FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde, avril 2013 et Yellen 2013b). 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). Si elle se poursuit encore longtemps, des bulles du crédit et des actifs pourraient commencer à se former et atteindre des niveaux critiques, et finir par provoquer une autre alternance de cycles rapides d'expansion et de récession (Roubini, 2013). Comme la future gouverneur de la Fed, Janet Yellen, l'a dit, même si aucune bulle des actions ou de l'immobilier ne s'est peut-être encore formée, plus l'assouplissement quantitatif dure, plus la stabilité financière est en danger (Fontevicchia, 2013). Or, il sera difficile d'en sortir sans dérégler les marchés et sans nuire à la croissance (Stein, 2013). Bien que la Fed et le FMI semblent se rendre compte des risques à long terme pesant sur la stabilité et la croissance, 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.

Vu que les grandes quantités de liquidités injectées dans le système bancaire au titre de l'assouplissement quantitatif n'ont pas eu pour effet d'augmenter le crédit et les dépenses privées, une solution aurait pu consister à mettre directement les liquidités à disposition de ceux qui sont prêts à dépenser mais ne peuvent pas parce que leur budget est très serré et qu'ils sont endettés. Milton Friedman propose depuis longtemps de lâcher des billets de banque depuis un hélicoptère pour prévenir la déflation. Dans un discours donné en 2002, avant qu'il ne devienne gouverneur de la Fed, Bernanke a évoqué le lâcher d'hélicoptère comme une manière d'inverser la déflation en affirmant que le gouvernement des États-Unis possède une technologie, l'imprimante (ou, à l'heure actuelle, son équivalent électronique), grâce à laquelle il peut imprimer autant de billets qu'il le souhaite à un coût presque nul et qu'un gouvernement déterminé peut toujours générer une hausse des dépenses et, donc, une inflation positive. Selon lui, les mesures visant à contrer la déflation pourraient être beaucoup plus efficaces si les autorités monétaires et budgétaires coopéraient ; en outre, les réductions d'impôt financées par la création monétaire reviennent essentiellement à opérer le lâcher d'hélicoptère préconisé par Milton Friedman. Il a également dit qu'au lieu de réduire les impôts, le gouvernement pouvait opter pour financer les dépenses en biens et services courants en créant de la monnaie (Bernanke, 2002 : 4, 6).

Or, l'assouplissement quantitatif est un échange d'actifs, des billets nouvellement imprimés pour acheter des obligations dont des actifs toxiques figurant dans les bilans des banques, il ne s'agit pas d'un lâcher d'hélicoptère qui esquive le système bancaire. Les rachats de bons du Trésor à long terme opérés par la Fed ne donnent pas au gouvernement les ressources à taux zéro et non génératrices d'endettement à moins que la dette soit monétisée indéfiniment. Tant que les bons que la Fed a acquis restent dans son bilan, ils n'occasionnent aucun coût net pour le gouvernement grâce aux profits dégagés évoqués précédemment. Or,

dès que le bilan de la Fed s'inverse et que les bons sortent de son bilan (c'est-à-dire, lorsqu'ils arrivent à échéance avant d'avoir été remplacés ou s'ils sont liquidés), les profits s'assèchent. Si à cela s'ajoute le retour à la normal des taux d'intérêt, les coûts du service de la dette augmentent significativement. Par conséquent, la monétisation permanente de la dette publique est une solution viable pour contrer la déflation et pour assurer la viabilité de la dette à long terme.¹⁰ Les arguments en faveur du libre recours au financement monétaire s'appliquent également aux déficits provenant de l'effacement de dettes et d'opérations de renflouement visant à recapitaliser les banques insolvables. Il sert à stabiliser le système bancaire sans accentuer la dette publique et, par conséquent, à transférer les problèmes de solvabilité des banques aux États, comme cela a été le cas dans les pays de la périphérie de la zone euro (Turner, 2013b).

Dans des conditions déflationnistes, les dépenses ou les réductions d'impôts *financées par la création monétaire* ne doivent pas être plus risquées que les politiques d'extrême aïssance monétaire pour la stabilité financière, puisque les liquidités ainsi créées ne seront pas directement utilisées sur les marchés des actifs. Selon l'ancien président de l'Autorité britannique des services financiers, les efforts déployés pour éviter l'inversion de l'effet de levier en pratiquant une politique monétaire accommodante pourrait créer de graves facteurs de vulnérabilité et, l'idée selon laquelle la monétisation des déficits budgétaires n'est, par nature, pas plus inflationniste que les leviers politiques utilisés pour stimuler la demande ne repose sur aucun fondement technique.¹¹ Au contraire, selon lui, 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 (Turner 2013a: 24 ; voir aussi White 2013 ; Turner 2013b ; Wolf 2013a). Toutefois, aucun pays développé en crise n'a brisé le tabou et n'a mis fin à son idée fixe de financer directement les déficits budgétaires et de monétiser la dette publique de façon permanente alors même que des banques centrales, dont la Banque d'Angleterre, auraient envisagé de recourir à cette possibilité.¹²

De nombreuses études ont montré que la récession aurait été plus forte et le chômage plus élevé dans les pays développés frappés par la crise s'ils n'avaient pas pris des mesures d'extrême aïssance monétaire.¹³ Cela ne fait aucun doute. Il n'empêche que ces études n'ont

¹⁰ Pour cela, il y a deux manières de procéder. Le gouvernement peut émettre de la dette directement auprès de la banque centrale pour financer la hausse de ses dépenses ou la banque centrale peut acheter de la dette dans des opérations d'assouplissement quantitatif. Dans les deux cas, la banque centrale s'engage à ne pas inverser l'extension de son bilan provenant de l'acquisition de bons d'État supplémentaires.

¹¹ Si une hausse permanente de la masse monétaire provenant du financement du déficit s'avère inflationniste, il est possible de la réduire en recourant aux réserves obligatoires des banques plutôt qu'en vendant des bons du Trésor. Voir Turner (2013).

¹² Voir *Financial Times*, "Waiting for Growth. Bank of England must get its Money into the Economy", 12 août 2012. En 2011, Bernanke a mis de côté la possibilité de concéder des prêts directement aux États et aux gouvernements locaux, invoquant que la Fed avait une autorité juridique limitée en la matière et qu'elle ne souhaitait pas en faire usage. Voir *Wall Street Journal* "Bernanke Rejects Bailouts", 8 janvier 2011.

¹³ Voir par exemple, FMI (2013b). Pour un état des lieux et un bilan des politiques monétaires non conventionnelles sur la répartition et la stabilité, voir Dobbs et al. (2013). Une étude réalisée par la Banque

pas exploré comment l'emploi ou la production auraient pu évoluer si d'autres mesures avaient été prises, notamment la restructuration ordonnée et complète de la dette, la monétisation permanente des déficits et de la dette publics, ou le financement de dépenses publiques supplémentaires par la progressivité de l'impôt, en comparaison des mesures réellement adoptées qui combinent l'orthodoxie budgétaire, le sauvetage des créanciers et l'extrême aisance monétaire. Elles n'examinent pas non plus les éventuels coûts que pourraient engendrer les facteurs de vulnérabilité créés par toutes ces mesures combinées.

IV. RÉPERCUSSIONS POUR LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT

Le fait que les pays développés n'ont pas réussi à se redresser rapidement et à éliminer les écarts de revenus et d'emplois a exposé les pays en développement, essentiellement les plus grands exportateurs de produits manufacturés et les petits pays qui dépendent fortement des marchés américains et européens, à des chocs commerciaux abrupts et soutenus. Cela étant, encore récemment, la croissance des pays en développement restait robuste après un premier ralentissement en 2009. Trois facteurs ont joué un rôle majeur.

Premièrement, les pays en développement ont rapidement pris de fortes mesures anticycliques sans précédent à l'aide de moyens monétaires et budgétaires, en comptant toujours davantage sur la demande intérieure pour booster la croissance ; cela grâce à des positions budgétaires, de la balance des paiements et des réserves internationales favorables construites au cours de la précédente période d'expansion (Akyüz, 2012). Deuxièmement, les mesures prises par la Chine en réaction à la crise consistant à investir massivement dans les infrastructures et l'immobilier pour compenser la baisse de ses exportations à destination des pays développés a donné un coup de fouet aux exportateurs de produits de base. Troisièmement, malgré les protestations occasionnelles à l'encontre des pressions exercées sur leur monnaie à cause de l'expansion rapide des liquidités dans les principaux pays développés, les conséquences de l'extrême aisance monétaire sur les pays en développement ont généralement été bénignes. Elle a largement contribué à rapidement relancer les entrées de capitaux privés après leur fuite qu'avait provoquée la faillite de Lehman Brothers, et a, par conséquent, aidé de nombreux pays en développement déficitaires à rehausser la demande interne sans qu'ils ne rencontrent de difficultés liées à la balance des paiements.

fédérale de San Francisco a montré que le deuxième programme d'assouplissement quantitatif (QE2) a fait augmenter le taux de croissance de 2010 de 0,13 point de pourcentage seulement et que les directives avancées en matière de taux d'intérêt ont plus d'effets que les rachats d'actifs ; voir Curdia et Ferrero (2012). D'après Reinhart et Rogoff (2014) qui ont étudié 100 crises bancaires systémiques ayant touché les Etats-Unis et d'autres pays, il faut en moyenne huit ans pour qu'un pays retrouve le niveau de revenu par habitant d'avant-crise, alors qu'il aura fallu 6 ans aux Etats-Unis pour se remettre de la crise actuelle. Cependant, l'étude ne se penche pas sur l'emploi et les salaires, et ne montre pas qui sont ceux dont les revenus augmentent, ni dans quelle proportion leurs revenus augmentent.

Le rythme n'a cependant pas pu être maintenu. D'abord, dans les pays en développement, sauf la Chine et quelques autres, les contraintes budgétaires et de la balance des paiements ont commencé à se faire sentir lorsqu'ils se sont tournés vers une croissance tirée par la demande intérieure, causant un resserrement budgétaire.¹⁴ En outre, la Chine n'a pas pu continuer à combler la baisse de la demande au moyen d'investissements à cause de plusieurs problèmes, notamment la surcapacité et le surendettement, créés par son plan de relance. Enfin, les entrées de capitaux ont ralenti, puis sont devenues très instables, d'abord à cause de l'aggravation de la crise de la zone euro, puis des prévisions de réduction du montant des rachats mensuels d'actifs. À un stade plus avancé de la crise, il est alors devenu plus difficile pour les pays en développement de maintenir un taux de croissance élevé ; ils ont perdu le rythme à partir de 2011, leur croissance tombant bien en dessous des taux affichés avant la crise et juste après la faillite de Lehman Brothers.

IV.1. Chocs et déséquilibres commerciaux

Le commerce a de loin été le principal canal de transmission des impulsions restrictives qui ont touché les pays en développement et qui ont résulté de la crise financière et de la récession aux États-Unis et dans l'UE. Si tous les pays en développement ont été frappés directement ou indirectement, les effets ont varié d'un pays à l'autre en fonction de leur degré de dépendance aux exportations, du poids relatif de leurs marchés dans les pays avancés et du contenu en importation de leurs exportations.¹⁵ La réduction des exportations des pays en développement à destination des États-Unis et de l'Europe a aussi causé une nette baisse des importations utilisées pour l'exportation et la consommation et l'investissement internes. Tous ces effets cumulés ont fait régresser le volume des échanges commerciaux mondiaux proportionnellement à la diminution du volume des importations des pays développés.

Les chocs commerciaux ont été particulièrement durs en Chine, car le pays dépendait des exportations vers les pays développés. De 2002 à 2007, les exportations chinoises ont progressé de plus de 25 % par an, ce qui représentait environ un tiers de la croissance du PIB, en tenant compte de leur teneur en importation. Pour les plus petits pays exportateurs d'Asie de biens manufacturés, la dépendance aux exportations vers les pays avancés 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 pays avancés, 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). Le ralentissement des importations en Europe a aussi

¹⁴ D'après Ortiz et Cummins (2013), beaucoup de pays en développement ont opté pour l'austérité budgétaire après 2010 ; les coupes budgétaires hâtives se sont alors généralisées.

