



Liberté • Égalité • Fraternité  
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

MINISTÈRE DES AFFAIRES ÉTRANGÈRES

DIRECTION GÉNÉRALE DE L'ADMINISTRATION  
ET DE LA MODERNISATION

DIRECTION DES RESSOURCES HUMAINES

Sous-direction de la Formation et des Concours

Bureau des concours et examens professionnels  
RH4B

**CONCOURS INTERNE ET EXTERNE DE  
CONSEILLER DES AFFAIRES ÉTRANGÈRES (CADRE D'ORIENT)  
AU TITRE DE L'ANNÉE 2013**

---

**ÉPREUVES ÉCRITES D'ADMISSIBILITÉ**

**Vendredi 14 septembre 2012**

**ÉPREUVE À OPTION : ÉCONOMIE**

*Rédaction, à partir d'un dossier, d'une note ayant pour objet de vérifier l'aptitude à l'analyse de données économiques ainsi que des enjeux économiques et de développement internationaux ;*

Durée : 5 heures.

Coefficient : 3



Ce dossier comporte 79 pages (pages de garde et de sommaire non comprises).

**SUJET :**

**La crise de la zone euro : implications mondiales et solutions**

# Sujet d'économie au concours externe et interne de conseiller des affaires étrangères (cadre d'orient) au titre de 2013

Sujet :

**La crise de la zone euro : implications mondiales et solutions**

Liste des documents :

1. CNUCED, *Rapport sur le commerce et le développement 2011, Aperçu général*, p1-19.
2. Martin Wolf, *There is no sunlit future for the euro*, Financial Times, 18 octobre 2011, p.21-23.
3. FMI. World Economic Outlook, chapter 2: Country and Regional Perspectives, avril 2012, p.25-51
4. L'Atlas du Monde Diplomatique, *Mondes émergents*, 2012, p.53-55.
5. Gabriel Grésillon, Stiglitz : mettre fin aux politiques d'austérités, Les Echos, 17 janvier 2012, p.57-58.
6. Martin Wolf, *A step at last in the right direction*, Financial Times, 3 juillet 2012, p.59-61.
7. La Lettre du Cepii n°318, *Ne laissons pas la crise de la zone euro s'étendre à l'Asie*, janvier 2012, p.63-66.
8. Problèmes économiques n°3045, *l'éclairage*, juin 2012, p.67-68.
9. Samantha Pearson, *Has Brazil won currency war?*, Financial Times, 23 avril 2012, p.69-70.
10. OCDE, *Etudes économiques, Zone euro (extrait)*, mars 2012, p.71-75
11. Bulletin du FMI, *Consultation avec la zone euro*, 21 juin 2012, p.77-79.

## Aperçu général

*Le degré d'intégration et d'interdépendance économiques dans le monde aujourd'hui est sans précédent. Cette économie mondialisée ne peut pas fonctionner dans l'intérêt de tous sans une solidarité et une coopération internationales. La crise financière et économique mondiale déclenchée par l'effondrement de grands établissements financiers a mis en lumière cette situation, et souligné la nécessité de concevoir de nouvelles formes de collaboration au niveau mondial. Le G-20, devenu une tribune de premier plan pour la coopération économique internationale, a réussi à coordonner une réponse politique immédiate à la crise, ou «récession» comme elle est désormais appelée. Dans une première étape, les principales banques centrales se sont lancées dans un assouplissement concerté des politiques monétaires, et la plupart des membres du G-20 se sont engagés dans de vastes plans de relance budgétaire et dans des programmes d'aide d'urgence pour retrouver la stabilité financière. Ces mesures ont permis, ensemble, de mettre un terme au plongeon de l'économie et ont été pour les décideurs un premier succès important dans la lutte contre la crise. Mais malgré d'intenses discussions, peu de progrès a été fait sur de grandes problématiques qui préoccupaient elles aussi le G-20, comme la réglementation du secteur financier, notamment pour trouver des réponses aux problèmes liés à la «financiarisation» des marchés de nombreux produits primaires, et, surtout, la réforme du système monétaire international pour lutter contre les mouvements à court terme de capitaux instables relevant essentiellement de la spéculation monétaire.*

*Mais la reprise économique mondiale est entrée en même temps dans une nouvelle phase de fragilité faute d'un réel processus de croissance autonome tiré par les dépenses privées et par l'emploi, surtout dans les pays développés. Beaucoup de ces pays sont passés d'une politique de relance budgétaire à une politique de compression des dépenses publiques qui risque de conduire à une stagnation prolongée voire une contraction de leur économie. Compte tenu de la stagnation de l'emploi et des salaires en Europe, au Japon et aux États-Unis, ces pays devraient poursuivre des politiques de relance de leur économie au lieu d'essayer de «regagner la confiance des marchés financiers» en réduisant prématurément les dépenses publiques. Le risque essentiel est que les salaires et les revenus collectifs ne progressent pas suffisamment pour contribuer à un processus de croissance durable et globalement équilibré fondé sur la demande intérieure. Cela signifie que le risque d'une poussée inflationniste due à l'augmentation des prix des produits de base est très faible. Quelques rares pays seulement qui ont une croissance vigoureuse et une dynamique des salaires plus forte que prévu sont confrontés à des risques d'inflation.*

*Le redressement des prix des produits de base a aidé les pays en développement à maintenir leur rythme de croissance, mais ces prix sont extrêmement instables car fortement tributaires des activités spéculatives d'acteurs du marché n'obéissant qu'à des considérations d'ordre purement financier. Et même si dans un certain nombre de grands pays en développement la croissance est davantage tirée aujourd'hui par des «moteurs» intérieurs que par les exportations, elle reste vulnérable aux évolutions défavorables du système financier international. Ces pays sont exposés en particulier à des mouvements de capitaux à court terme qui ont tendance à peser à la hausse sur leur monnaie et à pénaliser leurs industries d'exportation. Les pays en développement sont donc confrontés aussi à de très importants risques, et ils devraient s'efforcer de préserver leur stabilité macroéconomique et de contenir les effets des dysfonctionnements extérieurs. Au fur et à mesure qu'ils progressent sur la voie du développement, ils devraient aussi mieux se faire entendre dans le débat mondial sur une nouvelle architecture du système monétaire et financier international.*

*L'économie mondiale ne s'est pas encore remise de la pire récession depuis la Grande Dépression. Grâce à des politiques anticycliques courageuses et coordonnées au niveau mondial, les pays ont pu éviter un naufrage économique. Mais les décideurs ne peuvent pas se permettre de passer à côté de cette occasion d'un remaniement plus fondamental des politiques et des institutions. Une réglementation stricte du secteur financier afin de l'orienter davantage vers les investissements productifs est indispensable pour assurer une plus grande stabilité de l'économie mondiale et son retour sur la voie d'une croissance durable. Mais cela suppose une cohérence accrue entre le système commercial multilatéral et le système monétaire international. Aux niveaux national et régional, il apparaît très souhaitable de réorienter les politiques budgétaires en tenant compte des impératifs de la situation macroéconomique globale, plutôt qu'en s'attachant exclusivement à rééquilibrer les budgets ou à atteindre des objectifs rigides en matière de déficit public. Mais s'il n'y a pas un renversement de la tendance actuelle, caractérisée par des perspectives de diminution des revenus du ménage moyen, et un retour à des politiques privilégiant la croissance des revenus collectifs comme base d'un développement durable et équilibré dans les pays riches comme dans les pays pauvres, toutes les autres tentatives pour renouer avec la croissance resteront vaines.*

## **La reprise de l'économie mondiale marque le pas, avec d'importants risques de rechute**

La reprise mondiale a ralenti en 2011. Le PIB mondial ne devrait progresser que de 3,1 %, alors qu'il avait crû de 3,9 % en 2010. Dans beaucoup de pays développés, le ralentissement risque même de s'accroître au cours de l'année avec l'application par les gouvernements de politiques de réduction des déficits publics ou des déficits courants. Dans la plupart des pays en développement, la dynamique de croissance reste beaucoup plus forte, tirée surtout par la demande intérieure.

Lorsque les effets positifs initiaux des cycles des stocks et des programmes de relance budgétaire ont commencé à s'estomper au milieu de l'année 2010, ils ont révélé une faiblesse fondamentale du processus de reprise dans les pays développés. La demande privée n'est pas assez forte à elle seule pour soutenir la poursuite de la reprise; et la consommation intérieure reste atone à cause du niveau de chômage toujours élevé et de la stagnation ou de la faible progression des salaires. En outre, l'endettement des ménages dans plusieurs pays reste important et les banques sont réticentes à fournir de nouveaux financements. Dans cette situation, le passage à des politiques d'austérité budgétaire et monétaire risque de conduire à une période prolongée de croissance médiocre, voire de contraction pure et simple, dans les pays développés.

Aux États-Unis, la reprise marque le pas, et la croissance est bien inférieure à ce qu'il faudrait pour induire un recul notable du chômage. La deuxième série de mesures d'assouplissement quantitatif n'a elle-même pas réussi à accroître le volume de crédit disponible pour l'économie, car la demande intérieure a pâti de la stagnation des salaires et de l'emploi. Comme il n'y a guère de possibilité d'abaisser davantage les taux d'intérêt – qui sont déjà à un point bas historique – et que l'effet des mesures de relance budgétaire s'estompe, un retour rapide à une trajectoire de croissance satisfaisante est très peu probable. Au Japon, la reprise a souffert de la désorganisation sans précédent des chaînes d'approvisionnement et du secteur de la fourniture d'énergie due au tremblement de terre et au tsunami massifs du mois de mars. Dans l'Union européenne, la croissance devrait rester inférieure à 2 % en 2011, mais avec d'importantes disparités selon les pays membres. En Allemagne, le dynamisme nouveau des exportations (en particulier vers l'Asie) et de l'investissement, combiné avec un accroissement des dépenses publiques, s'est traduit par une forte progression de l'activité économique en 2010 et au début de 2011, mais comme

dans les autres pays développés les revenus collectifs restent très faibles, de même que la demande intérieure.

Avec la crise de l'euro qui n'a pas encore trouvé de solution, la résurgence de graves tensions sur le marché de la dette au deuxième trimestre de 2011 et l'extension possible des mesures d'austérité à l'ensemble de l'Europe, il y a un important risque que la zone euro continue à peser fortement sur la reprise mondiale. Et il n'est pas exclu que les mesures d'austérité – principal levier d'action utilisé face à la crise de l'euro, sans tenir compte de la croissance de la demande intérieure dans la région – produisent des effets tout à fait contraires à ceux attendus. Les pays touchés par la crise dans la zone euro se trouvent dans une situation extrêmement difficile. Alors qu'ils auraient besoin de faibles taux d'intérêt et d'une relance de leur croissance, il se trouve au contraire que leur dynamique de croissance est faible et que les taux d'intérêt de leur dette publique sur le marché sont excessivement élevés.

### **La croissance relativement rapide dans les pays en développement a été tirée davantage par la demande intérieure**

On peut penser que les taux de croissance des pays en développement resteront largement supérieurs – à près de 6,5 % – à ceux des pays développés. Dans beaucoup de pays en développement, la croissance a été portée davantage par la demande intérieure que par les exportations. Les pays émergents (comme l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde et la Turquie, parmi les membres du G-20) ont été confrontés à l'important défi que représentaient des apports de capitaux à court terme attirés par des taux d'intérêt plus élevés, liés à une plus forte inflation ou à un durcissement des politiques monétaires. Ces apports de capitaux ont énormément pesé à la hausse sur leurs monnaies et ont tendance à affaiblir leurs secteurs d'exportation et à creuser leurs déficits courants. Au Brésil, la Banque centrale est intervenue vigoureusement sur le marché des changes, mais dans le même temps elle a relevé encore son taux directeur, pourtant déjà très élevé en termes réels, et la politique budgétaire a été resserrée. La Banque centrale de la Fédération de Russie a agi de la même manière.

L'expansion est restée vigoureuse dans toutes les régions en développement, à l'exception de l'Afrique du Nord et de certains pays d'Asie occidentale, où l'agitation politique a pesé sur l'investissement et sur le tourisme et, par conséquent, sur la croissance aussi. C'est en Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est qu'on a continué à enregistrer les plus forts taux de croissance du PIB, même s'il semble se dessiner un certain fléchissement dû aux répercussions de la situation au Japon sur les chaînes d'approvisionnement, au resserrement des conditions monétaires et à la demande atone dans certains grands marchés d'exportation comme le Japon et les États-Unis. En Chine, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a diminué, et l'investissement productif et la consommation privée sont désormais les deux grands moteurs de la croissance. La progression des salaires en Chine est un important facteur pour rendre l'économie chinoise moins tributaire des exportations, de sorte qu'en ayant leur pleine part des gains de productivité du pays les travailleurs contribuent de manière effective à un rééquilibrage de la demande mondiale.

En Amérique latine et dans les Caraïbes, l'expansion reste robuste. Même si l'économie brésilienne ralentit, l'Argentine et la plupart des pays andins devraient connaître cette année encore une croissance rapide. Au Mexique et dans la plupart des petits pays d'Amérique centrale et des Caraïbes, la croissance sera beaucoup plus modeste, essentiellement parce que ces pays sont tributaires des exportations vers les États-Unis. L'Afrique subsaharienne devrait enregistrer une croissance aussi rapide qu'en 2010. Grâce

aux gains liés à l'évolution des termes de l'échange, des investissements d'infrastructure et des politiques budgétaires expansionnistes devraient permettre de tirer la croissance économique dans la sous-région, et le développement rapide du secteur des services y contribuera aussi. Toutefois, il n'est guère probable que les taux de croissance du PIB en Afrique subsaharienne permettent de réduire notablement la pauvreté dans un avenir proche, car trop souvent les avancées économiques n'ont pas de retombées positives pour la population dans son ensemble.

Dans les pays en transition, les taux de croissance restent inférieurs au taux moyen de croissance des pays en développement, mais ils ont retrouvé leur tendance d'avant la crise et devraient progresser considérablement plus vite que ceux des pays développés.

## Reprise du commerce international, et instabilité des prix sur les marchés des produits de base

Le commerce international des marchandises et des services est fortement reparti à la hausse en 2010, après avoir connu sa plus grave contraction depuis la Deuxième Guerre mondiale. En 2011 toutefois le volume des échanges internationaux ne devrait enregistrer qu'un taux de croissance inférieur à 10 %, contre 14 % en 2010, surtout dans les pays développés. Les prix des produits de base se sont redressés dès le début du cycle et ont été marqués par une forte instabilité, essentiellement à cause de la présence plus importante des investisseurs financiers sur les marchés de ces produits.

Bien que l'indice de la CNUCED pour les prix des denrées alimentaires ait dépassé en février 2011 les niveaux atteints durant la crise alimentaire de 2007-2008, en termes de sécurité alimentaire la situation semble moins critique qu'à cette époque grâce aux prix relativement bas du riz et à une bonne récolte de céréales en Afrique en 2010. En outre, la plupart des pays exportateurs de denrées alimentaires ont préféré ne pas imposer de mesures de restriction à l'exportation comme celles qui avaient notablement contribué à la crise alimentaire de 2007-2008. Mais la hausse des prix des denrées alimentaires en 2010-2011 pourrait avoir de graves répercussions sur la sécurité alimentaire, auxquelles s'ajoutent les menaces de famine en Afrique de l'Est. Cette augmentation des prix vient aggraver encore l'extrême pauvreté, puisque la facture des importations alimentaires des pays à faible revenu devrait bondir de 27 % en 2011. Il fallait donc que les gouvernements prennent des mesures pour atténuer les conséquences de cette situation pour les plus pauvres.

Dans une certaine mesure, la hausse des prix des produits de base contribue déjà au ralentissement de l'activité en général dans les pays consommateurs, puisqu'elle réduit le pouvoir d'achat des ménages dont les revenus souffrent déjà du fort taux de chômage, de la faible croissance des salaires et du processus de désendettement, surtout dans les pays développés. Si l'accroissement des prix des produits de base entraîne un resserrement généralisé de la politique monétaire dans le monde, la reprise pourrait se trouver fortement menacée. La Banque centrale européenne, par exemple, continue à focaliser son attention sur l'inflation globale, et s'est engagée depuis avril 2011 dans une politique de resserrement monétaire. Mais compte tenu de l'énorme volant de main-d'œuvre inutilisé aux États-Unis et en Europe, où même en valeur nominale les salaires n'augmentent pratiquement pas, le risque que l'accroissement des prix des produits de base déclenche une spirale inflationniste est négligeable. Une politique monétaire restrictive n'est donc pas appropriée pour contenir la hausse des prix des produits de base qui tient essentiellement à des facteurs externes, notamment les chocs intervenant du côté de l'offre et le rôle des marchés financiers.

Dans les pays émergents aussi, l'inflation globale est moins due à une surchauffe qu'au fait que les prix des denrées alimentaires et de l'énergie pèsent beaucoup plus dans les indices des prix à la consommation des pays pauvres que dans ceux des pays développés. Vu ces circonstances, un resserrement de la politique monétaire en l'absence de surchauffe ne semble guère pertinent puisque dans la plupart des cas les effets secondaires ont été limités.

## La faible progression des salaires compromet la reprise

Les revenus salariaux sont le principal moteur de la demande intérieure dans les pays développés et les pays émergents. La croissance des salaires est donc essentielle pour la reprise et pour la croissance durable. Or dans la plupart des pays développés, il n'y a guère de chances que la croissance des salaires contribue notablement à la reprise ou la favorise. Mais pire encore, en plus des risques inhérents à un assainissement prématuré des finances publiques, il y a un danger de plus en plus grand dans de nombreux pays de pressions à la baisse accrues sur les salaires, ce qui pèserait encore davantage sur les dépenses de consommation privées. Dans beaucoup de pays en développement et de pays émergents, et particulièrement en Chine, la reprise a été tirée par la progression des salaires et des transferts sociaux, avec une expansion concomitante de la demande intérieure. Mais comme les pays développés restent d'importantes destinations d'exportation, une croissance atone sur ces marchés, combinée avec des pressions à la hausse sur les monnaies des pays en développement, risque de favoriser une compression relative des salaires dans les pays en développement eux aussi.

Si les salaires croissent moins vite que la productivité, cela implique que la demande intérieure progresse plus lentement que l'offre potentielle. L'écart qui se creuse ainsi peut être temporairement comblé en s'appuyant sur la demande extérieure ou en stimulant la demande intérieure grâce à un desserrement du crédit et à une hausse des prix des actifs. Mais la crise mondiale a montré que ni l'une ni l'autre solution n'était valable durablement. L'application simultanément par de nombreux pays de stratégies de croissance portée par les exportations implique une course à l'abîme en termes de salaires, et comporte un effet déflationniste. En outre, si un pays parvient à dégager un excédent commercial, cela implique qu'il y aura dans d'autres pays des déficits commerciaux, synonymes de déséquilibres commerciaux et d'endettement extérieur. Si par contre le desserrement du crédit et la hausse des prix des actifs induisent un excédent de dépenses, comme cela a été le cas aux États-Unis avant la crise, la bulle éclatera forcément tôt ou tard avec de graves conséquences pour l'économie réelle comme pour l'économie financière. Il est donc important que des mesures soient prises pour contenir cette évolution dangereuse de la répartition des revenus et pour l'inverser.

## Les arguments en faveur d'une politique des revenus

Compte tenu de l'importance de la consommation pour dynamiser la demande mondiale et sachant que la reprise mondiale est encore fragile, l'application dans les grands pays de politiques des revenus pourrait largement contribuer à une expansion équilibrée. L'un des éléments essentiels de cette politique est l'ajustement des salaires réels en fonction de la productivité, afin que la consommation intérieure puisse progresser en même temps que l'offre. Cela aiderait aussi à éviter une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, et à contrôler ainsi la principale source interne d'inflation. Il serait dès lors possible de moins focaliser la politique monétaire sur la stabilité des prix et d'y recourir davantage pour financer à bas coût des investissements dans les capacités productives réelles, ce qui créerait à son tour de nouvelles possibilités d'emplois. Une hausse des salaires à un rythme

correspondant approximativement au taux de croissance de la productivité, en tenant compte aussi d'un objectif d'inflation, est la meilleure réponse aux anticipations inflationnistes.

Les problèmes actuels dans la zone euro résultent essentiellement de la progression divergente des salaires dans les États membres. Depuis la création de la zone euro, les salaires ont progressé plus vite que la productivité et que l'objectif officiel d'inflation de la Banque centrale européenne dans certains États membres et beaucoup moins vite dans d'autres, d'où des écarts considérables de compétitivité. À la différence des pays émergents qui ont connu dans le passé des situations de crise semblables, les pays de la zone euro qui ont perdu en compétitivité et qui sont confrontés aujourd'hui à de graves problèmes d'endettement n'ont pas la possibilité de dévaluer leur monnaie. En plus des mesures de transfert de revenus, une politique explicite de hausse des salaires dans les pays bénéficiant d'un excédent, et particulièrement en Allemagne, pour pallier le recul de la compétitivité dans les pays davantage touchés par la crise est donc un élément fondamental de la solution.

### Un bref «épisode keynésien»

Alors que depuis de nombreuses années il était préconisé une réduction du rôle de l'État dans la gestion de l'économie, beaucoup de gouvernements de pays développés et de pays émergents ont engagé de vastes programmes de stabilisation pour soutenir la demande globale, et sont intervenus pour sauver le secteur financier. Avant la crise, on jugeait souvent que les politiques budgétaires expansionnistes étaient inefficaces puisque tout accroissement du déficit public serait compensé par un ajustement simultané à la baisse des dépenses privées. Mais comme les politiques monétaires ont eu des effets limités durant la crise, l'orthodoxie de l'équilibre des budgets ou des objectifs budgétaires à court terme a été oubliée, et les gouvernements ont été à nouveau considérés comme les «acheteurs et emprunteurs en dernier ressort».

Or il ressort de l'évolution récente des politiques budgétaires et monétaires dans de nombreux pays, ainsi que des recommandations de grandes institutions internationales comme le Fonds monétaire international (FMI) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), que la reconnaissance de la nécessité d'une relance budgétaire durant la crise n'a pas conduit à repenser plus radicalement les principes de la politique macroéconomique. En 2011, de nombreux gouvernements ont inversé une fois encore l'orientation de leurs politiques pour passer d'une expansion budgétaire à un resserrement budgétaire, et d'autres envisagent de faire de même. Cela est d'autant plus préoccupant que dans la plupart des pays développés gravement touchés par la crise financière, le secteur privé n'est pas encore au terme du processus d'apurement des bilans par lequel les agents non financiers cherchent à réduire leur endettement dans le même temps que les banques tentent de redresser leur ratio de fonds propres. Dans ce processus de déflation de désendettement, même si les politiques d'assouplissement des conditions monétaires et de faibles taux d'intérêt étaient poursuivies, il ne fallait pas en attendre un réel effet de relance.

Les tenants de l'austérité budgétaire font valoir qu'il est indispensable de regagner la confiance des marchés financiers, jugée essentielle pour la reprise économique, alors même qu'on s'accorde quasi universellement à reconnaître que la crise a été causée initialement par la défaillance des marchés financiers. On voit donc qu'il n'a guère été tiré de leçons de l'excès de confiance dans le jugement des acteurs des marchés financiers, y compris les agences de notation, concernant la situation microéconomique et la validité des politiques macroéconomiques. Compte tenu du comportement irresponsable de nombreux acteurs privés des marchés financiers à la veille de la crise, et des interventions coûteuses des

gouvernements pour éviter l'effondrement du système financier, il est surprenant qu'une large partie de l'opinion publique et bon nombre de décideurs fassent à nouveau confiance à ces mêmes institutions pour juger ce qui constitue une gestion macroéconomique correcte et des finances publiques saines.

## L'important impact de la crise sur les budgets

Le gonflement de la dette publique n'est pas dû à des politiques budgétaires imprudentes. Avant la crise, entre 2002 et 2007-2008, les équilibres budgétaires à l'échelle mondiale se sont notablement améliorés, essentiellement grâce à l'important accroissement des recettes publiques tant en termes absolus qu'en pourcentage du PIB. Cette amélioration résultait à la fois de l'accélération globale de la croissance de la production et, dans beaucoup de pays exportateurs de produits primaires, de l'envolée des prix de ces produits sur les marchés internationaux. Il y avait eu en outre une diminution généralisée de la part des dépenses publiques consacrée au paiement d'intérêts, grâce essentiellement à la baisse des taux d'intérêt réels. Quand la crise a éclaté, de nombreux pays avaient donc une importante marge d'action budgétaire.

La crise a entraîné une forte dégradation des comptes publics avec l'entrée en action de stabilisateurs automatiques, impliquant une réduction des recettes et une augmentation des dépenses, et avec le lancement de programmes de relance budgétaire d'une ampleur sans précédent bien souvent. Dans de nombreux pays en développement, les comptes budgétaires ont aussi fortement souffert d'un brutal repli des prix des produits de base et de la hausse des écarts de taux d'intérêt sur la dette publique. Dans plusieurs pays développés, les équilibres budgétaires se sont dégradés à la suite du sauvetage par les pouvoirs publics d'institutions financières en péril, sauvetage ayant impliqué dans une large mesure la conversion de dettes privées en dettes publiques. En 2008 et 2009, les dépenses publiques en pourcentage du PIB ont augmenté dans toutes les régions en même temps que les recettes publiques chutaient, en particulier dans les pays d'Afrique et d'Asie occidentale et dans les pays en transition dont les recettes budgétaires viennent en grande partie de l'exportation de produits primaires. La contraction des recettes a été plus modérée dans la plupart des pays d'Asie de l'Est et du Sud et d'Amérique latine.

Des mesures énergiques de relance budgétaire ont été indispensables dans les pays développés pour contrebalancer l'important recul de la demande privée, puisque même les mesures monétaires les plus expansionnistes n'étaient guère efficaces dans une situation de désendettement privé massif. Ce sont les États-Unis qui ont engagé le plus vaste programme de relance, tant en termes nominaux qu'en pourcentage du PIB, suivis par le Japon et par l'Allemagne. Dans les pays développés, les mesures de relance budgétaire annoncées ont pris la forme, dans 40 % des cas, de réductions d'impôts. Dans plusieurs pays en développement et pays en transition, les programmes de relance ont représenté proportionnellement une plus importante part du PIB que dans les pays développés, et ils privilégiaient beaucoup plus un accroissement des dépenses que des réductions d'impôts.

Les politiques anticycliques et la récession ont fait bondir le ratio de la dette publique au PIB dans les pays développés qui dépassait nettement 60 % à la fin de 2010, soit une proportion supérieure à celle du précédent pic enregistré en 1998. Dans les pays en développement et les pays émergents, ce ratio n'a augmenté que modérément après un fort recul les années précédentes, de sorte qu'il était aujourd'hui bien inférieur à celui des pays développés. Mais il y avait d'importantes disparités entre les pays en développement, et un certain nombre de pays à faible revenu restaient en situation de surendettement.

## La marge d'action en matière budgétaire n'est pas une variable statique

Face à l'importante augmentation des déficits budgétaires courants et de l'encours de la dette publique dans plusieurs pays, l'idée a commencé à se répandre que la marge d'action disponible pour une relance budgétaire durable était déjà – ou serait bientôt – épuisée, surtout dans les pays développés. Et l'idée s'est répandue aussi que dans un certain nombre de pays, les ratios d'endettement avaient atteint, ou approchaient, un niveau au-delà duquel la solvabilité budgétaire ne serait plus assurée.

Or la marge d'action en matière budgétaire est une variable essentiellement endogène. Une politique budgétaire proactive peut agir sur l'équilibre budgétaire en modifiant la situation macroéconomique, en raison de ces incidences sur les revenus du secteur privé et les impôts correspondants perçus. Dans une perspective macroéconomique dynamique, une politique budgétaire expansionniste judicieuse peut dynamiser la demande lorsque la demande privée a été paralysée à cause des perspectives incertaines de revenus dans l'avenir et de la réticence ou de l'incapacité des consommateurs et des investisseurs privés à s'endetter.

Dans une telle situation, une politique budgétaire restrictive pour rééquilibrer les finances publiques ou pour réduire la dette publique n'a guère de chances de succès car une économie nationale ne fonctionne pas comme une entreprise ou comme un ménage qui peut épargner davantage en réduisant ses dépenses sans que cela modifie ses recettes. En effet, une compression des dépenses publiques, de par ses effets négatifs sur la demande globale et sur la base d'imposition, aboutira à une réduction des recettes budgétaires et n'ira donc pas dans le sens d'un rééquilibrage des finances publiques. Comme les dépenses courantes peuvent être difficiles à ajuster (parce que composées essentiellement de salaires et de prestations sociales), la compression des dépenses publiques implique généralement de vastes coupes dans les investissements publics. Cette réduction de dépenses publiques nécessaires pour la croissance peut entraîner une baisse de la valorisation actuelle des recettes publiques futures d'une ampleur plus importante que celle des économies budgétaires obtenues grâce à la compression des dépenses publiques. Le résultat sera une amélioration dans l'immédiat de la situation de trésorerie du pays, mais avec des répercussions négatives sur la viabilité des finances publiques et de la dette dans le long terme. Et ce choix de l'équilibre budgétaire ou d'un faible endettement public comme un objectif en tant que tel peut être préjudiciable à d'autres objectifs de politique économique, comme le plein emploi et une répartition des revenus socialement acceptable.

C'est le défaut de prise en compte de ces effets dynamiques qui a conduit à des résultats décevants pour beaucoup de pays ayant appliqué des politiques d'austérité budgétaire dans le cadre de programmes appuyés par le FMI dans les années 1990 et 2000. Dans les pays où ces politiques d'austérité devaient en principe réduire le déficit budgétaire, celui-ci s'est au contraire aggravé, et souvent de façon notable, à cause de la contraction du PIB. En Indonésie par exemple, à la fin des années 1990 il était attendu une croissance de 5 % du PIB, alors que la production s'est repliée en fait de 13 %; en Thaïlande, loin de s'accroître de 3,5 % comme attendu le PIB s'était contracté de 10,5 %. Et d'autres pays ont connu des situations similaires. Cette apparente erreur d'appréciation systématique, conduisant «inévitablement à une sous-performance budgétaire», selon les termes du Bureau indépendant d'évaluation du FMI, tenait à des anticipations trop optimistes sur les possibilités d'attirer l'investissement privé.

Mais la marge d'action en matière budgétaire comporte un autre aspect trop souvent négligé: les choix en termes de dépenses publiques et d'imposition ne sont pas neutres, et différents types de dépenses ou de recettes produisent des résultats macroéconomiques différents. En principe, un accroissement des dépenses pour les infrastructures, pour les

transferts sociaux ou pour des subventions ciblées destinées à des investisseurs privés est plus efficace pour stimuler l'économie que des réductions d'impôts, parce qu'il induit directement une hausse des achats et de la demande. Le revenu rendu disponible par des baisses d'impôts ne sera sans doute dépensé que partiellement en revanche, surtout en cas de fort endettement du secteur privé, qui aura plutôt tendance alors à utiliser une partie des réductions d'impôts pour rembourser ses dettes plutôt que pour consommer et investir. Une augmentation des dépenses sociales au profit des groupes à faible revenu semble être un moyen rationnel de favoriser la reprise, dans la mesure où cela évite de voir leur consommation chuter en période de crise et la pauvreté s'aggraver. Si le choix se porte de préférence sur des baisses d'impôts, des réductions de l'impôt sur les ventes et de la taxe sur la valeur ajoutée ainsi que des baisses de l'impôt sur le revenu pour les groupes à faible revenu qui ont une plus grande propension à dépenser sont généralement plus efficaces pour accroître la demande et le revenu national que des réductions d'impôts pour les groupes aisés.

