

La situation économique mondiale et ses incidences sur l'Europe

Allocution de M. Jacques de Larosière

prononcée à la

Maison de l'Europe

Mai 2008

Le ralentissement économique mondial a commencé de se faire sentir aux Etats-Unis. Après cinq ans de forte expansion tirée par la consommation (la moyenne annuelle de la croissance du PIB entre 2002 et 2006 se situe à 3,2 %), l'économie américaine a décéléré en 2007 (2,2 % de croissance) et menace d'entrer en récession en 2008. Le ralentissement touche la consommation des ménages américains frappés par la crise de l'immobilier. La situation est aggravée par les effets sur l'économie réelle de la crise du système financier qui a éclaté en août dernier.

On sait que l'importance des Etats-Unis dans l'économie mondiale (environ 20 % sur la base des parties de pouvoir d'achat), jointe à l'ouverture croissante des échanges commerciaux, favorise la transmission internationale des chocs cycliques américains. A cet égard, l'Europe et le Japon ont toujours été sensibles à l'évolution de la conjoncture aux Etats-Unis.

L'une des questions est de savoir si les pays émergents -qui représentent près de 50 % de l'économie mondiale- sont désormais significativement « découplés » des mouvements cycliques des économies dites « avancées » et, en particulier, de ceux des Etats-Unis. Si la réponse à cette question devait être positive, on pourrait espérer que les pays émergents jouent un rôle « stabilisateur » de l'économie mondiale dont l'Europe pourrait tirer profit.

En réalité, la question, ainsi formulée, appelle des réponses nuancées.

Je tenterai d'aborder le sujet en évoquant trois aspects :

1. Les pays émergents ne sont que très partiellement « découplés » des économies avancées ;
2. Les déséquilibres financiers mondiaux — qui ont pris leur source aux Etats-Unis et chez les pays émergents — se sont accumulés au fil des ans et ont singulièrement aggravé la situation ;
3. L'Europe, qui n'a pris aucune part dans ces déséquilibres, présente à la fois des vulnérabilités et des chances.

I. Les pays émergents ne sont que très partiellement découplés des économies avancées :

1. En quoi les pays émergents ont acquis plus d'autonomie :

Il y a au moins deux facteurs qui contribuent à un certain « découplage » des économies émergentes des chocs extérieurs :

a) la place de ces économies dans le PIB mondial s'est fortement accrue depuis une décennie :

Aujourd'hui, le FMI estime que les pays émergents représentent 48 % de l'économie mondiale (en termes de parités de pouvoir d'achat). La poursuite de leur expansion assure donc une certaine stabilité de la croissance pondérée globale. Pour la première fois en 2007, la Chine et l'Inde ont été les plus gros pays contributeurs de la croissance mondiale (45 % contre 7 % pour les Etats-Unis sur la base des parités de pouvoir d'achat).

b) les pays émergents ont amélioré leur gestion macroéconomique et en tirent le bénéfice :

La gestion financière de ces pays s'est renforcée au fil des ans. En dépit de quelques exceptions, leurs comptes publics ont été assainis, leur taux d'inflation s'est modéré et leurs réserves de change ont considérablement augmenté. De fait, les pays émergents disposent aujourd'hui, grâce à leurs excédents structurels de balance des paiements, des trois quarts des réserves mondiales (plus de 3 trillions \$ contre moins d'un trillion en 2000).

Cette situation leur assure un volant de liquidités qui leur avait fait défaut durant la crise asiatique de 1997. En permettant le remboursement de leurs emprunts, elle a desserré la contrainte extérieure qui avait longtemps limité la marge de manœuvre de ces pays.

2. Mais les pays émergents ne sont pas, pour autant, « découplés » des retournements cycliques extérieurs :

a) si l'influence des chocs externes est sans doute devenue plus faible, elle est loin d'être négligeable :

Les dernières prévisions du FMI (avril 2008) laissent apparaître pour 2008 une réduction de la croissance mondiale (3,7 % contre près de 5 % en 2007), les pays émergents ne subissant qu'une décélération limitée (6,7 % contre 7,8 %). Cette prévision repose sur une croissance faible des Etats-Unis (+ 1,2 % — année sur année — pour 2008¹) et de la zone euro (+1,4 %).

