

I / Vue d'ensemble

Christophe Destais*

Après la crise de 2008-2009, la reprise de la croissance, encore incertaine à la mi-2010 dans les économies avancées, s'est ensuite affirmée. Elle est restée cependant trop faible pour faire reculer sensiblement le chômage et favoriser le redressement des finances publiques. Pour réduire le poids de la dette et éviter un durcissement des conditions de financement sur les marchés, les plans de restriction budgétaire sont désormais la règle. Le dynamisme des économies émergentes, s'est confirmé. Mais les risques de surchauffe, toujours présents dans plusieurs de ces pays, amènent les banques centrales à procéder à un resserrement monétaire. Ainsi la généralisation de politiques budgétaires ou monétaires restrictives fait-elle attendre en 2011 et 2012 une croissance mondiale ralentie (respectivement 4,3 % et 4,5 %, après 5,1 % en 2010 selon les *Perspectives économiques mondiales* du FMI). Cependant, les difficultés politiques à affronter les problèmes de dette brouillent les perspectives aux États-Unis comme en zone euro.

La reprise: où en est-on ?

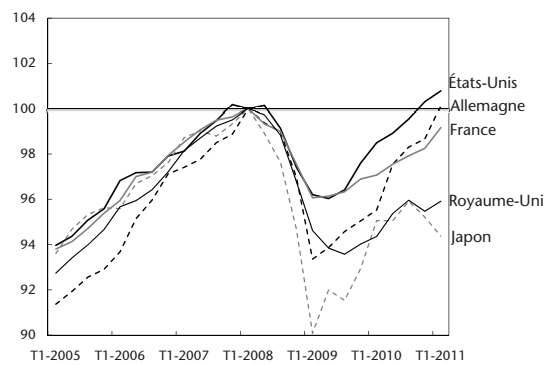
Sorties de la récession à partir du deuxième trimestre 2009, les principales économies avancées n'ont pas toutes retrouvé, au premier trimestre 2011, leur niveau de revenu d'avant crise. C'est bien le cas des États-Unis et de l'Allemagne, mais la France ne l'a

* Christophe Destais est directeur adjoint au CEPII.

pas encore atteint, et le Royaume-Uni et le Japon se situent encore bien au-dessous (graphique 1).

Si le choc de la crise a été nettement plus fort sur l'Allemagne que sur la France, le rebond l'a été aussi. L'évolution conjoncturelle des deux plus grandes économies de la zone euro reste sensiblement différente, mais sur une dizaine d'années, leur croissance est très similaire, comparable d'ailleurs à celle du Royaume-Uni (1,1 %-1,2 %), les États-Unis étant nettement au-dessus (1,8 %) et le Japon en dessous (0,6 %).

Graphique 1. Économies avancées – Évolution du PIB
(base 100 = 1^{er} trimestre 2008)



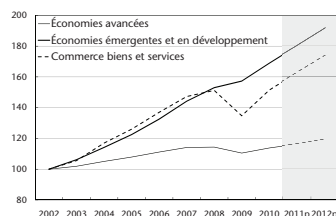
Source: Datastream, données disponibles au 28 juillet 2011.

Le Grand tremblement de terre de l'est du Japon, survenu le 11 mars 2011, a causé la disparition de 25000 personnes et a détruit un capital matériel estimé entre 3 et 5 % du PIB japonais. Aux ruptures d'approvisionnement dans l'industrie se sont ajoutées les conséquences de l'accident nucléaire de Fukushima sur la fourniture d'électricité. Le Japon a replongé dans la récession, mais le fort rebond qui a suivi devrait, sur l'ensemble de l'année 2011, maintenir l'activité à un niveau proche de celui de l'année précédente. À moyen terme, la reconstruction stimulera l'économie, sauf si la situation financière de l'État empêche les autorités publiques de lever les financements nécessaires pour les infrastructures.

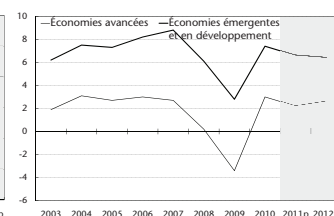
Le commerce mondial, qui avait profondément chuté en 2009, a rebondi et retrouve une croissance rapide (12,4 % en volume en 2011). La croissance des pays émergents et en développement,

ralentie en 2009, est repartie en 2010 (graphique 2). Mais l'écart de rythme de croissance entre ces économies et les économies avancées devrait quelque peu se réduire (graphique 3). Dans toutes les régions émergentes ou en développement, la croissance devrait, en effet, diminuer : le freinage des économies les plus exposées au risque de surchauffe devrait transmettre, *via* une demande moins forte, le ralentissement à l'ensemble de ces régions.