## Les déterminants de la dette publique

Le niveau élevé et l'accroissement des ratios de la dette publique sont bien entendu une préoccupation de politique légitime, mais tout comme la marge d'action budgétaire les limites du déficit public et de l'endettement public sont difficiles à définir en raison de leurs liens étroits avec d'autres variables macroéconomiques. Tenter de déterminer un niveau critique d'endettement «viable» est donc un réel défi. Dans leurs politiques économiques et leurs stratégies d'endettement, les gouvernements doivent prendre en compte leur situation et leurs besoins sociaux spécifiques, ainsi que leurs relations avec l'extérieur.

On constate que même si les déficits budgétaires et la dette publique représentent aujourd'hui une proportion relativement élevée du PIB dans certaines parties du monde – et surtout dans certains pays développés –, dans bon nombre de pays ils ne sont pas considérables au regard de l'expérience passée. En outre, la viabilité de l'endettement public ne dépend pas seulement de l'encours absolu de la dette mais aussi de la relation entre cet encours et d'autres variables clefs comme le solde budgétaire primaire, le taux d'intérêt moyen de la dette active, le taux de croissance de l'économie et le taux de change. Ce dernier influe fortement non seulement sur la valeur intérieure de la dette libellée en devises, mais aussi sur la demande de biens produits dans le pays.

Par conséquent, les situations d'endettement public insoutenable ne sont pas toujours le résultat de politiques budgétaires expansionnistes ou irresponsables. Il apparaît qu'elles sont moins dues à un déficit du solde budgétaire primaire causé par des politiques budgétaires délibérées qu'à une croissance atone (voire négative) du PIB et à des crises bancaires et monétaires. Réciproquement, même si le solde budgétaire primaire est déficitaire, le ratio de la dette publique au PIB peut être réduit à condition que le taux d'intérêt nominal de la dette publique soit inférieur au taux de croissance du PIB. On voit donc que la politique monétaire joue un rôle important dans la viabilité de l'endettement public. Mais les pays qui ont une dette libellée en monnaies étrangères ou qui ne contrôlent pas leur propre politique monétaire peuvent voir leurs conditions d'emprunt devenir soudainement beaucoup plus onéreuses en période de crise économique, précisément quand leurs capacités de remboursement se trouvent réduites. Dans les pays en développement, on constate que les efforts d'austérité n'ont pas été particulièrement fructueux et que la viabilité de l'endettement passe normalement par une croissance économique plus robuste.

Pour répondre à une crise, il faut tenir compte de ce qui l'a causée. Si la crise est due à l'éclatement d'une bulle d'actifs, la réponse rationnelle passerait par une réforme financière et même par le contraire d'une politique de compression des dépenses publiques, c'est-à-dire par des mesures anticycliques pour absorber le désendettement du secteur privé

afin de sortir du marasme macroéconomique créé par la déflation des actifs. Si la crise résulte d'une surexposition à des créanciers étrangers et d'une appréciation excessive de la monnaie nationale, la réponse appropriée au niveau national pourrait passer par une amélioration de la structure de la dette et par l'introduction de politiques pour éviter les désalignements du taux de change réel et pour régler les apports de capitaux.

## **La déréglementation financière a ouvert la porte à une prise de risque excessive**

Les fortes hausses récentes des déficits publics et de la dette publique résultent de la grave crise qui a frappé le secteur financier après la vague de libéralisation financière impulsée par les pays ayant un modèle économique dit «anglo-saxon». Il est donc quelque peu paradoxal que les agents financiers à l'origine de la crise soient devenus les arbitres du bien-fondé des politiques publiques adoptées pour lutter contre les effets de la crise. La libéralisation et la déréglementation financières reposaient sur l'idée largement répandue que le jeu du marché était plus efficace, et elles ont conduit à la création d'instruments financiers de plus en plus complexes. La déréglementation était en partie une réponse aux pressions concurrentielles dans le secteur financier, mais elle s'inscrivait aussi dans un mouvement généralisé de réduction de l'intervention des pouvoirs publics dans l'économie. De nouveaux instruments financiers et la poursuite de la libéralisation du système financier ont permis aux activités spéculatives de beaucoup se développer de sorte qu'elles ont pris une place importante, voire prépondérante, dans le secteur financier. Ces activités sont devenues ainsi une source d'instabilité dans de nombreux pays, et même dans tout le système économique international. Il est difficile en revanche de trouver de nouveaux instruments financiers qui aient contribué à rendre les services d'intermédiation financière plus efficaces et à promouvoir les investissements durables dans les capacités productives réelles.

Alors même que la déréglementation financière et la libéralisation du compte courant causaient des crises financières de plus en plus nombreuses dans les pays développés comme dans le pays en développement, la conviction profonde des décideurs que les marchés étaient les meilleurs juges de la répartition efficace des facteurs les a conduits à poursuivre sur la voie de la déréglementation financière. Il a fallu la crise financière mondiale pour que s'engage un réel débat sur la nécessité de réformes fondamentales pour éviter des crises similaires dans l'avenir. L'idée désormais largement partagée que la déréglementation avait été l'un des principaux facteurs de déclenchement de la crise financière et économique mondiale a donc débouché sur des appels en faveur d'un renforcement de la réglementation et de la surveillance financières.

## **Les marchés sont importants, mais les marchés financiers fonctionnent différemment**

Les marchés financiers ne fonctionnent pas de la même manière que les marchés normaux des marchandises et des services. Alors que les entrepreneurs intervenant dans les marchés des marchandises cherchent à créer de nouveaux actifs réels qui puissent améliorer la productivité et accroître l'ensemble des revenus dans l'avenir, les acteurs des marchés financiers cherchent surtout à utiliser efficacement les informations qu'ils détiennent sur les actifs existants. Sur les marchés des marchandises, les prix sont déterminés à partir d'informations provenant d'une multitude d'agents indépendants agissant selon leur gré, et les opportunités de profit naissent d'initiatives individuelles novatrices fondées sur les informations indicelles personnelles des acteurs du marché. Sur les marchés financiers en revanche, et particulièrement sur ceux des actifs qui relèvent de la même grande catégorie

de risque (par exemple actions, monnaies de pays émergents et, plus récemment, produits de base et produits dérivés correspondants), la détermination des prix repose sur des informations liées à un petit nombre d'événements communément observables, voire sur des modèles mathématiques qui utilisent essentiellement des données passées – plutôt qu'exclusivement actuelles – pour faire des anticipations de prix.

Le fonctionnement des marchés financiers présente une faille fondamentale en ce sens que les activités les plus profitables procèdent souvent de comportements grégaires (c'est-à-dire consistant à suivre la tendance pendant un certain temps puis à se dégager juste avant le reste du troupeau). Cette façon de se dissocier du consensus, même si elle est justifiée par des informations fiables sur les fondamentaux, peut conduire à d'importantes pertes. Ainsi, lorsque les acteurs des marchés «découvrent» que les tendances des prix sur différents marchés offrent une occasion d'«arbitrage dynamique» (c'est-à-dire d'investissement dans la probabilité d'une poursuite de la tendance existante) et que tous parient sur le même résultat, par exemple une hausse des prix de l'immobilier, des actions ou d'autres actifs, comme tous ces acteurs disposent des mêmes informations il y a une forte incitation à un comportement grégaire. Le troupeau acquiert ainsi un pouvoir sur le marché suffisant pour orienter ces prix dans le sens désiré.

C'est la raison pour laquelle les prix sur les marchés financiers et «financiarisés» ont parfois tendance à évoluer de façon excessive, en s'établissant pendant de longues périodes à des niveaux qui ne sont pas justes. À cause des comportements grégaires dominants, aucun acteur individuel ne se demande si les informations sous-jacentes sont correctes ou si elles peuvent être mises en relation de façon rationnelle avec les événements et les évolutions dans l'économie réelle. Ce phénomène a été observé non seulement sur les marchés des valeurs et sur ceux des produits financiers dérivés, mais aussi sur les marchés des devises et sur les marchés à terme de produits de base. Les marchés financiers ont ainsi créé eux-mêmes la plupart des risques d'«événements extrêmes» qui ont entraîné leur effondrement lors des crises financières. Les incertitudes quant à la valorisation correcte des actifs bancaires durant ces phénomènes de bulles peuvent devenir telles qu'aucune exigence de fonds propres ni aucun mécanisme contre le risque de liquidité ne peut absorber le choc qui s'ensuit, de sorte que les gouvernements n'ont alors plus d'autre choix que d'intervenir avec des plans de sauvetage.

## Une reréglementation des marchés financiers est indispensable

Au fil de cent cinquante années d'activités bancaires, il s'était formé un accord implicite sur le fait qu'en temps de crise les gouvernements, ou les banques centrales dans leur rôle de «prêteur en dernier ressort», apporteraient l'aide nécessaire pour éviter l'effondrement d'institutions financières individuelles et du système dans son ensemble. En échange, ces institutions étaient assujetties à une réglementation et à une surveillance de la part des autorités. Le risque avait toujours existé que des événements dans l'économie réelle, comme la défaillance d'un débiteur important ou une récession généralisée, pourraient mettre le secteur financier en difficulté. Cela est devenu particulièrement évident durant la Grande Dépression des années 1930, ce qui a conduit à l'institutionnalisation des fonctions de prêteur en dernier ressort et à la mise en place d'une garantie des dépôts pour éviter les retraits bancaires massifs.

Mais avec la tendance à la déréglementation du système financier, ces trente dernières années, la situation s'est inversée: aujourd'hui, le secteur financier est davantage une source d'instabilité pour le secteur réel. Dans le même temps, les pouvoirs publics sont intervenus plus souvent pour aider ce secteur, et avec des injections de fonds publics de plus en plus importantes. Les marchés financiers ont été déréglementés, malgré leurs



dysfonctionnements fréquents. Pour protéger l'économie réelle des retombées préjudiciables induites par les marchés financiers eux-mêmes, il faudrait donc une reréglementation officielle de très vaste portée qui rééquilibre judicieusement la protection du secteur financier, d'une part, et la réglementation des institutions financières, d'autre part, par les autorités.

Du fait de la méconnaissance des marchés financiers, un problème en particulier reste posé: la sous-estimation systématique des risques quand tous les intervenants dans un segment donné du marché financier agissent dans le même sens sous l'effet de comportements grégaires. Cette situation peut créer ce qu'il est convenu d'appeler des risques d'«événements extrêmes» qui, même s'ils surviennent très rarement, peuvent avoir des conséquences catastrophiques lorsqu'ils se matérialisent. Les marchés ne seront stabilisés que si on les prive de la possibilité de faire évoluer les prix dans le mauvais sens ou de les établir à un niveau excessif par rapport à la juste valeur. Une intervention systématique des pouvoirs publics devrait donc devenir un outil légitime pour corriger les dysfonctionnements des marchés.

La déréglementation des marchés financiers a aussi favorisé une concentration accrue des activités bancaires au sein de quelques grands établissements, ainsi qu'une modification du mode de financement des banques qui se détournent des dépôts au profit des marchés de capitaux, et des activités de prêt au profit des activités de marché. En outre, elle a ouvert la voie au développement d'un système financier «fantôme» essentiellement non réglementé, surtout dans les pays développés. Au début de 2008, les engagements de ce système étaient près de deux fois supérieurs à ceux du secteur bancaire traditionnel. En absorbant beaucoup de sociétés financières ou de fonds de placement sur le marché monétaire nouvellement créés, ou en créant leurs propres entités sous l'égide de holdings bancaires, les banques ont externalisé une importante partie de leurs fonctions d'intermédiation en matière de crédit à des sociétés partenaires dans ce système fantôme. Certains éléments de ce système (par exemple les fonds de placement sur le marché monétaire) jouaient le même rôle que les banques mais pratiquement sans aucune réglementation, et ces entités ont toujours eu un volume d'activités qui reposait sur une capitalisation insuffisante.

Le risque systémique dans le système financier est venu surtout des établissements financiers d'importance systémique. Face au problème de ces établissements «trop importants pour faire faillite», il a été essentiellement proposé jusqu'à présent des exigences de fonds propres additionnelles et une surveillance renforcée, plutôt qu'une restructuration. Une réponse plus complète devrait inclure aussi une procédure spéciale de règlement des crises, sans grever les ressources publiques, et la limitation de la taille de ces établissements, soit en termes absolus soit par rapport au PIB.

## Vers une restructuration du système bancaire

Comme le problème de l'établissement de prix erronés est une caractéristique systémique des marchés financiers, la réglementation devrait être focalisée davantage sur le système que sur les comportements à l'intérieur du système, afin que celui-ci contribue mieux en général à l'investissement productif réel et à la croissance de l'économie réelle. Une séparation claire entre les banques de dépôt et les banques d'investissement pourrait aider à éviter que les banques commerciales s'adonnent à des activités spéculatives, et permettrait également de réduire la taille des établissements bancaires et d'en accroître la diversité. Les banques publiques pourraient jouer un rôle plus important non seulement dans le financement du développement, mais aussi comme facteurs de diversité et de stabilité. Ces banques se sont révélées plus résistantes aux crises, et elles ont en partie compensé l'assèchement du crédit dans le système privé lors de la crise récente. Elles

pourraient aussi aider à promouvoir la concurrence lorsqu'il existe des structures bancaires privées de type oligopolistique.

Dans la mesure où la crise financière récente est venue du secteur financier privé, bon nombre des reproches adressés maintes fois ces dernières décennies aux banques publiques ont encore davantage perdu de leur crédibilité. Quand la crise a éclaté, de grandes banques en Europe et aux États-Unis n'ont pu survivre que parce qu'elles ont bénéficié de garanties et de fonds publics. Si en période d'expansion les établissements privés et les particuliers bénéficiaient de primes et de bénéfices importants, en période de récession c'étaient les gouvernements – ou les contribuables – qui devaient supporter les risques. L'idée que les banques publiques jouissaient d'un avantage unique parce qu'elles avaient seules accès aux ressources publiques a donc été réfutée. En outre, comme ces banques sont des entités de nature publique elles sont moins incitées à tomber dans des comportements grégaires, dans une prise de risque excessive ou dans la recherche de profits à n'importe quel prix.

## Une spéculation financière croissante sur les marchés des produits primaires

Les prix des produits de base ont connu des fluctuations considérables au cours de la dernière décennie. Leur envolée entre 2002 et 2008 a été la plus forte depuis plusieurs dizaines d'années de par son ampleur, sa durée et sa portée. La contraction des prix survenue ensuite après le déclenchement de la crise mondiale actuelle au milieu de l'année 2008 a été particulièrement forte et a touché un important nombre de produits. Depuis le milieu de l'année 2009 et surtout depuis l'été 2010, les prix mondiaux des produits de base sont repartis à la hausse, mais ils se sont quelque peu stabilisés durant le premier semestre de 2011.

Selon certains observateurs, cette récente évolution des prix des produits de base s'expliquait uniquement par la profonde transformation des relations fondamentales entre l'offre et la demande. Mais les analyses valident de plus en plus l'idée que ces fluctuations s'expliquent aussi par l'implication de plus en plus grande des investisseurs financiers dans le négoce des produits de base pour des motivations purement financières – le phénomène souvent qualifié de «financiarisation du négoce des produits de base».

Si l'on s'accorde en général à reconnaître que la participation des acteurs financiers aux marchés des produits de base est un élément normal des marchés, toute la question consiste à savoir de quelle ampleur sont ces flux financiers et dans quelle mesure ils déconnectent les prix par rapport aux fondamentaux, et/ou contribuent à l'instabilité des prix. En général, la participation de ces acteurs pouvait être bénéfique du point de vue économique en contribuant à approfondir les marchés et à mieux prendre en compte les besoins en matière de couverture des utilisateurs commerciaux et à réduire les coûts correspondants, mais les avantages ainsi procurés sont anéantis par les comportements grégaires de ces acteurs. Des investisseurs financiers comme les fonds indiciels ne contribuent pas à une liquidité des marchés qui renforcerait leur diversité; la plupart d'entre eux suivent la même stratégie de position longue, reposant sur la ferme conviction que les prix sur ces marchés continueront à augmenter pendant un certain temps. Du fait de cette financiarisation, les marchés des produits de base obéissent moins à la logique d'un marché normal de marchandises qu'à celle des marchés financiers, où les comportements grégaires prévalent souvent.

Les comportements grégaires sur les marchés des produits de base peuvent être irrationnels et reposer sur de «pseudo-signaux» par exemple des informations se rapportant à d'autres marchés d'actifs, et sur l'application de stratégies non flexibles, y compris des



stratégies d'investissement fondées sur la poursuite de la tendance ou sur l'évolution rétrospective. Ces stratégies, reposant sur l'idée que l'évolution des prix dans le passé donne des informations sur l'évolution des prix dans l'avenir, conduisent par exemple à suivre la tendance, c'est-à-dire à acheter après une hausse des prix et à vendre après une baisse des prix, indépendamment de toute évolution des fondamentaux.

Mais les comportements grégaires peuvent également être tout à fait rationnels. Dans les comportements grégaires fondés sur l'information, par exemple, il y a un phénomène d'imitation quand les opérateurs pensent qu'ils peuvent obtenir des informations en observant le comportement d'autres agents. En d'autres termes, les investisseurs ont des comportements convergents parce qu'ils ne tiennent pas compte de leurs propres signaux d'information. En prenant des positions uniquement en fonction des décisions antérieures prises par d'autres, ils font évoluer les prix sans qu'aucune information nouvelle n'ait été apportée sur le marché. Lorsque ces décisions s'enchaînent, elles entraînent un effet «boule de neige» qui conduit pour finir à la formation de bulles auto-entretenu des prix des actifs. Et il y a un plus grand risque de comportements grégaires sur les marchés relativement opaques, comme ceux du négoce des produits de base.

## **Des mouvements corrélés sur les marchés des actions, des produits de base et des changes**

Il est difficile de déterminer dans quelle mesure le niveau et l'instabilité des prix des produits de base sont liés aux investissements financiers, faute de transparence et de données suffisamment détaillées. Il existe néanmoins des éléments qui étayent l'idée que les investisseurs financiers ont influé sur la dynamique des prix dans le court terme, et il peut notamment être fait référence au rôle des modifications radicales des positions financières sur le marché du pétrole entre février et mai 2011. On trouve un autre élément d'information en ce sens encore dans les fortes corrélations existant entre les mouvements des prix des produits de base et les évolutions sur les marchés des actions et des changes qui, comme on le sait bien, ont fait l'objet d'opérations spéculatives.

Lorsqu'on compare l'évolution des prix des produits de base et celle des prix des actions sur plusieurs cycles économiques, on constate que dans les cycles précédents ces prix évoluaient habituellement en sens opposé durant les phases ascendantes initiales. Ces mouvements de prix ont été en revanche remarquablement bien synchronisés dans le cycle le plus récent. Cette synchronisation accrue est surprenante compte tenu du très faible niveau d'utilisation des capacités après la «récession» de 2008 et 2009, avec pour conséquence une très faible demande de produits de base. Néanmoins, les prix de ces produits étaient déjà à la hausse avant même le début de la reprise au deuxième trimestre de 2009 et ils ont continué à croître au cours des deux années qui ont suivi, en partie sous l'effet de l'accroissement de la demande dans les pays émergents mais aussi, et dans une grande mesure, à cause d'opérations purement financières. C'est pourquoi il y a eu deux ans plus tard une réaction en termes de politiques monétaires, quand bien même les capacités restent très sous-utilisées dans les pays développés. Et cela met en relief une autre conséquence préoccupante et jusqu'à présent sous-estimée de la financiarisation: sa capacité de porter préjudice à l'économie réelle en envoyant les mauvais signaux pour la gestion macroéconomique.

## Des mesures contre l'instabilité des prix des produits de base

Des mesures d'urgence à court terme s'imposent pour prévenir ou atténuer les effets des évolutions défavorables des prix des produits de base. Dans le même temps, il faut réfléchir aux moyens d'améliorer le fonctionnement des marchés de produits dérivés adossés aux produits de base pour permettre à ces mécanismes de mieux remplir leur rôle en envoyant des signaux de prix valables aux producteurs et aux consommateurs de produits de base, ou au moins pour les empêcher d'envoyer les mauvais signaux.

Compte tenu du rôle vital de l'information dans l'évolution des prix des produits de base, quatre mesures devraient permettre, prises ensemble, d'améliorer le fonctionnement de ces marchés, surtout pour les denrées alimentaires et pour l'énergie. Premièrement, il faudrait accroître la transparence des marchés physiques en fournissant des informations plus fiables et plus actuelles sur les produits de base, concernant par exemple les capacités disponibles et les stocks détenus au niveau mondial pour le pétrole, et les superficies plantées, les récoltes attendues, les stocks et les prévisions de demande à court terme pour les produits agricoles. Cette mesure permettrait aux acteurs commerciaux de mieux apprécier les rapports fondamentaux entre l'offre et la demande de produits de base à l'heure actuelle et dans l'avenir. Deuxièmement, il faudrait améliorer les flux d'information sur les marchés de produits dérivés adossés aux produits de base ainsi que l'accès à ces flux, notamment concernant les prises de position des différents opérateurs sur les marchés de ces produits, ce qui permettrait également de gagner en transparence. En particulier, des mesures pour assujettir les opérations sur les bourses en Europe à des obligations en matière d'information comparables à celles en vigueur aux États-Unis devraient considérablement améliorer la transparence des opérations et décourager le «nomadisme réglementaire». Troisièmement, il conviendrait de resserrer la réglementation des acteurs financiers, par exemple en plafonnant le volume des positions, pour limiter l'impact des investisseurs financiers sur les marchés des produits de base. Et il faudrait interdire aussi les transactions pour compte propre aux institutions financières qui effectuent des opérations de couverture au bénéfice de leurs clients, pour cause de conflit d'intérêts. Cela impliquerait de trouver le juste milieu entre une réglementation trop restrictive, qui empêcherait les bourses de produits de remplir leurs fonctions de transfert des risques, et une réglementation trop laxiste, qui les empêcherait aussi de s'acquitter de leurs fonctions de base.

Quatrièmement, les autorités de surveillance des marchés pourraient être chargées d'intervenir directement, mais *ponctuellement*, sur les marchés des produits de base en achetant ou en vendant des contrats de produits dérivés pour éviter un effondrement des prix ou pour dégonfler des bulles de prix. Cette intervention pourrait être considérée comme une solution de dernier recours pour lutter contre la formation de bulles spéculatives s'il n'était pas adopté de mesures de réforme pour assurer une plus grande transparence des marchés et leur réglementation plus rigoureuse, ou bien au cas où ces mesures se révéleraient inefficaces. Si le mécanisme de déclenchement des interventions pouvait être essentiellement fondé sur des règles, et prévisible par conséquent, l'intervention proprement dite impliquerait nécessairement une certaine part de jugement. Or il a parfois été émis des doutes quant à la capacité des autorités de marché ou des institutions publiques de comprendre et de suivre le marché. Ces doutes sont sans fondement car il n'y a aucune raison que ces organismes n'appréhendent pas le problème tout aussi bien que les autres acteurs du marché; sur les marchés qui prêtent à des comportements grégaires, chacun a accès aux mêmes informations. En outre, contrairement aux autres acteurs du marché, l'autorité chargée d'intervenir n'aurait aucune raison de s'engager dans une quelconque forme de comportement grégaire. Elle pourrait au contraire interrompre les chaînes d'information qui nourrissent de tels comportements en annonçant à

un moment donné qu'elle considère que les prix ne reflètent absolument plus les fondamentaux.

## Les taux de change sont aujourd'hui déconnectés des fondamentaux macroéconomiques

Le débat actuel sur la réforme du système monétaire international s'est focalisé essentiellement sur les symptômes plutôt que sur les problèmes essentiels. La forte augmentation des réserves de change, l'hégémonie persistante du dollar et l'effet déstabilisateur des apports de capitaux à court terme sont dus principalement aux graves dysfonctionnements du régime mondial des changes. Les marchés des changes sont dominés par des comportements des marchés financiers qui sont déconnectés des fondamentaux macroéconomiques. Cette situation est une source de déséquilibres du solde courant, de perturbations dans la répartition des facteurs au niveau international et d'incertitudes accrues pour tous les acteurs intervenant dans le commerce international.

Même après la désintégration du système de Bretton Woods et l'adoption en 1973 d'un système généralisé de taux de change flottants, dans les politiques économiques à mettre en œuvre au niveau international on a souvent considéré que le système international devait se préoccuper essentiellement des chocs réels, plutôt que des chocs monétaires. Mais il est apparu après quelques décennies d'expérience que les chocs monétaires, surtout dans un système de taux de change flexibles, étaient beaucoup plus graves et dangereux. Alors que les échanges internationaux de marchandises et de services sont assujettis aux règles et aux disciplines du système commercial multilatéral, l'absence de système monétaire international laisse à chaque pays le choix de ses politiques de change, même quand ces politiques portent tort à l'économie mondiale en créant des cycles d'expansion et de récession financières et en perturbant le commerce international.

Les mouvements des taux de change qui divergent de ceux attendus compte tenu des fondamentaux peuvent s'expliquer par deux grands facteurs: soit une évolution très disparate d'un pays à un autre des coûts unitaires de main-d'œuvre dans un régime où les taux de change nominaux ne sont pas assez flexibles, soit des apports de capitaux à court terme excessifs qui conduisent à une appréciation d'un taux de change nominal trop flexible. Lorsque les coûts unitaires de main-d'œuvre varient d'un pays à un autre parce que les salaires y progressent différemment par rapport à la productivité, des ajustements de change sont nécessaires pour éviter l'accumulation de déséquilibres commerciaux dus à une modification de la compétitivité des pays. Tous les déséquilibres de la balance des opérations courantes ne sont pas dus à un défaut d'alignement des taux de change. Mais les déviations du taux de change réel par rapport aux fondamentaux, surtout si elles persistent sur de longues périodes, ont un fort impact sur la compétitivité internationale des producteurs et en particulier des fabricants du pays concerné, et par conséquent sur la structure des échanges internationaux et sur les balances commerciales.

Mais les déviations des taux de change par rapport à ce que justifieraient les fondamentaux économiques peuvent aussi être dues à des flux financiers privés à court terme qui sont attirés par des différentiels de taux d'intérêt positifs. Dans ce cas, le taux de change du pays ayant les taux d'intérêts plus élevés – parce qu'il a soit une plus forte inflation soit une politique d'austérité monétaire – s'apprécie, alors que la situation macroéconomique exigerait une dépréciation. Dès lors que le différentiel de taux d'intérêt sous-jacent se réduit ou disparaît complètement, ou bien en situation de crise, le mouvement d'appréciation enregistré plus tôt est suivi généralement d'une dépréciation elle aussi excessive de la monnaie qui ne cadre pas, encore une fois, avec les fondamentaux.

## Repenser le système des changes

Dans l'actuel «non-système», chaque pays s'est efforcé de trouver des solutions temporaires et pragmatiques aux problèmes de surévaluation ou de sous-évaluation. L'une des solutions consiste à intervenir unilatéralement sur les marchés des changes, quotidiennement s'il le faut; une autre consiste à contrôler les mouvements de capitaux ou à taxer les entrées de capitaux spéculatifs. Ces mesures sont toutes justifiées dans un environnement où il reste considéré que, en principe, «le marché» est en mesure de trouver les justes taux de change. Mais elles n'apportent pas de solution au problème le plus pressant: appliquer l'«impératif catégorique» pour les opérations de change au niveau international en trouvant la valeur internationale de la monnaie d'un pays que tous ses partenaires commerciaux peuvent accepter.

Dans une meilleure architecture du système mondial des changes, il faudrait faire en sorte que les acteurs financiers privés, conduits souvent par des motivations purement spéculatives et des comportements grégaires, n'exercent pas d'influence excessive sur la détermination des taux de change et, par conséquent, sur la compétitivité des producteurs des différents pays intervenant dans le commerce international. Les gouvernements et les banques centrales doivent prendre l'initiative de fixer des objectifs en matière de taux de change et de veiller à ce que les déviations par rapport à ces objectifs soient minimales et temporaires.

Pour mieux prévenir les perturbations des échanges commerciaux et pour promouvoir la stabilité dans les relations financières internationales, le système de gestion des taux de change devrait comporter des règles prévoyant: a) une stabilité suffisante du taux de change réel (la mesure la plus complète de la compétitivité) pour promouvoir le commerce international et faciliter la prise de décisions d'investissement productif dans le secteur marchand; et b) une flexibilité suffisante du taux de change pour prendre en compte les évolutions différentes des taux d'intérêt selon les pays.

## Un flottement aménagé fondé sur des règles pour freiner la spéculation

Une plus grande stabilité du taux de change réel pourrait être obtenue avec un système de flottement aménagé fondé sur des règles. Ce régime peut être considéré dans ses grandes lignes comme une version dynamique du système de Bretton Woods, qui reposait sur le principe de taux de change nominaux fixes mais ajustables. Tout comme dans le système de Bretton Woods, son objectif serait d'éviter les déséquilibres fondamentaux de balance des paiements; mais à la différence de ce système, il reposerait sur des ajustements constants du taux de change nominal en fonction de l'évolution de la parité de pouvoir d'achat (PPA) ou de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change. Pour arriver à une plus grande stabilité du taux de change réel, le taux de change nominal serait ajusté pour prendre en compte les évolutions divergentes des prix à la consommation ou des coûts unitaires de main-d'œuvre dans le premier cas, ou les différentiels de taux d'intérêt à court terme dans le second.

Une gestion des taux de change fondée sur un système de ce type inciterait moins à se livrer à des opérations spéculatives comme le «carry trade». Ainsi, les mouvements de capitaux à court terme sans liens avec le commerce ou l'investissement réel, mais entièrement motivés par des espoirs de gains venant d'opérations d'arbitrage de taux d'intérêt entre les monnaies et de l'appréciation correspondante du taux de change de la monnaie cible, disparaîtraient.

À moyen terme, une stratégie de flottement aménagé fondée sur le principe de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change n'est pas très différente d'une stratégie de taux de change fondée sur l'évolution de la parité de pouvoir d'achat. Dans un système de parité de taux d'intérêt sans couverture de change, le taux de change nominal serait déprécié en cas de différentiel de taux d'intérêt positif, ce qui annulerait tout gain pouvant être procuré par ce différentiel. Le système présente l'avantage d'être en prise directe sur les marchés financiers, qui sont plus sensibles aux déviations de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change que les marchés des marchandises, qui réagissent aux déviations de la parité de pouvoir d'achat. Et il présente un autre avantage dans le sens que la parité de taux d'intérêt sans couverture de change peut être déterminée très rapidement et sur la base des taux d'intérêt officiels, et non pas de mesures statistiques. Ce système peut être néanmoins difficile à appliquer lorsqu'il y a de très importants différentiels de taux d'intérêt, car les ajustements nécessaires du taux de change nominal entraîneraient des hausses notables des prix des importations et une forte augmentation de la valeur en monnaie nationale de la dette extérieure publique et privée. Il pourrait donc, dans ce cas, être plus judicieux d'appliquer la règle de la parité de pouvoir d'achat fondée sur les coûts unitaires de main-d'œuvre, qui n'entraînerait qu'une dépréciation du taux de change nominal proportionnée au différentiel de coûts unitaires de main-d'œuvre, et donc avec des effets neutres en termes de compétitivité internationale.