¹⁵ A propos de la dépendance relative des pays en développement aux exportations, voir CNUCED (2009).

eu des répercussions particulièrement lourdes sur l'Afrique à cause des liens commerciaux qu'ils entretiennent (FMI, 2011, OCDE, 2012 ; Massa *et al.* 2012).

Les mesures anticycliques que les pays importateurs de produits de base, notamment la Chine et dans une moindre mesure l'Inde, ont prises en réaction à la crise ont fortement contribué à faire repartir à la hausse les prix des produits de base après la brusque baisse qu'ils avaient enregistrée en 2008 (graphique 5). Quand la Chine est passée d'une croissance tirée par les exportations à une croissance tirée par l'investissement, ses importations de produits de base ont explosé du fait de l'investissement dans l'immobilier et les infrastructures qui sont des domaines à plus fort contenu en produits de base, particulièrement les métaux, que les exportations de produits manufacturés, largement dépendants des importations de composantes et pièces détachées. Les importations chinoises de matières premières ont doublé entre 2009 et 2011, alors que les importations des produits manufacturés n'ont augmenté que de 50 %. 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. À mesure que la croissance chinoise et indienne ralentissait après 2011, les prix des produits de base ont atteint un palier avant de brusquement reculer, pour certaines catégories de produits, notamment les métaux.

Tout cela 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 pays avancés. Les importations chinoises en provenance des pays en développement représentaient une grande part des échanges commerciaux Sud-Sud et étaient principalement utilisées, de manière directe ou indirecte, pour exporter des produits manufacturés vers les pays avancés (Akyüz, 2012). Lorsque la Chine s'est tournée 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, mais une plus grande part des importations a été utilisée pour répondre à la demande intérieure. Ainsi, la Chine est devenue le marché le plus important de beaucoup de pays en développement exportateurs de produits de base. 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. À l'heure actuelle, 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.

La crise n'a pas éliminé mais redistribué les déséquilibres commerciaux mondiaux. Avant la crise, les pays en développement pris dans leur ensemble affichaient un excédent courant de plus de 700 milliards de dollars alors que le compte courant des États-Unis et, dans une moindre mesure, de la zone euro étaient déficitaires. L'Allemagne, le Japon et la Chine enregistraient tous d'importants excédents, leur croissance reposant sur les exportations. Le PIB progressait plus rapidement que la demande intérieure et la part de la consommation privée dans le PIB diminuait dans les trois pays (tableau 1) (Akyüz 2011b). Après la crise, en Allemagne, la demande intérieure est restée atone et l'excédent général s'est

rapidement accru, atteignant 260 milliards de dollars, soit plus de 7 % du PIB fin 2013, malgré une sensible baisse de son excédent courant vis-à-vis de la zone euro ; en d'autres termes, l'Allemagne a enregistré un excédent croissant vis-à-vis du reste du monde. Tout cela, conjugué à la diminution massive des importations dans les pays de la périphérie, a converti le déficit de 100 milliards de dollars de la zone euro en un excédent de 300 milliards de dollars. À l'inverse, l'excédent chinois a chuté de son pic de 10 % du PIB en 2007 à 2,5 %, une chute qui a été une des principales causes de la baisse abrupte de l'excédent des pays en développement tandis que le Japon commençait à enregistrer un déficit commercial au deuxième trimestre 2013.

IV.2. Répercussions financières et facteurs de vulnérabilité des pays émergents

Bien que la poussée des entrées de capitaux privés dans les pays émergents qui avait commencé au début des années 2000 se soit terminée quand les investisseurs se sont tournés vers des placements plus sûrs à la suite de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, le redressement a été rapide, soutenu par des politiques monétaires aux États-Unis et en Europe et par une évolution de la perception du risque à l'égard des pays avancés (graphique 6). Entre 2010 et 2012, les entrées de capitaux en termes nominaux absolus se situaient légèrement en dessous du pic atteint en 2007, mais représentaient une part plus petite dans le PIB des pays bénéficiaires, environ 4 % contre 8 % en 2007. Cette faiblesse relative des entrées de capitaux privés étaient, en grande partie, le résultat de forts ralentissements des entrées de capitaux dans les pays émergents à cause des lourdes retombées de la crise de la zone euro. À l'inverse, les flux nets de capitaux en Asie et en Amérique latine dépassaient les records atteints avant la crise (graphique 7).

La poussée des entrées de capitaux a initié un fort redressement des marchés monétaires, des actions et des obligations dans les plus grands pays en développement, qui avaient subi de fortes pressions juste après la faillite de Lehman Brothers. Alors que la majorité des pays en développement se sont réjouis du retour des capitaux et de la flambée du cours des titres qui s'en est ensuivie, nombre d'entre eux, notamment les pays déficitaires, étaient ambivalents quant à leurs effets haussiers sur les taux de change (graphique 8). Nombreux sont ceux qui ont considéré que les mesures d'extrême aisance monétaire adoptées par les pays avancés étaient destinées à opérer des dévaluations compétitives appauvrissant le voisin, cela afin de 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).

Beaucoup de pays en développement d'Asie sont intervenus lourdement sur le marché des changes, en affectant les capitaux aux réserves et en s'efforçant de stériliser ces interventions par l'émission d'emprunts d'État. Ces pays ont évité de fortes appréciations de

leur monnaie. 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. Toutefois, les tendances haussières des monnaies des pays en développement ayant continué, les pays se sont tournés de manière inédite vers le contrôle des mouvements de capitaux. Habituellement, plutôt que les restrictions directes, ce sont les mesures axées sur le marché qui sont utilisées, dont les réserves obligatoires, les taxes et les périodes de détention minimum.

Ces mesures n'étaient pas tant utilisées pour prévenir la formation de bulles des titres que pour prévenir l'appréciation monétaire. Dans l'ensemble, elles 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'investissement 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.

Il est vrai que certains pays en développement sont liés à des accords bilatéraux d'investissement (ABI) et des accords de libre-échange (ALE) conclus avec des pays avancés qui interdisent le contrôle des capitaux. Or, les demi-mesures plutôt que les obligations internationales ont largement contribué à faire échouer le contrôle des entrées de capitaux. Par exemple, même sans ces obligations, le Brésil n'a pas pu éviter que sa monnaie s'apprécie fortement et que sa balance des paiements extérieurs se détériore, alors que la Corée a réussi à contrôler les capitaux entrants et à prévenir les appréciations bien qu'elle fasse partie de l'OCDE et qu'elle soit par conséquent soumise aux dispositions du Code de la libération des mouvements de capitaux et des opérations invisibles courantes (Chamon et Garcia, 2013 ; Singh, 2010). En réalité, le won coréen a été la monnaie la plus faible de toute la période d'après-crise ce qui a fait dire que la Corée et le Royaume-Uni sont les acteurs les plus agressifs de la guerre des changes de ces cinq dernières années et demie (Ferguson 2013).

Dans les pays en développement, les entrées de capitaux ont ralenti et sont devenues instables, d'abord à cause de l'aggravation de la crise de la zone euro, puis des prévisions de réduction du montant des rachats mensuels d'actifs au titre du troisième programme d'assouplissement quantitatif (QE3). Cependant, même si la plupart des pays en développement sont entrés dans une période d'accalmie après 2011, beaucoup d'entre eux ont vu leurs déficits courants s'agrandir. C'est donc lorsque les pays en développement avaient le plus besoin de capitaux étrangers que ceux-ci ont décliné et fluctué. S'en est ensuivi une inversion des pressions haussières sur les monnaies et les titres dans plusieurs pays émergents. Les contrôles des entrées de capitaux ont été levés et les critiques contre les politiques d'extrême aisance monétaire adoptées par les pays avancés ont cessé. Des pays ont même pris des mesures visant à attirer les capitaux étrangers.

La crise de la zone euro a entraîné un regain de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale et une préférence accrue pour les actifs relativement sûrs. Elle a également eu des conséquences directes sur le volume des mouvements mondiaux de capitaux. Avant la crise, 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, les sorties de capitaux ont fortement chuté en Europe, enregistrant un volume d'à peine 300 milliards par an entre 2008 et 2011.¹⁶ La crise de la zone euro a également engendré une très forte volatilité mensuelle des entrées de capitaux dans les pays en développement qui sont devenues de plus en plus sensibles aux nouvelles provenant de cette région.

Par la suite, en 2013, l'arrivée de capitaux est aussi devenue fonction des déclarations de la Fed au sujet des rachats d'actifs et de la situation économique des États-Unis. L'ironie veut que les chiffres du chômage et de la croissance plus faibles que prévus ont souvent donné lieu à une ruée vers les marchés des titres et monétaires dans les pays émergents, en particulier ceux qui dépendent des capitaux étrangers, étant donné que cela impliquait le report de la réduction des rachats d'actifs et du retour à la normale des politiques monétaires. Cela montre que ces pays sont bien plus exposés aux chocs financiers provoqués par la réduction de l'assouplissement quantitatif et par le resserrement monétaire qu'au choc commercial provenant de la stagnation de la demande aux États-Unis.

Lorsque la Fed a annoncé en mai et juin 2013 qu'elle pourrait commencer à réduire le montant des rachats mensuels d'actifs pendant l'été, le taux des bons du Trésor à 10 ans a bondi, passant de 1,7 % à presque 3 % et les entrées de capitaux dans les pays en développement ont chuté. Cela étant, les faibles données économiques qui ont suivi ont forcé la Fed à remettre à plus tard la réduction de l'assouplissement quantitatif, ce qui a donné de l'élan aux marchés des titres presque partout et aux marchés des changes dans les pays émergents. Après des chiffres mensuels du chômage relativement bons et une intensification des inquiétudes au sujet de l'efficacité et des risques que présentent l'assouplissement quantitatif, la Fed a décidé, en décembre 2013, de réduire progressivement, à partir de 2014, le montant des rachats de titres qu'elle effectuait, en commençant par une réduction modeste de 10 milliards de dollars en janvier, mais a tempéré cette mesure en indiquant que les taux directeurs resteraient probablement inchangés jusque fin 2015 (Cassidy 2013).

Au départ, les marchés financiers ont bien réagi à la fin de l'incertitude quant à la réduction des rachats d'actifs et à la confirmation que les taux directeurs resteraient historiquement bas encore deux ans. Puis, au cours des premières semaines de 2014, les marchés des changes et des titres de plusieurs pays émergents ont été sous pression, faisant craindre un nouveau cycle de crises dans ces pays. La plupart d'entre eux se trouvaient dans des situations instables, enregistrant d'importants déficits courants. Bien que la combinaison

¹⁶ IIF (janvier 2012). Voir aussi Lund et al. (2013) en ce qui concerne la baisse des créances transfrontalières des banques de la zone euro.

de plusieurs facteurs ait contribué à ce rapide retournement de situation, y compris l'instabilité politique dans certains pays et des inquiétudes grandissantes concernant la stabilité et la croissance de la Chine, un revirement des prévisions du rythme auquel serait effectuée la réduction des rachats de titres, généré par une croissance plus forte que prévue au deuxième trimestre 2013, a été déterminant. À très court terme, la confusion et l'instabilité risquent de prédominer. Même si l'agitation actuelle n'évolue pas en une crise généralisée, beaucoup de pays émergents restent très vulnérables, notamment vis-à-vis du moment où la Fed passera de l'assouplissement quantitatif au resserrement quantitatif et où les taux directeurs proches de zéro deviendront positifs.

La nature des facteurs de vulnérabilité des pays émergents aux crises financières provenant des pays avancés s'est sensiblement modifiée au cours des dix dernières années, à cause de l'évolution de la nature et de la composition des passifs externes pendant les poussées des entrées de capitaux qui ont eu lieu avant et après la faillite de Lehman Brothers (Akyüz, 2011a). Les gouvernements des pays émergents qui s'appuyaient sur les marchés extérieurs pour satisfaire leurs besoins financiers se tournent de plus en plus vers les marchés internes, ouvrant les marchés obligataires internes aux non-résidents. Fin 2012, la dette des marchés locaux dans les pays émergents, comprenant la dette publique et des entreprises, a atteint plus de 9 100 milliards de dollars et la part des valeurs détenues par les non-résidents a atteint un pic jamais atteint de 26,6 %, contre 12,7 % en 2008, une proportion qui dépasse même 40 % dans certains pays (Banque mondiale, 2013). La hausse des taux d'intérêt et l'appréciation des monnaies dans les pays émergents ont largement contribué à attirer les étrangers sur le marché local de la dette en créant des occasions de réaliser des opérations spéculatives sur écart de rendement (*carry trade*) très rentables.