Graphique 2. Évolution du PIB et du commerce mondial (2002 = 100)



Graphique 3. Taux de croissance annuelle du PIB 2003-2012 (en %)



Source: FMI, *World Economic Outlook*, mise à jour juin 2011.

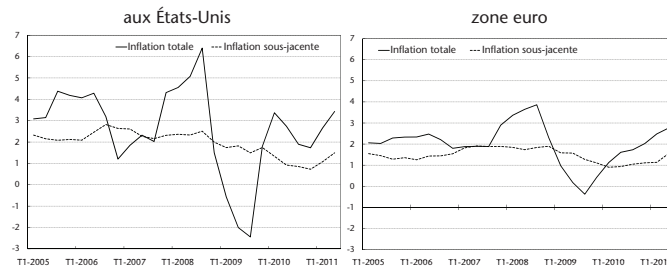
Inflation : où sont les risques ?

Entre la mi-2007 et la mi-2008, l'inflation mondiale s'était fortement accélérée, sous l'effet de l'augmentation des prix des matières premières et des hydrocarbures pour atteindre à son pic, à la fin du premier semestre 2008, plus de 9 % en glissement annuel dans les pays émergents et près de 4 % dans les pays développés (graphique 4). Durant les douze mois qui ont suivi, la crise financière l'a fait plonger jusqu'à atteindre un niveau négatif dans plusieurs pays développés, réveillant les craintes d'une entrée dans la déflation. Mais la reprise de la demande mondiale a fait à nouveau monter les prix des matières premières. Sur le marché pétrolier, les bouleversements politiques dans les pays arabes et la catastrophe japonaise ont fait craindre des tensions sur les approvisionnements et ont fait grimper les cours. Du côté des produits agricoles, plusieurs événements climatiques ont perturbé l'offre et poussé les prix à la hausse.

Ces mouvements de prix se répercutent dans les prix à la consommation, particulièrement dans les pays en développement où la part des biens alimentaires dans les dépenses des ménages

est élevée (40 % en moyenne, contre 16 % dans les économies avancées). Dans les pays développés, ces hausses de prix ne sont guère susceptibles de déclencher des effets de « second tour » *via* les pressions à la hausse des salaires, compte tenu des niveaux de chômage. Certes, l'inflation « sous-jacente », c'est-à-dire hors prix de l'alimentation et de l'énergie est remontée sensiblement depuis le début de l'année 2011 aux États-Unis puis en zone euro, mais elle partait d'un niveau très bas (graphique 4). La banque centrale européenne, qui cible un niveau explicite de l'indice des prix à la consommation, est particulièrement sensible au risque de dérapage des anticipations d'inflation et a procédé à un relèvement de ses taux en avril, puis en juillet 2011 (voir chapitre IV).

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



Note : l'indice d'inflation sous-jacente exclut les produits à prix volatils (pétrole, produits frais) pour mieux refléter les tensions inflationnistes dans l'économie.

Source : Datastream, données disponibles au 28 juillet 2011.

Dans les pays émergents, en revanche, là où le degré d'utilisation des capacités de production est élevé et où le chômage a sensiblement diminué, des effets de « second tour » peuvent se produire. Plusieurs pays, l'Inde, l'Argentine, le Vietnam... ont enregistré en 2010-2011 des taux d'inflation à deux chiffres.

