

© Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2010



I / Une reprise à plusieurs vitesses

*Agnès Bénassy-Quéré, Agnès Chevallier et Aurélien Fortin**

La crise financière a provoqué, en 2009, un fort repli de l'activité dans les pays développés, poussant les banques centrales et les gouvernements à coordonner leurs efforts pour limiter les effets de la récession. Celle-ci est désormais terminée mais l'activité ne redémarre que lentement, et au prix d'un très lourd endettement public. En Europe, la crise de la dette souveraine menace cette reprise fragile en accélérant le calendrier de l'ajustement budgétaire. Aux États-Unis, la demande intérieure peine à prendre le relais des dépenses publiques. Partout, la hausse du chômage et l'accès plus difficile au marché du crédit limitent les perspectives de croissance.

A contrario, la crise n'a fait que ralentir l'activité des pays émergents : ces derniers ont déjà retrouvé des rythmes de croissance proches de ceux observés dans la première moitié des années 2000, et c'est au risque de surchauffe qu'ils font face aujourd'hui.

La disparité des situations économiques complique la coordination des politiques. Les grands pays émergents participent depuis deux ans à la gouvernance mondiale à travers la création du G20. Mais leur place dans la gouvernance mondiale est-elle à la hauteur de celle qu'ils sont en train de prendre dans l'économie mondiale ?

* Agnès Bénassy-Quéré est directrice du CEPII; Agnès Chevallier et Aurélien Fortin sont économistes au CEPII.

Les pays développés face au défi de la dette publique

Dans les économies avancées, l'incertitude est forte sur les ressorts de la demande. Le marché du travail devrait rester durablement dégradé ce qui pèse sur la consommation des ménages et, en retour, sur l'investissement des entreprises. La hausse de la dette publique consécutive à la stimulation budgétaire laisse d'autant moins de place à de nouvelles mesures que le vieillissement de la population va, dans les prochaines années, lourdement peser sur les finances publiques. Du côté de la politique monétaire, les taux ont déjà été abaissés jusqu'à leur niveau plancher, même si d'autres moyens pourraient être utilisés pour relâcher encore les conditions de financement (baisse des taux versés aux banques sur leurs réserves par exemple). Comment, dans ce contexte, favoriser la reprise tout en répondant au défi de la dette publique ?

La dette publique : une dynamique dangereuse

La hausse brutale de la dette publique est l'une des conséquences majeures de la crise (tableau I). Pour éviter les effets systémiques de faillites bancaires, les États ont dû emprunter sur les marchés pour recapitaliser les banques en péril et pour financer les plans de relance destinés à endiguer la récession. Par ailleurs, les comptes publics se sont dégradés sous l'effet mécanique de la baisse de l'activité sur les rentrées fiscales et les dépenses sociales (stabilisateurs « automatiques ») et de la chute plus structurelle des recettes provenant des secteurs dont la croissance n'était plus soutenable (secteur immobilier aux États-Unis ou en Espagne par exemple). Or l'accumulation de dette publique est d'autant plus rapide que la dette est initialement forte (encadré ci-contre). En l'absence d'ajustement des soldes budgétaires primaires (*i.e.* hors intérêts de la dette), la dette publique rapportée

Tableau I. **Dette publique brute**
(en % de PIB)

	2007	2010		2007	2010
Allemagne	65	77	Irlande	25	77
Espagne	36	65	Italie	103	119
États-Unis	62	93	Japon	188	227
France	64	84	Portugal	64	86
Grèce	96	128	Royaume-Uni	44	78

Sources: FMI; WEO, avril 2010 et Eurostat, printemps 2010.