Ces prévisions, révisées à la baisse, tiennent compte des derniers développements du marché immobilier (augmentation des taux de défauts et baisse des prix des logements) et de l'emploi aux Etats-Unis. Par ailleurs, la croissance s'établirait à 1,4 % au Japon, ce qui est significativement inférieur aux prévisions d'automne du FMI.

¹ Du 4^{ème} trimestre 2007 au 4^{ème} trimestre 2008, la croissance US serait même négative (-0,7 %) selon les dernières prévisions du FMI.

De manière générale, il faut ajouter que les chocs provenant des Etats-Unis sur les pays émergents ne se sont pas effacés. En effet, l'économie américaine représente 25 % des importations mondiales et l'intégration commerciale s'est intensifiée, ce qui devrait avoir pour effet d'accroître la transmission des chocs.

A cet égard, les pays émergents ne sont pas à l'abri des chocs des grands marchés financiers. Ces pays, malgré leurs excédents structurels, demeurent des importateurs nets de capitaux.

Ainsi, si les excédents courants des principaux pays émergents (sans la CEI) ont atteint 420 milliards en 2007² (l'essentiel venant d'Asie), les flux nets de capitaux à destination de ces mêmes pays auront atteint 620 milliards³, ce qui contribue à expliquer, du reste, la forte augmentation des réserves (756 milliards) qu'ils ont enregistrée.

Sur ces 620 milliards de capitaux extérieurs absorbés en 2007 par ce groupe de pays, 265 ont pris la forme d'investissements directs et de portefeuille et 355 la forme de crédits.

Cela montre bien que, malgré la montée de leurs réserves extérieures, les pays émergents — dont les marchés financiers locaux restent encore relativement limités — sont tributaires du « système financier mondial » et notamment des investissements des grandes sociétés multinationales ainsi que des institutions financières du monde « avancé ».

On comprend, dans ces conditions, que certains pays émergents considérés comme financièrement fragiles, dont le système bancaire est surexposé et où la politique monétaire se resserre face à l'inflation, commencent à subir les effets du « credit crunch » (l'Ukraine, le Kazakhstan, la Roumanie, ...)⁴.

En considérant les épisodes cycliques passés, on constate que la médiane des récessions américaines (3,8 % de contraction en points de PIB) s'est accompagnée de - 2 points dans les autres économies avancées, - 1,7 en Amérique Latine et - 1,3 en Asie émergente. L'analyse montre que les répercussions sont d'autant plus fortes que les récessions américaines sont prononcées et qu'elles sont elles-mêmes liées à un choc global (pétrolier, par exemple).

b) en sens inverse, on peut remarquer une tendance à une plus grande autonomie de pays émergents :

- les économies émergentes ont atteint depuis quelques années de tels taux de croissance (dont une partie tient tant au dynamisme de leur demande interne qu'aux échanges entre pays émergents qui se développent rapidement notamment en Asie⁵) qu'une récession américaine aurait une incidence plus limitée qu'autrefois (rappelons que la Chine a connu une croissance de 11,5 % en 2007 qui pourrait être ramenée à moins de 10 % en 2008⁶ du fait de la conjoncture extérieure ainsi que de la politique chinoise de réduction du crédit) ;

² Chiffres publiés par l'Institute of International Finance : leur définition des marchés émergents se limite à une trentaine de pays, alors que les chiffres des excédents courants, donnés page 6 ci-après, couvrent la totalité des pays émergents.

³ Institute of International Finance (IIF) : « Capital flows to emerging markets », October 2007.

⁴ Voir dernier rapport de la BERD, Mai 2008.

⁵ Cependant, seulement 30 % des exportations des pays émergents d'Asie sont destinés à cette région. 70 % sont destinés au reste du monde.

⁶ Voir Institute of International Finance : « Global Economic and capital Market », Forecast 2008, Washington, 10 janvier 2008.