Alors que la hausse du nombre de titres émis en monnaie locale acquis par des non-résidents a transmis les risques associés aux taux de change et aux taux d'intérêt sur les non-résidents et a diminué l'exposition des pays émergents aux risques liés aux opérations de change, la présence étrangère accrue sur les marchés intérieurs a renforcé leurs liens avec les marchés financiers mondiaux et accentué leur exposition aux crises financières extérieures. Cela est vrai même pour les pays dont la position de la balance des paiements et des réserves internationales est forte, comme cela a été le cas en Asie pendant la crise où les marchés des titres intérieurs de plusieurs pays ont enregistré d'importants replis. La fragilité s'est accrue car de nombreux créanciers et investisseurs opérant des opérations spéculatives sur écart de rendement sur les marchés de la dette locaux des pays émergents sont lourdement endettés et donc exposés aux fluctuations des conditions monétaires aux États-Unis.

À l'inverse, depuis le début de la crise, les taux d'intérêt exceptionnellement bas pratiqués dans les pays avancés et les faibles primes de risque ont encouragé les entreprises financières et non financières des pays émergents à contracter des emprunts à l'étranger en monnaies de réserve, ce qui a accentué l'exposition du secteur privé à l'instabilité des taux d'intérêt et des taux de change (FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde, avril 2013 ; Oprita 2013). D'après les données de la Banque des règlements internationaux (BRI),

entre 2010 et mi-2013, le financement de la dette extérieure nette a atteint 1 900 milliards de dollars dans les pays émergents, pour lesquels plus de 1000 milliards correspondaient à des obligations et le reste à des emprunts bancaires. Pendant cette période, les émissions d'obligations d'entreprises représentaient 830 milliards de dollars. Ces émissions provenaient principalement d'entreprises non financières, tandis que les banques des pays émergents avaient essentiellement recours aux emprunts bancaires internationaux. Le nombre net d'obligations émises par les entreprises des pays émergents est resté élevé au troisième trimestre 2013 malgré l'agitation créée par les prévisions concernant la réduction de l'assouplissement quantitatif par la Fed (Turner, 2013). À la mi-2013, les émissions d'obligations d'entreprises issues des pays émergents sur les places financières étrangères étaient plus nombreuses que les émissions d'entreprises de pays avancés (McCauley *et al*, 2013).

Par conséquent, plusieurs pays émergents sont très fortement exposés à la décision des États-Unis de prendre des mesures de resserrement monétaire, à cause de l'accumulation rapide de la dette extérieure privée et du renforcement de la présence étrangère sur les marchés obligataires intérieurs. Ceux qui enregistrent des déficits courants conséquents le sont particulièrement, puisque, au cours des années précédentes, ces déficits ont de plus en plus souvent été financés par la dette plutôt que par le flux d'investissements.¹⁷ Il est vrai que bon nombre de ces pays ont aussi accumulé de très grandes réserves internationales ; il n'empêche que celles-ci pourrait s'assécher rapidement, car elles proviennent d'entrées de capitaux (en d'autres termes, il s'agit d'emprunts) et non pas d'excédents du compte courant. Même les pays dont les positions de la balance des paiements et des réserves sont fortes, comme la Chine, pourraient être durement frappés par une remontée des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis à cause de l'endettement croissant de ses entreprises à l'étranger.¹⁸ Trois des cinq pays formant le groupe BRICS que les marchés financiers qualifiaient il y a dix ans de *pays émergents* ayant les plus belles perspectives économiques, à savoir l'Afrique du Sud, le Brésil et l'Inde, sont désormais rangés par Morgan Stanley (Lord, 2013) dans la catégorie des *cinq fragiles*, avec l'Indonésie et la Turquie, d'autres étoiles montantes de ces dernières années.

¹⁷ Entre 2009 et 2012, l'émission d'obligations privées a été multipliée par 2,5 alors que l'émission d'actions a diminué. Voir FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde, octobre 2013.

¹⁸ Voir Turner (2013) à propos des voies de transmission des effets qu'a un arrêt brutal sur l'octroi de prêts internationaux aux systèmes bancaires intérieurs dans les pays émergents.

V. PERSPECTIVES À PLUS LONG TERME

La reprise après la Grande Récession est encore incomplète et fragile et les perspectives qui se dessinent pour le long terme ne sont pas très bonnes. L'éventualité que la croissance économique mondiale adopte un rythme stable et fort est mince. L'écart déflationniste, qui s'explique par la sous-consommation provenant de la part toujours plus faible des salaires dans le PIB dans tous les pays avancés dont les États-Unis, l'Allemagne et le Japon, ainsi qu'en Chine (graphique 9), est un problème systémique capital.¹⁹ Jusqu'à l'éclatement de la crise, la déflation mondiale a été évitée sous l'effet de poussées de consommation et de l'essor de l'immobilier, tous deux alimentés par les bulles du crédit et des actifs aux États-Unis et dans les pays de la périphérie européenne. 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 de nombreux autres pays en développement, souvent soutenue par une poussée des mouvements de capitaux. L'expansion dynamisée par l'endettement a accentué les facteurs de vulnérabilité financière et les déséquilibres de la balance des paiements, pour finalement engendrer la Grande Récession.

La crise a produit de nouvelles causes de fragilité financière, à cause d'une dépendance excessive aux politiques d'extrême aisance monétaire. Elle a accentué la tendance à la sous-consommation et élargi l'écart déflationniste en creusant les inégalités tant aux États-Unis qu'en Europe. En outre, elle n'a pas éliminé mais redistribué les déséquilibres de la balance des paiements. L'Allemagne est devenue le centre des déséquilibres mondiaux, à la place de la Chine. Elle garde un contrôle de la demande intérieure et crée une tendance déflationniste pour l'économie mondiale, ainsi que pour la zone euro (US Department of the Treasury, 2013b).

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. La croissance américaine est fragile. D'aucuns craignent que l'insuffisance de la demande se révèle pérenne et que la stagnation soit séculaire (Summers 2013; Krugman 2013). Il est difficile pour les États-Unis de s'orienter à court terme vers une croissance tirée par les revenus.²⁰ De même, ils pourront difficilement adopter une croissance tirée par les exportations, car, pour cela, il faudrait que les exportations progressent fortement et plus vite que la demande intérieure et que la part de la consommation des ménages dans le PIB diminue. Ainsi, il faut surtout se demander si les États-Unis seraient enclins à reprendre leurs

¹⁹ La financiarisation, le désengagement de l'État-providence et la mondialisation de la production en sont les principales causes. Voir Stockhammer (2012) et Akyüz (2011b).

²⁰ Pour ce qui est de la croissance tirée par les revenus, voir Lavoie et Stockhammer (2012).

vieilles habitudes en laissant les bulles spéculatives du crédit et des actifs se former dans le but de générer une croissance relativement rapide.²¹

Cette inclination est étroitement liée à la fin de la politique d'extrême aisance monétaire. Pour en terminer avec cette politique, non seulement il faut mettre un terme aux taux directeurs proches de zéro mais il faut aussi que le bilan de la Fed revienne à la normale (il faut fortement réduire sa taille et faire en sorte qu'il se compose de nouveau de bons du Trésor à court et moyen termes). Comme annoncé, la Fed a commencé à réduire le montant des rachats mensuels d'actif en janvier 2014. Cela ne marque pas pour autant le début du resserrement monétaire, tel que souligné par Bernanke après la réunion de la Fed en décembre 2013 (Cassidy, 2013). D'une part, la Fed s'est engagée à maintenir les taux directeurs à des niveaux historiquement bas pour quelque temps encore, même une fois que le taux de chômage sera passé sous la barre des 6,5 % et tant que l'inflation demeure faible. D'autre part, celle-ci ne réduit pas le niveau d'actifs financiers à long terme figurant au bilan de la Fed, mais le montant des rachats mensuels. Cela veut dire que les politiques d'extrême aisance monétaire continuent bel et bien. Les marchés ont cependant déjà commencé à miser sur le retour à la normale des politiques monétaires, ce qui explique la hausse des taux à long terme et la zone de turbulences que traversent les pays émergents.

Il n'y a aucune information claire précisant quand la Fed commencera à ramener son bilan à la normale. Pour en finir progressivement avec cette politique, selon un processus où la Fed réduirait le nombre de bons à long terme qu'elle détient au fur et à mesure qu'ils arrivent à échéance, il faudrait que le bilan de la Fed reste gonflé et composé majoritairement de titres à long terme pour plusieurs années encore à cause de la longueur des échéances.²² Cela étant, accélérer le retour à la normale de son bilan en liquidant tous les bons qu'elle détient pourrait poser plusieurs problèmes. Selon les prévisions qui ont été établies dans un récent rapport du Trésor américain et qui 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 risquerait de grimper de 200 points de base d'ici 2018 et le rendement moyen des emprunts d'État passerait de 1,7 % à 4,3 % au cours de ces dix prochaines années (US Department of the Treasury, 2013a). Le dollar risquerait de grimper si d'autres pays avancés n'agissaient pas de même et la croissance pourrait ralentir. Des problèmes budgétaires pourraient

²¹ D'après Summers (2013) et Krugman (2013), l'écart déflationniste et le risque de stagnation séculaire sont dus au fait que les taux d'intérêt réels ne peuvent pas être ramenés en dessous de zéro (à des valeurs négatives) ce qui serait nécessaire pour générer des dépenses adéquates à cause d'un plancher limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro et de l'incapacité des autorités monétaires à relever l'inflation sur les marchés des biens et des services. Ainsi, les auteurs affirment que l'inflation (bulles spéculatives) sur les marchés des titres pourrait être nécessaire pour combler l'écart déflationniste et éviter la stagnation séculaire. Toutefois, une solution réelle pourrait être de s'attaquer aux causes de l'écart déflationniste, notamment l'accentuation des inégalités et de la sous-consommation et l'orthodoxie budgétaire. Voir la critique de Wray (2013) de la croissance fondée sur les bulles spéculatives.

²² D'après Lenzner (2013a), après quatre ans d'assouplissement quantitatif, la Fed a accumulé 36 % de tous les bons du Trésor de 5 à 10 ans et 40 % des bons du Trésor à 10 ans, ainsi que 25 % de tous les titres adossés à des prêts hypothécaires n'appartenant pas à Fannie Mae et Freddie Mac.

également survenir. Des simulations réalisées par la Fed et d'autres organismes, partant du principe que la fin de l'assouplissement quantitatif débutait en 2015 et se terminait d'ici 2018-2019, montrent que les pertes de revenus et que la baisse des profits engrangés par le Trésor seraient conséquentes.²³ Tout cela explique pourquoi la Fed ne donne pas d'informations claires en ce qui concerne le retour à la normale de sa politique monétaire, car, d'un côté, elle n'est peut-être pas capable d'y parvenir sans provoquer la désorganisation des marchés et, d'un autre côté, elle ne peut pas la maintenir sans créer des bulles spéculatives. L'incertitude règne, car il y a peu d'épisodes passés marqués par des politiques de taux d'intérêt bas et d'assouplissement quantitatif.