Dans plusieurs de ces pays, le resserrement monétaire est mené avec prudence par crainte qu'il ne provoque une forte entrée de capitaux, source d'une appréciation de la monnaie et d'une alimentation du crédit. Cela constitue une contrainte supplémentaire pour les banques centrales de pays comme la Turquie ou le Brésil qui, après une très forte croissance en 2010 (respectivement 8,2 % et 7,5 %), doivent piloter le ralentissement vers des rythmes plus

soutenables. À cet égard, la Turquie a mis en place un dispositif original. Pour freiner l'expansion du crédit et ralentir la croissance, la banque centrale, au lieu de remonter son taux directeur, l'a abaissé afin de décourager les entrées de capitaux. Pour contrecarrer l'effet de cette baisse sur le développement du crédit, elle a relevé les taux de réserves obligatoires, particulièrement sur les opérations de court terme. Au Brésil, la remontée du taux directeur engagée à partir de 2010 a encouragé les entrées de capitaux à la recherche de rendement et renforcé l'appréciation du real. Pour diminuer ces flux de capitaux, la Banque centrale brésilienne a renforcé plusieurs règles prudentielles imposées aux banques et relevé sa taxe sur les investissements à court terme des non-résidents. Ces mesures prudentielles et contrôles de capitaux n'ont pu que stabiliser le real à un niveau élevé qui handicape l'industrie brésilienne.

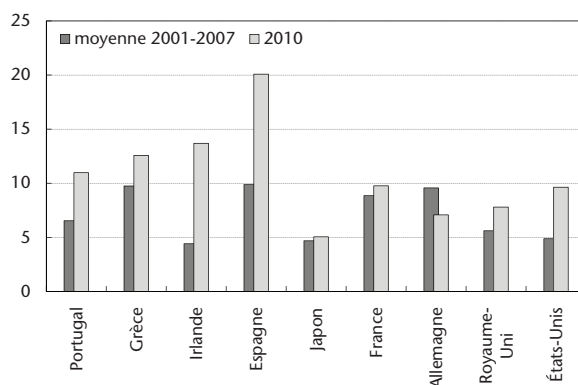
En Chine, pour ralentir l'inflation, la banque centrale a relevé ses taux et adopté une politique macroprudentielle active : hausse des réserves obligatoires, durcissement des conditions de prêts et quotas trimestriels ou mensuels de crédit bancaire. Ces mesures ralentissent la hausse des prix immobiliers. Elles n'écartent cependant pas totalement le risque qu'en Chine, comme dans d'autres pays asiatiques, les prix immobiliers chutent brutalement et provoquent des désastres financiers.

La crise financière des économies avancées a réveillé la méfiance quant aux conséquences que peut avoir un dérapage du crédit. Cependant, à l'été 2011, les principales incertitudes concernent les économies avancées. Un accès au financement plus facile, un regain de confiance et une certaine amélioration de l'emploi ont permis à la demande privée de se raffermir. Cependant, dès le deuxième trimestre 2011, des signes d'essoufflement sont apparus, notamment aux États-Unis où la hausse du prix de l'essence a pesé sur la consommation et où les conséquences de la catastrophe japonaise ont perturbé l'approvisionnement et la production industrielle, en particulier dans l'automobile. Ce dernier facteur au moins n'est que temporaire. Mais l'ajustement financier des ménages, après les pertes subies sur leur patrimoine immobilier et financier, contraint toujours leur consommation. Dans ces conditions, la question est, aux États-Unis comme en Europe, celle de savoir si la croissance de la demande privée va pouvoir se maintenir sans le soutien antérieur des politiques monétaire et budgétaire ? Sur fond de chômage persistant, les resserrements budgétaires risquent d'étouffer la demande.

Le chômage dans les économies avancées

En 2011, pour la première fois depuis 2007 (2008 pour la zone euro), le nombre des emplois devrait légèrement augmenter aux États-Unis (+ 0,9 %) et en zone euro (+ 0,3 %). En moyenne, dans les pays de l'OCDE, le chômage reculerait légèrement, de 8,3 % en 2010 à 7,9 % en 2011, mais seulement de 9,9 % à 9,7 % en zone euro.

Graphique 5. Taux de chômage
(en % de la population active civile)



Source : Perspectives économiques, OCDE, 6 juin 2011.

En 2010, les taux de chômage étaient supérieurs à la moyenne des sept années qui ont précédé la crise dans pratiquement tous les pays de l'OCDE, à l'exception notable de l'Allemagne qui a mis en place des mesures de chômage partiel (graphique 5). L'écart est particulièrement important aux États-Unis où le faible redémarrage de l'emploi, comparé aux épisodes antérieurs de reprise, et la durée de plus en plus longue du chômage sont des sujets majeurs d'inquiétude. L'OCDE tire de ces évolutions, et en particulier de l'exemple allemand, la conclusion que les politiques du marché du travail ont un rôle crucial à jouer pour éviter que le chômage conjoncturel ne devienne structurel. Cependant, les circonstances particulières de la crise ont conduit aussi à freiner la reprise de l'emploi :