Les modalités concrètes d'un système de gestion des taux de change fondé sur des règles devraient être discutées plus avant et développées. Pour déterminer initialement le niveau et la marge de fluctuation acceptable du taux de change nominal, il faudrait examiner dans le détail le pouvoir d'achat de toutes les monnaies. Les pays pourraient aussi, pour établir le taux de change initial dans ce système, procéder à des ajustements de parité ponctuels avant de s'engager dans une stratégie de flottement aménagé fondée sur des règles.

## La nécessité d'interventions symétriques

Dans un système de flottement aménagé fondé sur des règles comme celui décrit ci-dessus, les banques centrales bénéficieraient de plus de latitude pour fixer les taux d'intérêt nationaux à court terme en fonction des objectifs macroéconomiques du pays. La mise en œuvre du système serait grandement facilitée, dans le même temps, par une stratégie anti-inflationniste reposant davantage sur une politique des revenus pour freiner les pressions inflationnistes que sur une politique monétaire.

Un système de flottement aménagé fondé sur des règles peut dans une certaine mesure constituer une stratégie de change unilatérale. Face à un problème d'apports de capitaux à court terme qui exercent des pressions à la hausse sur sa monnaie, un pays peut appliquer cette stratégie sans limitations quantitatives, et sans que cela entraîne de coûts de fonctionnement pour sa banque centrale. Mais en cas au contraire de sorties problématiques de capitaux, la marge d'intervention de la banque centrale est limitée par le volume de ses réserves de change, faute de soutien approprié des institutions financières internationales. Dans ce cas de figure, pour que le système fonctionne il faudra une intervention symétrique du ou des pays dont la monnaie a tendance à s'apprécier lorsque la monnaie du pays considéré a tendance à se déprécier. La deuxième meilleure option consisterait donc à appliquer le système dans le cadre d'accords bilatéraux ou comme une composante clef de la coopération monétaire au niveau régional. En termes de stabilité financière internationale, le gain obtenu serait optimal si les règles de flottement aménagé étaient appliquées multilatéralement en s'inscrivant dans la gouvernance financière mondiale.

## Vers des marchés internationaux de marchandises plus efficaces

Le principe d'un flottement aménagé fondé sur des règles ne devrait pas prêter à controverse, même s'il reste à en définir les termes concrets et les détails. Ce système rendrait les marchés internationaux de marchandises et de services plus efficaces en évitant que les marchés financiers internationaux perturbent gravement les relations commerciales internationales. Il reconnaît que les marchés financiers ne fonctionnent pas de la même manière que les marchés des marchandises, et qu'ils prêtent par conséquent davantage à des comportements grégaires pouvant aboutir à une surévaluation ou à une sous-évaluation excessive des monnaies par rapport à leur juste valeur. L'argument souvent invoqué qui voudrait que les gouvernements ne puissent pas connaître la valeur correcte d'une monnaie mieux que les marchés a été réfuté par la performance des marchés financiers, qui se sont régulièrement trompés sur les justes valeurs.

En tout état de cause, si l'appréciation d'une monnaie à la suite de mouvements de capitaux spéculatifs pouvait être évitée initialement par le système, le risque ensuite d'une attaque spéculative à la baisse serait bien moindre. Le système épargnerait aussi aux banques centrales la nécessité d'accumuler des réserves de change pour des raisons de précaution, et par conséquent la nécessité pure et simple d'une intervention symétrique. Et même dans l'éventualité d'une telle situation, le moyen de défense supplémentaire que représenterait l'application de mesures de contrôle des mouvements de capitaux devrait être salué par la communauté internationale, car des taux de change prévisibles sont au moins aussi importants pour le bon fonctionnement du système commercial international que des règles commerciales convenues au niveau multilatéral.

Le programme des réformes à apporter après la crise financière mondiale est loin d'être achevé. Il a progressé lentement, et le désir initial de réforme s'est en grande partie dissipé. Il y a un risque très réel que de nouvelles crises éclatent et que, dans une économie mondiale fortement intégrée et excessivement financiarisée, elles ne soient pas circonscrites à certains segments du système financier ou à certains pays ou régions seulement. Même si une crise naît dans les pays développés et dans leurs marchés financiers complexes, elle affectera aussi les pays en développement et les pays émergents, comme l'avait démontré la crise récente. Le G-20 a reconnu ce fait, mais les initiatives qu'il prend ne suffisent pas. C'est toute l'économie mondiale qui est confrontée à des défis fondamentaux de vaste ampleur, comme l'élimination de la pauvreté et le passage à des modes de production et de consommation plus respectueux du climat. Pour relever avec succès ces défis, tous les autres pays du monde devront s'impliquer, tôt ou tard, dans la recherche de solutions. Celles-ci consistent notamment à créer un environnement macroéconomique stable qui favorise un niveau d'investissement productif approprié pour appuyer la nécessaire transformation structurelle. Il est donc impératif pour la communauté internationale et pour ses institutions de s'engager encore plus résolument qu'elles ne l'ont fait jusqu'à présent dans les mesures de réforme au niveau international qui restent à mettre en œuvre.

Le Secrétaire général de la CNUCED



Supachai Panitchpakdi



# There is no sunlit future for the euro



By Martin Wolf



Hurrah! The eurozone's crisis will be solved at the European Union's summit this Sunday. So participants at last Saturday's meeting of finance ministers of the group of 20 leading advanced and emerging economies have suggested. Will such hopes be vindicated? No. It is conceivable – if unlikely – that the eurozone will find ways to manage its emergency. It is inconceivable that it will cure the illness, partly because members are in denial about its nature and partly because it is a chronic condition.

Understandably, outsiders, terrified of another global financial shock, are putting fierce pressure on the eurozone's members to deal with its interlinked crises of sovereign and banking illiquidity and insolvency. Ministers called on the eurozone to act “decisively to restore confidence, financial stability and growth”.

Fix banks; fix Greece; and fix debt markets of other fragile eurozone sovereigns. These are the elements of the desired package. The main policy approach is also clear: pour buckets of money over everything.

First, what is to be done about the banks? The starting point is to be a credible stress test. But it is uncertain what a credible test would be. That depends on potential losses on sovereign debt, which is not only unknown but depends on policy decisions still to be taken. The question, then, is what capital ratios to aim at. Success will be judged by how easily banks can subsequently fund themselves. This is an exercise in market psychology, not science.

If, after the tests, banks were to shrink assets, rather than raise their capital, as they now threaten to do, the treatment could well be worse than the disease. The answer is to turn desired ratios into levels of capital that banks have to meet. The latter will scream. So be it. States underpin banks. They have the right – and the duty – to ensure that self-interested behaviour by state-supported banks does not cause a slump. The answer is for banks to be told to raise target levels of capital, underwritten by solvent states or the European financial stability facility (EFSF). If they cannot raise capital, it will come from governments.

Second, what is to be done about Greece? As my colleague, Chris Giles, has noted, the German government thinks Greek debt needs to be reduced to sustainable levels, while the French government, the European Central Bank and the banks believe that restructuring must

be voluntary. Since voluntary reduction is unlikely to be sufficient, this cannot work. Germany is right. Greek debt service must be put on a sustainable basis. The International Monetary Fund knows that this has to be the starting point. What, after all, is the incentive for the Greeks to reform their government and economy if the benefits accrue to creditors indefinitely? Next to none.

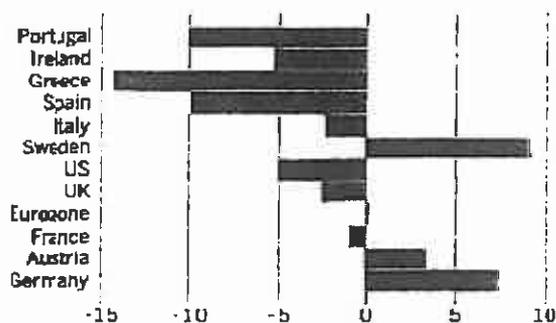
Fools who lent money, without asking questions, deserve to share in the pain. They should not expect Greeks to rescue them from their folly, after the fact. The reduction in the debt burden can be achieved by cutting the stock, lowering interest rates or extending maturities. With net public debt forecast by the IMF at 175 per cent of gross domestic product in 2012 and no chance of borrowing in private markets, the case for radical cuts is powerful.

Third, how are other vulnerable members to be protected? A self-fulfilling panic in the sovereign debt markets of big countries, such as Italy and Spain, is the biggest danger confronting the eurozone and the world economy. Since Spain's net debt (forecast by the IMF at 59 per cent of GDP in 2012) and Italy's structural fiscal deficit (forecast at 1.1 per cent of GDP in 2012) are quite low, both countries have a good chance of regaining access to markets on more comfortable terms. The simplest solution would be for the European Central Bank to ensure liquidity in the market for these public debts. If this is rejected or deemed insufficient, the EFSF could provide partial guarantees on new borrowing, as recently suggested by Paul Achleitner of Allianz.

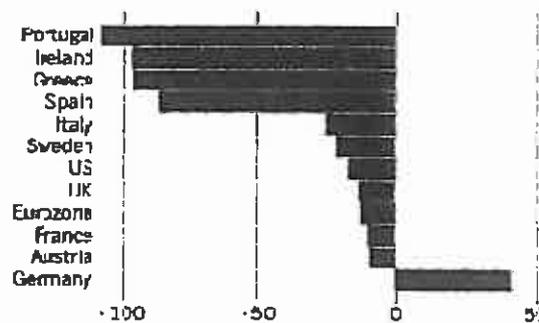
Suppose the immediate crisis were indeed overcome, in such ways. Would this promise a sunlit future for the euro? No. Nor, as so many suggest, is some sort of fiscal union the answer. True, if creditworthy members were to transfer resources to the uncreditworthy on a large enough scale, the eurozone might be kept together. But, even if such a policy could be sustained (which is unlikely), it would turn southern Europe into a greater Mezzogiorno. That would be a calamitous outcome of European monetary integration.

The fundamental challenge is not financing, but adjustment. Eurozone policymakers have long insisted that the balance of payments cannot matter inside a currency union. Indeed, it is a quasi-religious belief that only fiscal deficits matter: all other balances within the economy will equilibrate automatically. This is nonsense. By far the best predictor of subsequent difficulties were the pre-crisis external deficits, not the fiscal deficits (see charts).

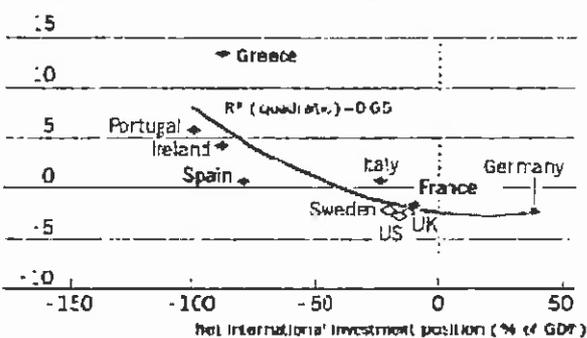
**Current account balances**  
2007 (% of GDP)



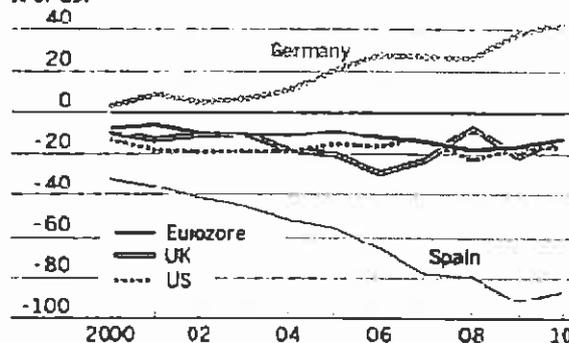
**Net external liabilities**  
2010 (% of GDP)



**Rise in sovereign yields related to national balance sheets**  
Change in 10-year yields, Jan 2007 - Aug 2011



**Net international investment positions**  
% of GDP



Sources: Goldman Sachs; IMF

### Why do external deficits matter?

First, external deficits mean that residents are spending more than their income and financing the difference abroad. If creditors decide such borrowers are no longer creditworthy (be they private or public), they will cut them off, thereby causing a recession and a plunge into – or deepening of – fiscal deficits. Second, prolonged external deficits also shape the structure and competitiveness of an economy.

Third, sustained deficits lead to huge net external liabilities, often intermediated by banks. When the external lending halts, the banks are likely to implode, undermining both the economy and the fiscal position. As Goldman Sachs notes, the inability to devalue also rules out a way of adjusting net liability positions that has proved helpful to the US and UK. Worse, the only available mechanism – an “internal devaluation” (or falling domestic price level) – will make the burden of external debt even greater. The improvement in the current account balance must then be even bigger than it would otherwise need to be.

Most important of all, people care about what happens to their own country. The inhabitants of a depressed member country will hardly console themselves with the thought that others are booming.

Inside the eurozone, adjustment of imbalances remains essential. But it is also vastly difficult, because the exchange rate has gone. In its place, comes adjustment via depression and default. A currency union with structural mercantilists in the core now threatens a permanent slump in the periphery. Solving that is the true cure. Can it be done? I wonder.

Copyright The Financial Times Limited 2012. You may share using our article tools. Please don't cut articles from FT.com and redistribute by email or post to the web.



CHAPTER 2

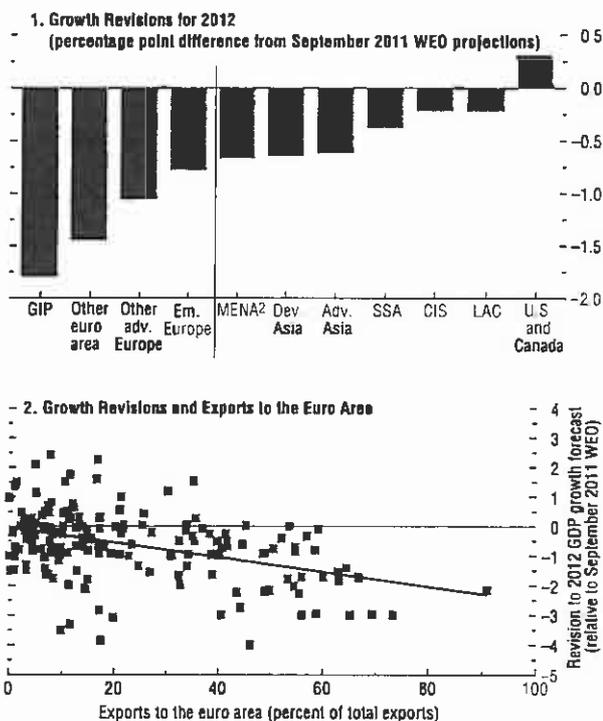
COUNTRY AND REGIONAL PERSPECTIVES

The world economy has changed dramatically since September 2011. European growth has slowed sharply, and many economies in the region are now in or close to recession. In the Middle East and North Africa (MENA), unrest has spread, further depressing the outlook for the region even as some economies rebuild after earlier conflicts. In other regions, however, developments have been more positive. The United States has seen a spate of encouraging economic news, with growth increasing and unemployment falling. Asia has weathered the global slowdown well and looks headed for a soft landing. Latin America has shown resilience to the swings in risk aversion flowing from European developments over recent months. Finally, sub-Saharan Africa (SSA) has been surprisingly resilient to the European slowdown, reflecting an ongoing redirection of its economic linkages toward Asia.

While growth prospects in much of the world have been marked down since the September 2011 *World Economic Outlook*, they are expected to improve in the latter half of 2012 as a result of the combined policy measures taken across developed and emerging market economies. These developments are reflected in Figure 2.1, which shows revisions to the 2012 growth forecasts relative to the September 2011 *World Economic Outlook*. Revisions to the outlook have generally been negative, but to varying degrees. And the revisions partly reflect spillovers from the deterioration of prospects in Europe—the scatterplot shows that economies with the strongest trade ties to Europe have generally seen the largest downgrades. We return to this theme of spillovers throughout the chapter. To set the scene for the discussion of spillovers, Figure 2.2 shows the average effects of the euro area crisis scenario discussed in Chapter 1 on each of the regions considered in this chapter. This scenario models the likely effects of an intensification of the euro area crisis—a sharp drop in risk appetite, asset and commodity prices, and global demand. While Europe is obviously the region most strongly affected, the pattern of spillovers is varied, with the strength of trade

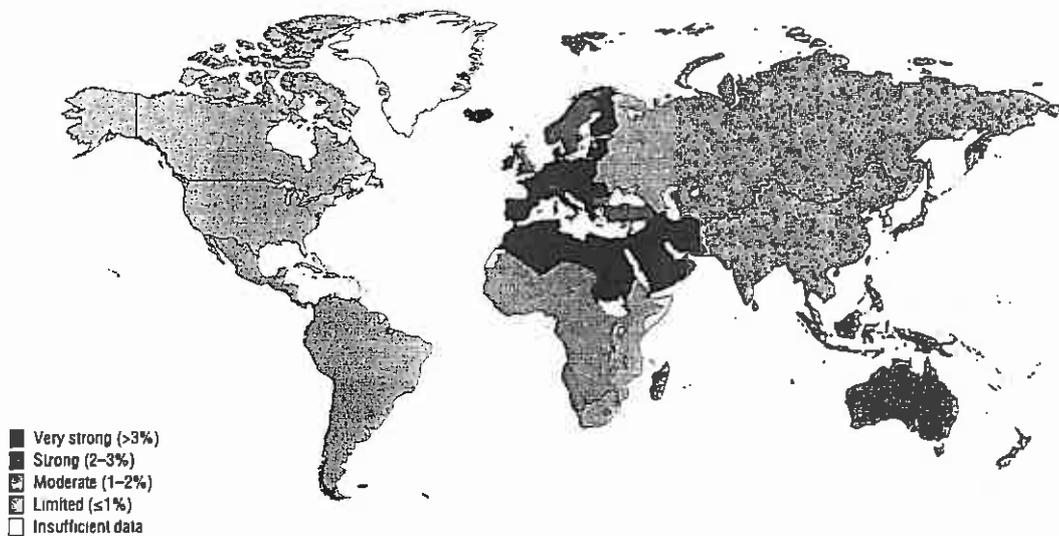
Figure 2.1. Revisions to 2012 WEO Growth Projections and Trade Linkages with Europe<sup>1</sup>

Revisions to the outlook have generally been downward, but to varying degrees. And the revisions partly reflect spillovers from the deterioration of prospects in Europe—economies that have the strongest trade ties with Europe have generally seen the largest downgrades.



Sources: IMF, *Direction of Trade Statistics*; and IMF staff estimates.  
<sup>1</sup>Adv. Asia: advanced Asia; CIS: Commonwealth of Independent States; Dev. Asia: developing Asia; Em. Europe: emerging Europe; GIP: Greece, Ireland, Portugal; LAC: Latin America and the Caribbean; MENA: Middle East and North Africa; Other adv. Europe: Czech Republic, Denmark, Iceland, Norway, Sweden, Switzerland, United Kingdom; Other euro area: Austria, Belgium, Cyprus, Estonia, Finland, France, Germany, Italy, Luxembourg, Malta, Netherlands, Slovak Republic, Slovenia, Spain; SSA: sub-Saharan Africa.  
<sup>2</sup>Excludes Libya and Syrian Arab Republic. Excludes South Sudan after July 9, 2011.

**Figure 2.2. The Effects of an Intensified Euro Area Crisis on Various Regions**  
(Peak deviation of output from WEO baseline)



Source: IMF staff estimates.

Note: Peak deviation of output from the WEO baseline under the first downside scenario described in Chapter 1 (increased bank and sovereign stress in the euro area). Simulations were conducted using the IMF's Global Economic Model, which is a six-region model (supplemented with satellite models) that does not explicitly model individual countries (except the United States and Japan).

ties, financial market linkages, and euro area bank exposures all playing a role. These individual channels, and their regional expression, are discussed in more detail in the sections below.

The chapter begins with a detailed discussion of the outlook for Europe, including intraregional spillovers from the periphery to the core of the euro area and from the euro area to the rest of Europe. The remaining sections discuss the outlook for the United States and Canada, Asia, Latin America and the Caribbean (LAC), the Commonwealth of Independent States (CIS), the Middle East and North Africa, and sub-Saharan Africa.

### Europe: Crisis, Recession, and Contagion

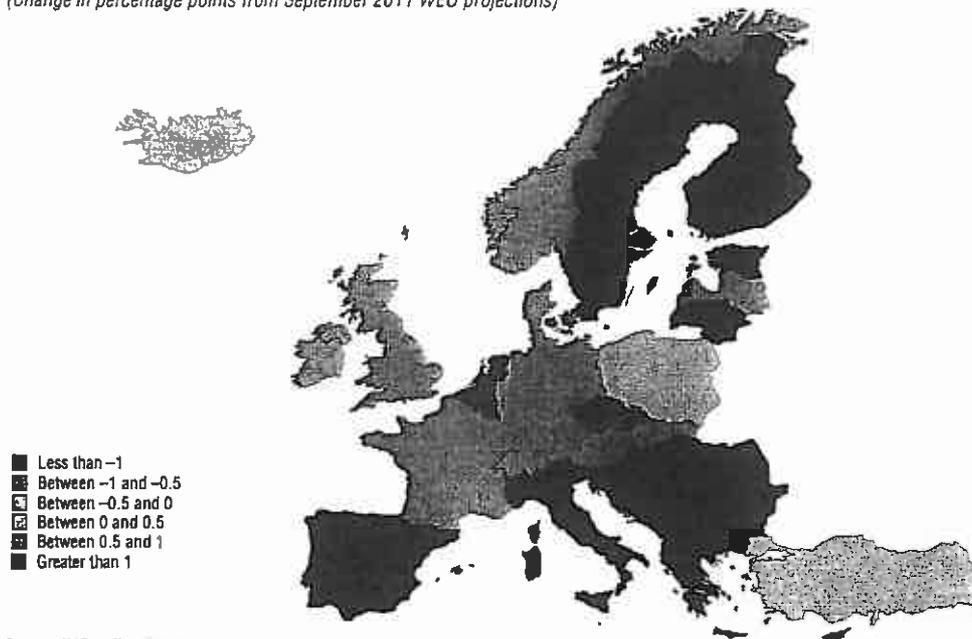
*In the last quarter of 2011, renewed fears that the euro area crisis would escalate and spread led to another bout of uncertainty and widening risk spreads that contributed to an unexpectedly sharp slowing in the euro area, with spillovers to the rest of Europe and beyond. The European Central Bank (ECB) alleviated funding pressure in the banking sector through longer-term*

*refinancing operations (LTROs). These measures, in combination with steps toward strengthening the fiscal compact, structural reforms, and fiscal consolidation, succeeded in stabilizing market sentiment and lowering uncertainty. The recent decision to enhance the European firewall reinforces these policy efforts. The baseline outlook is for a gradual return to recovery through 2012–13. The possibility that the crisis will escalate again remains a major downside risk to growth and financial sector stability until the underlying issues are resolved.*

Real activity in Europe slowed by more than expected during the fourth quarter of 2011, with output contracting in many economies. As a result, downward revisions to 2012 growth relative to the September 2011 *World Economic Outlook* are generally larger for Europe than for other regions (Figures 2.1 and 2.3).

The unexpectedly strong slowdown was importantly driven by a spike in perceived risks about growth prospects, competitiveness, and sovereign solvency in crisis-hit periphery countries and Italy. The banking sector has played a key role in transmitting this shock throughout the region.

**Figure 2.3. Europe: Revisions to 2012 GDP Growth Forecasts**  
 (Change in percentage points from September 2011 WEO projections)



Source: IMF staff estimates.

Because of banks' holdings of government bonds, the elevation of perceived sovereign risks triggered renewed funding pressures and increased yields and risk premiums. As a result, balance sheet deleveraging accelerated during the second half of 2011, as detailed in the Spillover Feature later in this chapter. This process amounted, in effect, to a bank credit supply shock that contributed to slower growth or outright declines in credit to the private sector. The link between euro area bank deleveraging and credit growth had an important cross-border dimension, notably in eastern Europe (Box 2.1).

The extent to which these broad trends slowed growth in individual European economies reflects both their exposure to crisis conditions and underlying shocks and their initial conditions, especially with respect to fiscal positions and financial sector fragility. Among euro area members, growth divergences are wider than during the 2003–08 expansion (Figure 2.4). Greece, Ireland, and Portugal remain at the heart of the crisis. Its intensification during the fall most strongly affected Italy and, to a lesser

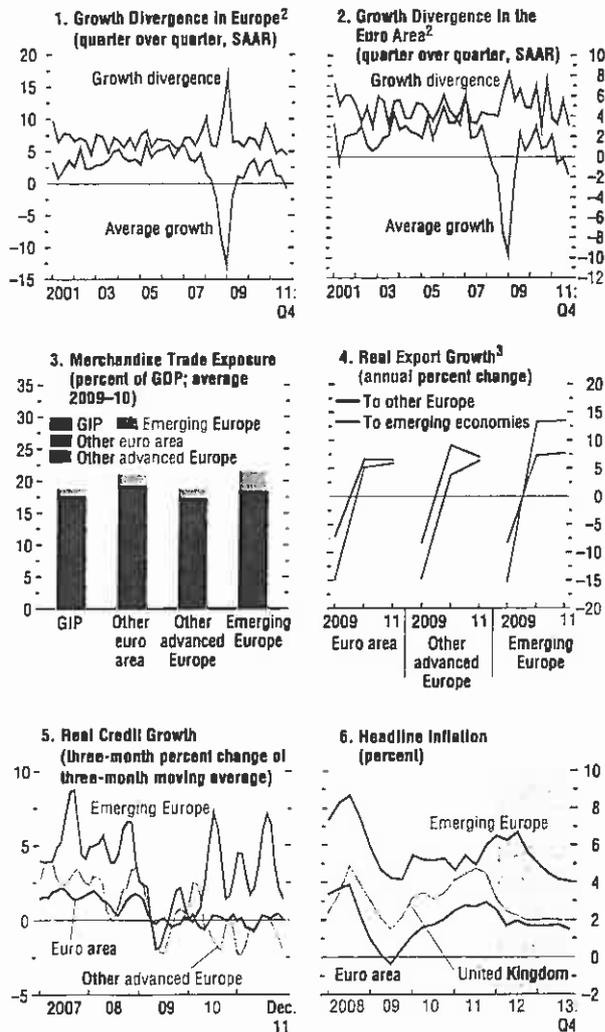
extent, Spain, where economic activity contracted markedly in the fourth quarter. In other European economies, inside and outside the euro area, activity weakened, dipping into or stopping just short of mild recession territory.

The situation stabilized since early January, with improving financial market sentiment and encouraging signals for activity. In bond markets, sovereign yield spreads against German bunds retreated from their recent highs, except for the economies in crisis. This improvement reflects the success of the ECB's three-year LTROs in mid-December in reducing liquidity-related solvency risks for euro area banks, reforms and new consolidation measures, and upside surprises to activity in other regions, notably the United States.

Near-term prospects and risks for Europe depend importantly on the course of events in the euro area. The *World Economic Outlook* (WEO) baseline projections assume that policymakers succeed in containing the sovereign crisis through continued crisis management and further advancing measures toward its resolution. Volatility and sovereign

Figure 2.4. Europe: Back in Recession<sup>1</sup>

Europe tipped back into recession, resulting from renewed escalation of perceived euro area crisis risks in late 2011. The aggregate masks growth divergences in the region, with sharp recessions forecast for the euro area crisis economies. Strong regional trade and financial linkages imply a weaker outlook for the rest of Europe as well. Credit conditions are weak and may tighten further. Inflation is expected to retreat throughout the region, as domestic demand remains weak.



Sources: IMF, *Direction of Trade Statistics*; IMF, *International Financial Statistics (IFS)*; and IMF staff estimates

<sup>1</sup>GIP: Greece, Ireland, Portugal. Other advanced Europe: Czech Republic, Denmark, Iceland, Norway, Sweden, Switzerland, United Kingdom. Emerging Europe: Albania, Bosnia and Herzegovina, Bulgaria, Croatia, Hungary, Kosovo, Latvia, Lithuania, former Yugoslav Republic of Macedonia, Montenegro, Poland, Romania, Serbia, Turkey.

<sup>2</sup>Growth divergence is 85th percentile growth minus 15th percentile growth. SAAR: seasonally adjusted annual rate.

<sup>3</sup>Nominal trade values are deflated using world export price deflators from the IFS database. The country composition of "other Europe" differs for each export group and consists of all European economies not in that export group. Export growth for 2011 is calculated as year-over-year growth from November 2010 through November 2011.

yields are expected to normalize further after recent improvements, although greater fiscal consolidation will weigh on growth in some cases.

In this baseline, economic growth in Europe is expected to strengthen during the course of 2012. Annual growth will be ¼ percent in 2012, markedly weaker than in 2011 (2 percent), largely because of the negative carryover from the second half of 2011. The divergence in growth performance among European economies is expected to narrow in the baseline, although prospects still vary considerably for 2012–13 (Table 2.1).

- In the euro area, real GDP is projected to contract at an annual rate of ½ percent in the first half of 2012 and to start recovering thereafter. The recession is expected to be shallow and short-lived in many economies—confidence and financial conditions have already improved, and external demand from other regions will likely strengthen. In contrast, in Greece and Portugal, where adjustment under joint EU/IMF programs continues, and in Italy and Spain, where yield spreads remain elevated despite stepped-up fiscal efforts, the recessions will be deeper and recovery is expected to start only in 2013.
- Growth in other advanced economies in Europe is projected to rebound during 2012, largely on improving global demand and strengthening prospects in the euro area core. Many of these economies avoided large precrisis imbalances, and balance sheet pressure on households and governments has been weaker. This has helped cushion the spillovers from the euro area crisis. In contrast, growth in the United Kingdom, where the financial sector was hit hard by the global crisis, will be weak in early 2012, before recovering there as well.

- Near-term growth prospects in emerging Europe will be closely tied to developments in the euro area core. Under the baseline, much of the spillover from the euro area slowdown in late 2011 will already have been absorbed, and trade growth and manufacturing activity are expected to pick up, both in the euro area and globally, through 2012. However, tighter funding as a result of deleveraging by euro area parent banks is likely to weigh on credit growth.