Les perspectives qui se dessinent à plus long terme pour la zone euro sont encore plus incertaines et encore moins encourageantes. L'inversion de l'effet de levier et le redressement économique risquent d'être très lents dans les pays de la périphérie. En outre, de nombreux pays ne peuvent pas espérer récupérer les pertes de production enregistrées après 2008 avant plusieurs années. Même si la zone euro évite des difficultés supplémentaires, les politiques qu'elle pratique actuellement ne stimuleront pas beaucoup la croissance. 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 considérables déficits courants qui a mené jusqu'à la crise. Ils doivent procéder à un rééquilibrage de la balance des paiements basé sur une expansion des exportations et à un réaménagement de la dette. Toutefois, ces pays sont liés à une monnaie dont ils ne contrôlent pas le taux de change nominal. C'est pourquoi, tant que l'Allemagne ne change pas profondément sa politique en vue de dynamiser la demande intérieure et ne laisse pas son taux de change effectif réel s'apprécier, la seule manière pour les pays de périphérie de redevenir compétitifs est de réduire les salaires. Jusqu'à présent, un certain degré de dévaluation interne a été réalisé par le biais de la compression des salaires et d'un rééquilibrage des coûts unitaires du travail. Le compte courant s'est aussi nettement amélioré dans les pays de la périphérie en grande partie grâce à la baisse de l'investissement et des importations (Atoyán *et al.* 2013). Pour que la masse salariale reste sous contrôle et que les coûts unitaires du travail continuent de baisser, il faudrait que le taux de chômage reste élevé. Il pourrait cependant y avoir d'importants obstacles sociaux et politiques qui pourraient se conclure par la faillite, voir l'éclatement, de la zone.

Enfin, le destin de nombreux pays en développement dépend inexorablement de la Chine. La crise marque la fin de la croissance spectaculaire chinoise tirée par les exportations. Les mesures que la Chine a prises en réaction à la crise ont contribué au

²³ Voir Carpenter *et al.* (2013) et Greenlaw *et al.* (2013). Les deux études se basent sur les valeurs de premier ordre pour estimer les taux d'intérêts qui devraient être de 5 % pour les bons à 10 ans à la fin du processus.

rééquilibrage de 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. Bien que les autorités admettent le problème de la sous-consommation et la faible part du revenu des ménages dans le PIB, le processus de rééquilibrage est très long et ce n'est qu'à de rares occasions que la consommation a crû plus vite que les revenus. La Chine ne peut pas continuer à stimuler l'investissement pour combler l'écart déflationniste causé par le ralentissement des exportations. Cela accentuerait la fragilité financière et les inégalités internes. Le pays ne peut pas non plus s'en remettre au modèle de croissance tirée par les exportations comme avant la crise. Les partenaires commerciaux s'y opposeraient, ce qui perturberait sûrement le système commercial.

Le scénario à moyen terme le plus probable pour la Chine est que son taux de croissance diminuera significativement 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 et l'investissement intérieurs. Le ralentissement de la croissance a déjà commencé et le taux de croissance devrait s'abaisser à 6,5 % entre 2018 et 2022 après avoir affiché des taux à deux chiffres pendant 30 ans (Wolf, 2013b). La Chine semble avoir accepté ce ralentissement, le ministre chinois des finances ayant déclaré qu'un taux de croissance de 6,5 % ne sera pas trop problématique pour le pays.

Pour que la Chine adopte un mode de croissance plus faible et qu'elle opère un ajustement de sa demande intérieure en faveur de la consommation, il faut qu'elle ralentisse la croissance de sa demande en produits de base. La Chine ne serait alors plus un moteur pour les exportateurs de produits de base. Non seulement l'Amérique latine, mais aussi les pays d'Afrique subsaharienne sont très exposés au ralentissement permanent des investissements chinois. D'après une estimation récente, une hausse d'un point de pourcentage du taux de croissance des investissements intérieurs chinois s'accompagnerait d'une hausse de 0,6 point de pourcentage en moyenne du taux de croissance des exportations des pays d'Afrique subsaharienne, sachant que les conséquences seraient plus importantes pour les pays riches en ressources, en particulier les exportateurs de pétrole (Drummond and Liu, 2013). De 2002 à 2012, les investissements intérieurs chinois ont progressé en moyenne de 13 % par an. Si la Chine opérerait un rééquilibrage, la part de l'investissement dans le PIB diminuerait sensiblement. Étant donné que les revenus progressent de 6 à 7 % par an, il faudrait que les investissements diminuent de 7 à 8 points de pourcentage en moyenne par an. Sur la base des estimations ci-dessous, la croissance des exportations des pays d'Afrique subsaharienne pourrait ralentir de 5 points de pourcentage.

Il ne faut pas s'attendre non plus à ce que la Chine devienne le moteur des pays en développement exportateurs de biens manufacturés. Vu que les importations de produits manufacturés de pays en développement sont principalement destinées aux exportations plutôt qu'à la consommation intérieure, pour trouver un meilleur équilibre entre les exportations et la consommation intérieure il faudrait que la croissance des importations de

composantes et pièces détachées provenant d'autres pays en développement ralentisse. Certes, il y a des exemples dans certains secteurs où des industries à forte intensité de main-d'œuvre peu qualifiée ont été relocalisées dans des pays en développement d'Asie où les salaires sont plus bas à travers les IDE chinois, mais il faudra encore du temps pour que la Chine s'écarte de ce modèle et pour que le modèle de développement en vol d'oies sauvages s'accélère.

VI. CONCLUSIONS : QUELLES SONT LES PERSPECTIVES D'AVENIR ?

L'essor rapide du Sud qui a commencé au début du XXI^e siècle touche à sa fin. Cela ne devrait toutefois pas surprendre, car les résultats économiques exceptionnels qu'affichaient les pays en développement avant la crise étaient essentiellement dus à une conjoncture mondiale exceptionnelle mais insoutenable. Les perspectives qui se dessinent pour le paysage économique mondial ne sont pas favorables aux pays en développement non seulement par rapport aux années qui ont précédé la crise, mais aussi, à certains égards, à la période qui a suivi la crise.

La croissance exceptionnelle enregistrée par la plupart des pays en développement ces dix dernières années risque de rester un exploit *ponctuel* à moins qu'ils n'augmentent les investissements productifs, qu'ils n'accélèrent la croissance de la productivité, qu'ils n'avancent significativement sur la voie de l'industrialisation et qu'ils ne développent les marchés intérieurs. Malgré les désillusions grandissantes du Sud, le consensus de Washington n'a disparu qu'en théorie. Peu de mesures allant dans le sens contraire ont été adoptées ces 20 dernières années. À l'inverse, le rôle et les effets des lois du marché mondial dans le développement des pays en développement n'ont cessé de se renforcer à force d'encourager la libéralisation des échanges, d'investir et de financer unilatéralement ou de signer des accords bilatéraux d'investissement avec les pays avancés. Tout cela a restreint la marge de manœuvre des pays en développement dans le choix de leurs politiques et a accentué leur fragilité face aux chocs externes.

Les pays en développement doivent être aussi sélectifs que les pays avancés 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 des politiques efficaces ne s'approchent ni de l'autarcie ni de l'intégration pleine et entière, mais qu'elles visent l'intégration stratégique dont le but est de recourir au financement, à la technologie et aux marchés étrangers pour mener à bien le développement. À cet effet, les pays doivent rééquilibrer les facteurs de croissance externes et internes et s'affranchir des marchés et capitaux étrangers. Ils doivent également redéfinir le rôle de l'État et des marchés dans tous les secteurs cruciaux qui ont un lien avec le développement, sans oublier que dans la plupart des cas le rattrapage est

impossible sans l'industrialisation et que l'industrialisation ne peut avoir lieu si aucune mesure active n'est prise.

Outre ces difficultés stratégiques qui durent depuis longtemps, les pays en développement se heurtent aussi à des forces déstabilisatrices résultant de l'alternance de cycles d'expansion et de récession causés par les politiques d'extrême aisance monétaire dans les pays avancés, notamment les États-Unis. Pour les raisons exposées ci-dessus, les problèmes pourraient s'intensifier dans les mois à venir du fait du resserrement des liquidités mondiales, des hausses des taux d'intérêt et de la recrudescence de l'aversion au risque, en plus de la prolongation des situations de faiblesse dans lesquelles se trouvent les pays avancés et de l'atonie des échanges commerciaux internationaux.

Les politiques adoptées par plusieurs pays émergents depuis quelques années sont sans conteste en partie responsables de la création de sources de vulnérabilité et de déséquilibres (Akyüz, 2012, 2013). De nombreux pays émergents tributaires des produits de base n'ont pas réussi à gérer la poussée concomitante des prix des produits de base et des entrées de capitaux qui a commencé au début du XXI^e siècle et qui continuait il y a encore peu, après une brève interruption dans les années 2008-2009. Ces pays, et plusieurs autres, sont souvent demeurés passifs alors que leurs industries ont été fragilisées par la manne des devises. Ils ont choisi de surfer sur un boom de la consommation alimenté par les entrées de capitaux à court terme et l'emprunt extérieur du secteur privé, et de laisser leur monnaie s'apprécier et les déficits externes se creuser. Les murs érigés hâtivement et tardivement pour se protéger des entrées de capitaux déstabilisateurs n'étaient pas assez étanches ; en effet, ils n'avaient pas l'épaisseur nécessaire pour empêcher les déséquilibres et les fragilités de se former.

En outre, le FMI, l'organisation chargée de préserver la stabilité monétaire et financière internationale, n'a pas su recommander des politiques judicieuses que ce soit dans les grands pays avancés à l'origine d'effets déstabilisateurs sur l'économie mondiale, comme dans les pays émergents. Il a été incapable d'identifier correctement les mécanismes qui ont servi de moteurs à l'expansion des pays émergents et s'est rallié à l'idée que le Sud était en plein essor, défendant que les grands pays émergents n'étaient en grande partie plus liés aux caprices économiques des pays avancés et qu'ils devenaient les nouveaux moteurs de la croissance, sous-estimant leur exposition aux mesures et à la situation des pays avancés. Même lorsqu'il est devenu évident que les entrées de capitaux menaçaient gravement la stabilité macroéconomique et financière des pays émergents, le FMI conseillait de ne recourir au contrôle des capitaux qu'en tout dernier ressort et qu'à titre temporaire, dans la mesure du possible.

Or les mesures pour remédier à l'aggravation des remous financiers qui agitent le Sud et au renforcement des contraintes de la balance des paiements devraient se rapprocher en de nombreux points à celles recommandées par l'auteur de ce rapport aux premières heures de la Grande Récession (Akyüz, 2009). L'objectif principal devrait être de préserver les revenus et

l'emploi. Les pays en développement devraient avoir le droit d'appliquer des mesures commerciales légitimes pour rationaliser leurs importations à l'aide de restrictions sélectives en vue d'utiliser leurs rares devises étrangères dans des domaines cruciaux, en particulier les importations de biens intermédiaires, de biens d'investissement et de produits alimentaires.

Qui plus est, les pays émergents devraient s'abstenir d'utiliser leurs réserves pour compenser les sorties de capitaux vastes et durables. L'expérience montre que lorsque la conjoncture financière mondiale faiblit, il est extrêmement difficile pour les pays affichant une dette et un déficit extérieurs importants de rétablir la *confiance* et de reprendre le contrôle macroéconomique sans autre mesure que de laisser flotter librement leur monnaie et/ou de relever les taux d'intérêt. Les pays émergents ne devraient pas non plus dépendre de l'emprunt auprès de sources publiques pour maintenir la convertibilité du compte de capital et continuer à s'acquitter de leurs dettes envers les créanciers privés et les investisseurs. Ils devraient plutôt faire en sorte de mettre à contribution les prêteurs et investisseurs privés dans la résolution des crises de la dette et de la balance des paiements, en appliquant, entre autres, un contrôle des changes et en concluant des moratoires temporaires de leurs dettes. Le FMI devrait, le cas échéant, soutenir ces mesures en concédant des crédits aux pays en situation d'arriérés.

À l'heure actuelle, le FMI n'a pas les ressources nécessaires pour faire face efficacement à une brusque contraction des liquidités internationales qui serait due à un resserrement monétaire aux États-Unis. Une allocation très importante de droits de tirage spéciaux (DTS), en fonction des besoins des pays et non plus en fonction des quotes-parts, serait utile. Toutefois, les banques centrales des pays avancés, notamment la Fed, ont un plus grand rôle à jouer. Étant à l'origine des facteurs déstabilisateurs qui mettent actuellement le Sud en danger, elles peuvent, et même devraient, agir comme des prêteurs quasi-internationaux de dernier ressort auprès des pays émergents ayant de lourds problèmes de liquidités en concluant des accords de crédit croisé (*swap*) ou en rachetant leurs obligations souveraines. La Fed pourrait acheter des obligations de ces pays faisant l'objet d'émissions internationales afin de renchérir leur prix et acheter des obligations émises nationalement pour leur apporter un appui en liquidité ; et il n'y a aucune raison que les autres grandes banques centrales ne fassent pas de même.