- en dépit des politiques monétaires très accommodantes, l'activité des petites et moyennes entreprises reste limitée par leurs

difficultés d'accès au crédit. Les banques spécialisées dans le financement des PME ont été les plus fragilisées par la crise en raison de leur taille réduite (qui restreint la diversification de leurs portefeuilles et limite leurs capacités d'analyse des risques) et de leur ancrage régional qui, parfois, les ont conduites à accorder des financements répondant moins à des critères commerciaux qu'à des pressions locales (c'est le cas notamment de l'immobilier commercial aux États-Unis). Par ailleurs, n'étant pas des établissements financiers systémiques, leur accès aux soutiens publics a été plus difficile ;

– la crise a permis aux entreprises de réaliser des gains de productivité latents. Les employés jugés les moins productifs ont été licenciés et le redémarrage de l'activité entraîne des embauches moins nombreuses de personnels plus qualifiés.

Les resserrements budgétaires

Depuis la mi-2010, le débat sur les politiques économiques est dominé par la question de la soutenabilité de la dette publique aux États-Unis comme dans les pays de la zone euro. Ce débat est ancien, mais la mondialisation financière semblait en avoir modifié les termes. Le décloisonnement des marchés de capitaux internationaux, l'abondance de l'épargne mondiale et la maîtrise de l'inflation ont fait baisser les taux d'intérêt mondiaux. Jugées sans risque, malgré l'augmentation du poids des dettes publiques américaines et européennes au regard de la taille des économies, les obligations souveraines en ont été les principales bénéficiaires. Leurs taux nominaux ont baissé et la corrélation entre l'évolution du risque et les taux d'intérêt payés par les emprunteurs (le « signal prix ») a presque disparu des marchés de la dette publique des pays industrialisés. En particulier, l'union monétaire européenne a conduit les investisseurs à faire converger leur évaluation du risque de chacun des émetteurs souverains de la zone vers celui du plus sûr d'entre eux.

La crise n'a pas remis en cause la baisse des taux d'intérêt longs, en dépit de la dégradation brutale des comptes publics qu'elle a provoquée : les politiques monétaires très accommodantes, la faible inflation et l'augmentation de l'épargne des ménages ont maintenu les taux à des niveaux bas, tandis que le soutien budgétaire à la croissance était interprété de manière positive. En revanche, la convergence des taux au sein de la zone euro a été

Encadré 1. Plan de rigueur budgétaire au Royaume-Uni

Le gouvernement de coalition élu en mai 2010 a mis en place, dès son accession au pouvoir, une politique extrêmement sévère de réduction des déficits, accompagnée de mesures en faveur des entreprises et de soutien aux ménages. L'objectif est de ramener le solde public (hors investissement et corrigé de la conjoncture) à l'équilibre en 2015-2016 (soit un déficit de 1,2 % du PIB au sens de Maastricht) et de faire baisser la dette publique nette à partir de 2014-2015.

Le plan de consolidation budgétaire repose pour 80 % sur une réduction des dépenses publiques et pour 20 % sur une hausse des recettes à l'horizon 2015-2016. Les dépenses devront baisser sur cinq ans de 84 milliards de livres dont 11 milliards portant sur les prestations sociales. À l'exclusion des postes de santé et d'aide extérieure, chaque ministère devra réduire ses dépenses de 25 % d'ici les quatre prochaines années. Dans l'éducation, le budget alloué à l'enseignement supérieur sera amputé de 40 % d'ici les quatre prochaines années. En 2011, les salaires des employés du secteur public ont été gelés pour deux ans; les subventions allouées aux institutions culturelles ont baissé de 15 %; plus de 300 000 emplois publics ont été supprimés. Du côté des recettes, le gouvernement a mis en place plusieurs mesures dont une augmentation de 2,5 points du taux normal de TVA (passant à 20 %); une hausse du taux d'imposition des banques et sociétés de crédit immobilier; une hausse de la taxe sur la consommation de tabac.