Inflation in many economies moderated during the second half of 2011 and is expected to remain

Table 2.1. Selected European Economies: Real GDP, Consumer Prices, Current Account Balance, and Unemployment

(Annual percent change unless noted otherwise)

	Real GDP			Consumer Prices <sup>1</sup>			Current Account Balance <sup>2</sup>			Unemployment <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Europe</b>	<b>2.0</b>	<b>0.2</b>	<b>-1.4</b>	<b>3.2</b>	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	...	...	...
<b>Advanced Europe</b>	<b>1.4</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.1</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>9.4</b>	<b>10.0</b>	<b>10.9</b>
Euro Area <sup>4,5</sup>	1.4	-0.3	0.9	2.7	2.0	1.6	-0.3	0.7	1.0	10.1	10.9	10.8
Germany	3.1	0.6	1.5	2.5	1.9	1.8	5.7	5.2	4.9	6.0	5.6	5.5
France	1.7	0.5	1.0	2.3	2.0	1.6	-2.2	-1.9	-1.5	9.7	9.9	10.1
Italy	0.4	-1.9	-0.3	2.9	2.5	1.8	-3.2	-2.2	-1.5	8.4	9.5	9.7
Spain	0.7	-1.8	-0.1	3.1	1.9	1.6	-3.7	-2.1	-1.7	21.6	24.2	23.9
Netherlands	1.3	-0.5	0.8	2.5	1.8	1.8	7.5	8.2	7.8	4.5	5.5	5.5
Belgium	1.9	0.0	0.8	3.5	2.4	1.9	-0.1	-0.3	0.4	7.2	8.0	8.3
Austria	3.1	0.9	1.8	3.6	2.2	1.9	1.2	1.4	1.4	4.2	4.4	4.3
Greece	-6.9	-4.7	0.0	3.1	-0.5	-0.3	-9.7	-7.4	-6.6	17.3	19.3	19.4
Portugal	-1.5	-3.3	0.3	3.6	3.2	1.4	-6.4	-4.2	-3.5	12.7	14.4	14.0
Finland	2.9	0.6	1.8	3.3	2.9	2.1	-0.7	-1.0	-0.3	7.8	7.7	7.8
Ireland	0.7	0.5	2.0	1.1	1.7	1.2	0.1	1.0	1.7	14.4	14.5	13.8
Slovak Republic	3.3	2.4	3.1	4.1	3.8	2.3	0.1	-0.4	-0.4	13.4	13.8	13.6
Slovenia	-0.2	-1.0	1.4	1.8	2.2	1.8	-1.1	0.0	-0.3	8.1	8.7	8.9
Luxembourg	1.0	-0.2	1.9	3.4	2.3	1.6	6.9	5.7	5.6	6.0	6.0	6.0
Estonia	7.6	2.0	3.6	5.1	3.9	2.6	3.2	0.9	-0.3	12.5	11.3	10.0
Cyprus	0.5	-1.2	0.8	3.5	2.8	2.2	-8.5	-6.2	-6.3	7.8	9.5	9.6
Malta	2.1	1.2	2.0	2.4	2.0	1.9	-3.2	-3.0	-2.9	6.4	6.6	6.5
United Kingdom <sup>5</sup>	0.7	0.8	2.0	4.5	2.4	2.0	-1.9	-1.7	-1.1	8.0	8.3	8.2
Sweden	4.0	0.9	2.3	1.4	2.5	2.0	6.7	3.0	2.9	7.5	7.5	7.7
Switzerland	1.9	0.8	1.7	0.2	-0.5	0.5	14.0	12.1	11.6	3.1	3.4	3.6
Czech Republic	1.7	0.1	2.1	1.9	3.5	1.9	-2.9	-2.1	-1.9	6.7	7.0	7.4
Norway	1.7	1.8	2.0	1.3	1.5	2.0	14.6	14.8	13.7	3.3	3.6	3.5
Denmark	1.0	0.5	1.2	2.8	2.6	2.2	6.2	4.8	4.5	6.1	5.8	5.5
Iceland	3.1	2.4	2.6	4.0	4.8	3.5	-6.5	-2.8	-1.5	7.4	8.3	6.0
<b>Emerging Europe<sup>6</sup></b>	<b>5.3</b>	<b>1.9</b>	<b>2.9</b>	<b>5.3</b>	<b>6.2</b>	<b>4.5</b>	<b>-6.0</b>	<b>-5.6</b>	<b>-5.5</b>	...	...	...
Turkey	8.5	2.3	3.2	6.5	10.6	7.1	-9.9	-8.8	-8.2	9.9	10.3	10.5
Poland	4.3	2.6	3.2	4.3	3.8	2.7	-4.3	-4.5	-4.3	9.6	9.4	9.1
Romania	2.5	1.5	3.0	5.8	2.9	3.1	-4.2	-4.2	-4.7	7.2	7.2	7.1
Hungary	1.7	0.0	1.8	3.9	5.2	3.5	1.6	3.3	1.2	11.0	11.5	11.0
Bulgaria	1.7	0.8	1.5	3.4	2.1	2.3	1.9	2.1	1.6	12.5	12.5	12.0
Serbia	1.8	0.5	3.0	11.2	4.1	4.3	-9.1	-8.6	-7.9	23.7	23.9	23.6
Croatia	0.0	-0.5	1.0	2.3	2.2	2.4	0.9	0.4	-0.2	13.2	13.5	12.7
Lithuania	5.9	2.0	2.7	4.1	3.1	2.5	-1.7	-2.0	-2.3	15.5	14.5	13.0
Latvia	5.5	2.0	2.5	4.2	2.6	2.2	-1.2	-1.9	-2.5	15.6	15.5	14.6

<sup>1</sup>Movements in consumer prices are shown as annual averages. December–December changes can be found in Tables A6 and A7 in the Statistical Appendix.<sup>2</sup>Percent of GDP.<sup>3</sup>Percent. National definitions of unemployment may differ.<sup>4</sup>Current account position corrected for reporting discrepancies in intra-area transactions.<sup>5</sup>Based on Eurostat's harmonized index of consumer prices.<sup>6</sup>Also includes Albania, Bosnia and Herzegovina, Kosovo, former Yugoslav Republic of Macedonia, and Montenegro.

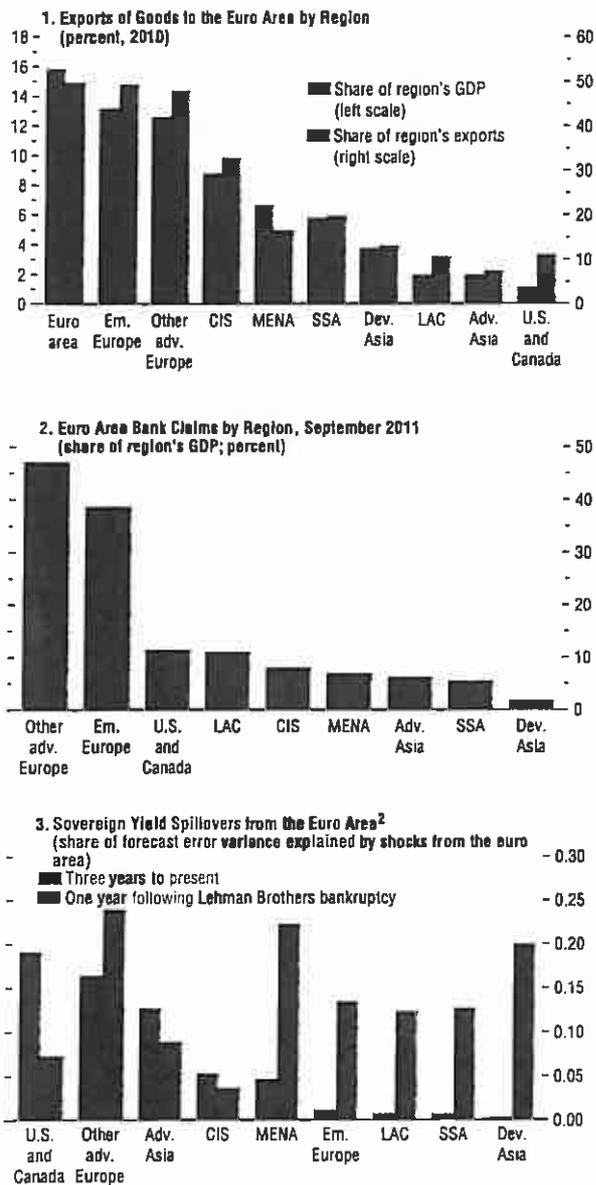
well contained, given the slowdown in activity and declines in commodity prices. Where inflation either increased or remained above target, the causes were primarily one-time factors such as increases in energy prices and indirect taxes.

The balance of risks to Europe's near-term growth prospects remains to the downside. Despite the progress in strengthening crisis man-

agement in recent months, a renewed escalation of the euro crisis remains a possibility as long as the underlying issues are not resolved. Because most economies in the region are in close orbit, the pull from tight trade and financial linkages means that the possible escalation of the euro area crisis remains the most important downside risk.



Figure 2.5. Trade and Financial Linkages with the Euro Area<sup>1</sup>



Sources: Bank for International Settlements; IMF, *Direction of Trade Statistics*; and IMF staff calculations.

<sup>1</sup>Adv. Asia: advanced Asia; CIS: Commonwealth of Independent States; Dev. Asia: developing Asia; Em. Europe: emerging Europe; LAC: Latin America and the Caribbean; MENA: Middle East and North Africa; Other adv. Europe: Czech Republic, Denmark, Iceland, Norway, Sweden, Switzerland, United Kingdom; SSA: sub-Saharan Africa.

<sup>2</sup>Spillover indices using the Diebold and Yilmaz (2012) methodology, applied to daily changes in long-term sovereign yields for various regions.

Spillovers from the Euro Area to Other Regions

If the euro area crisis escalates, adverse feedback loops between rising funding pressure in the banking system, increasing fiscal vulnerability, and slowing aggregate demand could start anew. The model simulations underlying the euro area downside scenario described in Chapter 1 and presented in Figure 2.2 illustrate how an escalation of the crisis could play out. First, financial market comovement could increase to much higher levels, such as those seen during 2008–09, with rising yields and risk premiums. Second, the spike in uncertainty and global risk aversion could lead to deterioration in confidence, immediately dampening domestic demand. In addition, international trade (particularly in durables) would decline by more than overall output, which could negatively affect export-oriented economies. Third, oil and other commodity prices would likely decline, affecting commodity-exporting regions.

The impact of the spillovers also depends on exposure. For many countries, the strongest links to Europe are through trade. Panel 1 of Figure 2.5 shows the relative importance of exports to the euro area for each region. Trade linkages are strongest within Europe (both within the euro area and with advanced and emerging European economies outside the euro area). Outside the continent, trade linkages are strongest with the CIS, followed by the MENA and SSA regions; they are relatively small for Asia, Latin America, and the United States.

Exposures through financial linkages have been more limited, except through the role of euro area banks and their central and eastern European subsidiaries (Figure 2.5, panel 2; Spillover Feature; Chapter 1 of the April 2012 *Global Financial Stability Report*). Panel 3 of Figure 2.5 shows that financial market spillovers from Europe have been relatively small—accounting for less than one-fifth of the variation in other regions’ financial market movements—and these spillovers are in general smaller than from U.S. financial markets. Nevertheless, during periods of intense financial stress, such as after the bankruptcy of Lehman Brothers in 2008, financial spillovers could strengthen.

### Policy Challenges

The overarching policy priority in Europe is to prevent further escalation of the sovereign debt and growth crisis in the euro area while working toward resolution of the underlying causes. This requires policy adjustment in a number of areas at both the country and the euro area levels. Most economies in the region need a policy mix that supports the recovery while addressing fiscal sustainability challenges and financial sector vulnerabilities.

Appropriate fiscal consolidation is an obvious priority. Euro area economies in crisis and countries with weaker fiscal positions (Italy, Slovenia) need to implement recently agreed plans to tighten the fiscal stance. Spain's new deficit target aims for a large consolidation, which is broadly appropriate, although it could have accommodated more fully the impact of the weak growth outlook. Many other euro area economies, however, should allow automatic stabilizers to operate freely to prevent still-weak activity and downside risks from dampening market confidence about growth prospects. Those with room for fiscal policy maneuvering, in terms of the strength of their fiscal accounts and their credibility with markets, should consider slowing the pace of fiscal consolidation and focusing on measures aimed at enhancing medium-term debt sustainability (Germany). In advanced economies outside the euro area, market pressure has generally remained benign and sovereign funding costs are low, so automatic stabilizers should not be constrained. In addition, some advanced economies in Europe have appropriately allowed the pace of structural fiscal adjustment to slow. Further slowing could be considered if economic conditions deteriorate. In emerging Europe, the need for fiscal consolidation varies widely; economies that have faced increased market pressure and rising yields in recent months must continue with steady consolidation (Hungary).

Given the broad need for fiscal adjustment, much of the burden of supporting growth falls on monetary policy. The policy stance should generally remain accommodative, given downside risks to growth and little danger of inflation pressure in the near term. The ECB should lower its policy rate while continuing to use unconventional policies

to address banks' funding and liquidity problems. Central banks in many other advanced economies in Europe have little or no scope for easing through conventional means and must support the recovery using unconventional policies. In the United Kingdom, with inflation expected to fall below the 2 percent target amid weaker growth and commodity prices, the Bank of England can further ease its monetary policy stance. In emerging Europe, inflation pressure is set to decline rapidly in many countries, giving central banks new room for easing.

Structural reforms to boost growth are also needed urgently given that the sovereign risks at the heart of the current crisis are partly related to growth prospects—or lack thereof. Product and labor market reforms can boost productivity, and they are paramount in economies with competitiveness problems and internal or external imbalances. When implemented, they can support market confidence and the sustainability of fiscal positions.

Forestalling further escalation of the crisis also requires intervention along two dimensions at the euro area level. First, crisis management facilities need to be strong. In this respect, the recent decision to combine the European Stability Mechanism (ESM) with the European Financial Stability (EFSF) is welcome and, along with other recent European efforts, will strengthen the European crisis mechanism and support the IMF's efforts to bolster the global firewall. To limit damaging deleveraging, banks need to raise capital levels, in some cases through direct government support. There is a need for a pan-euro-area facility with the capacity to take direct stakes in banks, including in countries with little fiscal room to do so themselves.

Second, as underscored in Chapter 1, over the medium term policymakers must urgently address the Economic and Monetary Union design flaws that contributed to the crisis. This is essential to the permanent restoration of market confidence. Strong mechanisms are needed to enforce responsible fiscal policies. To make the inevitable loss of national policy discretion palatable, there needs to be more fiscal risk sharing across countries, including, for example, through an expanded ESM. Other priorities are further progress in integrating financial sectors in the

euro area, including through cross-border supervision, as well as resolution mechanisms and deposit insurance with a common backstop.

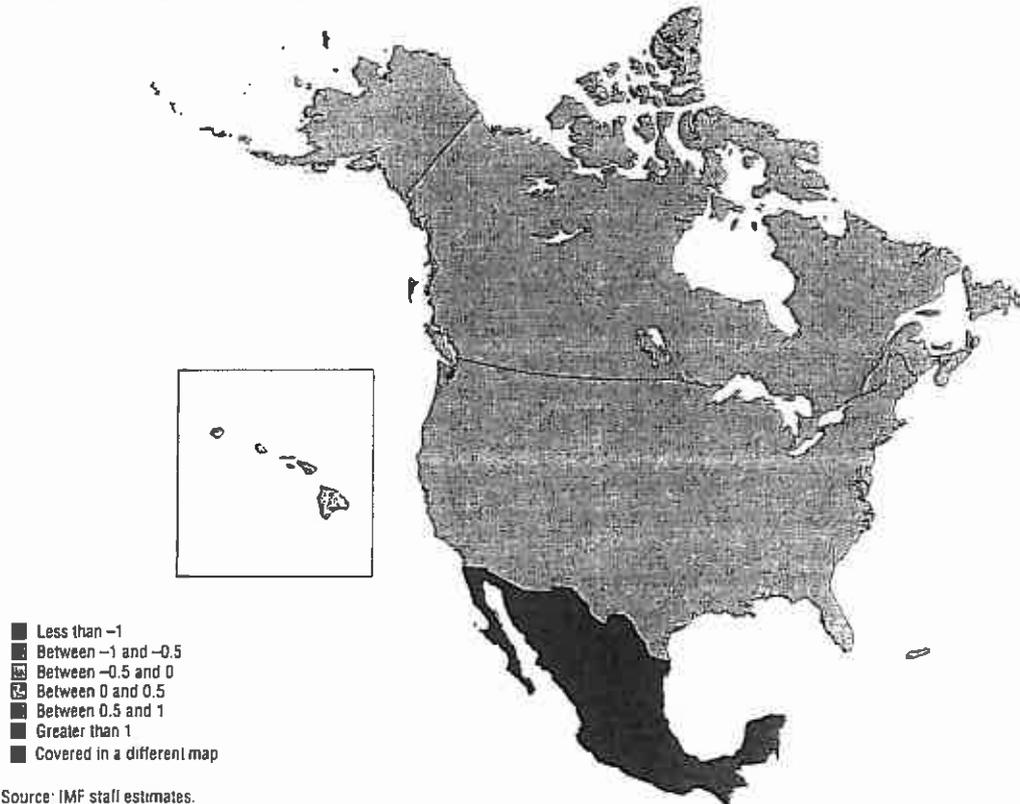
### The United States and Canada: Regaining Some Traction

*The U.S. economy has gained some traction (Figure 2.6), with growth improving through 2011 and signs of expansion in the job market. Risks to the outlook are more balanced but still tend to the downside given fiscal uncertainty, weakness in the housing market, and potential spillovers from Europe. Bold policy measures in the housing market could help accelerate the recovery. And recent changes to the communications strategy of the Federal Reserve may enhance the expansionary effect of current monetary policy settings. However, the difficulty of reaching agreement on extending temporary policy measures—such as the Bush tax cuts—and the current*

*inability to agree on a medium-term fiscal consolidation strategy could undermine market confidence and outcomes. In Canada, the recovery is well advanced, and the economy is well positioned with room for policymakers to respond flexibly to changes in the economic outlook, including by allowing full operation of automatic fiscal stabilizers and resorting to stimulus should the recovery threaten to falter.*

Growth in the United States was determined primarily by domestic factors in 2011, with the economy pulling itself up by its bootstraps—again. After a weak start, U.S. economic activity gained strength through the year, with the quarterly growth rate rising each quarter (Figure 2.7, panel 1). Inflation has been subdued recently, but higher oil prices may push up inflation in the near term. And while some job growth is evident, wage growth has been negative in real terms for the past two years and remains weak (Figure 2.7, panel 3).

**Figure 2.6. United States and Canada: Revisions to 2012 GDP Growth Forecasts**  
(Change in percentage points from September 2011 WEO projections)



U.S. economic growth is projected at 2 percent in 2012 and 2½ percent in 2013 (Table 2.2), reflecting ongoing weakness in house prices, pressures to deleverage, and a weak labor market. Although recent labor market outcomes have been promising, with unemployment falling to 8¼ percent in March, the outlook is for only modest increases in employment during 2012 and 2013. The persistent output gap will keep inflation in check, with headline inflation receding from 3 percent in 2011 to about 2 percent in 2012 and 2013. External factors have a relatively limited effect on the baseline outlook.

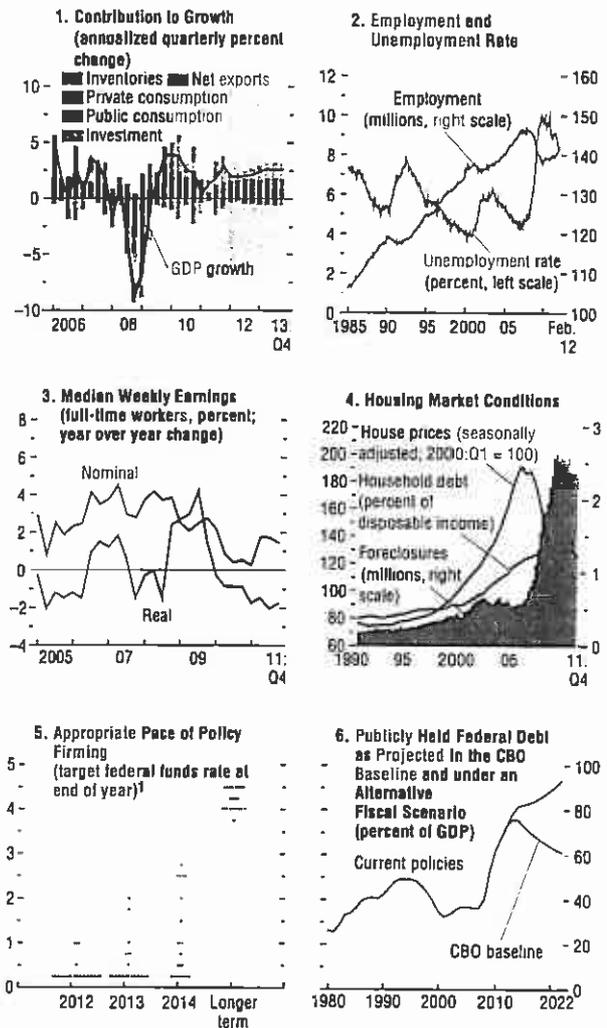
In Canada, in contrast, the determinants of growth are both external and internal—externally, world commodity prices and demand from the United States will influence growth; internally, the planned fiscal tightening and high household debt are constraints. Growth is forecast to moderate from 2½ percent in 2011 to 2 percent in 2012, reflecting retreating commodity prices, ongoing fiscal withdrawal, and slow recovery in the United States. As a result, inflation is projected to fall to the midpoint of the target band by 2013.

Downside risks to the outlook are significant. Financial market spillovers from the euro area to the United States and Canada are relatively strong, reflecting U.S. prominence as a financial center and safe haven (see Figure 2.5, panel 3). While the recent bout of concern over European sovereigns caused a flight to safety, the positive effects of this on government bond yields were offset by higher volatility and other negative effects on bank funding costs, corporate bonds, and equities. A flare-up in the euro area from increased sovereign and bank stress could easily undermine confidence in the U.S. corporate sector and thereby squeeze investment and demand, undermining growth. Modeling (see Figure 2.2) suggests that under such a scenario U.S. output could fall by 1½ percent relative to the baseline, about 40 percent of the size of the decline in Europe. A particularly strong contributor to the magnitude of this spillover is the zero lower bound on monetary policy interest rates.

Despite the importance of Europe for the external outlook, there are other, more pressing domestic sources of risk. Under current U.S. laws many tax provisions, including the tax cuts enacted under President

**Figure 2.7. United States: Pulling Itself up by Its Bootstraps**

Growth in the United States surprised with the quarterly pace increasing through the year. This was reflected in stronger labor market outcomes, although wage growth is still weak. The United States is facing significant policy challenges related to housing market weakness, the zero lower interest rate bound of monetary policy, and increasing government debt. Recent innovations to the Federal Reserve's communications strategy may help with the zero lower bound, but much more needs to be done on multiple fronts.



Sources: Board of Governors of the Federal Reserve; Congressional Budget Office (CBO); Haver Analytics; and IMF staff estimates.

<sup>1</sup>Each dot denotes the value of an individual Federal Open Market Committee (FOMC) participant's judgment of the appropriate level of the target federal funds rate at the end of the specified time period, as recorded during the January 24–25, 2012, FOMC meeting

**Table 2.2. Selected Advanced Economies: Real GDP, Consumer Prices, Current Account Balance, and Unemployment**  
(Annual percent change unless noted otherwise)

	Real GDP			Consumer Prices <sup>1</sup>			Current Account Balance <sup>2</sup>			Unemployment <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Advanced Economies</b>	1.6	1.4	2.0	2.7	1.9	1.7	-0.2	-0.4	-0.2	7.9	7.9	7.8
United States	1.7	2.1	2.4	3.1	2.1	1.9	-3.1	-3.3	-3.1	9.0	8.2	7.9
Euro Area <sup>4,5</sup>	1.4	-0.3	0.9	2.7	2.0	1.6	-0.3	0.7	1.0	10.1	10.9	10.8
Japan	-0.7	2.0	1.7	-0.3	0.0	0.0	2.0	2.2	2.7	4.5	4.5	4.4
United Kingdom <sup>4</sup>	0.7	0.8	2.0	4.5	2.4	2.0	-1.9	-1.7	-1.1	8.0	8.3	8.2
Canada	2.5	2.1	2.2	2.9	2.2	2.0	-2.8	-2.7	-2.7	7.5	7.4	7.3
Other Advanced Economies <sup>6</sup>	3.2	2.6	3.5	3.0	2.5	2.5	4.9	3.4	3.1	4.5	4.5	4.5
<b>Memorandum</b>												
Newly Industrialized Asian Economies	4.0	3.4	4.2	3.6	2.9	2.7	6.5	5.9	5.7	3.6	3.5	3.5

<sup>1</sup>Movements in consumer prices are shown as annual averages. December–December changes can be found in Table A6 in the Statistical Appendix<sup>2</sup>Percent of GDP.<sup>3</sup>Percent. National definitions of unemployment may differ.<sup>4</sup>Based on Eurostat's harmonized index of consumer prices<sup>5</sup>Current account position corrected for reporting discrepancies in intra-area transactions<sup>6</sup>Excludes the G7 economies (Canada, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, United States) and euro area countries

George W. Bush, begin to expire in 2013, just as deep automatic spending cuts kick in. Such a massive adjustment could significantly undermine the economic recovery. The repeated difficulty of extending temporary policy measures implies that these provisions may expire nonetheless. Furthermore, given the lengthy election season and ongoing gridlock in the U.S. Congress, there is little chance of meaningful medium-term debt reduction before 2013. Should growth disappoint, the lack of a fiscal consolidation strategy may increase the U.S. risk premium, which could have spillover effects for other major economies. Another downside risk, given ongoing problems in resolving household debt burdens and clearing the market overhang of foreclosed homes, is that the recovery in house prices will be more protracted than assumed under the baseline. On the other hand, if the job market continues to positively surprise and, thereby, provide more widespread support to consumption, growth could become more resilient and ultimately strengthen.

In Canada, the housing market is an area of potential vulnerability, with high house prices and rising household indebtedness. Strong spillovers to Canada from the United States mean it is also exposed to the risks discussed above.

Given the outlook and the ongoing problems in Europe, the first priority for U.S. authorities is to agree on and commit to a credible fiscal policy agenda

that places public debt on a sustainable track over the medium term. But reflecting lessons being learned in Europe, the U.S. authorities must make efforts to support near-term recovery. The recent agreement to extend payroll tax relief and unemployment benefits is welcome, but more effort is required toward medium-term consolidation. The Congressional Budget Office estimates that current policies will lead to a rise in federal debt held by the public to about 90 percent of GDP by 2020—an uncomfortably high burden (Figure 2.7, panel 6). Conversely, if all temporary tax reductions and stimulus measures were allowed to expire—a path that would significantly undermine the recovery and economic growth—debt would fall to just under 65 percent of GDP.

Another important policy priority is for support the housing market. A recent white paper on housing released by the Federal Reserve Board (BGFRS, 2012) and Chapter 3 of this issue of the *World Economic Outlook* highlight multiple ways that growth is constrained by the overhang of foreclosed homes and the prevalence of households with negative equity. Recent improvements to the Home Affordable Modification Program are welcome, but will likely struggle to be effective without strong participation from government-sponsored enterprises Fannie Mae and Freddie Mac. The adoption of the administration's proposals on mortgage refinancing would also be a step in the right direction,

and both Chapter 3 and the Federal Reserve Board white paper discuss a number of additional possibilities. Regardless of the approach, however, bold policy action that supports the housing market could lead to a significant boost in consumption and overall growth and is strongly recommended.

The recent change in the way the Federal Reserve communicates its decisions and policy assumptions has the potential to bolster its support for the economy. Specifically, it has announced an inflation target of 2 percent over the medium term within its dual mandate and has started publishing policy rate forecasts with a view to influencing long-term interest rates and better anchoring inflation expectations (see Figure 2.7).<sup>1</sup> It should also stand ready to implement uncon-

ventional support if activity threatens to disappoint, so long as inflation expectations remain subdued.

Canada is in a sounder fiscal and financial position than the United States. Ongoing fiscal tightening should continue, although there is policy room to slow the pace if downside risks to growth materialize.

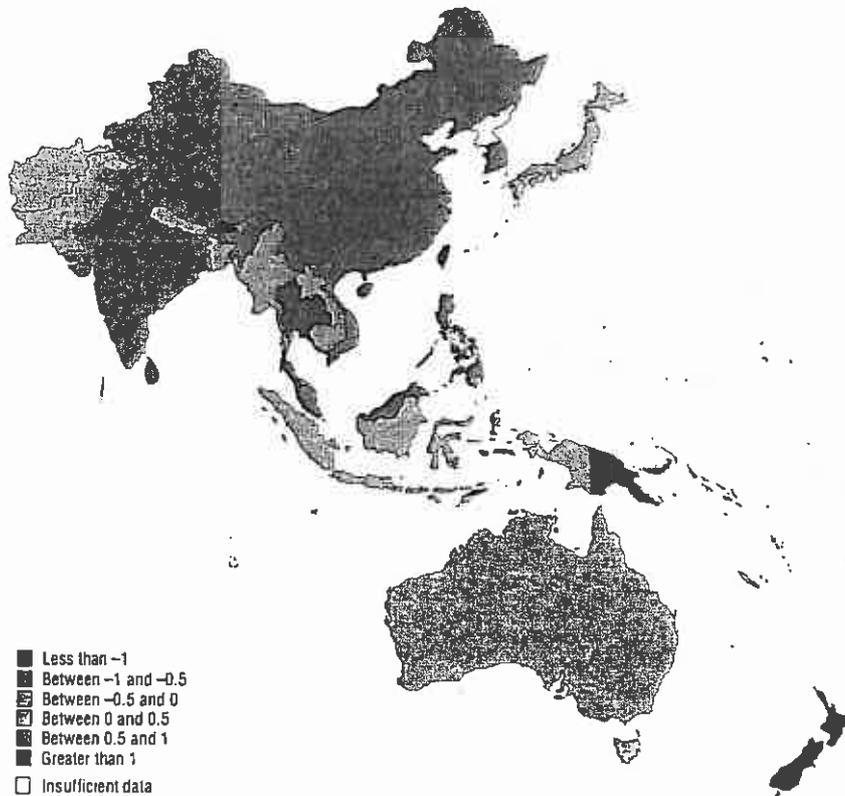
### Asia: Growth Is Moderating

*Much weaker external demand has dimmed the outlook for Asia (Figure 2.8). But resilient domestic demand in China, limited financial spillovers, room for policy easing, and the capacity of Asian banks to step in as European banks deleverage suggest that the soft landing under way is likely to continue.*

<sup>1</sup>Explicit forecasts are more transparent, given the parsing that took place in the past over the distinctions in meaning between,

for example, "for some time," "for an extended period," and "at least through mid-2013."

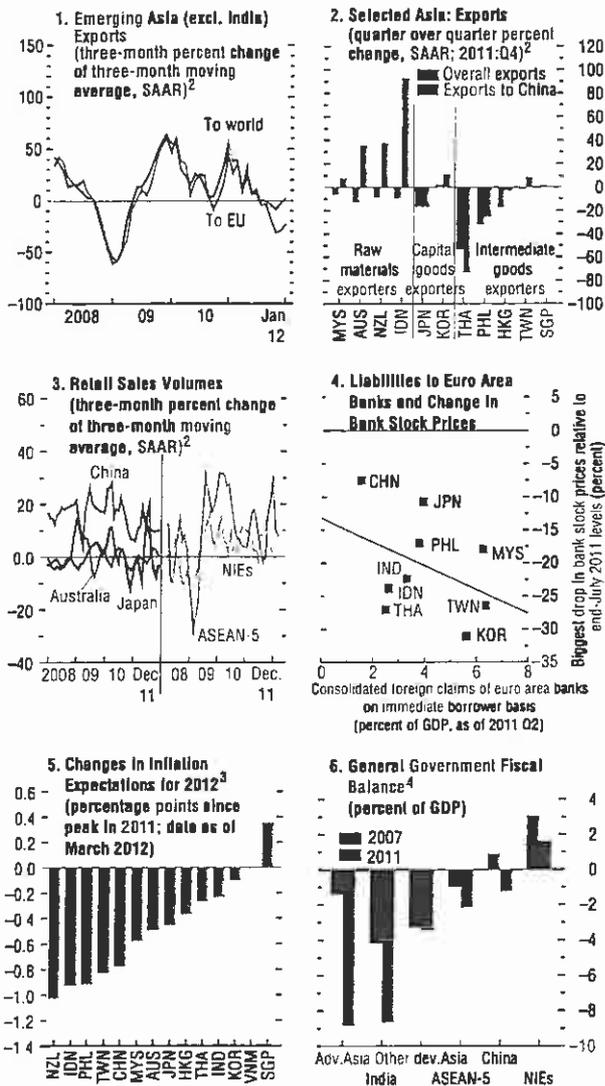
**Figure 2.8. Asia: Revisions to 2012 GDP Growth Forecasts**  
(Change in percentage points from September 2011 WEO projections)



Source: IMF staff estimates.