Jusqu'à quel degré ces instruments non conventionnels (contrôle des changes, moratoire temporaire de la dette, concession de prêts de la part du FMI aux pays en situation d'arriérés de paiement, allocation significative de DTS et soutien au marché et apport de liquidités de la part des banques centrales) devraient être utilisés dépend incontestablement de la situation spécifique de chaque pays. Ils devraient cependant faire partie des moyens d'intervention à la disposition des pays en développement pour prendre des mesures ordonnées contre les chocs inévitables et pour atténuer les problèmes économiques et sociaux dont ils peuvent se passer.

Les perspectives qui se dessinent pour l'économie mondiale sont sombres, en grande partie parce que l'architecture économique et financière mondiale souffre toujours des mêmes déficiences systémiques qui sont à l'origine de la plus grande crise de l'après-guerre. Le document final qui a été adopté à l'issue de la Conférence de 2009 des Nations Unies sur la crise financière et économique mondiale et son incidence sur le développement indiquait expressément que des « fragilités et déséquilibres généralisés persistants » faisaient partie des principales causes de la crise et proposait « de réformer et de renforcer le système financier international et sa structure » afin d'éviter que de telles crises ne se répètent (Organisation des Nations Unies, 2009). La Conférence a signalé plusieurs domaines dans lesquels des réformes systémiques devaient être entreprises, notamment le contrôle des « grandes places financières, [d]es flux de capitaux internationaux et [d]es marchés financiers », le système de réserves international dont le rôle des DTS, les solutions internationales apportées aux problèmes de la dette des pays en développement et les attributions, les orientations et la gouvernance des institutions financières internationales. Jusqu'à présent, la communauté internationale n'a pas été capable de trouver de véritables solutions à ces problèmes. Il faut les remettre au programme si on veut éviter l'éclatement récurrent de crises aux graves répercussions internationales.

BIBLIOGRAPHIE

- 📖 Akyüz, Y. (2006). *From Liberalization to Investment and Jobs: Lost in Translation*. Working Paper 74, Juillet. Département de l'intégration des politiques, OIT, Genève. Egalement dans Y. Akyüz, *Liberalization, Financial Instability and Economic Development* (à paraître), Anthem Press, Londres, 2014.
- 📖 Akyüz, Y. (2009). Mesures en réaction à la crise financière mondiale : questions-clés pour les pays en développement. Rapport de recherche 24, mai, Centre Sud, Genève. Egalement dans Y. Akyüz, *The Financial Crisis and the Global South. A Development Perspective*. Pluto Press, Londres.
- 📖 Akyüz, Y. (2011a). Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: Will the Current Boom End with a Bust? Rapport de recherche 37, mars, Centre Sud, Genève. Egalement dans Y. Akyüz, *The Financial Crisis and the Global South. A Development Perspective*. Pluto Press, Londres.
- 📖 Akyüz, Y. (2011b). Global Economic Prospects: The Recession May be Over but Where Next? *Global Policy*, 2(2), mai.
- 📖 Akyüz, Y. (2012). Peut-on parler d'un essor exceptionnel du Sud ? Rapport de recherche 44, mars, Centre Sud, Genève. Egalement dans Y. Akyüz, *Liberalization, Financial Instability and Economic Development* (à paraître), Anthem Press, Londres, 2014.
- 📖 Akyüz, Y. (2013). Le vrai-faux retour de la croissance dans les pays en développement après la crise financière. Rapport de recherche 48, juin, Centre Sud, Genève.
- 📖 Amadeo, K. (2013). What was the Stimulus Package? About.com US Economy, 10 septembre.
http://useconomy.about.com/od/candidatesandtheeconomy/a/Obama_Stimulus.htm?p=1 (consulté le 10 novembre 2013).
- 📖 Atoyán, R., J. Manning, et J. Rahman (2013). Rebalancing: Evidence from Current Account Adjustment in Europe. IMF Working Paper WP 13/74, Washington, D.C.
- 📖 Baldursson, F. M. et R. Portes (2013). Capital controls and the Resolution of Failed Cross-Border Banks: The Case of Iceland. Vox, 12 novembre.
<http://www.voxeu.org/article/iceland-s-capital-controls> (Consulté le 23 novembre 2013).
- 📖 Banque mondiale (2013). Recent developments in local currency bond markets (LCBMs). Octobre. www.g20.org/load/783687600 (Consulté le 8 novembre 2013).

- 📖 Bernanke, B. (2002). Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here. Remarks, National Economists Club, Washington, D.C. novembre 21, www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2002speech.htm (Consulté le 13 janvier 2013).
- 📖 Bernanke, B. (2013). Monitoring the Financial System. Discours donné à l'occasion de la 49e conférence annuelle sur la structure des banques et la concurrence organisée par la Banque de réserve fédérale de Chicago, Chicago, Illinois, mai 10. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130510a.htm> (Consulté le 12 mai 2013).
- 📖 Blanchard, O. et D. Leigh (2013). Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, IMF Working Paper 13/1, Washington D.C.
- 📖 Blinder, A. S., et M. Zandi (2007). 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).
- 📖 Bloomberg (2013). China Can Endure Growth Slowdown to 6.5%, Finance Chief Says. <http://www.bloomberg.com/news/2013-07-12/china-finance-chief-lou-says-6-5-growth-wouldn-t-pose-problem.html> (Consulté le 15 juillet 2013).
- 📖 BRI (Banque des règlements internationaux) (2013). Rapport trimestriel. Les marchés précipitent un resserrement des conditions financières. Septembre.
- 📖 Bowers, S. (2013). Iceland Rises from the Ashes of Banking Collapse. The Guardian, 6 octobre.
- 📖 Carpenter, S., J. Ihrig, E. Klee, D. Quinn, et A. Boote (2013). The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections. Finance and Economic Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington D.C., janvier. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201301/201301pap.pdf> (Consulté le 13 décembre 2013).
- 📖 Cassidy, J. (2013). Bernanke Takes away the M and Ms but Leaves the Snickers Bars. The New Yorker, 18 décembre. <http://www.newyorker.com/online/blogs/johncassidy/2013/12/what-did-the-fed-do-whats-a-taper-and-is-ben-bernanke-a-genius-or-an-idiot.html> (Consulté le 20 décembre 2013).
- 📖 Chamon, M. et M. Garcia (2013). Capital Controls in Brazil: Effective? PUC Discussion Paper, 606. Janvier.

- 📖 Cohen, D. (2013). Resilient Job Market Puts Fed Tapering Back on Table. Brookings on Job Numbers. www.brookings.edu/blogs/jobs/posts/2013/11/08-resilient-job-market-fed-tapering-cohen (Accesed 9 November 2013).
- 📖 Conference Board (2013). The Conference Board Economic Forecast for the US Economy, 13 mars. https://hcexchange.conference-board.org/pdf_free/economics/2013_03_131.pdf (Consulté le 18 mars 2013).
- 📖 CNUCED (1988). *Rapport sur le commerce et le développement*. Organisation des 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.
- 📖 Curdia, V. et A. Ferrero (2012). How Stimulatory are Large-Scale Asset Purchases? *Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 22 août 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).
- 📖 Dobbs, R., S. Lund, T. Koller, et A. Shwayder (2013). QE and Ultra-low Interest Rates: Distributional Effects and Risks. McKinsey Global Institute, novembre. <http://www.mckinsey.com/insights> (Consulté le 15 novembre 2013).
- 📖 Drummond, P., et E. X. Liu (2013). Africa's Rising Exposure to China: How Large Are Spillovers Through Trade? IMF Working Paper 13/250, novembre.
- 📖 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).
- 📖 FMI (Fonds monétaire international), Perspectives de l'économie mondiale (plusieurs numéros). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, D.C.
- 📖 FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde (plusieurs numéros). *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, Washington, D.C.
- 📖 FMI (2011). Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues. Country Report No. 11/185, juillet. Washington, D.C.
- 📖 FMI (2012). 2012 Spillover Report, 9 juillet, Washington, D.C.

- 📖 FMI (2013a). Greece: Ex post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangements. Country Report No. 13/156, juin.
- 📖 FMI (2013b). Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policy. Policy paper, 7 octobre, Washington D.C.
- 📖 Fontevecchia, A. (2013). Janet Yellen: No Equity Bubble, No Real Estate Bubble, And No QE Taper Yet. Forbes, 14 novembre.
<http://www.forbes.com/sites/afontevecchia/2013/11/14/janet-yellen-no-equity-bubble-no-real-estate-bubble-and-no-qe-tapering-yet/> (Consulté le 23 novembre 2013).
- 📖 Giles, C. (2013). IMF changes tune on global economic assessment. *Financial Times*, 4 septembre.
- 📖 Greenlaw, D., J.D. Hamilton, P. Hooper, et F.S. Mishkin (2013). Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy. 29 juillet.
http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/USMPF13_final.pdf (Consulté le 13 décembre 2013).
- 📖 Griffith, J. (2012). Bipartisan Bill Pushes Shared Appreciation Principal Reductions, Centre for American Progress, 12 juin.
www.americanprogress.org/issues/housing/news/2012/06/12/11806/bipartisan-bill-pushes-shared-appreciation-principal-reductions/ (Consulté le 12 juin 2013).
- 📖 Gros, D. (2011). External versus domestic debt in the euro crisis. 24 mai.
www.voxeu.org/article/external-versus-domestic-debt-euro-crisis (Consulté le 2 mars 2013).
- 📖 Hamilton Project (2013). Closing the Jobs Gap.
http://www.hamiltonproject.org/jobs_gap/ (Consulté le 10 décembre 2013).
- 📖 Herndon, T., M. Ash et R. Pollin (2013). Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. PERI Working Paper 322, University of Massachusetts, Amherst, 15 avril.
- 📖 Higgins, A. (2013). Cyprus Bank's Bailout Hands Ownership to Russian Plutocrats. *New York Times*, 21 août.
- 📖 IIF (Institute of International Finance) (plusieurs numéros). Capital Flows to Emerging Market Economies. <http://www.iif.com/>.
- 📖 Kuttner, R. (2013). *Debtors' Prison: The Politics of Austerity versus Possibility*. Alfred A. Knopf, New York.

- 📖 Krugman, P. (2013). Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers. *The New York Times*, Opinion Pages, 16 novembre.
http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/?_r=0#more-35994 (Consulté le 18 novembre 2013).
- 📖 Lapavistas, C., A. Kaltenbrunner, G. Lambrinidis, D. Lindo, J. Meadway, J. Michell, J.P. Paineira, E. Pires, J. Powell, A. Stenfors, et N. Teles (2010). *The Eurozone between Austerity and Default*, RMF Occasional Report, septembre.
www.researchonmoneyandfinance.org (Consulté le 12 janvier 2013).
- 📖 Lavoie, M. et E. Stockhammer (2012). *Wage-led growth: Concept, theories and policies*. Conditions of Work and Employment Series 41, OIT, Genève.
- 📖 Lenzner, R. (2013). I Bet You Didn't Know The Fed Owns 40% of All Treasuries Over 5 Years in Maturity. *Forbes*, 25 novembre.
www.forbes.com/sites/robertlenzner/2013/11/25/the-fed-has-been-cornering-the-treasury-market-for-the-past-four-years/ (Consulté le 17 décembre 2013).
- 📖 Lord, J. (2013). *EM Currencies: The Fragile Five*. Morgan Stanley Research, 1^{er} août.
<http://www.morganstanleyfa.com/public/projectfiles/dce4d168-15f9-4245-9605-e37e2caf114c.pdf>. (Consulté le 30 octobre 2013).
- 📖 Lund, S., T. Daruvala, R. Dobbs, P. Härle, J-H. Kwek et R. Falcón (2013). *Financial Globalization. Retreat or Reset*. Mars.
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., J. Keane, et J. Kennan (2012). *The euro zone crisis and developing countries*, Working Paper 345, Overseas Development Institute, Londres.
- 📖 McCauley, R.N., C. Upper et A. Villar (2013): *Emissions de titres de dette des marchés émergents dans les places franches*. Rapport trimestriel BRI, septembre, p. 11-12.
- 📖 OECD (2012). *Perspectives économiques n° 92*, décembre, Paris.
- 📖 ONU (Organisation des Nations Unies) (2009). *Résolution adoptée par l'Assemblée générale le 9 juillet 2009 63/303. Document final de la Conférence sur la crise financière et économique mondiale et son incidence sur le développement*, A/RES/63/303.