Encadré. L'arithmétique de la dette publique

Notons D le déficit public primaire (hors intérêts de la dette), et B la dette publique en fin d'année, tous deux libellés en euros. Nous négligeons ici les revenus et dépenses liés aux achats et ventes d'actifs, qui, pour un déficit public donné, pourraient modifier la dette publique. Supposons également que la dette est mesurée à sa valeur faciale et non à sa valeur courante de marché, afin d'évacuer les effets de valorisation. Si i désigne le taux d'intérêt nominal, l'équation d'évolution de la dette s'écrit :

$$B = (1 + i) B_{-1} + D \quad (1.1)$$

Où les grandeurs de l'année précédente sont indicées par -1 . En notant d et b respectivement le déficit primaire et la dette en pourcentage du PIB nominal, n le taux de croissance nominale (croissance en volume + inflation), g le taux de croissance réelle, π le taux d'inflation et r le taux d'intérêt réel, on a les relations $n = g + \pi$ et $r = i - \pi$. La relation d'évolution de la dette se réécrit :

$$b = \frac{(1 + i)}{(1 + n)} b_{-1} + d \cong (1 + i - n) b_{-1} + d \quad (1.2)$$

Ou, de manière équivalente :

$$b - b_{-1} = b_{-1}(i - n) + d = i b_{-1} + d - n b_{-1} = (r - g) b_{-1} + d \quad (1.3)$$

Cette équation décompose la croissance du ratio de dette publique en trois termes : charges d'intérêt, déficit primaire et dévalorisation de la dette passée par la croissance nominale. Deux pays à déficits primaires similaires d connaîtront des dynamiques différentes en fonction de l'écart entre le taux d'intérêt réel r et le taux de croissance réel g , ou, de manière équivalente, entre le taux d'intérêt nominal i et le taux de croissance nominal n .

au PIB est donc appelée à augmenter. À partir du printemps 2008, l'inquiétude des marchés financiers quant à la capacité des États à enrayer ce processus s'est focalisée sur l'Europe. La situation très dégradée des finances publiques grecques a fini de discréditer le Pacte de stabilité comme cadre de discipline en zone euro ; la perte d'un instrument monétaire national a été perçue comme un handicap à un ajustement rapide et sans douleur des finances publiques des membres de la zone. La difficile élaboration d'une doctrine politique face au risque de faillite d'un État membre a laissé durant plusieurs mois l'Europe sous le feu des marchés (voir complément en fin). En mai 2010, l'annonce de mesures conjointes des gouvernements européens, de la BCE et du FMI a permis d'enrayer la spirale de défiance, mais les tensions restent fortes sur les pays les plus exposés (Grèce, mais aussi Irlande et Espagne) et, pour convaincre de la soutenabilité des dettes publiques en Europe, les principaux États se sont trouvés dans l'obligation d'engager une politique de rigueur, au risque de mettre en péril la timide reprise observée.

Les États-Unis, dont la situation d'endettement est pourtant très préoccupante (déficit de 10,7 % du PIB en 2010, dette publique de 93 %), n'ont jusqu'ici pas connu les mêmes difficultés de financement. Certes, il est traditionnellement plus facile pour les États-Unis de se financer sur les marchés dans la mesure où le dollar bénéficie du statut de principal actif de réserve mondial. La Chine, notamment, constitue depuis des années d'importantes réserves de dollars qui permettent à l'économie américaine de se financer à bas coût. Toutefois, ce facteur ne peut suffire à expliquer pourquoi les marchés ont jusqu'à présent concentré leur attention sur l'Europe. Un élément supplémentaire a joué en faveur des États-Unis : le rebond de la croissance y a été plus fort qu'en zone euro.