Figure 2.9. Asia: Growth Is Moderating<sup>1</sup>

Slowing exports, particularly to Europe, are dampening Asia's growth prospects. But Chinese demand provides a buffer to the region's commodity exporters, and domestic demand remains strong in some parts of developing Asia. Market turmoil in late 2011 was greater for countries with closer links to euro area banks. Inflation has moderated in many economies, but there is less fiscal room now than in 2007.



Sources: Bank for International Settlements; CEIC; Consensus Economics; IMF, *Direction of Trade Statistics*; and IMF staff calculations.  
<sup>1</sup>Advanced Asia (Adv. Asia): Australia (AUS), Japan (JPN), New Zealand (NZL); ASEAN-5: Indonesia (IDN), Malaysia (MYS), Philippines (PHL), Thailand (THA), Vietnam (VNM); CHN: China; IND: India, Newly Industrialized Asian Economies (NIEs): Hong Kong SAR (HKG), Korea (KOR), Singapore (SGP), Taiwan Province of China (TWN).  
<sup>2</sup>SAAR: seasonally adjusted annual rate.  
<sup>3</sup>For India, the change in expectations refers to the average annual wholesale price inflation for fiscal year ending in March 2013.  
<sup>4</sup>Other developing Asia (Other dev. Asia): Afghanistan, Bangladesh, Bhutan, Brunei Darussalam, Cambodia, Fiji, Kiribati, Lao PDR, Maldives, Myanmar, Nepal, Pakistan, Papua New Guinea, Samoa, Solomon Islands, Sri Lanka, Timor-Leste, Vanuatu.

Activity across Asia slowed during the last quarter of 2011, reflecting both external and domestic developments. The effect of spillovers from Europe can be seen in the weakness of Asia's exports to that region (Figure 2.9, panel 1). In some economies, such as India, domestic factors also contributed to the slowdown, as a deterioration in business sentiment weakened investment and policy tightening raised borrowing costs. The historic floods that hit Thailand significantly curtailed that country's growth in the last quarter of the year, shaving 2 percentage points off annual growth in 2011, and led to negative spillovers on other economies (for example, Japan). In some other Asian economies, however, robust domestic demand helped offset the drag on growth of slowing exports. Investment and private consumption remained strong in China, buoyed by solid corporate profits and rising household income (Figure 2.9, panel 2). Moreover, the rebound from the supply-chain disruptions caused by the March 2011 Japanese earthquake and tsunami was stronger than anticipated.

While financial turmoil in the euro area spilled over to Asian markets late last year, the effects were limited. Portfolio flows turned sharply negative in late 2011, equity prices fell sharply, sovereign and bank credit default swap (CDS) spreads increased, and regional currencies depreciated. Overall, however, market movements in late 2011 were smaller than the gyrations observed during 2008–09. The movements had limited economic impact and were partially reversed in early 2012.

In emerging Asia, adverse market developments were correlated with countries' reliance on euro area banks (Figure 2.9, panel 4). As described in more detail in this chapter's Spillover Feature, euro area banks have already begun reducing their cross-border lending. Asian banks are generally in good financial health, and many large Asian banks have sufficient capacity to step up lending further.<sup>2</sup> But euro area banks handle a substantial share of trade credit in the region and often specialize in complex project financing, for which it could be difficult to find quick substitutes.

<sup>2</sup>See Chapter 3 of the April 2012 *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*.

**Table 2.3. Selected Asian Economies: Real GDP, Consumer Prices, Current Account Balance, and Unemployment**  
(Annual percent change unless noted otherwise)

	Real GDP			Consumer Prices <sup>1</sup>			Current Account Balance <sup>2</sup>			Unemployment <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Asia</b>	<b>5.9</b>	<b>6.0</b>	<b>6.5</b>	<b>5.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	...	...	...
<b>Advanced Asia</b>	<b>1.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>
Japan	-0.7	2.0	1.7	-0.3	0.0	0.0	2.0	2.2	2.7	4.5	4.5	4.4
Australia	2.0	3.0	3.5	3.4	2.7	3.0	-2.2	-4.6	-5.1	5.1	5.2	5.2
New Zealand	1.4	2.3	3.2	4.0	2.1	2.4	-4.1	-5.4	-6.3	6.5	6.0	5.4
<b>Newly Industrialized Asian Economies</b>	<b>4.0</b>	<b>3.4</b>	<b>4.2</b>	<b>3.6</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>	<b>6.5</b>	<b>5.9</b>	<b>5.7</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>
Korea	3.6	3.5	4.0	4.0	3.4	3.2	2.4	1.9	1.5	3.4	3.3	3.3
Taiwan Province of China	4.0	3.6	4.7	1.4	1.3	1.8	8.8	8.0	8.4	4.4	4.4	4.3
Hong Kong SAR	5.0	2.6	4.2	5.3	3.8	3.0	4.1	3.2	3.5	3.4	3.5	3.5
Singapore	4.9	2.7	3.9	5.2	3.5	2.3	21.9	21.8	21.3	2.0	2.1	2.1
<b>Developing Asia</b>	<b>7.8</b>	<b>7.3</b>	<b>7.9</b>	<b>6.5</b>	<b>5.0</b>	<b>4.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	...	...	...
China	9.2	8.2	8.8	5.4	3.3	3.0	2.8	2.3	2.6	4.0	4.0	4.0
India	7.2	6.9	7.3	8.6	8.2	7.3	-2.8	-3.2	-2.9	...	...	...
<b>ASEAN-5</b>	<b>4.5</b>	<b>5.4</b>	<b>6.2</b>	<b>5.9</b>	<b>5.4</b>	<b>4.7</b>	<b>2.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	...	...	...
Indonesia	6.5	6.1	6.6	5.4	6.2	6.0	0.2	-0.4	-0.9	6.6	6.4	6.3
Thailand	0.1	5.5	7.5	3.8	3.9	3.3	3.4	1.0	1.4	0.7	0.7	0.7
Malaysia	5.1	4.4	4.7	3.2	2.7	2.5	11.5	10.8	10.4	3.2	3.1	3.0
Philippines	3.7	4.2	4.7	4.8	3.4	4.1	2.7	0.9	1.0	7.0	7.0	7.0
Vietnam	5.9	5.6	6.3	18.7	12.6	6.8	-0.5	-1.6	-1.4	4.5	4.5	4.5
<b>Other Developing Asia<sup>4</sup></b>	<b>4.6</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>10.6</b>	<b>9.7</b>	<b>9.2</b>	<b>-0.7</b>	<b>-2.0</b>	<b>-2.0</b>	...	...	...
<i>Memorandum</i>												
Emerging Asia <sup>5</sup>	7.3	6.8	7.4	6.1	4.7	4.3	2.5	1.9	2.0	...	...	...

<sup>1</sup>Movements in consumer prices are shown as annual averages. December–December changes can be found in Tables A6 and A7 in the Statistical Appendix.

<sup>2</sup>Percent of GDP.

<sup>3</sup>Percent. National definitions of unemployment may differ.

<sup>4</sup>Other Developing Asia comprises Islamic Republic of Afghanistan, Bangladesh, Bhutan, Brunei Darussalam, Cambodia, Republic of Fiji, Kiribati, Lao People's Democratic Republic, Maldives, Myanmar, Nepal, Pakistan, Papua New Guinea, Samoa, Solomon Islands, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu, and Vanuatu.

<sup>5</sup>Emerging Asia comprises all economies in Developing Asia and the Newly Industrialized Asian Economies.

Although the external environment is challenging, a soft landing is projected under the baseline forecast, given robust domestic demand, favorable financial conditions, and room for policy easing. Growth in the region is projected at 6 percent in 2012 before gradually recovering to 6½ percent in 2013 (Table 2.3).

- In China, even with the drag from external demand, growth is projected to be above 8 percent in 2012 and 2013 because consumption and investment are expected to remain robust.
- In India, while part of the expected slowdown to 7 percent in 2012 is a cyclical response to higher interest rates and lower external demand, policy uncertainty and supply bottlenecks are playing a role and will need to be tackled in the near term to ensure that potential growth does not decline.

- With a timely boost from reconstruction spending, Japan is projected to grow at 2 percent in 2012. The crisis in Europe and problems regarding energy supply are likely to dampen Japanese economic activity and exports. Growth is expected to remain subdued at 1¾ percent in 2013, reflecting the weak global environment and a decline in reconstruction spending.
- In Korea, a rebound in construction is expected to offset a muted outlook for private consumption and investment due to increased global uncertainty.
- Exports from the ASEAN-5<sup>3</sup> were hit particularly hard, but strong domestic demand helped offset the external slowdown, especially in Indonesia. In

<sup>3</sup>The Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) has 10 members; the ASEAN-5 are Indonesia, Malaysia, the Philippines, Thailand, and Vietnam.

Thailand, a rebound following last year's flooding is expected in the first half of 2012, supported by monetary easing and a large fiscal package in response to the floods.

As the pace of economic activity in the region has slowed and capital flows have diminished, inflation pressure has waned and credit growth has slowed. Inflation in the region is expected to recede from 5 percent last year to just under 4 percent in 2012 and to 3½ percent in 2013.

There are significant downside risks to the outlook. In particular, an escalation of the euro area crisis—the downside scenario described in Chapter 1 and illustrated in Figure 2.2—could lower emerging Asia's output by 1¼ percent relative to the baseline, and Japan's output by 1¾ percent. For Asia's open economies, trade would be the most important channel of transmission. For Japan, the simulation results suggest that the spillover effects of decreased external demand are magnified by the constraint on monetary policy of the zero nominal interest rate floor.

A sharp rise in global risk aversion and uncertainty would also produce significant spillovers, not only through its effect on financial market conditions (Figure 2.5, panel 3), but also because of its dampening effect on trade in durables. As shown in panel 2 of Figure 2.5, the region's exposure to euro area banks is smaller than that of other regions. Nevertheless, banking systems in the region that have the greatest reliance on foreign wholesale funding (the newly industrialized Asian economies—NIEs—Australia, New Zealand) remain vulnerable to deleveraging in the global financial system.

An additional external risk is that tensions in the Middle East will cause another oil price spike. Among the internal risks is balance sheet vulnerability from slowing real estate and export sectors in China. These appear manageable on their own, but a large external shock could bring these risks to the fore, precipitating a decline in investment and activity in China that would also have implications for its trading partners.

Policy in the region needs to be set with an eye toward these risks. For economies with relatively low levels of public debt (ASEAN-5, China, NIEs), the pace of fiscal consolidation could be slowed if

downside risks materialize. Many Asian economies could also advance their plans to boost social safety nets and increase investment in infrastructure if another round of fiscal stimulus is warranted—these policies have long-term positive effects on economic rebalancing and income inequality that are beneficial even in good times. However, fiscal consolidation remains a priority in India and Japan, to anchor confidence and rebuild room to meet future challenges.

Although monetary tightening has been appropriately paused in many Asian economies, and cautiously reversed in some, room for further easing is constrained in economies where underlying inflation pressures remain (India, Indonesia, Korea) and in those that are still working through previous credit expansion (China). In Japan, by contrast, further monetary easing can help strengthen growth prospects, and asset purchases under existing programs may need to be expanded to accelerate an exit from deflation.

If euro area bank deleveraging escalates, policymakers will need to ensure that the supply of credit is maintained for those vulnerable to credit rationing, such as small and medium-size firms. Programs developed precisely for this purpose during the 2008–09 crisis could be reactivated as needed. Dollar-funding pressures, which became evident during the previous crisis (notably in Korea, Malaysia, and Taiwan Province of China), remain a vulnerability. Should global liquidity dry up as a result of an intensified euro area crisis, policymakers should stand ready to backstop liquidity in the region.

The fragility of the external outlook highlights the need for the region to rebalance growth by strengthening domestic sources of demand over the coming years. In China, a continuation of recent currency appreciation and progress in implementing the policies identified in the 12th Five-Year Plan would ensure that the recent decline in the external surplus is sustained (see Box 1.3). Elsewhere in emerging Asia, including in many ASEAN economies and India, strengthening domestic demand will require improving the conditions for private investment, including by addressing infrastructure bottlenecks and enhancing governance and public service delivery.

### Latin America and the Caribbean: On a Glide Path to Steady Growth

The swings in risk aversion in global markets over the past six months have had significant effects on the region. Initially a rise in risk aversion took some pressure off a number of economies in the region that were threatening to overheat. But, after this pause, capital flows are returning and exchange rates are once again under pressure. Earlier policy tightening, however, is beginning to bear fruit. This combination of policy gains and recent resilience in the face of global sentiment swings means that the outlook is promising (Figure 2.10). Nevertheless, inflation remains above the midpoint of the target band in many economies and credit growth is still elevated. At

the same time, there is continued potential for down-drafts from Europe. While risks are broadly balanced, these tensions are complicating the tasks of policymakers.

The LAC region grew strongly during 2011. External factors had a significant influence on these developments. High commodity prices supported activity in many of the region's commodity exporters despite a general slowdown in global growth and capital flows, which helped contain overheating pressures. Internally, the tightening of fiscal, monetary, and prudential policies also helped moderate the pace of expansion (Figure 2.11). In Central America and the Caribbean, while economic activity is still subdued, strong real linkages with the United States

**Figure 2.10. Latin America and the Caribbean: Revisions to 2012 GDP Growth Forecasts**  
(Change in percentage points from September 2011 WEO projections)

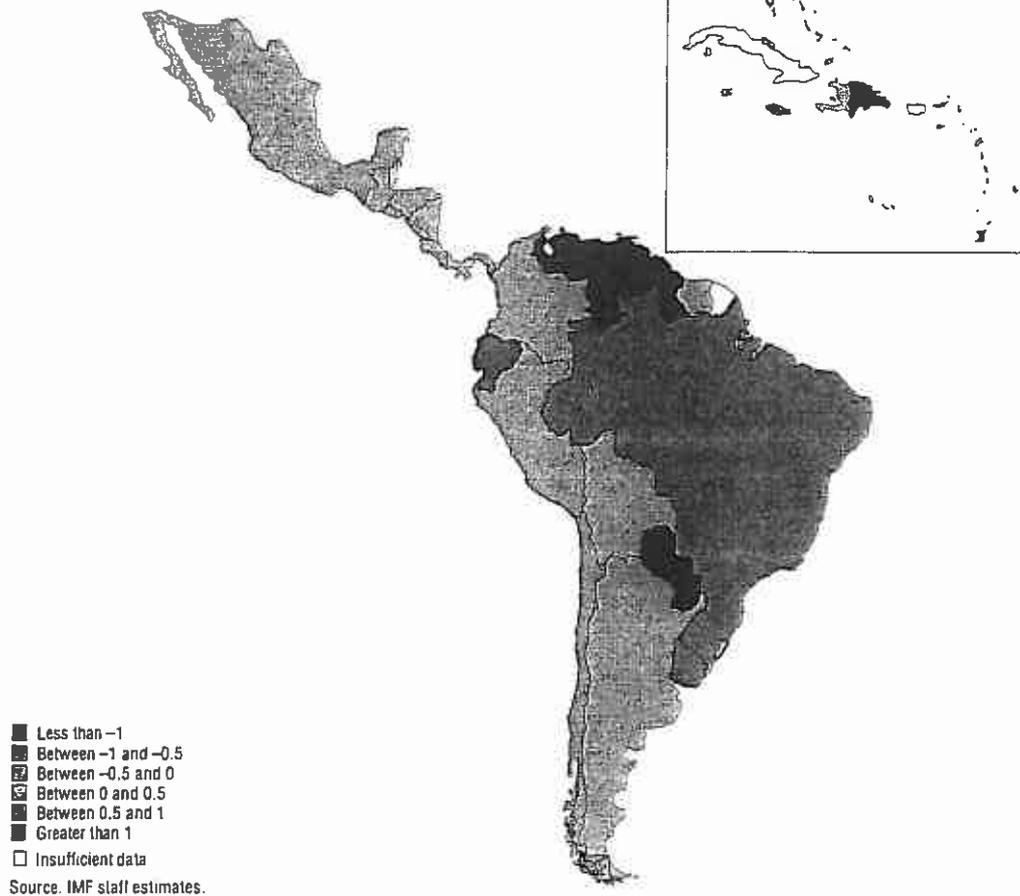
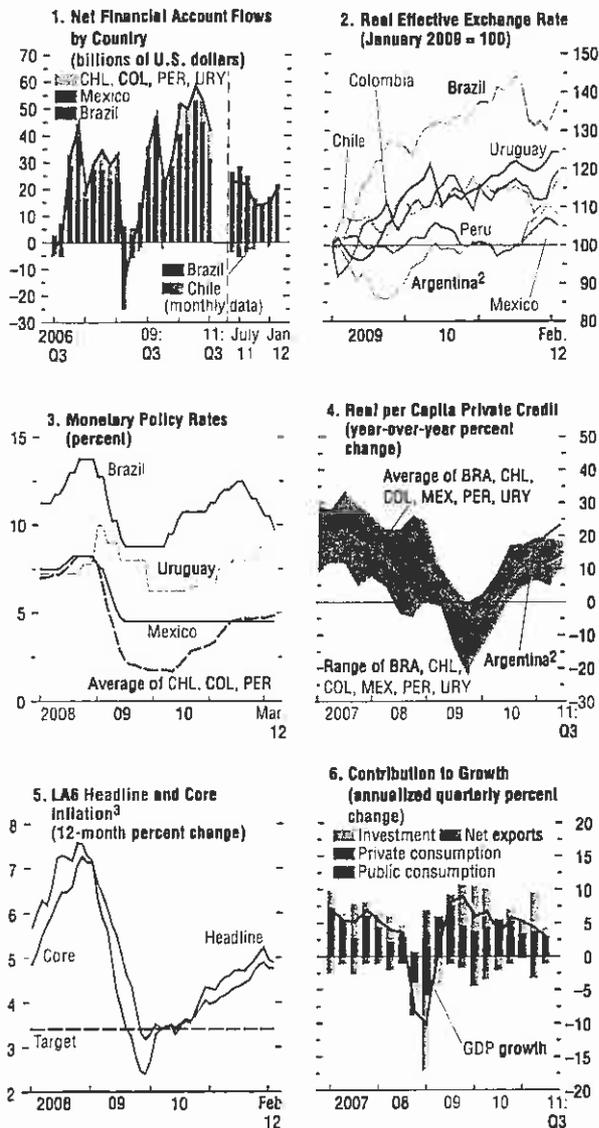


Figure 2.11. Latin America: Watch Out for Downdrafts<sup>1</sup>

Swings in risk aversion over the past six months led at first to a moderation of capital flows and exchange rates but, more recently, to a renewal of capital flows and pressure on exchange rates. Policy tightening began to bear fruit, leading to stabilization of real credit growth—albeit at high levels. Nonetheless, inflation is still above the midpoint of the target in many countries. Policymakers need to remain vigilant to possible downdrafts from Europe and updrafts from capital flows.



Sources: Haver Analytics; IMF, *International Financial Statistics*, and IMF staff calculations.  
<sup>1</sup>BRA: Brazil; CHL: Chile; COL: Colombia; MEX: Mexico; PER: Peru; URY: Uruguay.  
<sup>2</sup>Nominal variables for Argentina are deflated using IMF staff estimates of average provincial inflation.  
<sup>3</sup>LA6: Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, and Uruguay.

offer some upside prospects as the United States slowly recovers.

Spillovers to the region through trade, financial, and banking channels were active during recent months but with only limited effects on activity. As implied above, trade spillovers are predominantly commodity related and, as such, linked to Asian growth. Financial spillovers have been more closely related to European developments—a rise in risk aversion stemming from concerns about developments in Europe led to a temporary reduction in capital flows to the region. There was not, however, a reversal of flows and, as such, this development has been a net positive for the region. Nevertheless, the region has had difficulty absorbing hot money in the past and this remains an ongoing source of vulnerability. Spillovers to the region from Europe, however, are channeled most directly through the region's exposure to the operations of European banks. There is a relatively large European bank presence in the region, particularly of Spanish banks (see Figure 2.5, panel 2). The sale by Santander of shares in its local subsidiaries in late 2011 caused a temporary fall in regional bank stock indices, which points to the possibility that weakness in the European parent banks could cause problems for regional financial markets and for the supply of credit. However, the regional operations of these banks are predominantly conducted by subsidiaries and funded by local deposits, so it is likely that future financial spillovers will be small.

Growth in the LAC region is projected to moderate to 3¼ percent in 2012, before returning to about 4 percent in 2013 (Table 2.4). Among the commodity exporters, strong domestic demand moderated, as tighter macroeconomic policies began to bear fruit and the external environment weakened. This is most apparent in Brazil, where growth for 2011 was 2¾ percent and monetary policy has already been loosened. In combination, these forces mean that overheating risks have receded (see Figure 1.18). However, elevated credit and import growth suggests that overheating risks are not completely under control and could reemerge if capital flows return to previous levels. In Mexico, growth was strong in 2011 and, as in the United States, surprised to the upside. Growth is forecast at between 3½ and 3¾ percent

**Table 2.4. Selected Western Hemisphere Economies: Real GDP, Consumer Prices, Current Account Balance, and Unemployment**

(Annual percent change unless noted otherwise)

	Real GDP			Consumer Prices <sup>1</sup>			Current Account Balance <sup>2</sup>			Unemployment <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>North America</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.1</b>	<b>-2.9</b>	...	...	...
United States	1.7	2.1	2.4	3.1	2.1	1.9	-3.1	-3.3	-3.1	9.0	8.2	7.9
Canada	2.5	2.1	2.2	2.9	2.2	2.0	-2.8	-2.7	-2.7	7.5	7.4	7.3
Mexico	4.0	3.6	3.7	3.4	3.9	3.0	-0.8	-0.8	-0.9	5.2	4.8	4.6
<b>South America<sup>4</sup></b>	<b>4.8</b>	<b>3.8</b>	<b>4.3</b>	<b>7.8</b>	<b>7.4</b>	<b>7.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.9</b>	<b>-2.0</b>	...	...	...
Brazil	2.7	3.0	4.1	6.6	5.2	5.0	-2.1	-3.2	-3.2	6.0	6.0	6.5
Argentina <sup>5</sup>	8.9	4.2	4.0	9.8	9.9	9.9	-0.5	-0.7	-1.1	7.2	6.7	6.3
Colombia	5.9	4.7	4.4	3.4	3.5	3.1	-2.8	-2.7	-2.4	10.8	11.0	10.5
Venezuela	4.2	4.7	3.2	26.1	31.6	28.8	8.6	7.4	5.6	8.1	8.0	8.1
Peru	6.9	5.5	6.0	3.4	3.3	2.6	-1.3	-2.0	-1.9	7.5	7.5	7.5
Chile	5.9	4.3	4.5	3.3	3.8	3.0	-1.3	-2.4	-2.4	7.1	6.6	6.9
Ecuador	7.8	4.5	3.9	4.5	5.7	4.8	-0.3	0.5	0.6	6.0	5.8	6.2
Uruguay	5.7	3.5	4.0	8.1	7.4	6.6	-2.2	-3.6	-3.2	6.1	6.0	6.0
Bolivia	5.1	5.0	5.0	9.9	4.9	4.5	2.2	1.6	1.1	...	...	...
Paraguay	3.8	-1.5	8.5	6.6	5.0	5.0	-1.2	-3.5	-1.4	5.6	5.8	5.5
<b>Central America<sup>6</sup></b>	<b>4.7</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>	<b>5.6</b>	<b>5.3</b>	<b>5.2</b>	<b>-6.9</b>	<b>-6.9</b>	<b>-6.7</b>	...	...	...
<b>Caribbean<sup>7</sup></b>	<b>2.8</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	<b>7.2</b>	<b>5.5</b>	<b>5.2</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.7</b>	...	...	...
<i>Memorandum</i>												
Latin America and the Caribbean <sup>8</sup>	4.5	3.7	4.1	6.6	6.4	5.9	-1.2	-1.8	-2.0	...	...	...
Eastern Caribbean Currency Union <sup>9</sup>	-0.2	1.5	2.2	3.4	3.5	2.4	-19.9	-21.4	-20.5	...	...	...

<sup>1</sup>Movements in consumer prices are shown as annual averages. December–December changes can be found in Tables A6 and A7 in the Statistical Appendix.

<sup>2</sup>Percent of GDP.

<sup>3</sup>Percent. National definitions of unemployment may differ.

<sup>4</sup>Also includes also Guyana and Suriname.

<sup>5</sup>Figures are based on Argentina's official GDP and consumer price index (CPI-GBA) data. The IMF has called on Argentina to adopt remedial measures to address the quality of the official GDP and CPI-GBA data. The IMF staff is also using alternative measures of GDP growth and inflation for macroeconomic surveillance, including data produced by private analysts, which have shown significantly lower real GDP growth than the official data since 2008, and data produced by provincial statistical offices and private analysts, which have shown considerably higher inflation figures than the official data since 2007.

<sup>6</sup>Central America comprises Belize, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, and Panama.

<sup>7</sup>The Caribbean comprises Antigua and Barbuda, The Bahamas, Barbados, Dominica, Dominican Republic, Grenada, Haiti, Jamaica, St. Kitts and Nevis, St. Lucia, St. Vincent and the Grenadines, and Trinidad and Tobago.

<sup>8</sup>Latin America and the Caribbean comprises Mexico and economies from the Caribbean, Central America, and South America.

<sup>9</sup>Eastern Caribbean Currency Union comprises Antigua and Barbuda, Dominica, Grenada, St. Kitts and Nevis, St. Lucia, and St. Vincent and the Grenadines as well as Anguilla and Montserrat, which are not IMF members.

for 2012 and 2013, a slight slowdown but still above potential. In Central America, growth is expected to be about 4 percent and in the Caribbean, about 3½ percent. High public debt and weak tourism and remittance flows continue to constrain the outlook for the Caribbean. The outlook for Central America, like that for Mexico, is closely tied to developments in the United States.

Spillovers to the region, both real and financial, from renewed crisis in Europe are likely to be limited. It is estimated that a reemergence of crisis in Europe, one of the downside scenarios described in Chapter 1 and presented in Figure 2.2, could lower

regional output by about ¾ percent relative to the baseline. This is toward the lower end of estimated effects, reflecting the relatively low level of trade with Europe (which accounts for only about 10 percent of the region's goods exports) and limited financial spillovers (see Figure 2.5). As discussed above, despite the relatively large presence of European banks in the region, spillovers through European banking operations are expected to be moderate. Conversely, the region, and particularly the Southern Cone, is very dependent on commodity prices. In this respect, it could be affected if a crisis in Europe spills over into a more general slowdown, particu-

larly if it affects China and emerging Asia. Counterbalancing this external vulnerability is the sway of the Brazilian economy, which is driven predominantly by internal factors.

Against this backdrop, policies must be alert to domestic overheating and must build on a strong foundation of prudential measures developed during the most recent periods of robust capital flows. While external pressures abated briefly, they are returning—it would be premature to relax policy settings while inflation is still above the midpoint of target bands and risks tend to the upside. These concerns are particularly acute in Venezuela, where policy has not tightened noticeably and inflation continues at high levels. Similarly, in Argentina, although it is not affected by international credit flows in the same way, high credit growth and high inflation are worrisome. Recent swings in capital flows provide a strong argument for regional governments to continue strengthening their prudential

frameworks to ensure that they are prepared for any future booms or busts in these flows. In Mexico, given firmly anchored inflation expectations and continuing softness in the United States, monetary policy can remain accommodative as long as inflation pressure and expectations remain at bay.

Fiscal consolidation should continue (especially where it is needed to maintain debt sustainability), but social and infrastructure spending should be protected too. Fiscal policy in commodity exporters should focus on saving any windfall revenue gains while commodity prices are still strong, to build room for supportive action in case downside risks to the outlook begin to materialize (see Chapter 4). In Central America, policies should shift toward rebuilding the policy buffers used during the crisis and adopting structural reforms aimed at boosting medium-term growth. Greater resolve is required in reducing debt overhang in the Caribbean while addressing weak competitiveness.

**Figure 2.12. Commonwealth of Independent States: Revisions to 2012 GDP Growth Forecasts**  
(Change in percentage points from September 2011 WEO projections)



Source: IMF staff estimates.  
Note: Includes Georgia and Mongolia.

### Commonwealth of Independent States: Commodity Prices Are the Main Spillover Channel<sup>1</sup>

Weaker exports to Europe along with policy tightening in some economies will moderate growth in the CIS this year (Figure 2.12), even though commodity prices are expected to remain high. If the euro area crisis intensifies, the fall in global demand together with the associated decline in commodity prices will be a significant constraint on the region's growth.

The CIS continued to grow strongly during the second half of 2011, supported by still-strong oil and commodity prices, a rebound in agricultural output in a number of economies (Armenia, Belarus, Kazakhstan, Russia) following the drought in 2010, and strong domestic demand (Figure 2.13).

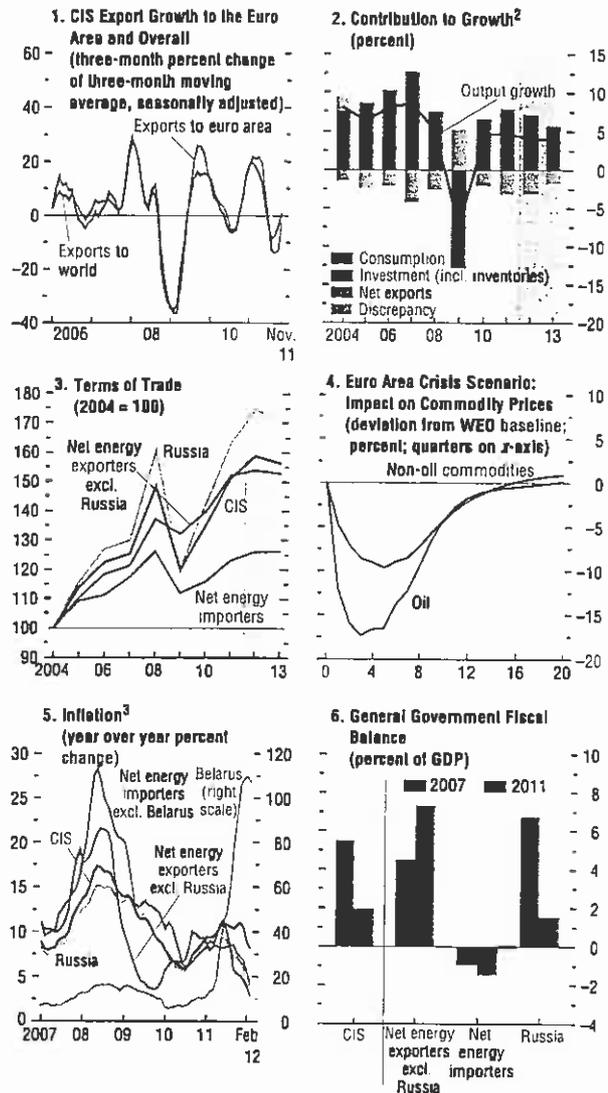
The region, however, has been affected by spillovers from the euro area. The rise in global financial turmoil in late 2011 and the resulting flight to safety contributed to significant capital outflows from Russia, a rise in CDS spreads (particularly for Ukraine), and depreciation of a number of regional currencies, including the Russian ruble. The onset of recession in the euro area is reflected in weaker exports and a slowdown in industrial production in the region's larger economies.