- 📖 ONU (2013). *Situation et perspectives de l'économie mondiale*, Organisation des Nations Unies, New York, janvier.
- 📖 Oprita, A. (2013). 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 P, Cummings (2013). L'ère de l'austérité : un examen des dépenses publiques et des mesures d'ajustement dans 181 pays. Document de travail de l'IPD et du Centre Sud, mars.
- 📖 Palley, T.I. (2013). Europe's Crisis without End: The Consequences of Neoliberal Run Amok. Macroeconomic Policy Institute (IMK) Working Paper 111, mars, Dusseldorf, Allemagne.
- 📖 Piketty, T., E. Saez, et S. Stantcheva (2011). Taxing the 1%: Why the Top Tax Rate Could be Over 80%. *Vox*, 8 décembre. <http://www.voxeu.org/article/taxing-1-why-top-tax-rate-could-be-over-80> (Consulté le 2 décembre 2013).
- 📖 Reinhart, C.M. et K.S. Rogoff (2010). Growth in a Time of Debt. NBER Working Paper 15639.
- 📖 Reinhart, C.M. et K.S. Rogoff (2014). Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes. *American Economic Review Papers and Proceeding* (à paraître), mai.
- 📖 Reuters (2012). IMF chief economist says crisis will last a decade. 3 octobre. www.reuters.com/assets/print?aid=USL6E8L34VH20121003 (Consulté le 6 octobre 2012).
- 📖 Reuters (2013). Too few European Banks Have Been Wound Down – EBA's Enria, 18 novembre. <http://uk.reuters.com/article/2013/11/18/uk-europe-banks-idUKBRE9AH05X20131118> (Consulté le 19 novembre 2013).
- 📖 Roubini, N. (2013). The Trapdoors at the Fed's Exit. *Economonitor*, April 29. 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 (Updated with 2009 and 2010 estimates), 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 (Consulté le 24 septembre 2012).
- 📖 Stein, J.C. (2013). Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses. Observations faites à l'occasion du colloque organisé par la Banque de réserve fédérale de St. Louis, St. Louis, Missouri www.federalreserve.gov/newsevents/speech/stein20130207a.pdf (Consulté le 12 octobre 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*, OIT, Genève.
- 📖 Summers, L.H. (2013). IMF Economic Forum. Policy Responses to Crises, Washington, D.C. 8 novembre. <http://larrysummers.com/video/> (Consulté le 21 novembre 2013).
- 📖 Turner, A. (2013a). Debt, Money and Mephistopheles: How do we get out of this Mess? Annual address, Cass Business School, 6 février. www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches (Consulté le 14 février 2013).
- 📖 Turner, A. (2013b). Overt Monetary finance and Crisis Management. Project Syndicate, 10 août. www.project-syndicate.org/print/overt-monetary-finance-and-crisis-management-by-adair-turner (Consulté le 23 août 2013).
- 📖 Turner, P. (2013). The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs. Document présenté à la XXXVIII^e réunion de la Banque interaméricaine de développement pour les économistes en che des banques centrales et des ministères des finances, Washington, DC 9–10 octobre.
- 📖 US Department of the Treasury (2013a). Fiscal Year 2013 Q2 Report. Office of Debt Management. Treasury Borrowing Advisory Committee Discussion Charts by Calendar Year. 2013 Second Quarter. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/quarterly-refunding/Pages/TBAC-Discussion-Charts.aspx> (Consulté le 10 mai 2013).
- 📖 US Department of the Treasury (2013b). Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies. Office of International Affairs, 30 octobre.

www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2013-10-30_FULL%20FX%20REPORT_FINAL.pdf (Consulté le 8 novembre 2013).

- 📖 Warren, E. (2013). Americans for Financial Reform and the Roosevelt Institute, Speech delivered at the Roosevelt Institute, Washington, DC, 12 novembre. www.warren.senate.gov/files/documents/AFR%20Roosevelt%20Institute%20Speech%202013-11-12.pdf (Consulté le 14 novembre 2013).
- 📖 Weisbrot, M., et H. Jorgensen (2013). Macroeconomic Policy Advice and the Article IV Consultations: A European Union Case Study. Center for Economic Policy Research, janvier.
- 📖 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).
- 📖 White, W. (2013). Overt Monetary Financing (OMF) and Crisis management Project Syndicate, 12 juin. www.project-syndicate.org/print/overt-monetary-financing--omf--and-crisis-management (Consulté le 23 août 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.
- 📖 Wray, L.R. (2013). Bow down to the Bubble: Larry Summerian Endorses Bubbleonian Madness and Paul Krugman Embraces the Hansenian Stagnation Thesis. *New Economic Perspectives*, 21 novembre. <http://neweconomicperspectives.org/2013/11/bow-bubble-larry-summerian-endorses-bubbleonian-madness-paul-krugman-embraces-hansenian-stagnation-thesis.html> (Consulté le 22 novembre 2013).
- 📖 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" et organisée par le syndicat AFL-CIO, la fondation politique Friedrich Ebert Stiftung et l'institut IMK Macroeconomic Policy Institute, Washington, D.C., 11 février. http://federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen_20130211a.htm (Consulté le 14 février 2013).
- 📖 Yellen, J.L. (2013b). Discours donné à la Conférence intitulée "Rethinking Macro Policy II" et organisée par le FMI, 16 avril, Washington, D.C. Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130416a.htm> (Consulté le 19 avril 2013).

Tableau 1 : PIB, demande intérieure et solde courant dans les principaux pays excédentaires

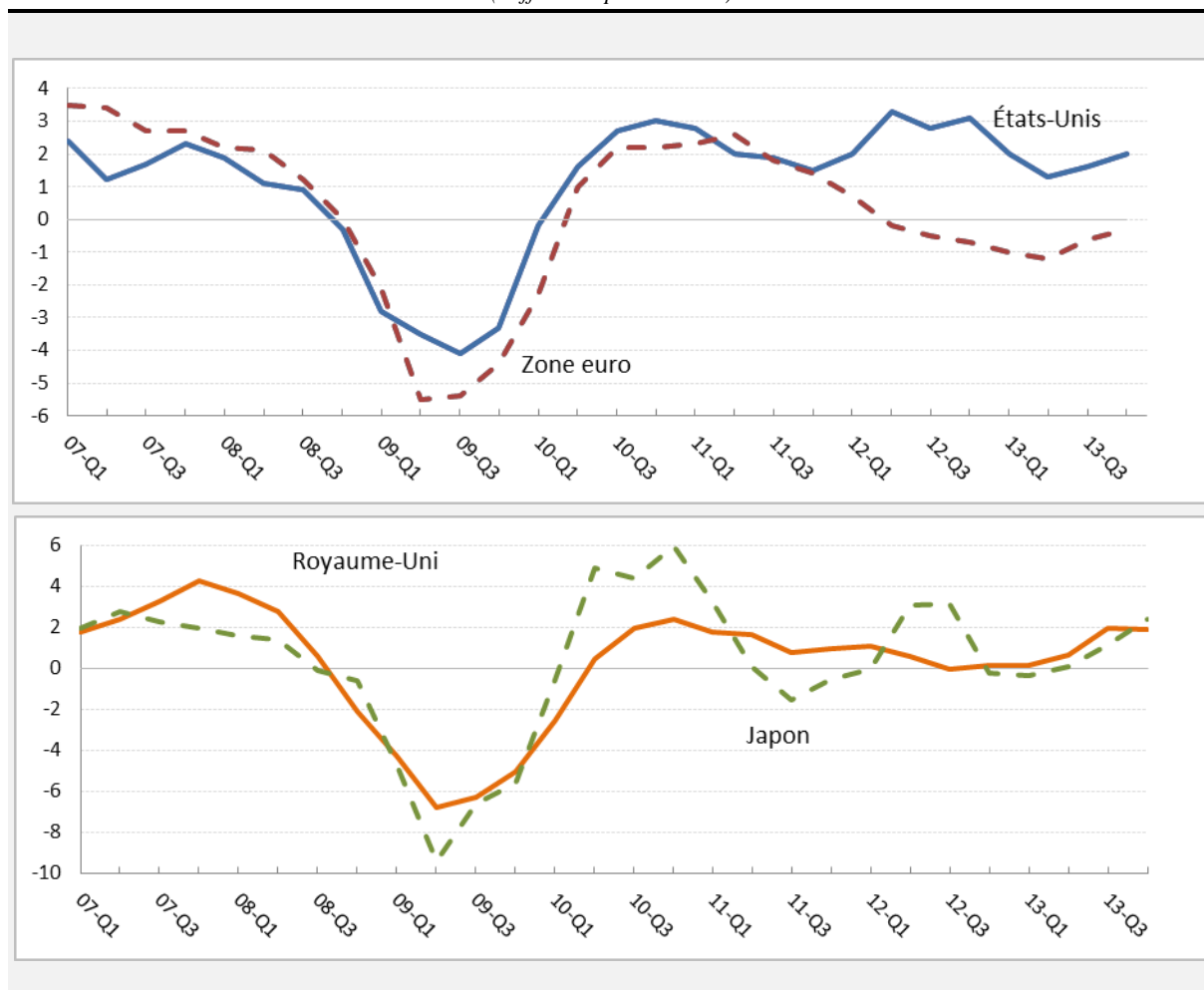
(Variations annuelles, en pourcentage sauf indication contraire)

	2004-07	2010	2011	2012	2013
Allemagne					
PIB	2,2	3,9	3,4	0,9	0,4
Demande intérieure	1,1	2,4	2,8	-0,3	0,7
Consommation (privée)	0,5	1,0	2,3	0,8	0,9
Solde courant (% du PIB)	5,9	6,3	6,2	7,0	7,0
Japon					
PIB	1,9	4,7	-0,6	2,0	1,8
Demande intérieure	1,1	2,9	0,3	2,8	1,9
Consommation (privée)	1,2	2,8	0,4	2,3	1,8
Solde courant (% du PIB)	4,0	3,7	2,0	1,0	0,9
Chine					
PIB	12,1	10,4	9,3	7,8	7,7
Demande intérieure	10,3*	10,6	10,2	8,4	8,3
Consommation (privée)	8,8*	9,2	11,0	8,4	11,5
Solde courant (% du PIB)	7,1	4,0	1,9	2,3	2,3

Source : Estimations réalisées par le Centre Sud à partir de la base de données des Perspectives de l'économie mondiale du FMI, des rapports des services du FMI sur les consultations menées au titre de l'article IV de ses Statuts avec la République populaire de Chine, d'Eurostat, des Perspectives économiques de l'OCDE et du Bureau National des statistiques de la Chine.

*moyenne 2005-2007.