Ce sursaut a en effet une composante rassurante, car il provient en partie de la plus grande capacité de l'économie américaine à profiter du rebond de la croissance en Asie. Toutefois, il est également fortement lié à des facteurs temporaires (impact des plans de relance sur la consommation, fin rapide du cycle de déstockage), et l'écart de dynamisme avec l'Europe pourrait rapidement se résorber et déplacer l'inquiétude des marchés vers l'économie américaine. Ceci d'autant plus que l'analyse des comptes des administrations publiques pourrait réserver une mauvaise surprise aux marchés. La récession a certes réduit les recettes publiques temporairement mais à cela s'est ajoutée la baisse plus durable des recettes provenant de l'immobilier. Dans ces conditions, les finances publiques des États américains se sont fortement dégradées, avec des chutes de revenus dépassant dans nombre d'États 30 % du budget de fonctionnement pour l'année fiscale 2010, soit une baisse totale d'environ 200 milliards de dollars. Or, à la différence de ce qui peut se passer en Europe, ces États ne peuvent aisément recourir à l'emprunt (un vote des électeurs est souvent requis par la loi). Jusqu'à présent, trois éléments ont permis aux États, malgré la baisse des recettes, d'atteindre l'équilibre budgétaire : l'utilisation des fonds du plan de relance américain, pour un montant total (2008-2009) d'environ 140 milliards de dollars (soit 30 à 40 % du déficit à combler sur la période) ; l'utilisation des fonds de réserve accumulés pendant les périodes de croissance (en moyenne, les États dégagent un surplus budgétaire d'environ 5 % par an) ; en dernier recours seulement, la réduction des services fournis (pour 43 États sur 50 au cours des deux dernières années fiscales) et, dans une moindre mesure, le relèvement des taxes (pour 30 États sur 50 sur la même période). Le fonds de réserve est désor-

mais presque épuisé. Les États devront donc pratiquer une forte réduction des services rendus (et donc procéder au licenciement d'une partie de la force de travail publique) ou une hausse des taxes s'ils ne parviennent pas à obtenir une aide du gouvernement central. Compte tenu de l'ampleur du « déficit » à combler pour la prochaine année fiscale (plus de 100 milliards de dollars selon le CBPP), son financement par des mesures de rigueur budgétaire aurait un impact très négatif sur la croissance. Le gouvernement fédéral pourrait donc faire face à un dilemme entre soutien à l'activité et limitation de la hausse de son endettement.

Le calme entourant les finances publiques américaines – relativement à la situation observée en Europe – pourrait donc toucher à sa fin au cours des prochains mois. Dans ces conditions, l'économie américaine pourrait être amenée à répondre aux interrogations des marchés sur la soutenabilité de sa dette.

Des perspectives de croissance incertaines

En Europe comme aux États-Unis, la question de la résorption du déficit public occupera un rôle central dans l'évaluation des perspectives économiques, les mesures de rigueur prenant progressivement le pas sur les mesures de relance. Si cette situation semble pour le moment particulièrement préoccupante aux États-Unis (encadré ci-après), c'est bien en Europe que cela devrait le plus influencer à court terme la croissance. La raison en est simple : c'est là que les mesures de rigueur ont déjà été prises, alors que les États-Unis n'ont pour le moment pas encore abordé ce problème. Ils pourraient d'ailleurs choisir un angle d'attaque différent car, à l'été 2010, il est encore envisageable qu'un nouveau plan de relance soit mis en place.

En tout état de cause, dans les deux zones, les perspectives de croissance du marché intérieur restent dégradées. Malgré des signes d'amélioration, le pouvoir d'achat des ménages devrait en effet être limité par des perspectives toujours difficiles sur le marché de l'emploi, le chômage ayant connu, dans certains pays, une hausse importante (tableau II). Ces perspectives ne devraient évoluer que lentement en l'absence de reprise vigoureuse de l'activité. La demande adressée aux entreprises resterait donc faible, ce qui, en présence de capacités de production toujours largement excédentaires, empêcherait toute reprise de l'investissement et pourrait renforcer les pressions déflationnistes.

Encadré. Effort requis pour stabiliser le ratio dette/PIB à l'horizon 2025

Dans ses dernières *Perspectives économiques*, l'OCDE calcule l'effort requis pour parvenir à l'horizon 2025 à la *stabilisation* du ratio dette/PIB. Du solde primaire prévu pour 2010 est retranchée la composante conjoncturelle (due à l'écart entre croissance observée et croissance potentielle). Le reste, le solde primaire sous-jacent, est un déficit « structurel ». Partant de ce déficit et du ratio dette/PIB en 2010, on détermine, avec des hypothèses de taux d'intérêt et de croissance de long terme, le déficit structurel compatible avec une stabilisation du ratio à l'horizon 2025 (voir encadré précédent). Notons que la stabilisation peut se produire à des niveaux extrêmement élevés du ratio dette/PIB. L'écart entre le solde structurel de 2010 et celui compatible avec la stabilisation de la dette donne la mesure de l'« effort nécessaire ».