Reflecting the much weaker external outlook, growth in the CIS is expected to slow to 4¼ percent in 2012, from 5 percent in 2011 (Table 2.5). This slowdown is expected to occur even with oil prices remaining relatively high.

- Growth in Russia will benefit from high oil prices. Current projections of 4 percent growth this year are only slightly below the forecasts in the September 2011 *World Economic Outlook*. Growth in 2013 has also been revised down to just below 4 percent because oil prices are expected to weaken somewhat.
- In the region's other energy-exporting economies, growth is also projected to moderate slightly, to 5¾ percent in 2012 and 5½ percent in 2013. Despite weaker external conditions, growth in these economies will be supported by strong terms of trade, as well as investment in oil and mining (Kazakhstan) and infrastructure (Kazakhstan, Uzbekistan). Following a sharp fall in oil output

Figure 2.13. Commonwealth of Independent States: Buoyed by Commodity Prices, Buffeted by Euro Area Headwinds<sup>1</sup>

Weaker external demand, especially from Europe, has been a drag on growth in the CIS. The region has benefited from still-high commodity prices, but an escalation of the euro area crisis would cause a big terms-of-trade shock for the region. Inflation has eased, but fiscal room has not yet been rebuilt to precrisis levels.



Sources: Haver Analytics; IMF, *Direction of Trade Statistics*; and IMF staff estimates

<sup>1</sup>Net energy exporters: Azerbaijan, Kazakhstan, Russia, Turkmenistan, Uzbekistan  
 Net energy importers: Armenia, Belarus, Georgia, Kyrgyz Republic, Moldova, Mongolia, Tajikistan, Ukraine.

<sup>2</sup>Azerbaijan, Georgia, Tajikistan, Turkmenistan, and Uzbekistan are excluded due to data limitations.

<sup>3</sup>Due to data limitations, Turkmenistan and Uzbekistan are excluded from the group of net energy exporters excluding Russia; Kyrgyz Republic, Mongolia, and Tajikistan are excluded from the group of net energy importers excluding Belarus.

**Table 2.5. Commonwealth of Independent States: Real GDP, Consumer Prices, Current Account Balance, and Unemployment***(Annual percent change unless noted otherwise)*

	Real GDP			Consumer Prices <sup>1</sup>			Current Account Balance <sup>2</sup>			Unemployment <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Commonwealth of Independent States (CIS)<sup>4</sup></b>	<b>4.9</b>	<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>10.1</b>	<b>7.1</b>	<b>7.7</b>	<b>4.6</b>	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>	...	...	...
<b>Net Energy Exporters</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>	<b>8.5</b>	<b>5.1</b>	<b>6.6</b>	<b>6.2</b>	<b>5.4</b>	<b>2.6</b>	...	...	...
Russia	4.3	4.0	3.9	8.4	4.8	6.4	5.5	4.8	1.9	6.5	6.0	6.0
Kazakhstan	7.5	5.9	6.0	8.3	5.5	7.0	7.6	6.6	5.6	5.4	5.4	5.3
Uzbekistan	8.3	7.0	6.5	12.8	12.7	10.9	5.8	2.8	3.0	0.2	0.2	0.2
Azerbaijan	0.1	3.1	1.9	7.9	5.6	6.1	26.3	21.8	16.4	6.0	6.0	6.0
Turkmenistan	14.7	7.0	6.7	5.8	6.2	7.0	1.8	2.1	1.3	...	...	...
<b>Net Energy Importers</b>	<b>5.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>	<b>18.2</b>	<b>17.4</b>	<b>13.3</b>	<b>-8.0</b>	<b>-7.1</b>	<b>-5.8</b>	...	...	...
Ukraine	5.2	3.0	3.5	8.0	4.5	6.7	-5.6	-5.9	-5.2	8.2	8.2	7.9
Belarus	5.3	3.0	3.3	53.2	66.0	35.8	-10.4	-6.2	-6.5	0.6	0.6	0.6
Georgia	7.0	6.0	5.5	8.5	1.7	5.5	-12.7	-10.3	-9.3	14.9	14.1	13.5
Armenia	4.4	3.8	4.0	7.7	4.0	4.2	-12.3	-11.0	-9.5	19.0	19.0	18.5
Tajikistan	7.4	6.0	6.0	12.4	7.9	8.4	-2.3	-3.6	-5.0	...	...	...
Mongolia	17.3	17.2	11.8	9.5	13.6	12.5	-30.4	-24.4	-1.8	3.0	3.0	3.0
Kyrgyz Republic	5.7	5.0	5.5	16.6	4.1	8.1	-3.1	-4.8	-4.2	7.9	7.7	7.6
Moldova	6.4	3.5	4.5	7.6	5.5	5.0	-10.6	-9.7	-9.9	6.7	6.6	6.4
<b>Memorandum</b>												
Low-Income CIS Economies <sup>5</sup>	7.3	6.1	5.9	11.7	8.7	8.7	-1.7	-2.6	-2.2	...	...	...
Net Energy Exporters Excluding Russia	6.8	5.7	5.4	8.9	7.1	7.7	10.6	8.8	7.1	...	...	...

<sup>1</sup>Movements in consumer prices are shown as annual averages. December–December changes can be found in Table A7 in the Statistical Appendix.<sup>2</sup>Percent of GDP.<sup>3</sup>Percent. National definitions of unemployment may differ.<sup>4</sup>Georgia and Mongolia, which are not members of the Commonwealth of Independent States, are included in this group for reasons of geography and similarities in economic structure.<sup>5</sup>Low-income CIS economies comprise Armenia, Georgia, Kyrgyz Republic, Moldova, Tajikistan, and Uzbekistan.

in 2011, Azerbaijan's hydrocarbon output is expected to remain broadly stable this year, and continued strong growth in the nonhydrocarbon sector is expected to help the economy expand by 3 percent in 2012.

- In the energy-importing economies of the CIS, both external and domestic factors are contributing to the slowdown in growth this year. Waning export demand and tighter monetary and financial conditions will contribute to a slowdown in Ukraine's growth from 5¼ percent last year to 3 percent this year. Growth in Belarus is also expected to slow to 3 percent this year from 5¼ percent in 2011, as a result of last year's currency crisis and the monetary and fiscal tightening that was required to bring inflation down from triple digits.

After rising in mid-2011 due to high food and fuel prices (as well as to excess demand pressures in

a number of economies), headline inflation began to moderate in many CIS economies in the second half of last year and early this year. Contributing to the decline are good harvests that reduced food price inflation, a moderation in economic activity, and monetary tightening in a number of economies. As a result, inflation is projected to moderate this year in almost all economies in the region, with depreciation-driven inflation in Belarus a notable exception.

The most important risk to the region is the possible escalation of the crisis in the euro area. Direct spillovers will come through trade linkages—the euro area accounts for about a third of the region's exports, the most for any region outside Europe (Figure 2.5, panel 1). Even CIS economies with less direct trade exposure to the euro area will be affected via Russia, which is the largest trade partner (and a source of remittances and foreign direct investment)

for many economies in the region. An indirect but potentially more important channel is the effect a euro area crisis and global downturn would have on commodity prices.

In the euro area crisis scenario described in Chapter 1, oil and commodity prices would be lower by 17 and 10 percent, respectively, relative to the baseline, resulting in a significant terms-of-trade shock for the region (Figure 2.13, panel 4). And as was demonstrated late last year, increased capital outflows would put pressure on the region's currencies and exacerbate funding pressure for economies with large external financing needs, such as Ukraine. While the region's financial linkages with euro area banks are relatively limited (see Figure 2.5, panel 2), distress in a systemically important euro area bank could cause an abrupt withdrawal of funding and raise the likelihood of banking sector distress in Russia.<sup>4</sup> An upside risk for CIS energy exporters is a further rise in oil prices as a result of renewed tensions in the Middle East.

Fortifying the region against such risks calls for rebuilding policy room in most CIS economies, notably through fiscal consolidation. Fiscal balances are much lower than they were before the 2008–09 crisis. In Russia, the non-oil deficit has more than tripled since the crisis, and the oil reserve fund has been drawn down; in Ukraine, public finances remain vulnerable to pressures from higher wage, pension, and capital spending; and in Belarus, tight wage policy in the budget sector will be crucial to the reduction of inflation expectations.

The moderation of inflation in the region gives policymakers some room for monetary maneuvering. Nevertheless, monetary policy should continue to focus on reducing inflation under the baseline scenario, because inflation remains high in a number of economies (Belarus, Russia, Uzbekistan). Should downside risks materialize, monetary and fiscal authorities should stand ready to adjust their policies. Greater exchange rate flexibility, which was a welcome development in Russia last year but is still lacking in other economies in the region, would also help these economies adjust to adverse shocks.

<sup>4</sup>See IMF (2011).

## Middle East and North Africa: Growth Stalled, Outlook Uncertain

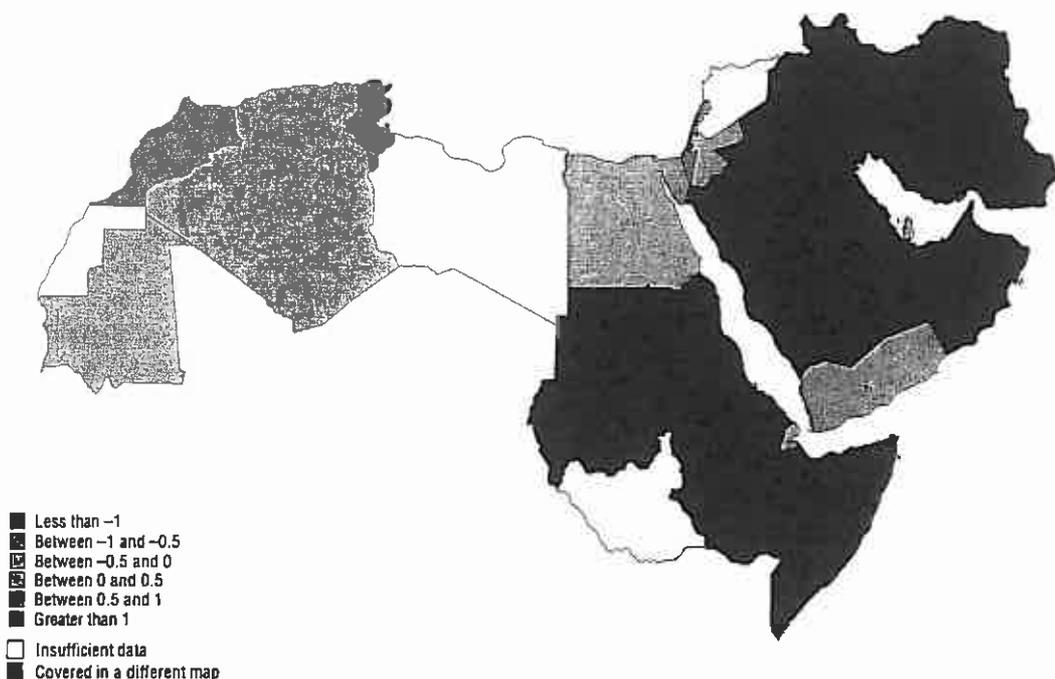
*In addition to significant internal challenges in several economies in the region and geopolitical risks associated with the Islamic Republic of Iran, there are large potential spillovers to the region from Europe. Internal challenges, exemplified by ongoing social unrest, have spurred an increase in social transfers. Key policy priorities will be preserving or rebuilding macroeconomic stability in the face of the ongoing unrest while evolving toward a model for inclusive growth that does not depend so heavily on government transfers. External challenges come from two main sources—oil prices and trade linkages with Europe. For oil exporters, a renewal of crisis in Europe could depress oil prices and undermine the recent increases in government spending on social support. In North Africa, trade, remittance, and tourism links with Europe are historically important and currently depressed.*

Growth in the MENA region was below trend in 2011, primarily because of country-specific factors.<sup>5</sup> Among oil exporters, strong oil prices contributed to growth of 4 percent in 2011, which was held down by lower outcomes in the Islamic Republic of Iran related to a poor harvest and the effect of the subsidy reform. Among oil importers, growth was 2 percent even after the exclusion of data from the Syrian Arab Republic. This low growth is a direct reflection of the effects of social unrest. Other than through their effects on oil prices, global factors and European developments have had a relatively minor effect on the region to date—revisions primarily reflect regional developments (Figure 2.14).

Regional spillovers from the social unrest have been large, particularly on tourism and capital flows, which have declined throughout the region (Figure 2.15). Given the size of economy-specific shocks and their strong regional spillovers, it is difficult to isolate a Europe-specific effect, except the weakening of remittances. Even so, the potential spillovers from a reemergence of crisis in Europe, as modeled in the first downside scenario of Chapter 1 and illustrated

<sup>5</sup>The Syrian Arab Republic has been excluded from the data and projections due to the uncertain political situation. Growth in Libya, which is included, is strongly affected by the civil war and projected bounce back in 2012.

**Figure 2.14. Middle East and North Africa: Revisions to 2012 GDP Growth Forecasts**  
(Change in percentage points from September 2011 WEO projections)



Source: IMF staff estimates.

in Figure 2.2, could lower regional output by about 3¼ percent relative to the baseline—the largest spillover effect for any region outside Europe. Of this, most is attributable to weaker oil prices. The remaining effect reflects strong spillovers from weaker trading partner demand on the region—predominantly through effects on foreign financing flows, trade, tourism, and remittances. These links are best seen in the pattern of trade for the region (see Figure 2.5, panel 1). Goods exports to Europe account for approximately 20 percent of exports, or 7 percent of GDP—higher than for Asia, Canada, Latin America, the SSA region, or the United States. Figure 2.5 also shows that, although current financial linkages appear weak, spillovers to the MENA region were among the strongest in the year immediately following the collapse of Lehman Brothers in 2008.

These strong spillovers from Europe shape the risks to the outlook, but the baseline is predominantly determined by regional factors. The base-

line forecast is for growth of 4¼ percent in 2012 and 3¾ percent in 2013 (Table 2.6). Among oil importers, strong oil prices, anemic tourism associated with social unrest in the region, and lower trade and remittance flows reflecting ongoing problems in Europe are the major constraints. Among oil exporters, negative developments in the Islamic Republic of Iran are projected to be offset by increased oil production in Iraq and Saudi Arabia and a bounce back in Libya. Given the relatively subdued growth outlook and receding non-oil commodity prices, inflation in the region is projected to fall slightly over the forecast horizon from 9½ percent in 2011 to 8¾ percent in 2013.

As mentioned above, external risks revolve around developments in Europe. Internal risks are dominated by political developments. Domestic instability caused a significant decline in tourism for the region, which has yet to recover to earlier levels (Figure 2.15, panel 2). A more intense recession in

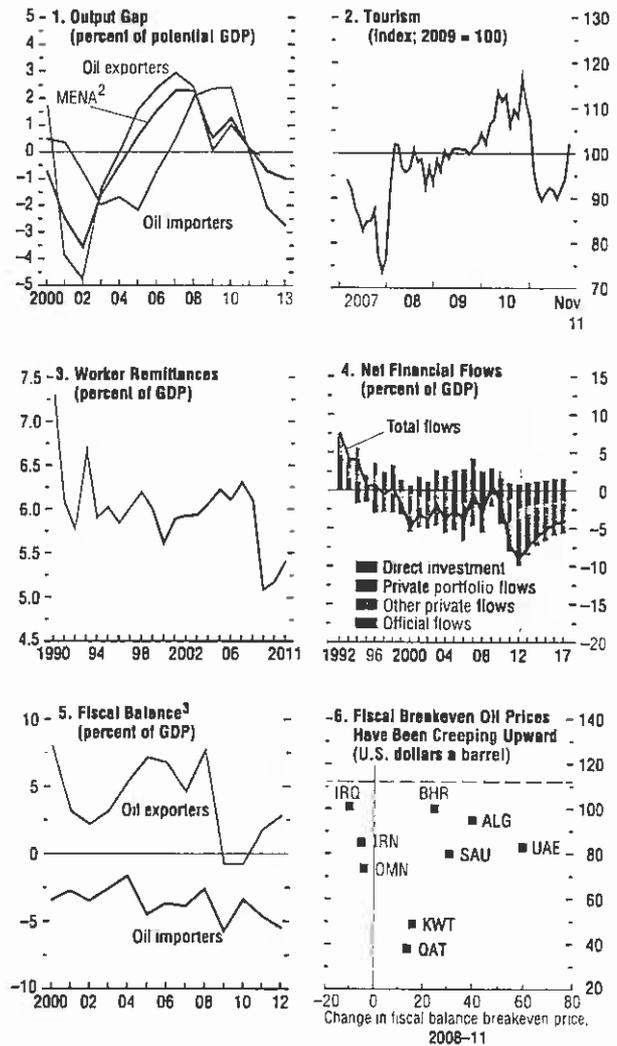
Europe could further undermine the already shaky tourism sector with follow-on effects to the rest of the economy. For oil exporters, risks revolve around the price of oil—which, on the downside, is predominantly tied to the possibility of an intensified crisis in Europe that spills over into slower growth in the rest of the world. Government expenditures have risen to such a degree that a relatively modest fall in the price of oil can lead to budget deficits. Conversely, despite being already elevated because of regional political uncertainty, oil prices could rise further on the back of intensified concerns about an Iran-related oil supply shock, unrest in the region, or an actual disruption in oil supplies. Such effects could be dramatic given limited inventory and spare capacity buffers, as well as the still-tight physical market conditions expected throughout 2012.

Given these risks and outlook, the region faces serious policy challenges. The primary challenge is to secure economic and social stability, but there is also a short-term need to place public finances on a sustainable footing. For oil exporters, governments need to seize the opportunity presented by high oil prices to move toward sustainable and more diversified economies. In addition, the social disruption highlights the need for an inclusive medium-term growth agenda that establishes strong institutions to stimulate private sector activity, opens up greater access to economic opportunities, and addresses chronically high unemployment, particularly among the young.

A key medium-term fiscal policy objective is the reorientation of fiscal policies toward poverty reduction and the promotion of productive investment. However, increased spending on fuel and food subsidies (with the Islamic Republic of Iran an important exception), along with pressures to raise civil service wages and pensions, is straining public finances (particularly for oil-importing economies), which will not be sustainable over the medium term. Increased targeting of subsidies, and fuel subsidy reforms in particular, will help ease the strain.<sup>6</sup>

Figure 2.15. Middle East and North Africa: A Sea of Troubles<sup>1</sup>

The uncertain political environment in many economies in the region is undermining growth prospects. The legacy of social unrest and of weakness in Europe can be seen in weak tourism and remittance numbers and capital outflows. An increase in social transfer expenditures means that, for oil exporters, government budgets are increasingly dependent on continued high oil prices.



Sources: Haver Analytics; national authorities; and IMF staff estimates.

<sup>1</sup>Oil exporters: Algeria (ALG), Bahrain (BHR), Islamic Republic of Iran (IRN), Iraq (IRQ), Kuwait (KWT), Libya, Oman (OMN), Qatar (QAT), Saudi Arabia (SAU), Sudan, United Arab Emirates (UAE), Republic of Yemen. Oil importers: Djibouti, Egypt, Jordan, Lebanon, Mauritania, Morocco, Syrian Arab Republic, Tunisia. Data exclude Syrian Arab Republic for 2011 onward and South Sudan after July 9, 2011.

<sup>2</sup>MENA: Middle East and North Africa.

<sup>3</sup>Data exclude Libya.

<sup>6</sup>See Annex 3.2 of the April 2011 *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, and Coody and others (2010) for discussion of these issues.

**Table 2.6. Selected Middle East and North African Economies: Real GDP, Consumer Prices, Current Account Balance, and Unemployment**  
(Annual percent change unless noted otherwise)

	Real GDP			Consumer Prices <sup>1</sup>			Current Account Balance <sup>2</sup>			Unemployment <sup>3</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Middle East and North Africa</b>	3.5	4.2	3.7	9.6	9.5	8.7	13.2	14.5	12.7	...	...	...
<b>Oil Exporters<sup>4</sup></b>	4.0	4.8	3.7	10.3	10.3	8.8	16.9	18.2	16.0	...	...	...
Islamic Republic of Iran	2.0	0.4	1.3	21.3	21.8	18.2	10.7	6.6	5.1	15.1	16.7	18.1
Saudi Arabia	6.8	6.0	4.1	5.0	4.8	4.4	24.4	27.9	22.7	...	...	...
Algeria	2.5	3.1	3.4	4.5	5.5	4.5	10.3	10.0	7.9	10.0	9.7	9.3
United Arab Emirates	4.9	2.3	2.8	0.9	1.5	1.7	9.2	10.3	10.4	...	...	...
Qatar	18.8	6.0	4.6	2.0	4.0	4.0	28.4	31.5	29.0	...	...	...
Kuwait	8.2	6.6	1.8	4.7	3.5	4.0	41.8	46.2	41.9	2.1	2.1	2.1
Iraq	9.9	11.1	13.5	6.0	7.0	6.0	7.9	9.1	10.8	...	...	...
Sudan <sup>5</sup>	-3.9	-7.3	-1.5	18.1	23.2	26.0	2.1	-4.6	-4.0	12.0	10.8	9.6
<b>Oil Importers<sup>6</sup></b>	2.0	2.2	3.6	7.5	6.9	8.4	-5.3	-5.3	-4.9	...	...	...
Egypt	1.8	1.5	3.3	11.1	9.5	12.1	-2.0	-2.6	-2.1	10.4	11.5	11.3
Morocco	4.3	3.7	4.3	0.9	2.0	2.5	-7.4	-5.9	-6.0	9.0	8.9	8.8
Tunisia	-0.8	2.2	3.5	3.5	5.0	4.0	-7.4	-7.1	-7.1	18.9	17.0	16.0
Lebanon	1.5	3.0	4.0	5.0	4.0	3.3	-14.4	-14.2	-13.4	...	...	...
Jordan	2.5	2.8	3.0	4.4	4.9	5.6	-9.5	-8.3	-6.8	12.9	12.9	12.9
<i>Memorandum</i>												
Israel	4.7	2.7	3.8	3.4	2.0	2.0	0.1	-0.9	0.0	5.6	6.0	5.8
Maghreb <sup>7</sup>	-1.7	11.0	5.9	3.9	4.0	3.0	2.7	5.3	6.2	...	...	...
Mashreq <sup>8</sup>	1.8	1.8	3.4	10.0	8.6	10.8	-4.3	-4.7	-4.1	...	...	...

<sup>1</sup>Movements in consumer prices are shown as annual averages. December–December changes can be found in Tables A6 and A7 in the Statistical Appendix.

<sup>2</sup>Percent of GDP.

<sup>3</sup>Percent. National definitions of unemployment may differ.

<sup>4</sup>Also includes Bahrain, Libya, Oman, and Republic of Yemen.

<sup>5</sup>Data for 2011 exclude South Sudan after July 9. Data for 2012 onward pertain to the current Sudan.

<sup>6</sup>Also includes Djibouti and Mauritania. Excludes Syrian Arab Republic for 2011 onward.

<sup>7</sup>The Maghreb comprises Algeria, Libya, Mauritania, Morocco, and Tunisia.

<sup>8</sup>The Mashreq comprises Egypt, Jordan, Lebanon, and Syrian Arab Republic. Excludes Syrian Arab Republic for 2011 onward.

## Sub-Saharan Africa: Resilience Should Not Breed Complacency

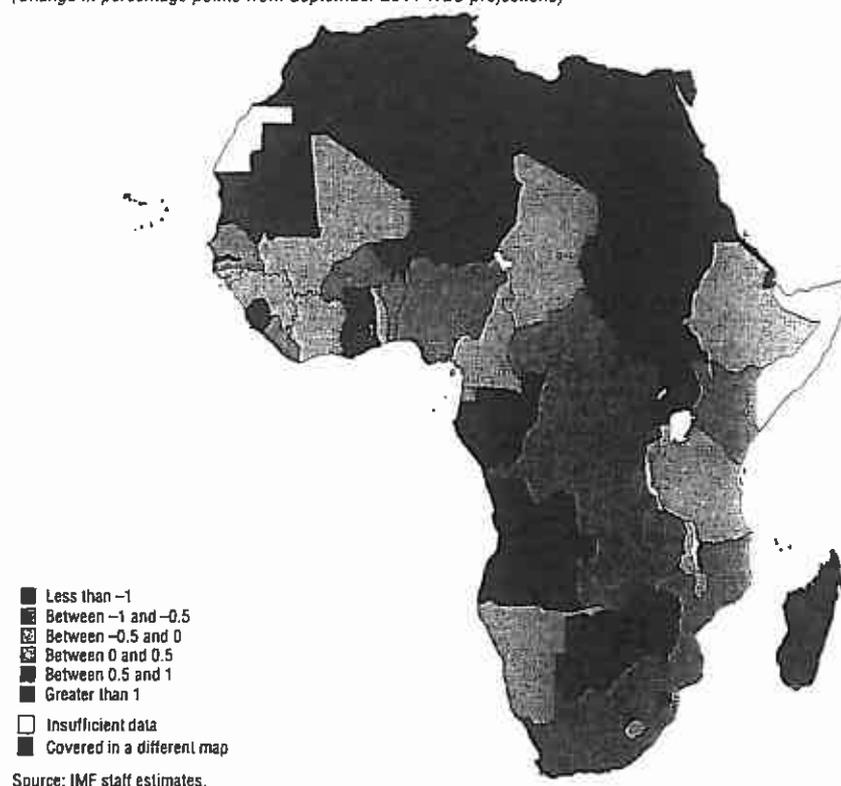
*Sub-Saharan Africa has recorded another year of strong growth and was one of the regions least affected by recent financial turmoil and deterioration in the global outlook (Figure 2.16). Rebuilding policy buffers remains a priority in most economies, but sluggish growth in South Africa may require some policy support. Containing the surge in inflation is a policy priority in east Africa.*

The SSA region turned in another solid performance in 2011, expanding by about 5 percent. This occurred despite a slowdown in South Africa (due in part to the slowdown in the euro area), adverse supply shocks from drought in both eastern and western Africa, and civil conflict in Côte d'Ivoire.

The region's resilience reflects a number of factors, including its relative insulation from financial spillovers emanating from the euro area. The region's limited financial linkages with Europe (see Figure 2.5, panels 2 and 3) helped protect it from the turmoil in late 2011, with South Africa a notable exception—there it led to rand depreciation and stock price volatility. Furthermore, the diversification of exports toward fast-growing emerging markets has reduced the region's trade exposure to Europe.<sup>7</sup> Exports to the euro area now account for only one-fifth of the region's exports, down from two-fifths in the early 1990s (Figure 2.5, panel 1; Figure 2.17, panel 4). High commodity prices also benefited the region's commodity exporters and

<sup>7</sup>See Chapter 3 of the October 2011 *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*.

**Figure 2.16. Sub-Saharan Africa: Revisions to 2012 GDP Growth Forecasts**  
(Change in percentage points from September 2011 WEO projections)



boosted investment in natural resource extraction. And policy stances remain relatively accommodative in many economies in the region.

Reflecting this resilience, the downward revision to the SSA outlook was small (Figure 2.1, panel 1; Figure 2.17, panel 1). SSA growth is expected to pick up somewhat in 2012 to 5½ percent, from 5 percent in 2011 (Table 2.7), helped by the coming onstream of new mineral and oil production and the reversal of the adverse supply shocks experienced in 2011. That said, several economies will experience a significant slowdown:

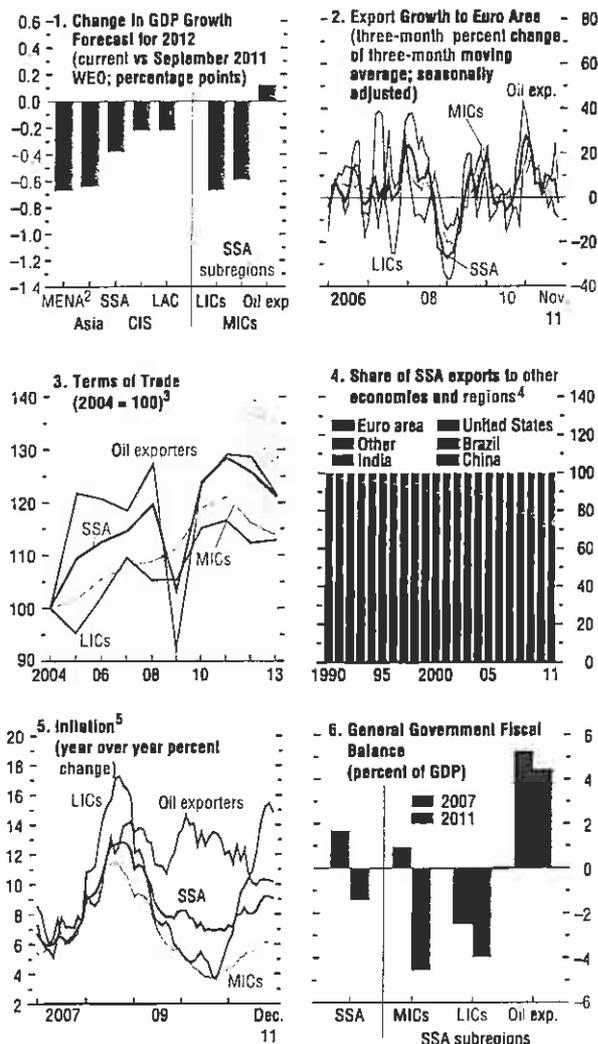
- The region's middle-income economies, which are growing the least rapidly, saw large downward revisions to their growth, reflecting their stronger trade and financial ties with slowing Europe. South Africa is projected to expand by only 2¾ percent this year, 1 percentage point less than projected in the September 2011 *World Economic Outlook*. This reflects deterioration in the external environment,

weaker terms of trade, and a general loss of business confidence. Growth is also expected to slow in Botswana to 3¼ percent this year due in large part to weaker global demand for diamonds. After the one-time boost from the start of oil production last year, Ghana's growth is set to moderate to a still-robust 8¾ percent this year.