- les économies émergentes peuvent aussi contribuer à la solution du « credit crunch » en participant activement à la recapitalisation des banques occidentales. Ce recyclage a déjà atteint 50 milliards de dollars environ⁷ ;

- par ailleurs, pour les raisons expliquées ci-dessus, les économies émergentes disposent désormais, en principe, d'une marge de manœuvre qui pourrait leur permettre de trouver dans une expansion plus forte de leur demande interne un relais de croissance face du ralentissement du commerce avec l'Ouest. Il ne faut pas surestimer, cependant, l'impact sur l'économie mondiale d'une plus forte croissance de la demande interne des pays émergents. Ces pays ne représentent, en effet, que moins d'un quart de la demande interne mondiale en termes nominaux (part des Etats-Unis : 30,6 %, de l'Europe à 25 : 30,9 % ; du Japon : 10,4 %, de la Chine : 5 %, part du reste du monde : 23,1 %) ⁸. Les effets mondiaux d'un regain de croissance interne seraient donc limités.

D'une manière plus générale, il faut rappeler que 70 % des pays subissent un ralentissement de l'activité lorsque l'économie américaine se contracte. Comme l'essentiel des exportations des pays émergents - qui est dirigé vers les pays avancés- représentent une large part de leur PIB (38 % en Chine par exemple), il est évident qu'un tassement de la demande intérieure des pays avancés aurait eu des conséquences négatives sur les exportations et donc sur la croissance des pays émergents.

II. Les déséquilibres financiers mondiaux qui se sont accumulés aggravent la situation et les perspectives de l'économie mondiale :

1. Les déséquilibres mondiaux ont atteint des proportions considérables :

Des changements majeurs sont intervenus depuis une dizaine d'années dans la répartition des déficits et des excédents de balance des paiements mondiales.

Les pays émergents accumulent chaque année, depuis 2002-2003, des excédents courants considérables (+ 684 milliards de dollars en 2007) face à un déficit structurel américain qui a atteint 784 milliards en 2007.

Ces chiffres sont d'une portée économique fondamentale : le déficit des Etats-Unis a atteint 6,2 % du PIB de ce pays en 2006 (5,7 % estimés pour 2007). Quant à l'excédent de la Chine, il a représenté 9,4 % de son PIB en 2006 (11,7 % estimés pour 2007).

Ce sont là des ordres de grandeur qui représentent des records historiques et reflètent, à la vérité, une situation paradoxale. En effet, traditionnellement, c'étaient les pays industrialisés qui connaissaient des excédents de balance des paiements et exportaient leurs surplus vers les pays en développement. Aujourd'hui, nous assistons à un phénomène inverse : ce sont les pays dits « émergents » qui sont devenus les créanciers, sinon du monde industrialisé dans son ensemble (en effet, l'Union Européenne est en équilibre et le Japon en excédent), mais des

⁷ Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley et UBS notamment recourent de façon massive aux « fonds souverains » pour renforcer leurs fonds propres.

⁸ Voir Citigroup Global Markets : « Asia ex Japan Strategy : Myth : Decoupling ; Busted, for Now », 24 octobre 2007.

Etats-Unis dont le déficit courant est entièrement compensé par les apports de capitaux des pays émergents.

2. Ces changements ont contribué à créer une situation d'excès de liquidités :

Le fait que les pays émergents interviennent systématiquement en achetant des dollars sur les marchés des changes pour stabiliser leurs devises par rapport à la monnaie américaine, a contribué à alimenter la liquidité mondiale.

Cette situation a favorisé des taux d'intérêts bas⁹ et a entraîné la demande mondiale à la hausse.

Ces déséquilibres ont donc facilité l'expansion des financements qui ont explosé depuis quelques années. Ils ont contribué à la réduction des primes de risques et à l'exagération de « l'effet de levier » qui caractérise les marchés financiers et aggrave les effets de la crise.

3. Les pays émergents connaissent eux-mêmes des problèmes susceptibles d'accentuer les difficultés provenant d'un ralentissement de l'économie occidentale :

Il faut avoir à l'esprit que la très forte croissance des pays émergents ne s'est pas réalisée sans bulles ni tensions : tensions sur les prix de l'immobilier, tensions sur les prix des actifs financiers, tensions sur les prix des matières premières¹⁰.

Ces tensions commencent à se manifester sur les prix de détail des pays émergents, notamment sur les prix alimentaires (la hausse des prix des hydrocarbures ayant souvent été, pour sa part, « amortie » par le jeu des subventions publiques).

De fait, l'inflation des pays émergents (hors Chine) est remontée en 2007 passant d'un niveau de 4,5 % à 6 %. Quant à la Chine, elle connaît une forte hausse des produits alimentaires et des tensions sur les salaires. En février, 2008, l'indice chinois des prix à la consommation atteignait 8,7 %.