Les mesures en faveur des entreprises comprennent une baisse du taux d'imposition sur les sociétés (hors banques et sociétés de crédit immobilier); l'assouplissement pendant trois ans de la réglementation sur les entreprises de moins de dix salariés; la reconduction de certaines exemptions d'impôt pour les PME. Les mesures de soutien aux ménages comprennent une baisse des taxes sur les carburants; le relèvement du seuil d'exemption d'imposition des revenus (pour les moins de 65 ans); la mise en place d'un programme, FirstBuy pour faciliter la primo-accession d'un logement neuf en 2011-2012.

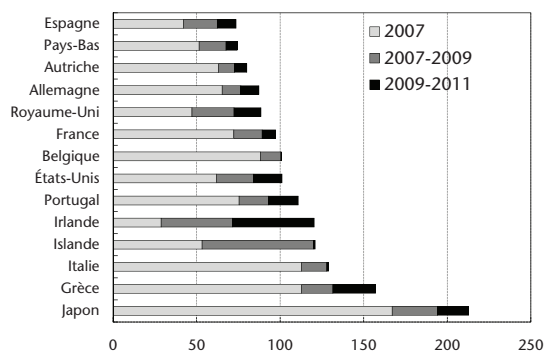
Rédigé par Dramane Coulibaly, économiste au CEPIL.

remise en cause, ce qui a précipité la crise de financement de la Grèce, puis de l'Irlande et du Portugal (voir chapitre II).

Dans la plupart des pays de l'OCDE, la crise a fait fortement augmenter les ratios de dette (graphique 6). En juin 2010, au sommet de Toronto, un mois après que la Grèce eut bénéficié d'un premier plan de sauvetage, les membres du G20 ont fait du redressement des finances publiques leur priorité.

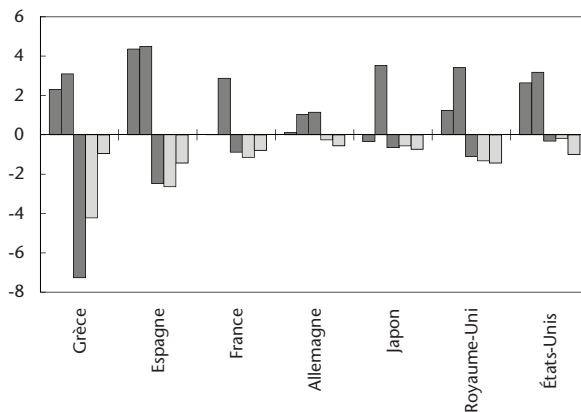
Le graphique 7 illustre, dans les principales économies de l'OCDE ainsi qu'en Espagne et en Grèce, le retournement de la politique budgétaire après le soutien apporté à la croissance durant la crise. Ce retournement est spectaculaire en Grèce où, en 2010, la politique discrétionnaire a retiré, par rapport à l'année précédente, plus de 7 points de PIB de demande publique et

Graphique 6. Dette publique/PIB
(en %)



Note : Sur ce graphique figurent les pays de l'OCDE dont les ratios de dette seront, selon les prévisions de l'OCDE, supérieurs à 74 % en 2011
Source : base de données des *Perspectives économiques*, OCDE, n° 89.

Graphique 7. Impulsion budgétaire
(en % du PIB, 2008, 2009, 2010 et perspectives 2011-2012)



Note : Variation du solde financier primaire sous-jacent par rapport à l'année précédente en points de PIB. Une hausse du déficit, correspondant à une impulsion budgétaire, est présentée ici avec un signe positif.
Source : base de données des *Perspectives économiques*, OCDE, n° 89, calculs de l'auteur.

devrait, selon les projections du FMI, retirer encore 4 points en 2011. En 2010, l'impulsion budgétaire était encore positive en Allemagne; en 2011, elle sera partout négative. En dehors des pays périphériques de la zone euro, l'effort de redressement des finances publiques apparaît particulièrement important au Royaume-Uni avec le programme d'austérité budgétaire mis en place par le gouvernement de coalition issu des élections de mai 2010 (voir encadré 1).

À l'été 2011, l'issue à la crise de la dette souveraine en zone euro était encore très incertaine (chapitre II). Aux États-Unis, la nécessité de voter régulièrement le relèvement du plafond de la dette a donné lieu à une longue confrontation entre Républicains et Démocrates dont tous sortent affaiblis. La confiance est ébranlée. Au tout début du mois d'août, l'inquiétude est accrue par la publication de chiffres (provisaires) de croissance sur le premier semestre montrant un ralentissement plus marqué que celui qui était anticipé.