- Growth in the oil-exporting economies is expected to accelerate to 7¼ percent in 2012 from 6¼ percent last year, largely because new oil fields coming onstream in Angola are expected to boost GDP growth there to 9¾ percent this year. In Nigeria, non-oil GDP growth is projected to ease somewhat this year, reflecting tighter fiscal and monetary policies, although with some rebound in oil output, overall GDP growth should remain about 7 percent.
- Among the low-income economies, a rebound in agricultural output and in hydroelectricity generation following last year's drought is expected to support

Figure 2.17. Sub-Saharan Africa: Continued Resilience<sup>1</sup>

Sub-Saharan Africa has seen only small downward revisions to its growth projections. Exports to Europe have slowed, especially for middle-income economies, but strong terms of trade and increased diversification toward fast-growing emerging markets have helped support the region. Inflation pressure and reduced fiscal room give policymakers less ability to maneuver if downside risks materialize.



Sources: Haver Analytics; IMF, *Direction of Trade Statistics*; and IMF staff estimates.  
<sup>1</sup>CIS: Commonwealth of Independent States; LAC: Latin America and the Caribbean; LIC: low-income country (SSA); MENA: Middle East and North Africa; MIC: middle-income country (SSA); Oil exp.: oil exporters; SSA: sub-Saharan Africa.  
<sup>2</sup>Excludes Libya and Syrian Arab Republic. Excludes South Sudan after July 9, 2011.  
<sup>3</sup>Excludes Liberia and Zimbabwe due to data limitations.  
<sup>4</sup>The value for 2011 is based on the data from January to November.  
<sup>5</sup>Due to data limitations, the following are excluded: Chad, Republic of Congo, and Equatorial Guinea from oil exporters; Zambia from MICs; Benin, Central African Republic, Comoros, Democratic Republic of Congo, Eritrea, Ethiopia, Guinea, Liberia, Malawi, São Tomé and Príncipe, Sierra Leone, and Zimbabwe from LICs.

growth in Kenya, which is projected to grow by 5¼ percent in 2012 and by 5¾ percent in 2013. But power shortages and macroeconomic tightening to stem inflation pressure are expected to temper growth in Uganda and, to a lesser extent, Tanzania.

The SSA region is relatively less exposed to the global slowdown, but it is not immune to spillovers. In the euro area crisis scenario described in Chapter 1 and presented in Figure 2.2, SSA output would be reduced by 1 percent relative to the baseline. The euro area crisis would negatively affect the region through its effect on exports, remittances, official aid, and private capital flows. It would also result in a sharp drop in oil and non-oil commodity prices relative to the baseline forecasts, by 17 and 10 percent, respectively. As a result, commodity exporters and middle-income economies that are more integrated into global markets would be the most affected by an escalation of the euro area crisis.

South Africa may also transmit global shocks to the rest of the region. It is more exposed to weaknesses in the world economy—particularly to Europe, which remains a major market for its high-value-added exports. Adverse shocks affecting South Africa can quickly spread to neighboring economies, through their effect on migrant workers' incomes, trade, regional investment, and finance.

For now, policymakers should focus on rebuilding policy buffers. Many economies in the region have already begun to reduce fiscal deficits and tighten monetary policy, particularly where inflation spiked last year. Indeed, inflation pressure has already begun to abate in much of the region, mostly on account of lower food prices. Budgetary discipline will also help generate the room needed to refocus spending on priority areas such as infrastructure, health, and education. If downside risks materialize, economies without significant financing constraints should be prepared to loosen policy levers. The challenge is different in South Africa, which is struggling with subpar growth and very high unemployment. Support for activity remains an important policy objective, and in the event of a protracted slowdown, further monetary easing could be a potential source of stimulus as long as inflation expectations and the core inflation rate remain well contained.

**Table 2.7. Selected Sub-Saharan African Economies: Real GDP, Consumer Prices, Current Account Balance, and Unemployment**

(Annual percent change unless noted otherwise)

	Real GDP			Consumer Prices <sup>1</sup>			Current Account Balance <sup>2</sup>			Unemployment <sup>5</sup>		
	2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections		2011	Projections	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
<b>Sub-Saharan Africa</b>	5.1	5.4	5.3	8.2	9.6	7.5	-1.8	-2.0	-2.6	...	...	...
<b>Oil Exporters</b>	6.2	7.3	6.2	10.2	10.2	8.7	5.6	6.9	4.9	...	...	...
Nigeria	7.2	7.1	6.6	10.8	11.2	9.7	6.2	7.3	5.3	23.9	...	...
Angola	3.4	9.7	6.8	13.5	11.1	8.3	8.1	9.7	6.2	...	...	...
Equatorial Guinea	7.1	4.0	6.8	7.3	7.0	7.0	-9.7	-9.0	-6.6	...	...	...
Gabon	5.8	5.6	2.3	1.3	2.3	2.6	12.0	11.7	7.5	...	...	...
Chad	1.6	6.9	0.1	1.9	5.5	3.0	-17.7	-10.0	3.3	...	...	...
Republic of Congo	4.5	3.1	5.4	1.9	2.7	2.9	6.2	4.3	3.8	...	...	...
<b>Middle-Income<sup>4</sup></b>	3.9	3.8	4.2	5.4	5.8	5.4	-3.8	-4.9	-5.2	...	...	...
South Africa	3.1	2.7	3.4	5.0	5.7	5.3	-3.3	-4.8	-5.5	24.5	23.8	23.6
Ghana	13.6	8.8	7.4	8.7	9.6	8.9	-10.0	-6.9	-6.0	...	...	...
Cameroon	4.1	4.1	4.5	2.9	3.0	3.0	-3.5	-4.8	-3.3	...	...	...
Côte d'Ivoire	-4.7	8.1	6.2	4.9	2.0	2.5	6.7	-2.8	-3.0	...	...	...
Botswana	4.6	3.3	4.6	8.5	7.8	6.7	-6.8	-4.1	-1.4	...	...	...
Senegal	2.6	3.8	4.5	3.4	3.0	2.2	-8.3	-10.0	-10.7	...	...	...
<b>Low-Income<sup>5</sup></b>	5.8	5.9	5.9	10.6	15.5	9.6	-9.7	-11.1	-8.9	...	...	...
Ethiopia	7.5	5.0	5.5	18.1	33.9	23.1	-0.2	-8.4	-7.6	...	...	...
Kenya	5.0	5.2	5.7	14.0	10.6	5.2	-11.8	-9.6	-8.4	...	...	...
Tanzania	6.7	6.4	6.7	7.0	17.4	9.5	-9.7	-12.3	-11.2	...	...	...
Uganda	6.7	4.2	5.4	6.5	23.4	7.6	-11.1	-12.5	-10.7	...	...	...
Democratic Republic of Congo	6.9	6.5	6.7	15.5	12.7	9.4	-8.7	-7.8	-6.5	...	...	...
Mozambique	7.1	6.7	7.2	10.4	7.2	5.6	-13.0	-12.7	-12.4	...	...	...

<sup>1</sup>Movements in consumer prices are shown as annual averages. December–December changes can be found in Table A7 in the Statistical Appendix

<sup>2</sup>Percent of GDP

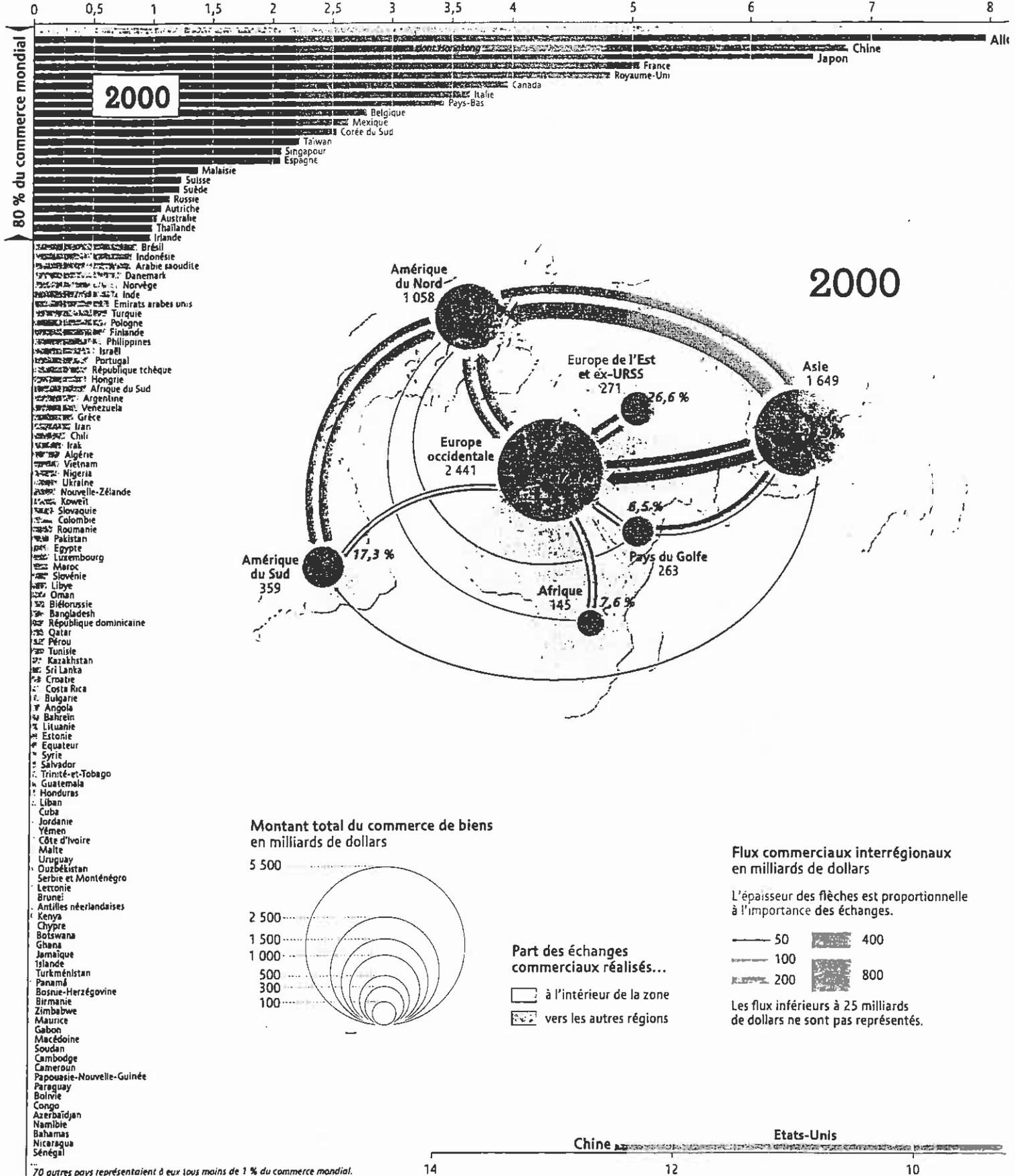
<sup>3</sup>Percent. National definitions of unemployment may differ.

<sup>4</sup>Also includes Cape Verde, Lesotho, Mauritius, Namibia, Seychelles, Swaziland, and Zambia

<sup>5</sup>Also includes Benin, Burkina Faso, Burundi, Central African Republic, Comoros, Eritrea, The Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, Madagascar, Malawi, Mali, Niger, Rwanda, São Tomé and Príncipe, Sierra Leone, Togo, and Zimbabwe



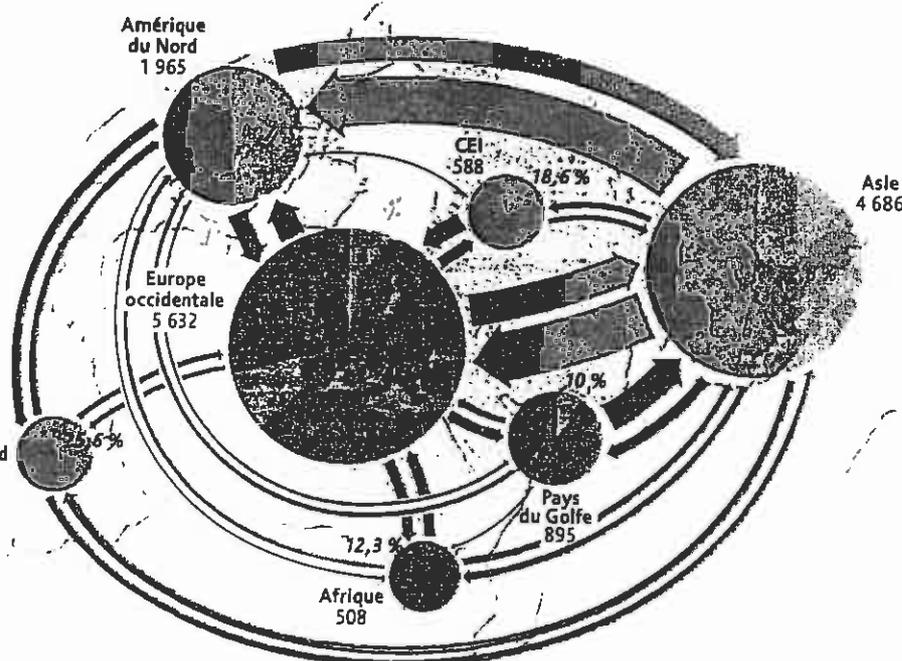
# La Chine double les Etats-Unis, l'Europe résiste



Part dans le commerce mondial des marchandises en pourcentage

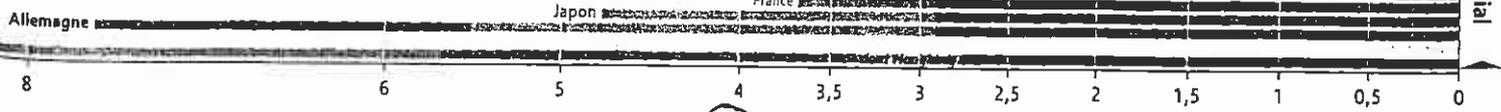
10 12 14 16

2010



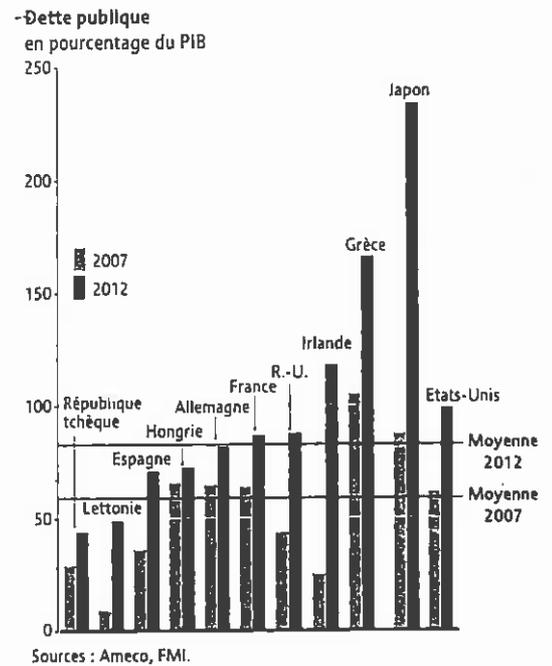
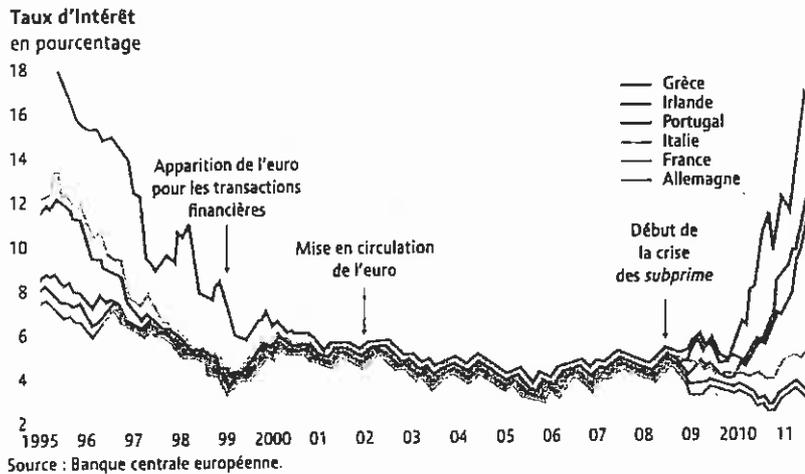
- Malte
- Sénégal
- Mozambique
- Irlande
- Macédoine
- Cameroun
- Namibie
- Papouasie-Nouvelle-Guinée
- Rép. dém. du Congo
- Chypre
- Panama
- Botswana
- Ethiopie
- Congo
- Tanzanie
- Bolivie
- Turkmenistan
- Brunei
- Gabon
- Zambie
- Cambodge
- Salvador
- Birmanie
- Bosnie-Herzégovine
- Honduras
- Paraguay
- Cuba
- Uruguay
- Guinée-Equatoriale
- Trinité-et-Tobago
- Kenya
- Côte d'Ivoire
- Yémen
- Ghana
- Ouzbékistan
- Lettonie
- Soudan
- République dominicaine
- Sri Lanka
- Guatemala
- Jordanie
- Costa Rica
- Liban
- Bahreïn
- Estonie
- Serbie
- Syrie
- Croatie
- Azerbaïdjan
- Equateur
- Tunisie
- Luxembourg
- Lituanie
- Bulgarie
- Bangladesh
- Maroc
- Oman
- Libye
- Slovénie
- Bielorussie
- Pakistan
- Nouvelle-Zélande
- Pérou
- Angola
- Egypte
- Colombie
- Grèce
- Qatar
- Kazakhstan
- Koweït
- Irak
- Algérie
- Venezuela
- Philippines
- Roumanie
- Ukraine
- Israël
- Portugal
- Argentine
- Nigeria
- Chili
- Slovaquie
- Finlande
- Vietnam
- Iran
- Afrique du Sud
- Irlande
- Danemark
- Hongrie
- Norvège
- République tchèque
- Indonésie
- Turquie
- Suède
- Autriche
- Pologne
- Arabie saoudite
- Malaisie
- Suisse
- Thaïlande
- Emirats arabes unis
- Bresil
- Australie
- Taiwan
- Inde
- Espagne
- Mexique
- Russie
- Singapour
- Canada
- Belgique
- Corée du Sud
- Italie
- Royaume-Uni
- Pays-Bas
- France
- Japon
- Allemagne

Sources : statistiques du commerce international 2001 et 2011, Organisation mondiale du commerce ; Manuel de statistiques de la CNUCED, 2000 ; FMI.



## Crise de la dette ou dette due à la crise ?

Une crise en plusieurs phases : crise bancaire démarrant aux Etats-Unis et se mondialisant, sauvetage des banques par les Etats, spéculation financière exploitant les fragilités de la construction européenne...



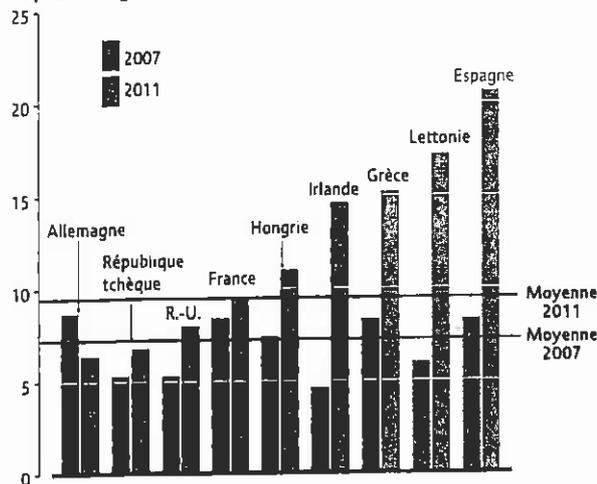
## Les salaires minimaux

Pas de salaire minimal légal national, mais accords sectoriels, régionaux ou conventions collectives

Salairé minimal horaire brut légal au 1<sup>er</sup> janvier 2011 en euros



Taux de chômage en pourcentage



## La face cachée du « miracle économique allemand »

Au sens du Bureau international du travail, le taux de chômage allemand s'inscrit à 6,1 % en juillet 2011, en baisse depuis le début de la crise. Que recouvre ce « miracle » ? Des millions de chômeurs radiés ou des précaires dépendant de l'aide sociale, en vertu de l'application des lois Hartz, du nom du directeur des ressources humaines de Volkswagen chargé de les élaborer. La plus connue et la plus contestée est la loi Hartz IV, mise en œuvre à partir de 2005 : elle instaure les « minijobs » payés 400 euros par mois, sans cotisations et donc sans assurance, et les « jobs à 1 euro » – pour l'essentiel des travaux d'intérêt public. Les conditions pour toucher l'assurance-chômage se durcissent, la durée d'indemnisation se réduit et l'aide sociale est dorénavant distribuée exclusivement par les nouveaux Jobcenter. Plusieurs millions de chômeurs allemands passent alors dans le camp des travailleurs pauvres, ces quasi-chômeurs qui travaillent moins de quinze heures par semaine...



# STIGLITZ : METTRE FIN AUX POLITIQUES D'AUSTÉRITÉ

*Les Échos* | GABRIEL GRÉSILLON

## Problèmes économiques

*> Pour l'économiste américain Joseph Stiglitz, les réponses apportées par les responsables européens à la crise de la zone euro ne sont pas à la hauteur des problèmes et aggravent la situation plutôt qu'elles ne l'améliorent. La cure d'austérité imposée à la Grèce par l'Union européenne (UE) et le Fonds monétaire européen (FMI) n'a fait ainsi qu'augmenter le poids de la dette et accélérer la récession. À l'échelle de l'UE, l'accent mis sur les politiques de rigueur est en train d'étouffer la croissance. Le prix Nobel d'économie préconise plutôt de relever les impôts pour permettre aux États d'augmenter les dépenses afin que s'enclenche un effet multiplicateur. Au-delà de la politique d'austérité, J. Stiglitz voit dans les dérégulations des années 1980 la véritable cause de la crise de la dette souveraine. Repenser l'architecture financière mondiale serait ainsi une condition sine qua non pour résoudre la crise à long terme.*

## L'austérité ou le retour de la pratique de la saignée

Que Joseph Stiglitz, prix Nobel d'Économie réputé pour ses positions anti-conformistes, se distingue dans son analyse de la crise européenne, est certes logique. Mais en janvier 2012, lors du Forum financier asiatique de Hong Kong, le célèbre économiste a eu des mots d'un rare pessimisme au sujet du Vieux Continent. Pour lui, les responsables européens, sous la pression d'un consensus financier douteux, sont en train de mener leurs pays au chaos, et la monnaie unique à une disparition presque inévitable.

L'Europe, a jugé l'économiste, est en train de « rendre la faveur aux États-Unis », en exportant à son tour une crise de plus en plus inextricable et globale. En cause : des politiques d'austérité « clairement insoutenables ». Au lieu de finaliser, dès 2010, l'édifice politique qui aurait rendu la zone euro cohérente et tenable, les pays d'Europe ont imposé à la Grèce un serrage de ceinture qui n'a fait qu'augmenter le poids de sa dette publique – car l'effondrement de la conjoncture a fait fondre les recettes fiscales. « Bien que l'austérité soit néfaste, la réponse politique est d'exiger toujours plus », a critiqué le professeur de l'université américaine Columbia. Avant

de comparer cet acharnement à « la pratique de la saignée dans la médecine médiévale ». Au final, la crise voit vaciller des pays comme l'Espagne et l'Irlande « qui avaient pourtant des budgets excédentaires avant la crise ».

### Dépenser plus et repenser l'architecture financière internationale

Que faire ? Relever les taxes pour, au contraire, pouvoir dépenser plus, et jouer ainsi sur l'effet de multiplicateur budgétaire, « base de la théorie économique », censé démultiplier sur le produit intérieur brut (PIB) l'augmentation de la dépense publique « avec un facteur allant de un à trois ».

*“Depuis les dérégulations des années 1980, la fréquence des crises financières ne cesse de s'accélérer”*

La véritable urgence est de repenser l'architecture financière mondiale, assure Stiglitz. Avec deux mots-clés : régulation et transparence. Régulation car la seule période longue de stabilité financière qu'ait connue le monde est celle qui a suivi la crise de 1929, qui se caractérisait par la présence de garde-fous solides. Depuis les dérégulations des années 1980, « la fréquence des crises financières ne cesse de s'accélérer ». Et le coût collectif de ces crises, ajoute Stiglitz, est « très nettement supérieur à ce qu'aurait coûté la mise en place de régulations adéquates ». Quant à la transparence, elle est plus que jamais nécessaire pour ramener de la sérénité sur la planète

financière. Il suffit pour s'en convaincre de se pencher aujourd'hui sur le marché des CDS (*Credit default swaps*, qui permettent d'assurer un acquéreur de titres financiers) rattachés aux dettes souveraines européennes. Aujourd'hui, nul n'est en mesure de savoir comment ces produits sont répartis dans le monde, prévient-il. D'où le caractère potentiellement explosif d'un défaut de paiement d'un pays européen qui « pourrait geler le marché mondial du crédit d'une manière comparable à ce que nous avons connu en 2008 ».

Au final, celui qui, à la fin des années 1990, avait vu juste en critiquant les politiques exigées par le Fonds monétaire international (FMI) pour venir en aide aux pays asiatiques, estime que la question qui s'impose peu à peu est « comment l'euro va-t-il finir ? ». Jusqu'où les peuples d'Europe accepteront-ils cette potion amère ? s'interroge-t-il en précisant que le chômage des jeunes dépasse 40 % en Espagne depuis 2008. Et de rappeler le destin de l'étalon-or après la crise de 1929 : « ce sont les premiers pays à l'avoir quitté qui s'en sont sortis le mieux ».

---

#### Les Échos

##### « STIGLITZ EXHORTE LES EUROPÉENS À REPENSER LEUR GESTION DE LA CRISE »

17 janvier 2012

16, rue du Quatre-Septembre

75112 Paris cedex 02

Tél. : 01 49 53 66 60

[www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr)

*Gabriel Grésillon est journaliste aux Échos. Joseph Stiglitz est professeur d'économie à l'université Columbia (New York). Il a reçu le prix de la Banque de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel en 2001.*

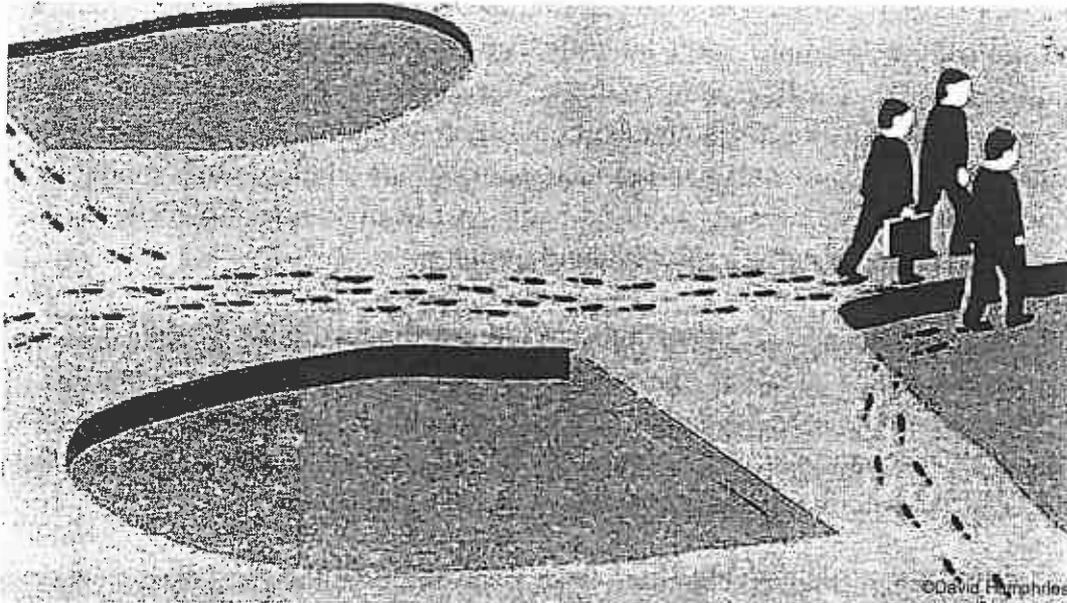
# FINANCIAL TIMES

July 3, 2012 7:21 pm

## A step at last in the right direction



By Martin Wolf



I was in Ischia, off the coast of Naples, during the latest eurozone summit. Many of the Italians present during the award of this year's Ischia prizes for journalism thought that Italy had won two victories over Germany: in football, at the European championships, and in economics, at the European summit. Then came the football final, against Spain. How much is likely to be left of the summit euphoria a few months from now? The answer, I believe, is: something, but not all that much. The 19th crisis summit was better than many of its disappointing predecessors. But the game has not yet changed.

Helpful steps were taken. The most important were the agreements to allow the eurozone's rescue funds to recapitalise undercapitalised banks directly, rather than provide money via vulnerable governments (of particular benefit to Spain and potentially enormous benefit to Ireland) and to buy sovereign bonds in the market (of apparent benefit to Italy and Spain). It was also agreed that loans from rescue funds would not be senior to existing loans, which should reduce the risk of panics by lenders. Leaders also agreed a €120bn (\$151bn) package of measures to promote growth. On the principle that support should coincide with control, the European Central Bank is to be given responsibility for a new system of European banking supervision, as a step towards what protagonists hope will be a true banking union.

Yet what was not agreed is even more important. The list includes any increase in the funds available for the European Stability Mechanism (capped at €500bn); eurozone bonds, in any form; and a



financing of weak sovereigns on manageable terms during the lengthy period of economic adjustment and retrenchment; and, above all, a return to healthy economic growth.

Let us not be too grudging: the decision to allow the ESM to recapitalise banks directly is possibly very important, both in itself and for what it portends. It might transform Ireland's position. Nevertheless, the biggest danger is that the economics of the eurozone are deteriorating fast. Joblessness reached 11.1 per cent in May, the highest on record for the zone. Worse, apart from its refusal to intervene in sovereign debt markets on the needed scale, the ECB is hopelessly late in taking necessary monetary action. With austerity biting in vulnerable countries, everybody is feeling the pinch: even Germany is not immune to downturns in big trading partners. It is conceivable that the eurozone will struggle through this economic trench warfare over the next several years. However, the costs – not just economic but also political – are likely to be enormous.

Yes, the eurozone does need a new constitution. But the priority is to get economies moving. Until then, the risks of further crises remain.

[martin.wolf@ft.com](mailto:martin.wolf@ft.com)

Printed from: <http://www.ft.com/cms/s/0/284c3146-c430-11e1-850c-00144feabdc0.html>

Print a single copy of this article for personal use. Contact us if you wish to print more to distribute to others.

© THE FINANCIAL TIMES LTD 2012 FT and 'Financial Times' are trademarks of The Financial Times Ltd.