Il est vrai que les effets sur les prix à la consommation des tensions sur les cours des matières premières¹¹, notamment le pétrole et les denrées alimentaires, ont été, dans l'ensemble, jusqu'à présent contenus. Mais les risques de hausses de prix à la consommation sont réels (Etats-Unis : 4,3 % d'inflation annuelle -« headline »- en janvier 2008, le dernier chiffre étant de 3,6 % pour la zone euro).

La question des transmissions cycliques est donc complexe :

⁹ On a calculé que si les pays émergents s'étaient abstenus d'acheter des Bons du Trésor américains pendant un an, les taux d'intérêts à long terme auraient augmenté de 100 points de base aux Etats-Unis. Voir : « International Capital Flows and US Interest Rates », par Francis et Veronica Warvock, NBER Working paper N° 12560-2006.

¹⁰ De 2000 à 2006, la Chine représente 31 % de l'augmentation de la demande mondiale de pétrole.

¹¹ Sur les six dernières années, l'indice des prix des matières premières a augmenté de 288 %.

- un ralentissement marqué aux Etats-Unis aurait un effet non négligeable -quoique peut-être limité à 2 points de PIB- sur les économies émergentes qui devraient rester dynamiques ; il faut cependant souligner que les chocs financiers nés de la crise des marchés de crédit constituent un risque accru et pourraient réduire les flux de capitaux étrangers dont les pays émergents restent encore tributaires¹²;
- mais une « relance » par la demande interne des pays émergents pourrait exacerber leurs tensions inflationnistes qui, elles-mêmes se répercutent sur les pays avancés. Ces derniers, qui ont longtemps bénéficié d'importations émergentes à bas coûts de main d'œuvre, commencent à être affectés par les hausses des cours des matières premières directement liées à l'expansion des pays émergents. On ne saurait, dans ces conditions, écarter le risque de « stagflation », dont on sait qu'il est le plus difficile à traiter.

III. Pour l'Europe -dont les comptes extérieurs sont à l'équilibre-, la situation économique et financière actuelle présente des défis, mais aussi des opportunités :

Il serait illusoire de penser que l'Europe est découplée des mouvements cycliques aux Etats-Unis. Bien que les échanges commerciaux entre les pays de l'Union européenne représentent plus de 60 % du total, il n'en reste pas moins qu'un ralentissement marqué de l'économie américaine aura des effets négatifs sur l'Europe. La corrélation entre les cycles économiques aux États-Unis et ceux de l'Europe s'est renforcée depuis le début des années 90 du fait de l'intégration financière et de la globalisation. Le taux de croissance de la zone euro, pour 2008, évoqué plus haut (soit 1,4 %) apparaît significativement inférieur à son taux de croissance potentiel (2 %), ce qui est évidemment insatisfaisant en termes d'emplois et de prospérité.¹³

Mais, au-delà de ces considérations conjoncturelles, il faut avoir à l'esprit des données plus structurelles. Celles-ci, contrairement à ce qu'exprime volontiers un « euroscepticisme » systématique, présentent des atouts fondamentaux.

J'évoquerai quatre éléments :

1. L'Europe présente globalement un équilibre de ses comptes extérieurs :

Contrairement aux Etats-Unis, au Japon et aux pays émergents, la balance des paiements courants de la zone euro oscille autour de l'équilibre¹⁴, ce qui est une manière d'exprimer que l'épargne européenne couvre le financement de la formation brute du capital fixe de la zone.

¹² Les pays émergents, bien qu'excédentaires en balance des paiements courants, continuent d'importer annuellement environ 600 milliards de capitaux extérieurs en termes nets (voir Institut of International Finance : « Capital Flows to Emerging Markets », octobre 2007.)

¹³ L'intégration financière mondiale accroît les effets de la transmission des chocs. On a calculé qu'une diminution du taux de croissance des États-Unis de 1 % affecte la croissance de la zone euro à hauteur d'environ 0,4 - 0,5 % après un an, alors que la seule prise en compte des liens commerciaux aboutirait à une diminution de la croissance de la zone euro de 0,3 % seulement. Voir : Clemente De Lucia, BNP Paribas, EcoWeek au 11 avril 2008.