Contrairement à ce qu'indique l'inquiétude des marchés, c'est en zone euro que l'effort requis est le plus faible.

Pays (en % du PIB)	Solde financier des administrations publiques en 2010	Solde structurel en 2010 (1)	Solde structurel nécessaire à la stabilisation du ratio dette/PIB en 2025 (2)	Effort nécessaire (2) – (1)
États-Unis	- 10,7	- 7,1	2,6	9,7
Japon	- 7,6	- 5,0	3,6	8,6
Royaume-Uni	- 11,5	- 5,7	3,1	8,8
Allemagne	- 5,4	- 1,2	1,2	2,4
France	- 7,8	- 3,2	1,7	4,9
Italie	- 5,2	1,8	3,2	1,4
Espagne	- 9,4	- 5,2	0,6	5,8

Note: Le solde primaire sous-jacent requis en 2025, sur la base de trajectoires de stabilisation progressive et régulière des ratios dette/PIB, est calculé à partir du scénario de référence à long terme présenté dans le n° 87 des *Perspectives économiques de l'OCDE*.

Source: *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 87, mai 2010.

Tableau II. Hausse du chômage relevée pendant la crise

Variable	États-Unis	Royaume-Uni	Allemagne*	France*	Italie	Espagne
Taux de chômage d'avant crise (2007)	4,6 %	5,4 %	7,2 %	7,4 %	6,2 %	8,3 %
Taux de chômage d'après crise (2010)	9,7 %	8,1 %	7,6 %	9,5 %	8,7 %	19,1 %

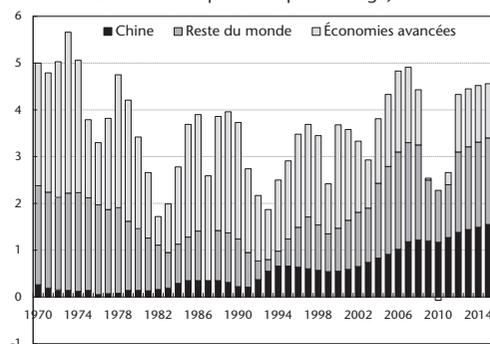
* Le chiffre retenu pour le taux de chômage est celui de 2008, inférieur à celui de 2007.

Source: *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 87, mai 2010.

Les marchés de l'immobilier (notamment américain, britannique et espagnol), aux origines de la crise, ne devraient pas être en mesure de constituer un facteur de reprise. Aux États-Unis, la situation est toujours très difficile. L'immobilier commercial est toujours en crise, et l'immobilier résidentiel recommence à chuter avec la fin des mesures d'aide : il s'agit là encore d'un facteur limitant. En Espagne, des mesures ont été prises pour éviter que les logements saisis ne viennent inonder le marché, ce qui a sans doute permis d'éviter une baisse trop brutale de l'investissement et des prix. Toutefois, leur disparition progressive pour cause de rigueur budgétaire devrait également empêcher tout rebond. Seul le Royaume-Uni pourrait voir son marché immobilier contribuer significativement à la reprise. La chute brutale de l'investissement provenait en effet avant tout de l'arrêt de la distribution des prêts et, dès leur reprise, on peut s'attendre à un bond de l'investissement qui pourrait, au moins pour un temps, entraîner les prix, l'offre étant très rigide au Royaume-Uni.

Au final, dans les pays développés, les facteurs de dynamisme de la demande intérieure sont limités, les marges de manœuvre budgétaire et monétaire sont faibles (aux États-Unis comme en Europe), et il semble difficile d'envisager une reprise importante en l'absence de moteur extérieur. Pour éviter une décennie de croissance atone, le temps que puissent être absorbées les capacités d'offre de travail et de production excédentaires, l'espoir pourrait alors venir, comme cela a été le cas depuis le début de l'année, des pays émergents, et notamment de la Chine (graphique 1).