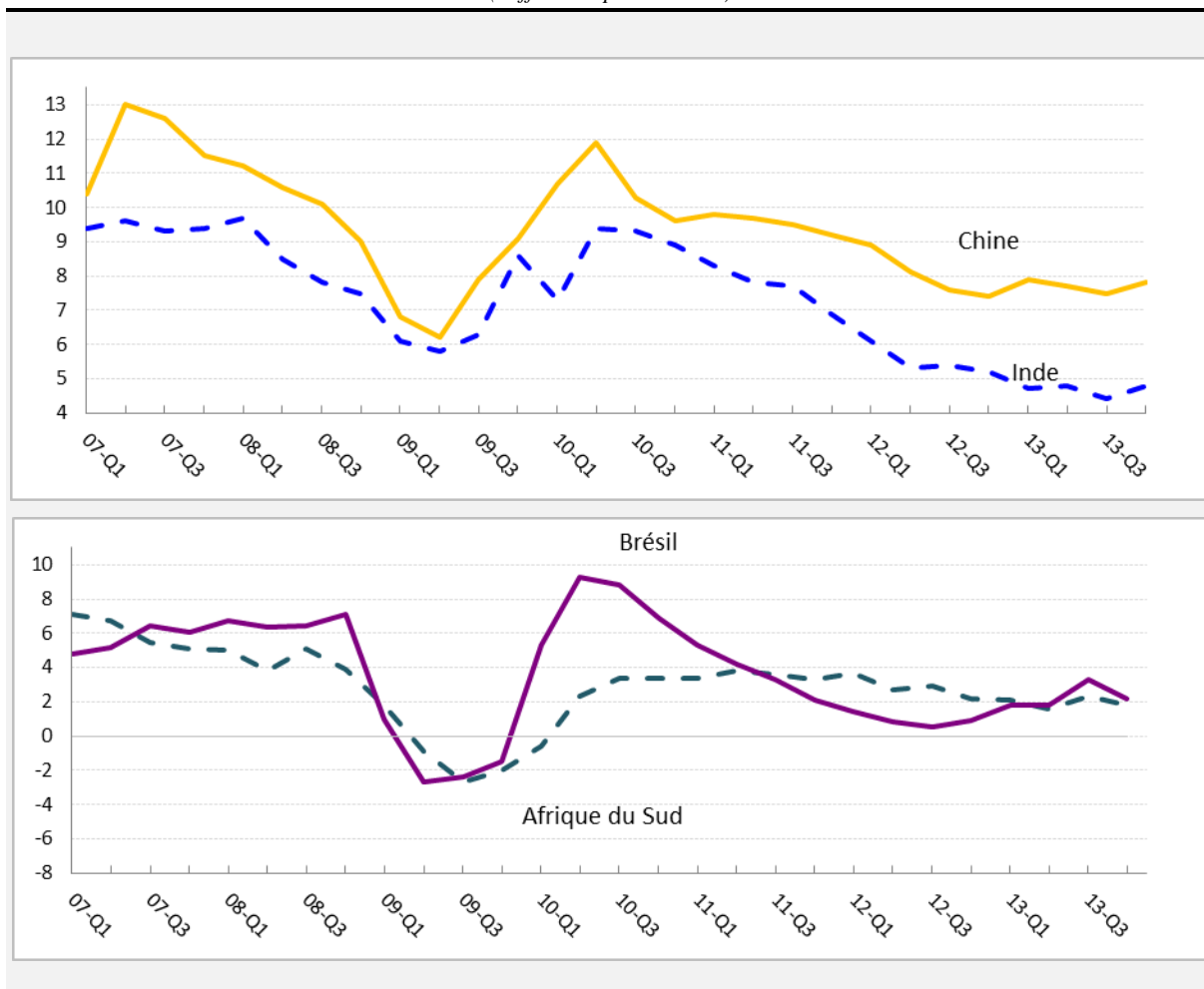
Graphique 1 : Croissance du PIB dans les plus grands pays avancés
(Différence percentuale)



Source : TradingEconomics (<http://www.tradingeconomics.com>).

Notes : Données trimestrielles.

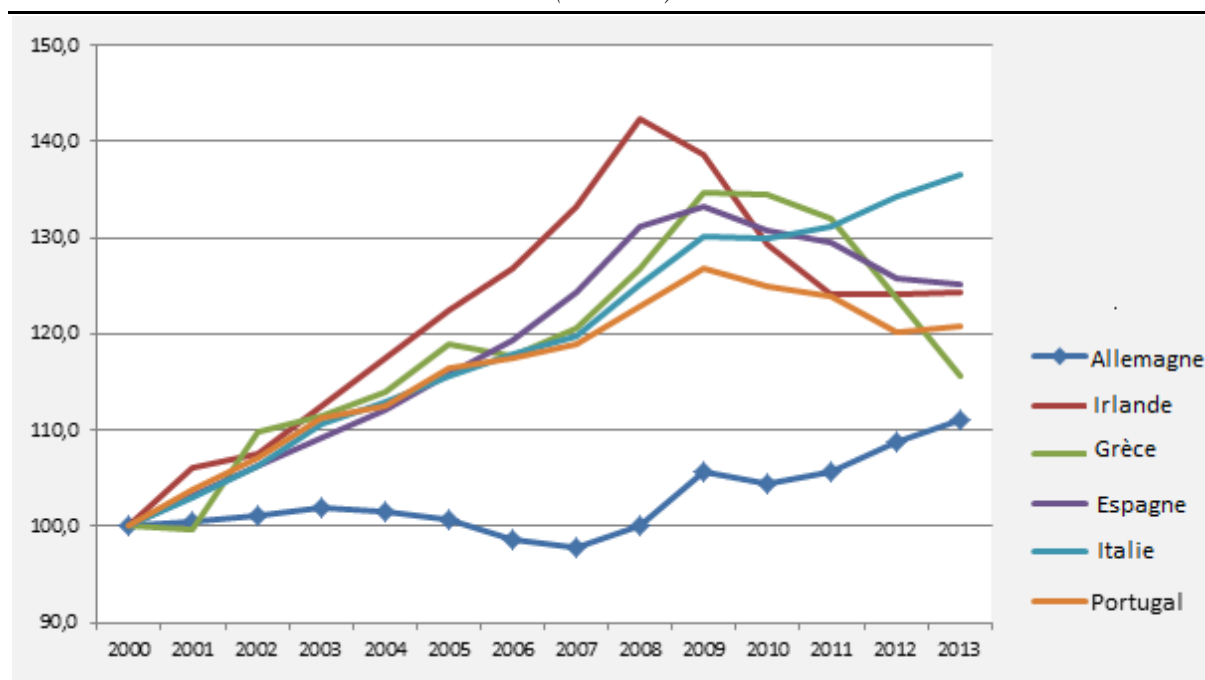
Graphique 2 : Croissance du PIB dans les plus grands pays en développement
(Différence porcentuelle)



Source : TradingEconomics (<http://www.tradingeconomics.com>).

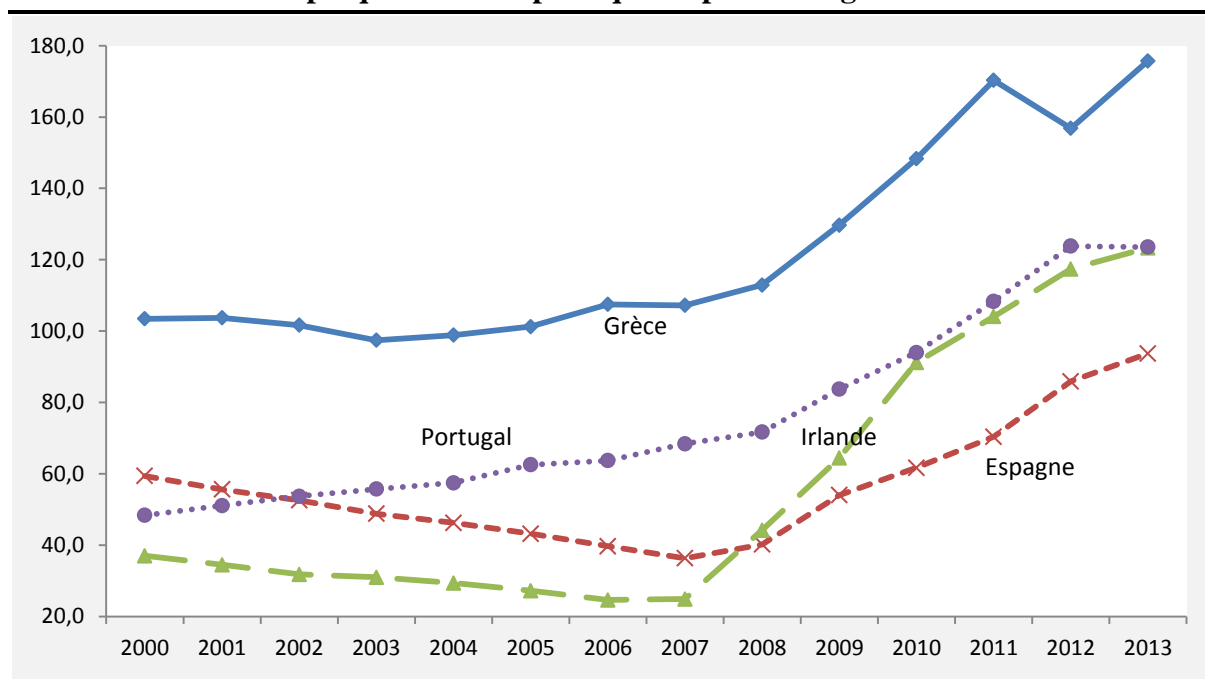
Notes : Données trimestrielles.

Graphique 3 : Coûts unitaires de la main d'œuvre dans la zone euro
(2000=100)



Source: Eurostat.

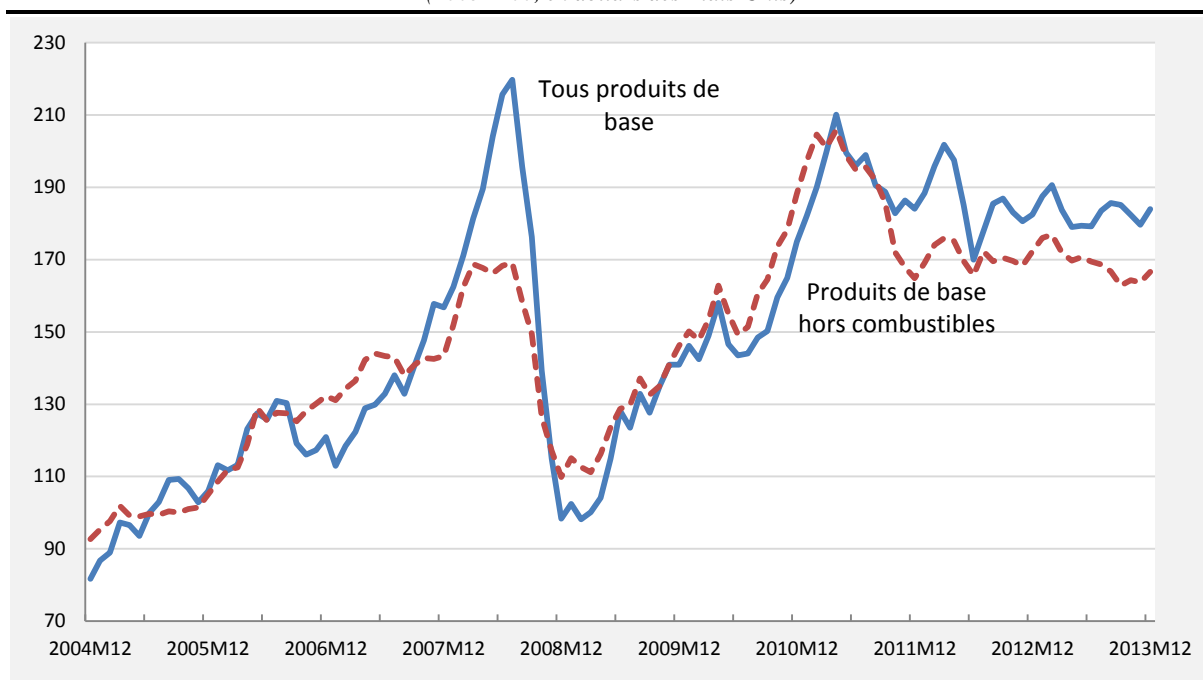
Graphique 4 : Dette publique en pourcentage du PIB



Source : Fiscal Monitor Database du FMI (Octobre 2013).