¹⁴ 2005 : + 7 milliards d'euros.
2006 : - 13,6 milliards d'euros
2007 (10 premiers mois) : + 20 milliards d'euros (BCE : Statistics, Janvier 2008).

Par rapport aux Etats-Unis, ceci est un avantage fondamental. L'Europe n'a donc pas participé aux désordres monétaires internationaux qui ont été centrés depuis une décennie sur les Etats-Unis, le Japon et les pays émergents.

2. Le système financier de la zone euro est resté, dans l'ensemble, relativement à l'écart des excès de la titrisation :

Certes, la vague du « subprime » a atteint un certain nombre de banques européennes (notamment en Suisse, en Allemagne, et au Royaume-Uni), mais, dans l'ensemble, le système financier de la zone euro est resté solide et les dépréciations d'actifs limitées.

Ces éléments sont positifs et devraient amortir les effets de la restriction de crédit (« credit crunch ») sur l'économie réelle.¹⁵

Il faut ajouter que la création de l'euro en 1999 a favorisé le développement des échanges commerciaux à l'intérieur de la zone, et que la Banque Centrale Européenne a mieux réussi que la FED à modérer la hausse des prix à la consommation. Elle joue, de la sorte, un rôle essentiel en ancrant les attentes inflationnistes, en protégeant le pouvoir d'achat des ménages et en inspirant la confiance des agents économiques.

Certes, l'euro subit les effets de la dérive du dollar -résultant elle-même des déséquilibres colossaux des Etats-Unis et du relâchement de leur gestion monétaire - mais la monnaie européenne a évité les brusques mouvements de change entre pays de l'Union monétaire, volatilité qui avait créé tant d'incertitudes et de freins au développement des échanges au cours des années précédant l'instauration de la monnaie unique.

Par ailleurs, la supervision des banques en Europe continentale s'est avérée plus rigoureuse qu'outre-Manche ou qu'outre-Atlantique, et n'a pas donné lieu aux déviations constatées aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne sur le marché du « subprime ».

3. En troisième lieu, l'Europe est bien placée pour tirer parti des progrès économiques des pays émergents.

Certes, la globalisation entraîne dans certains secteurs des pertes d'emplois et des délocalisations. Mais, on a calculé que la mondialisation (par les exportations qu'elle suscite) s'est montrée globalement bénéfique pour l'Europe. N'oublions pas que l'Allemagne continue d'être — devant la Chine — le premier exportateur mondial de produits manufacturés.

Le rapport de Daniel Hamilton et de Joseph Quinsan (John Hopkins University), récemment remis à la Commission Européenne, estime que la globalisation pourrait accroître le revenu annuel des ménages européens de 5000 euros environ d'ici quelques années. Elle pousse, en effet aux gains de productivité et à la pénétration des marchés extérieurs.¹⁶

¹⁵ En Janvier 2008, l'octroi de crédits aux entreprises non financières de la zone euro s'est accru de 14,6 % sur un an (comme en décembre 2007).

¹⁶ Les exportations de l'Union Européenne vers le monde émergent ont quadruplé de 1990 à 2006 pour se situer à 1000 milliards d'euros. En pourcentage du total des exportations mondiales, elles ont augmenté de 52 à 64 % pendant cette période.

La Russie et le Moyen-orient, qui bénéficient de réserves pétrolières considérables, constituent, à cet égard, des marchés particulièrement attrayants pour l'Europe (et cela beaucoup plus que pour les Etats-Unis). « L'arc de prospérité » qui se développe à l'Est de l'Europe représente une opportunité majeure.

Encore faut-il que l'Union européenne — et surtout ceux de ses membres qui sont restés en retard sur ce plan — intensifie son action pour devenir encore plus compétitive. Ce point est vital. Il suppose que les réformes structurelles de Lisbonne soient pleinement mises en oeuvre par tous les pays en particulier dans les domaines-clés de la recherche-développement et de l'enseignement.

Il faut ajouter que, compte tenu de sa démographie déclinante, l'Europe doit répondre à la pénurie de main d'œuvre qui la menace en accueillant -de façon sélective comme le font les Etats-Unis - davantage d'étudiants et de professionnels en provenance de l'étranger.