Graphique 1. Contributions à la croissance mondiale 1970-2015
(moyennes mobiles sur trois ans en points de pourcentage)



Source: FMI, WEO Update, juillet 2010.

Économies émergentes: un choc temporaire

La crise et la reprise

Retrait des capitaux, repli des prix d'actifs et des monnaies, baisse des prix des matières premières, chute de la production industrielle et du commerce international : le choc a violemment atteint toutes les économies émergentes et en développement au premier trimestre 2009. Certains pays y ont été particulièrement exposés : le Mexique (- 6,5 %), où se sont conjuguées baisse des prix du pétrole, chute des exportations manufacturières, des recettes du tourisme et des transferts des émigrés ; les petites économies d'Asie ou des Caraïbes, fortement dépendantes d'une source unique de revenus (transferts, tourisme...); les pays d'Europe centrale et orientale et la Turquie, particulièrement exposés du fait de leur niveau d'endettement à la contraction des financements bancaires ; la Russie, où la chute des prix pétroliers a brutalement asséché les circuits de distribution de la rente et où la dollarisation a limité la capacité de réaction de la banque centrale. Sur l'ensemble de l'année 2009, le recul de l'activité a été plus marqué en Russie (- 7,9 %) et en Europe centrale et orientale (- 3,6 %) que dans l'ensemble des économies avancées (- 3,2 %) et l'Amérique latine a, pour la première fois depuis 1983, enregistré un recul de l'activité.

Cependant, en moyenne pour l'ensemble des économies émergentes et en développement, l'année 2009 n'aura été finalement marquée que par un puissant coup de frein à la croissance (2,5 % en 2009 après 6,1 % en 2008). La plupart des pays émergents étaient, souvent grâce aux politiques menées pour répondre aux crises passées, devenus moins vulnérables aux chocs externes. En particulier, la plupart n'étaient plus en position de débiteurs, mais étaient devenus créanciers du reste du monde et avaient accumulé d'importantes réserves en devises. Avec un endettement public et une inflation maîtrisés, ils avaient acquis les moyens de mener des politiques contracycliques d'envergure. La détente des conditions monétaires a été, à partir de la fin 2008, aussi forte dans ces pays que dans les économies avancées ; les plans de relance budgétaire ont apporté à l'activité un soutien discrétionnaire important. Dès le deuxième trimestre 2009, ces politiques de relance ont porté leurs fruits.

Les évolutions en Chine et en Inde ont été bien sûr déterminantes pour les résultats d'ensemble de ces économies (elles re-

présentent près de 40 % de leur PIB agrégé). Or leur croissance annuelle s'est à peine infléchie en 2009 (9,1 % en Chine, 5,7 % en Inde). Si l'économie indienne s'est trouvée relativement peu touchée par la crise du fait de son ouverture encore limitée, cette performance est, en Chine, le produit d'une réaction monétaire et budgétaire extrêmement déterminée à la chute de l'investissement privé et des exportations nettes : la stimulation budgétaire en investissements d'infrastructure et en dépenses sociales et mesures fiscales pour stimuler la consommation privée représente 12 % du PIB annuel, somme dépensée sur deux-trois ans. Les investissements, dont une grande partie est réalisée par les entreprises publiques, sont financés grâce à une extraordinaire expansion du crédit. L'abaissement des plafonds de crédit et des coefficients de réserves obligatoires a fait progresser les nouveaux crédits de 230 % en 2009, conduisant à une augmentation d'un tiers de l'encours de crédit bancaire total.

Dans l'ensemble des économies émergentes, ces politiques de relance de l'investissement et de la consommation des ménages ont fait, de façon tout à fait inhabituelle, dépendre la reprise davantage de la demande intérieure que des exportations et leur ont permis, s'agissant notamment de l'Asie, de devancer la reprise des économies avancées.