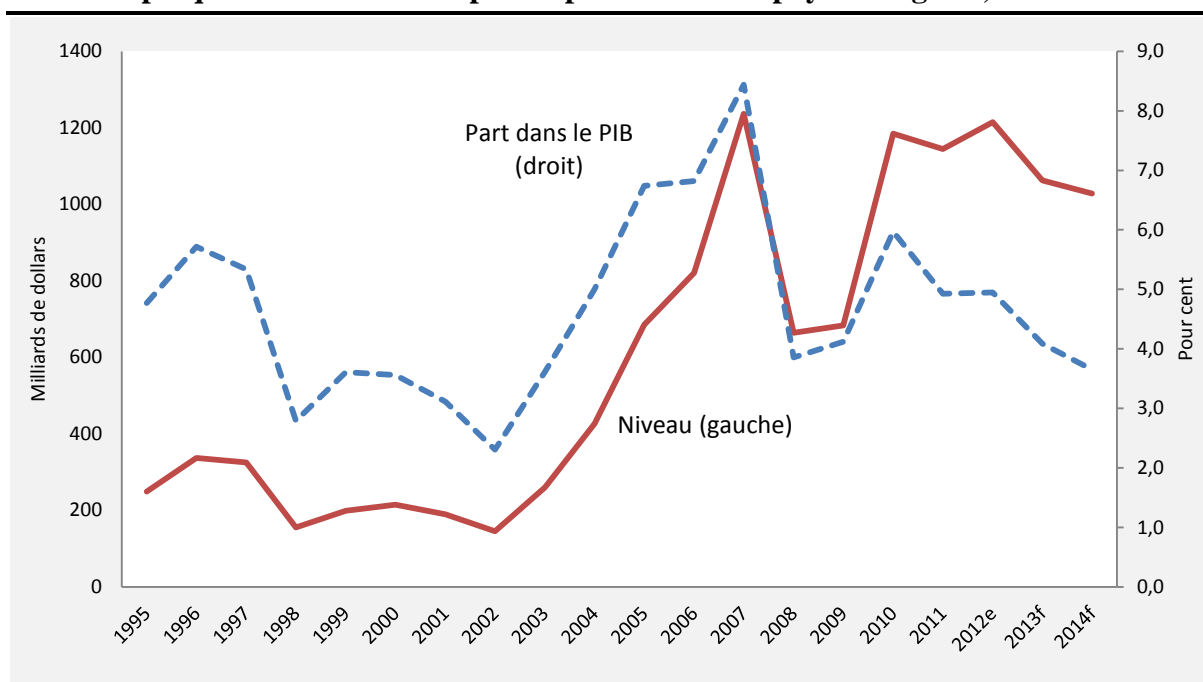
Graphique 5 : Prix des produits de base Décembre 2004 - décembre 2013

(2005=100, en dollars des États-Unis)



Source : FMI, base de données des prix des produits de base

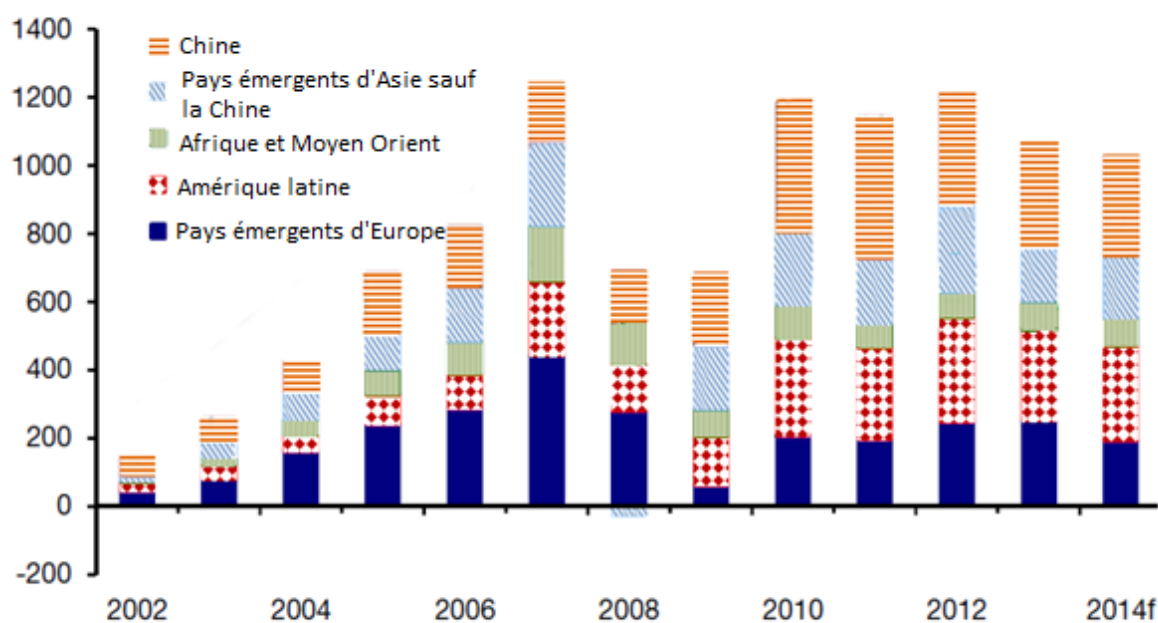
Graphique 6 : Entrées de capitaux privés dans les pays émergents, 1995-2014



Source : IIF (Octobre 2013).

Notes : f = prévisions IFI, e = estimation

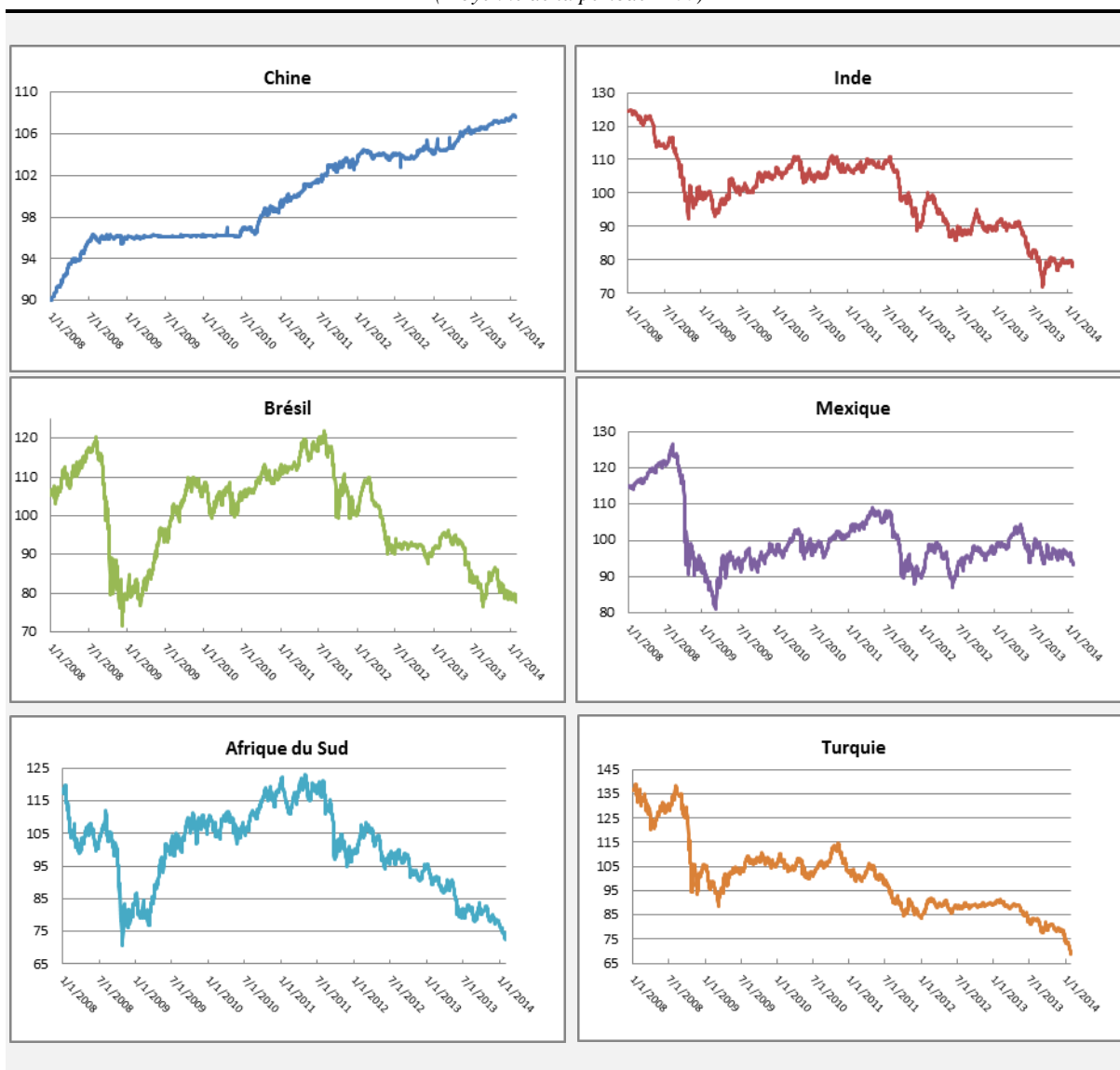
Graphique 7 : Entrées de capitaux privés dans les pays émergents - régions
(en milliards de dollars)



Source: IIF (octobre 2013)
f: prévisions de l'IIF

Graphique 8 : Taux de change nominaux dans certaines économies

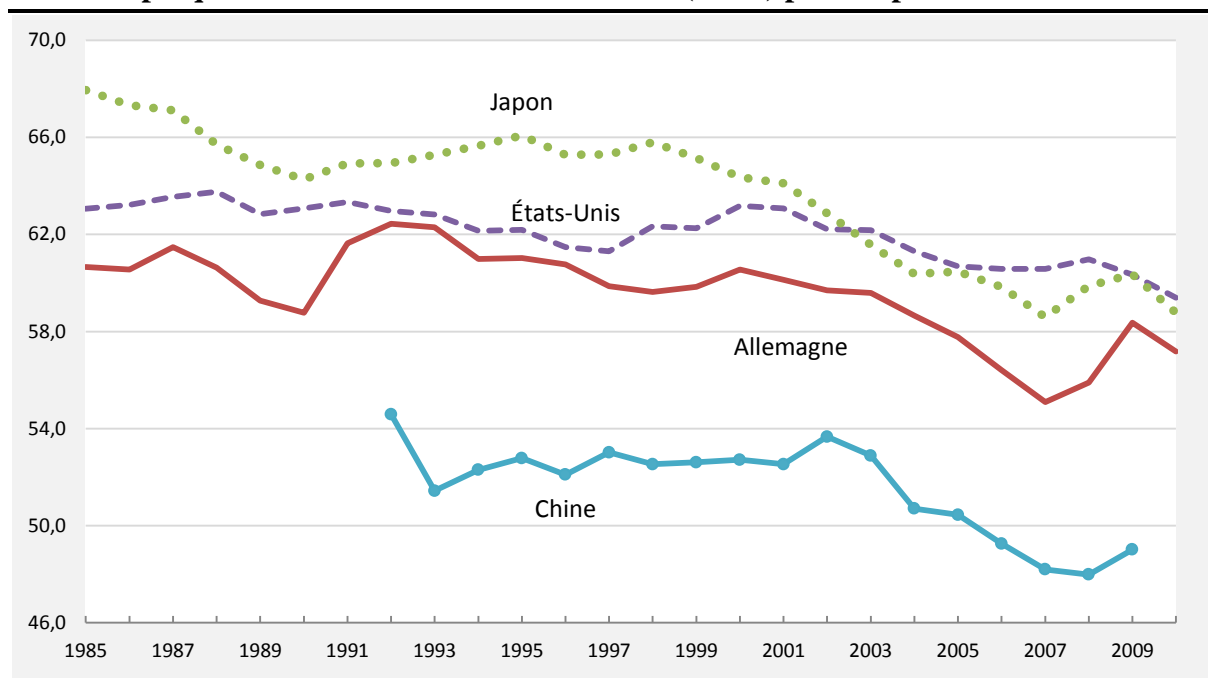
(Moyenne de la période=100)



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

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

Graphique 9 : Part des salaires dans le PIB (en %) pour la période 1985-2010



Source : Eurostat et annuaires statistiques de la Chine.



CENTRE SUD

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

Tél. : (+41 22) 791 8050

Fax : (+41 22) 798 8531

Email : south@southcentre.int

Site Internet :

<http://www.southcentre.int>

ISSN 1819-6926