Risque de surchauffe

Dans l'ensemble des économies émergentes, l'inflation reste en moyenne peu élevée et, pour la plupart d'entre elles, la remontée des prix d'actifs ne constitue qu'un rebond après les niveaux déprimés de la période de crise. Cependant, l'inflation au Brésil ou en Inde dépasse la cible fixée par la banque centrale ; les marchés-actions sont au-dessus de leur moyenne historique au Brésil, au Mexique, en Inde, Indonésie et Afrique du Sud ; et les indices de prix immobiliers rapportés aux loyers approchent au printemps 2010 dans plusieurs pays d'Asie (Chine, Hong Kong, Singapour, Corée du Sud) les niveaux observés avant la crise de 1997-1998. Ces évolutions font craindre qu'une sortie trop tardive de la stimulation monétaire laisse se développer une demande excessive de biens ou d'actifs financiers provoquant une surchauffe de l'économie, suivie d'un atterrissage brutal. L'accélération de la croissance en 2010 dans plusieurs grandes économies émergentes nourrit ces craintes : 9 % au Brésil, 8,6 % en Inde, 11,9 % en Chine au premier trimestre (en rythme annuel).

L'attention porte bien sûr particulièrement sur ce dernier pays compte tenu de son rôle moteur dans la reprise et des risques que ferait peser sur l'économie globale sa trop forte décélération. L'inflation chinoise reste basse, proche de 3 %. Les hausses de salaires ne constituent pas un facteur d'inflation du fait des gains de productivité, de la main-d'œuvre disponible et de la possible compression des marges. L'inflexion de la politique économique vise donc prioritairement à refroidir les marchés d'actifs, et notamment l'immobilier résidentiel afin d'éviter que ne se généralisent les bulles décelables dans plusieurs grandes villes. Le gouvernement a relevé les coefficients de réserves obligatoires des grandes banques et a réimposé des quotas de prêts. Un train de mesures réglementaires et fiscales a été pris dans le secteur immobilier en mars-avril 2010 pour ralentir les crédits et calmer la spéculation. La croissance du crédit bancaire a nettement ralenti, même si elle atteignait encore 22 % en rythme annuel en avril 2010. Mi-juillet, la publication de la croissance du PIB au deuxième trimestre (10,3 % en glissement annuel) a indiqué que le ralentissement était effectif.

Par ailleurs, en juin 2010, les autorités monétaires chinoises ont annoncé qu'elles renouaient avec l'ancrage du renminbi à un panier de devises, régime qu'elles avaient adopté en juillet 2005, puis temporairement abandonné pour revenir, durant la crise, à un rattachement exclusif au dollar. L'ancrage à un panier permet à la banque centrale de laisser le taux de change réagir au marché, tout en intervenant par l'achat ou la vente de devises dès lors que la monnaie s'écarte trop des plages de fluctuation qu'elle juge acceptables. Cette décision, qui permet actuellement au renminbi de s'apprécier par rapport au dollar, offre à la banque centrale un moyen supplémentaire de resserrement monétaire.

La Chine, privilégiant les investissements directs étrangers, n'a que partiellement ouvert son compte de capital. Elle n'échappe cependant pas totalement à la pression des entrées de capitaux (certains parviennent à contourner les dispositifs de contrôles) qui actuellement contraignent la politique monétaire dans plusieurs économies émergentes. Vers l'ensemble de ces pays, les entrées nettes de capitaux restent en 2010 en dessous de leur niveau de 2007-2008 (les prêts bancaires ne sont redevenus positifs qu'au quatrième trimestre 2009). Rapportés au PIB, les entrées nettes prévues pour 2010 en Amérique latine et en Asie dépasseront à peine leur niveau d'avant crise (moins de 2,5 %) et resteront bien

inférieurs aux niveaux précédant la crise asiatique (près de 4 %). Mais leur concentration sur quelques pays (le Brésil notamment où le taux d'intérêt réel est particulièrement élevé) complique la tâche des autorités monétaires. Celles-ci sont relativement démunies dès lors qu'elles ne sont pas prêtes à laisser leurs taux de change librement s'apprécier. C'est évidemment le cas des pays dont la monnaie est ancrée à une monnaie ou un panier de devises, mais c'est aussi le cas de ceux qui craignent les conséquences du libre flottement de leur monnaie sur leur économie (en particulier sur leur compétitivité) et sur leur système financier. La baisse des taux d'intérêt pourrait diminuer les flux entrants, mais elle contredit l'objectif de calmer la surchauffe. Une appréciation graduelle de la monnaie, contrôlée par des interventions de change, risque en laissant anticiper des appréciations futures d'attirer davantage les capitaux ; et les interventions font s'accumuler des réserves en devises, source de création monétaire qui, là encore, contrecarre la lutte contre la surchauffe et doit donc être stérilisée. Ces difficultés expliquent le regain d'intérêt pour les instruments réglementaires : utilisation contracyclique des ratios prudentiels (réserves obligatoires par exemple), libéralisation des sorties de capitaux là où elles sont encore limitées (en Chine, notamment) et contrôles sur les entrées de capitaux. Le relèvement par le Brésil de sa taxe sur les investissements de portefeuille en octobre 2009 et les limites imposées en Corée aux opérations en devises des banques en juin 2010 sont parmi les mesures de contrôle qui ont suscité le plus de commentaires, certains allant jusqu'à évoquer une déglobalisation financière. De son côté, le FMI a assoupli sa doctrine sur les contrôles de capitaux, admettant les mérites d'une approche pragmatique laissant aux autorités la possibilité de combiner différents instruments.

La crainte d'attirer des capitaux peut expliquer ce que certains considèrent comme un manque d'empressement des économies émergentes à opérer un resserrement monétaire. Un autre facteur intervient aussi : la politique monétaire doit agir selon l'appréciation du risque le plus important. Or, si les risques de surchauffe et d'atterrissage brutal existent, ceux d'une répercussion de la crise européenne ne peuvent pas être ignorés. Ainsi, au printemps 2010, les économies émergentes ont été affectées par la montée des risques en zone euro. Les flux de portefeuille qui progressaient depuis un an se sont en partie retournés, provoquant notamment une baisse des marchés financiers d'Europe

émergente. Le retentissement de la crise européenne sur l'ensemble de l'économie mondiale constitue pour toutes les économies un puissant aléa.

Une nouvelle configuration mondiale

Dans les économies avancées, l'État s'est substitué aux agents privés pour porter les risques financiers et éviter l'effondrement de l'activité. Mais l'endettement public trouve ses limites dans la réticence des investisseurs à financer des déficits qui risquent de produire un gonflement insoutenable des dettes. Les États peuvent alors décider, comme on le voit en Europe, de retirer leur soutien de façon prématurée. La situation financière des agents privés est en effet encore fragile en 2010 : la consommation des ménages, limitée par le chômage et la perte de richesse financière et immobilière, ne permet pas d'absorber les capacités excédentaires qui pèsent sur la rentabilité des entreprises. Dans ces conditions, la perspective qui se dessine est celle d'années de croissance faible, laissant toujours planer le risque qu'un affaiblissement plus marqué de la demande fasse basculer l'économie dans la déflation.

Pour les économies émergentes, la crise a constitué un choc temporaire, rapidement surmonté par des politiques peu coûteuses pour l'avenir. Plus profondément, la crise accélère leurs mutations. En l'absence de ressorts de demande dans les pays avancés, les pays émergents et plus particulièrement la Chine ne peuvent plus espérer que la croissance provienne des exportations, et doivent s'orienter vers le développement d'un marché intérieur pour assurer un rythme de croissance élevé (voir chapitre III).

Une telle évolution relâche certes la pression déflationniste exercée sur les pays développés dans les années 2000 lorsqu'il fallait intégrer dans le marché du travail mondial les nombreux travailleurs des économies émergentes. Mais elle signifie aussi que le net déplacement du potentiel industriel vers les pays émergents, le développement plus autonome de leurs économies et de leurs échanges réciproques vont dessiner une nouvelle configuration mondiale qui annonce la perte durable de l'hégémonie économique des pays développés.