# LA LETTRE DU

N° 318 - 31 janvier 2012

## CEPII

CENTRE  
D'ÉTUDES PROSPECTIVES  
ET D'INFORMATIONS  
INTERNATIONALES

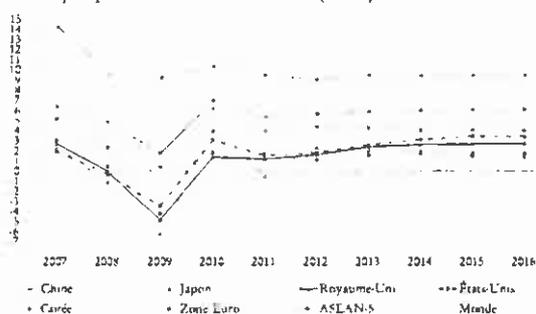
## NE LAISSONS PAS LA CRISE DE LA ZONE EURO S'ÉTENDRE À L'ASIE

Alors que la crise de la dette souveraine s'approfondit, les partenaires de l'Europe hésitent toujours à offrir leur aide à la zone euro. Ils considèrent que l'Union doit avant tout s'appuyer sur ses propres ressources et résoudre ses problèmes de gouvernance. Pourtant, cette crise constitue une nouvelle menace pour les autres pays, plus particulièrement en Asie. L'Europe ne représente pas seulement un grand marché dont il faut garantir la solvabilité, mais les pays asiatiques pourraient avoir un intérêt spécifique à la survie de l'euro qui, au cours la prochaine décennie, constituera encore la seule alternative crédible au dollar comme monnaie internationale. Une augmentation des ressources du Fonds Monétaire International semble être le meilleur moyen de fournir une aide financière, en contrepartie de nouvelles réformes de la gouvernance du Fonds. Les pays asiatiques peuvent également contribuer à la résolution de la crise en offrant des marchés dynamiques aux entreprises européennes à travers un rééquilibrage plus rapide de la croissance chinoise et une ouverture croissante des marchés. Cette Lettre du CEPII s'appuie sur la septième réunion du Forum économique Asie-Europe qui s'est tenue à Séoul le 9 décembre 2011.

### D'une crise à une autre

Contrairement aux banques européennes, les banques asiatiques n'ont pas été directement affectées par la crise financière de 2007-2008. L'Asie a en revanche été brutalement atteinte, dans le sillage de la faillite de Lehman Brothers, par la chute soudaine du commerce international et le renversement des flux de capitaux. Au total, l'Asie a sévèrement souffert de la crise mondiale : entre 2007 à 2009, le taux de croissance du PIB a chuté de 8,6 points de pourcentage au Japon, de 5 points en Chine, de 4,8 points en Corée et de 4,6 points dans les pays de l'ASEAN-5 (Graphique 1).

Graphique 1 - Croissance du PIB (en %) de 2007 à 2016\*



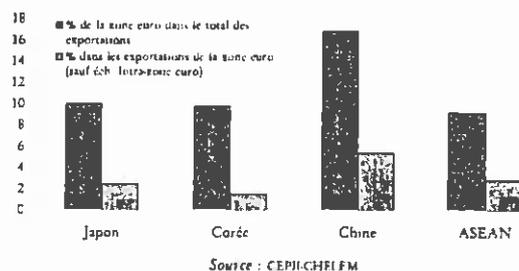
\* Prévisions FMI de 2011 à 2016

Source : FMI, *World Economic Outlook*, septembre 2011

La crise de la zone euro constitue une nouvelle menace pour les économies asiatiques. En effet, la zone euro représente 9% à 17% des débouchés à l'export pour les pays d'Asie de l'Est (Graphique 2).

Un effondrement de la demande en Europe serait particulièrement douloureux pour la Chine dont le modèle de développement est toujours largement dépendant de la demande étrangère. En outre, comme l'a montré le FMI<sup>1</sup>, la crise pourrait facilement se propager aux pays émergents *via* différents canaux financiers. Bien que les banques asiatiques soient relativement solides (elles sont peu exposées aux dettes souveraines des pays périphériques de la zone euro), elles ne sont pas à l'abri des effets de contagion *via* les grandes banques européennes. Certes, seuls 5% des avoirs des banques européennes se situent dans la région Asie-Pacifique ; cependant, ces avoirs représentent à Hong-Kong et Singapour respectivement 161% et 83% du PIB local<sup>2</sup>. Un retrait massif des fonds des banques européennes pourrait avoir des conséquences très importantes.

Graphique 2 - Le canal commercial - poids des exportations de biens dans la zone euro et en Asie en provenance de chaque région (en %)



1 Fond monétaire international (2011), "Euro Area Policies Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues", IMF Country Report n° 11/185, juillet

2 Voir H. Huang (2011), "Euro Area Crisis and its impact on FMs and China", Présentation AFEF Séoul

## ■ L'Asie a un intérêt spécifique à la survie de l'euro

Au-delà des effets de contagion, les pays asiatiques ont tout intérêt à jouer un rôle actif dans la résolution de la crise, et ce pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, l'euro fournit un support de diversification précieux pour les réserves de change. Or, la question de la diversification se pose de manière de plus en plus pressante à mesure que les craintes se font jour quant à une dépréciation significative du dollar, en lien avec la nécessité de redresser la compétitivité américaine et la politique de monétisation de la Réserve fédérale américaine. En Asie de l'Est – et plus particulièrement la Chine, qui détient pour 3 200 milliards de dollars de réserves de change, investis principalement dans des actifs libellés en dollars –, la diversification constituerait une forme d'assurance contre un tel scénario. Dans cette perspective, l'euro constitue la principale alternative au dollar du fait du rôle qu'il a acquis sur la scène internationale. Mais cette diversification n'aura lieu que si les pays européens arrivent à convaincre les pays asiatiques que leur monnaie est sûre<sup>3</sup>.

À plus long terme, l'intérêt de l'Asie à la survie de l'euro est aussi lié aux avantages qui résulteraient d'un système monétaire international multipolaire. La part des États-Unis et de l'Europe dans l'économie mondiale devrait décliner à long terme. Au contraire, la Chine bénéficie d'une croissance rapide et pourrait dépasser les États-Unis en termes de PIB aux environs de 2020<sup>4</sup>. Dans les deux ou trois prochaines décennies, les trois grands pôles économiques que sont les États-Unis, l'Union européenne et la Chine auront un poids comparable, une première dans l'Histoire. Ceci plaide pour un système monétaire international adapté à cette économie multipolaire. Bien que d'importants jalons aient été posés en Chine dans le but d'internationaliser le renminbi, de nombreuses étapes restent à franchir avant qu'il ne couvre toutes les fonctions de monnaie internationale<sup>5</sup>. D'ici là, l'euro semble la seule monnaie capable de remplir les mêmes fonctions que le dollar, à condition toutefois que les problèmes politiques qui minent la zone euro soient résolus<sup>6</sup>.

Enfin, l'Asie a une troisième raison de se préoccuper de la survie de l'euro : bien que ses vices de constructions soient désormais manifestes, la zone euro demeure la forme

la plus avancée de coopération régionale. Or, l'idée d'une intégration monétaire en Asie est ancienne<sup>7</sup> et semble justifiée par l'interdépendance économique et financière croissante entre les économies de la région. L'Asie (ASEAN+3) va bientôt devenir la zone économique la plus importante au monde. La crise européenne n'est pas sans conséquence quant à la manière dont les pays asiatiques envisageront leur propre intégration.

## ■ L'Europe doit d'abord s'appuyer sur ses propres forces

Les développements qui précèdent suggèrent que l'Asie a un intérêt considérable à la survie de l'euro ainsi qu'à une reprise économique rapide de ses États membres. Néanmoins, les pays asiatiques ont répété à maintes reprises que les premiers jalons d'une solution à la crise ne pouvaient venir que des européens eux-mêmes. En septembre 2011, Wen Jiabao appelait ainsi les pays de la zone euro à « mettre leur maison en ordre » avant d'envisager une aide de la Chine<sup>8</sup> : un effort crédible de la part des Européens est une condition *sine qua non* à toute intervention asiatique.

La situation de la zone euro dans son ensemble – autrement dit, en négligeant les disparités entre États – est souvent considérée comme meilleure que celle des États-Unis<sup>9</sup>. À la fin de l'année 2011, la dette publique s'élevait à 88% du PIB en zone euro, contre 101% aux États-Unis<sup>10</sup>. La position extérieure nette européenne était également plus forte. Le problème est donc moins économique qu'institutionnel.

Durant la première décennie de l'euro, les Européens ont cru qu'une stricte application des règles budgétaires du traité européen était une condition à la fois nécessaire et suffisante au succès de l'union monétaire. La crise ne les a pas fait renoncer à cette perception : le "pacte budgétaire" décidé le 30 janvier 2012 impose aux États-membres d'introduire dans les législations nationales une règle budgétaire limitant le déficit structurel à 0,5% du PIB<sup>11</sup>. Cependant, la crise en zone euro n'est que superficiellement une crise budgétaire.

Premièrement, c'est largement une crise du système financier, avec un cercle vicieux entre les difficultés des États et celles de banques qui s'explique par plusieurs facteurs. Tout d'abord, les banques européennes sont à la fois grandes et encore largement

3 Voir Yu Yongding (2011), "Beijing will not ride to Eurozone rescue", *Financial Times*, 31 octobre

4 Voir J. Fouré, A. Bénassy-Quéré, & L. Fontagné (2012), "The Great Shift: Macroeconomic projections for the world economy at the 2050 horizon", *CEPII Document de travail*, n° 2012-03.

5 Voir S. Vallée (2012), "The internationalisation path of the RMB", *Bruegel Document de travail*, à paraître

6 Angeloni et al. (2011), "Global currencies for tomorrow: a European perspective", *CEPII research report 2011-01/Bruegel Blueprint 13*

7 Le Japon a été particulièrement actif sur cette question, proposant dès 1997 un fond monétaire asiatique (voir M. Kawai (2011), "Asian Monetary Integration: A Japanese Perspective", *Présentation AEEF Séoul*)

8 *Financial Times* (2011), "Wen sets preconditions to help Europe", 14 septembre

9 Voir, par exemple, *IMF Fiscal Monitor*, septembre 2011

10 Estimation Commission européenne (DG Ecfín), automne 2011

11 Conseil Européen (2012), "Agreement on strengthening fiscal discipline and convergence", *Press Release*, 30 janvier

nationales : chaque pays est responsable individuellement du sort de "son" secteur bancaire. Ensuite, les banques ont un fort tropisme national : une part importante de leur portefeuille est composée d'obligations sur "leur" État souverain. Les États sont, en outre, individuellement responsables de la dette qu'ils émettent, et la coresponsabilité des dettes publiques est explicitement interdite par le Traité. Enfin, le Traité interdit à la BCE toute forme de financement monétaire. La coexistence de telles restrictions contraint considérablement le choix des solutions de court terme et rend la zone euro extrêmement fragile, puisqu'il exclut *de facto* toute solidarité.

Deuxièmement, la crise actuelle est aussi une crise de la compétitivité intra-zone. Depuis l'introduction de l'euro il y a plus de dix ans, la compétitivité de l'économie allemande, plutôt défavorable à l'origine, s'est continuellement améliorée alors que celle des économies périphériques (Grèce, Portugal, Italie et Espagne) s'est régulièrement dégradée, au point d'aboutir à des désajustements importants de taux de change réels au sein de la zone euro. Le problème est donc de corriger ces désajustements au sein de l'union monétaire sans déclencher un cercle vicieux de stagnation prolongée. Les pays excédentaires du nord de l'Europe n'ayant aucun appétit pour des relances budgétaires, le seul instrument macroéconomique disponible afin de favoriser la croissance est une politique monétaire expansive, impliquant un euro faible. La zone euro pourrait donc avoir dans les années à venir une préférence pour une monnaie faible. Néanmoins, l'ajustement des pays périphériques demeure un défi majeur et il n'est pas exclu que dans les années à venir certains pays soient acculés à quitter l'union monétaire pour dévaluer massivement. C'est pourquoi s'ajoute au risque souverain un risque monétaire, ce qui complexifie encore la crise financière décrite dans le paragraphe précédent.

La BCE a joué un rôle essentiel pour gérer l'urgence en utilisant une large palette d'instruments "non-conventionnels" (fourniture massive de liquidités, extension de la liste des actifs acceptés en collatéral, interventions sur le marché secondaire dans le cadre du *Securities Market Programme*, etc.). Cependant, le mandat principal de la BCE n'est pas la stabilité financière qui justifierait une action plus "agressive" pour stabiliser les marchés obligataires. Il lui manque également la structure de gouvernance qui lui permettrait d'agir selon un tel mandat. Les décisions de politique monétaire sont en effet prises par le Conseil des Gouverneurs selon la règle "un gouverneur, une voix". Mais la distribution des pertes encourues par la BCE à son bilan sont réparties différemment : chaque État-membre supporte une part de la perte équivalente à sa contribution au capital de la BCE. Certains pays membres risquent, par conséquent, d'être sous-représentés dans les décisions d'achat d'obligations en comparaison de la perte qu'ils pourraient subir. La BCE vit mal cette situation inconfortable.

## ■ L'Asie peut contribuer à la résolution de la crise

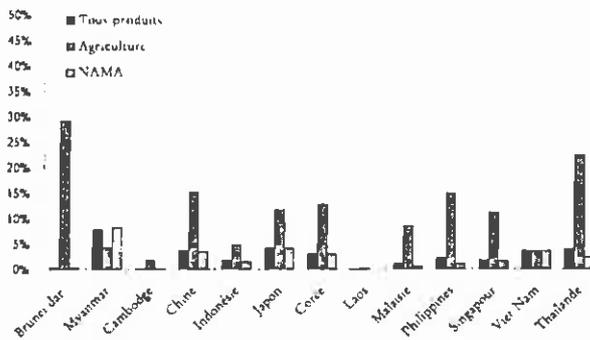
L'idée d'une aide financière à l'Europe a du mal à passer en Asie, notamment en raison du comportement des européens lors de la crise asiatique à la fin des années 1990. On se souvient très bien de la réticence de l'Europe à l'époque à apporter son aide : une solution régionale passant par la création d'un fonds monétaire asiatique fut rejetée par les occidentaux, aucune aide bilatérale ne fut accordée (à l'exception de la Corée, pour des montants limités) et la contribution des européens fut presque entièrement limitée au soutien des programmes du Fonds monétaire international.

Symétriquement, la réaction des pays asiatiques aux sollicitations européennes a été prudente jusqu'ici, ce qui s'explique aussi par les contraintes politiques locales. Toute aide à l'Europe – une région riche – de la part de l'Asie – bien plus pauvre – est délicate à faire accepter. L'opinion publique chinoise s'inquiète de cette aide, perçue à la fois comme risquée et d'efficacité douteuse, sans parler d'équité (voir YU Yongding, *op. cit.*). C'est pourquoi l'accent a été mis sur le cadre multilatéral (le FMI) plutôt que sur un partenariat direct entre l'Europe et l'Asie (qui passerait par des investissements dans le Fonds européen de stabilisation). L'idée d'augmenter les ressources du FMI pour gérer les problèmes de la zone euro a été initialement combattue par les européens, la Bundesbank s'étant opposée à la mobilisation des réserves de change. Mais cette objection a été levée et l'action du FMI est désormais possible. Sa participation est sans doute le meilleur moyen de rassurer les contributeurs asiatiques sur la sécurité de leur investissement. En effet, la présence du FMI permettra, grâce à l'expertise de ses équipes et à leur indépendance croissante *vis-à-vis* des Européens, de minimiser le risque encouru par les contributeurs. Surtout, la participation du FMI crédibilise la conditionnalité des prêts. Comme le FMI est un créancier préférentiel, l'argent investi par l'Asie n'en sera que mieux garanti.

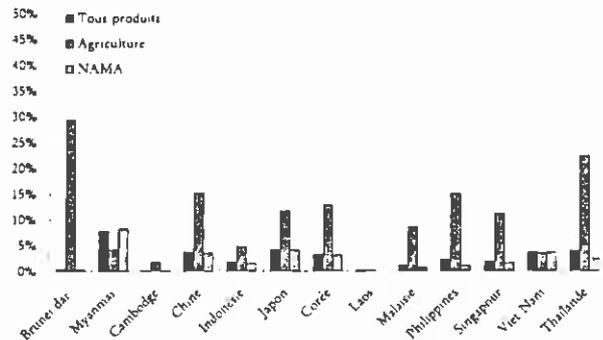
Une autre possibilité serait que des banques asiatiques rachètent des banques européennes dans le but de devenir des acteurs mondiaux sur des marchés tels que le financement du commerce et réduire leur dépendance en termes de financements. Cette option, bien que séduisante, semble difficile à mettre en œuvre tant les différences culturelles sont grandes entre les deux continents. Une option plus aisée serait, pour les banques asiatiques, de seulement racheter des actifs vendus par les banques européennes au cours de leur processus de désendettement.

Étant donné leur poids croissant dans l'économie mondiale, les pays asiatiques ont tout intérêt à ce que l'environnement économique mondial se stabilise. Mais leur contribution, quelle que soit sa forme, ne viendra pas sans contrepartie. Si l'aide passe par le FMI, la question de sa gouvernance fera rapidement surface. Outre une réduction de leurs quotes-

Graphique 3 – Équivalents tarifaires des protections bilatérales (en %, 2007)  
Protection de l'UE vis-à-vis de l'Asie



Protection de l'Asie vis-à-vis de l'UE



\*NAMA, Non-Agricultural Market Access  
Source: CEPII-MacMap-Hs6

parts, les États membres de la zone euro pourraient être poussés à unifier leur représentation. Une telle évolution est discutée depuis longtemps mais n'a toujours pas abouti. La coopération entre l'Asie et l'Europe pourrait également être rendue plus explicite en liant le Fonds régional asiatique (si l'actuelle initiative de Chiang Mai était appelée à devenir un véritable fonds monétaire) au Mécanisme européen de stabilisation, rendant possibles les échanges réciproques de ressources (lignes de *swap*).

Il serait cependant erroné de restreindre l'aide à la zone euro aux soutiens financiers évoqués plus haut. Certes, ce serait cohérent avec le fait que, comme le montre le Graphique 2, la zone euro demeure, pour les pays asiatiques davantage un marché qu'un fournisseur : les pays asiatiques ont intérêt à maintenir la solvabilité de ce client majeur. Mais les efforts des pays de la zone euro pour "mettre leur maison en ordre" pourraient bien être anéantis par l'effondrement de la croissance européenne, même si une catastrophe financière était évitée. En cette période d'ajustements budgétaires, la croissance européenne ne viendra pas de la demande intérieure. La demande extérieure sera alors clé pour la réussite des ajustements. Cela implique un rééquilibrage plus rapide de la croissance chinoise, mais aussi une ouverture croissante des

marchés asiatiques. Le Graphique 3 illustre le retard qu'ont encore de nombreux pays asiatiques en termes de réductions de barrières tarifaires (bien que la situation se soit améliorée avec la signature de l'accord bilatéral entre la Corée et l'UE en 2008). Les marchés de services, de même que les marchés publics, sont également concernés par la nécessité de s'ouvrir aux firmes étrangères.

En conclusion, l'Asie et l'Europe ont de nombreuses raisons de coopérer pour résoudre la crise de la zone euro. L'absence de cadre institutionnel dédié à ce dialogue est cependant un obstacle majeur à la coopération. L'ASEM (*Asia-Europe Meeting*) – processus informel de coopération et de dialogue entre européens et asiatiques instauré en 1996 – n'a pas été assez actif ; les discussions bilatérales manquent d'envergure et d'une vraie assise pour être efficaces. Le Forum Economique Europe-Asie, réunissant des experts des deux continents, pourrait sans aucun doute jouer un rôle dans le nécessaire rapprochement des points de vue.

Agnès Bénassy-Quéré, He Fan, Masahiro Kawai, Tae Joon Kim, Yung-Chul Park, Jean Pisani-Ferry & David Vines & Yu Yongding\*  
beatrice.postec@cepii.fr

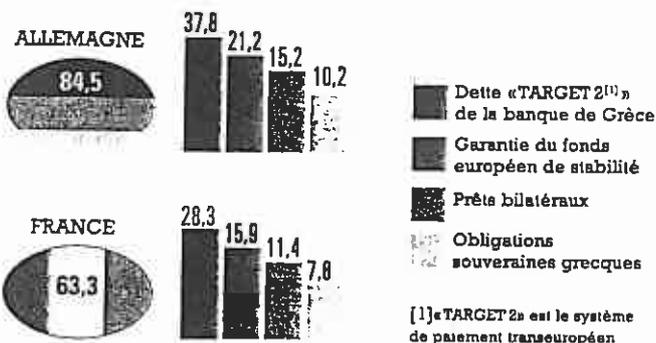
\* Agnès Bénassy-Quéré (Ecole d'Economie de Paris-Université Paris 1 et CEPII), He Fan (NIFP/CASS, Pékin), Masahiro Kawai (ADB, Tokyo), Tae Joon Kim (Institut coréen de finance, Séoul), Yung-Chul Park (Université de Corée Séoul), Jean Pisani-Ferry (Bruegel, Bruxelles), David Vines (Université d'Oxford) Yu Yongding (NIFP, Académie chinoise des sciences sociales). Les auteurs remercient Silvia Merler (Bruegel) pour sa contribution à la préparation de cet article.

<p><b>LA LETTRE DU CEPII</b></p> <p>© CEPII, PARIS, 2012 REDACTION Centre d'études prospectives et d'informations internationales 113, rue de Grenelle 75700 Paris SP 07 Tél 33 (0)1 53 68 55 14 Fax 33 (0)1 53 68 55 03</p>	<p>DIRECTEUR DE LA PUBLICATION Agnès Bénassy-Quéré</p>	<p>ABONNEMENT (11 numéros) France 60 € TTC Europe 62 € TTC DOM-TOM (lett. avion éco) 60,80 € HT Autres pays (lett. avion éco) 61,99 € HT Suppl. avion rapide 0,90 €</p>	<p>Le CEPII est membre de SUDOCES www.cepii.fr ISSN 0243-1947 CCP n° 1462 AD</p>
	<p>REDACTION EN CHEF Günther Capelle-Blancard</p> <p>REALISATION Laure Borvin</p> <p>DIFFUSION DILA Direction de l'information légale et administrative</p>	<p>Adressez votre commande à Direction de l'information légale et administrative (DILA) 23 rue d'Estrees - 75345 Paris cedex 07 commande@ledocumentationfrancaise.fr tél 01 40 15 70 01</p>	<p>31 janvier 2012 Imprimé en France par le Centre d'Analyse Stratégique</p> <p>Cette lettre est publiée sous la responsabilité de la direction du CEPII. Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs.</p>

# L'éclairage de Problèmes économiques

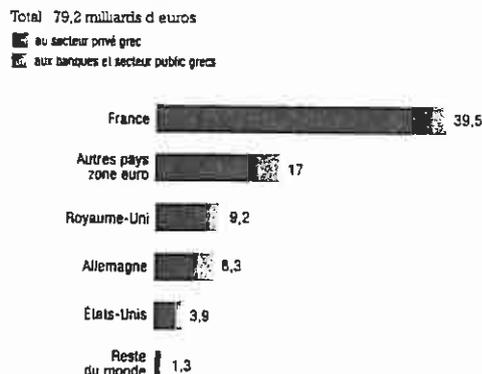
## LA CRISE DE LA ZONE EURO

### L'EXPOSITION DES ÉTATS EUROPÉENS À LA GRÈCE



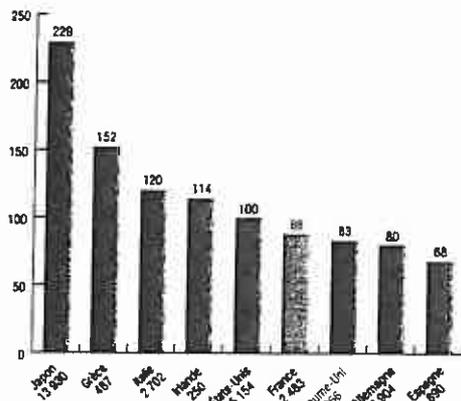
Source : Les Échos, 21 mai 2012

### GRÈCE : EXPOSITION DES BANQUES



Source : Les Échos, 21 mai 2012

### DETTE<sup>(1)</sup> RAPPORTÉE À LA PRODUCTION ANNUELLE (PIB)

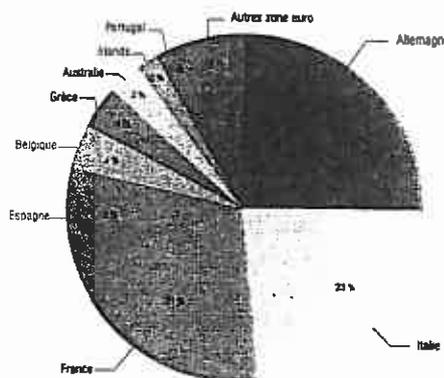


(1) Dette des pays en milliards de dollars, en 2011

Source : Fonds monétaire international

### LA DETTE SOUVERAINE DE LA ZONE EURO

Répartition de la dette publique par pays en 2011



Sources : Thomson Reuters, Commission européenne

### ZONE EURO, TROIS ANNÉES DE CRISE

#### Novembre

Le 1<sup>er</sup> ministre grec annonce que le déficit public est beaucoup plus élevé que prévu (près de 13 % du PIB au lieu de 3,7 %).

#### Mai

1<sup>er</sup> plan d'aide de 110 milliards d'euros UE-FMI à la Grèce. Plan d'austérité en Italie. Création du Fonds européen de stabilité financière (FESF) de 750 milliards d'euros.

#### Novembre

Plan de sauvetage UE-FMI pour l'Irlande (85 milliards d'euros).

#### Mai

Plan d'aide UE-FMI au Portugal (78 milliards d'euros).

2009

2010

2011

Janvier

Février

Mars

Juin

L'Espagne adopte un plan d'austérité de 50 milliards d'euros.

Plan d'austérité en Grèce.

Les dirigeants européens s'accordent sur un « Pacte pour l'euro » pour améliorer la compétitivité.

Nouveaux plans d'austérité en Grèce et en Italie.

## LA NOTATION DE LA DETTE SOUVERAINE

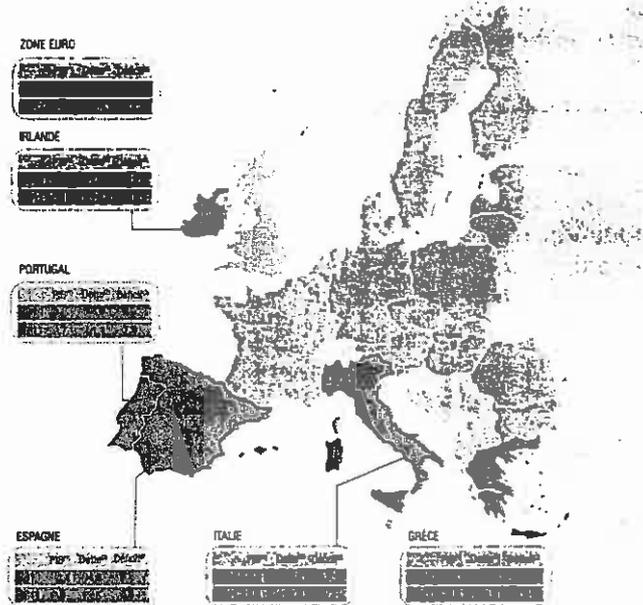
(PRINTEMPS 2012)

Pays	Agence de notation		
	Moody's	S & P	Fitch
États-Unis	Aaa	AA+	AAA
Japon	Aa3	AA-	AA
<b>ZONE EURO</b>			
Autriche	Aaa	AAA	AAA
Belgique	Aa3	AA	AA+
Finlande	Aaa	AAA	AAA
France	Aaa	AA+	AAA
Allemagne	Aaa	AAA	AAA
Grèce	Ca	CC	CCC
Irlande	Ba1	BBB+	BBB+
Italie	A2	A	A+
Pays-Bas	Aaa	AAA	AAA
Portugal	Ba2	BBB-	BBB+
Espagne	A1	AA-	AA-

Le notation :  
 Aaa/AAA = risque minimal ; Aa/AA = risque très bas ; A/A = risque bas ;  
 Ba/BBB = risque modéré ; Ba/BB = risque substantiel ; B/B = risque élevé ;  
 Ca/CCC = risque très élevé

Sources : Moody's, Standard & Poor's, Fitch.

## LES PAYS EN DIFFICULTÉ DE LA ZONE EURO

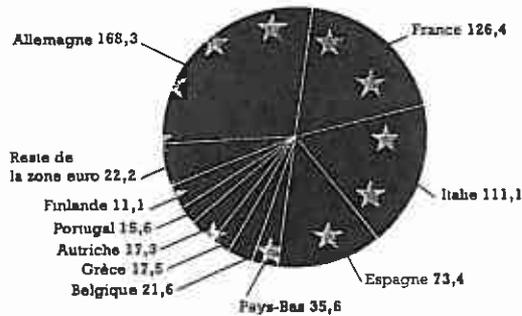


(1) Évolution annuelle en %, (2) en pourcentage du produit intérieur brut (PIB), (3) en pourcentage du PIB.

Source : Commission européenne

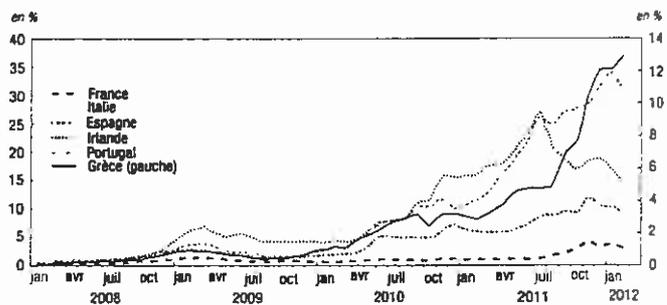
## MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILITÉ (MES) À PARTIR DE 2013

Capitaux disponibles et garanties : environ 820 milliards d'euros



Source : Commission européenne

## ÉCARTS DE RENDEMENT ENTRE OBLIGATIONS SOUVERAINES<sup>(1)</sup>



(1) Rendement des obligations souveraines à 10 ans par rapport à celui de l'Allemagne

Sources : Datastream, OCDE (2012), Études économiques de la zone euro.

### Décembre

La BCE calme les tensions sur le marché interbancaire en mettant plus de 500 milliards d'euros à la disposition des banques européennes.

### Mai

Les partis politiques hostiles au plan d'austérité imposé par la Troïka (Commission européenne, BCE, FMI) sortent renforcés des élections grecques. La sortie de la Grèce de la zone euro est de plus en plus évoquée. Le débat s'intensifie entre les dirigeants européens concernant l'adoption de mesures de soutien à la croissance.

2011

2012

Février

Mars

Adoption d'un deuxième plan d'aide de l'Eurogroupe à la Grèce.

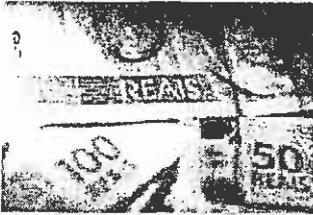
Accord sur un échange de dette entre la Grèce et ses créanciers privés : la dette grecque est réduite de 107 milliards d'euros.

# FINANCIAL TIMES

---

## Has Brazil won the currency war?

April 23, 2012 10:34 pm by Samantha Pearson



Brazil's finance minister, Guido Mantega, should have been doing a victory dance around the IMF last weekend rather than threatening further capital controls, it seems.

According to the market, his government is actually winning the currency war. Brazil's real was trading around 1.88 to the dollar on Monday – roughly its weakest level this year and almost 19 per cent weaker than its recent peak last July.

There was no sign of the central bank in the market on Monday either, which normally intervenes at least once a day to weaken the real by buying dollars.

So how did Mantega do it? Did the US, Europe and Japan finally realise the errors of their ways and reverse their monetary policy, thereby staunching the so-called tsunami of cheap money into Brazil? Or did those nasty 'speculators' throw in the towel and take up a more worthy profession?

No. The only thing that has really changed since last July is Brazil's benchmark interest rate. Brazil's central bank has hacked 350 basis points off the country's so-called Selic rate since then, bringing it down from 12.5 per cent to 9 per cent last week.

Speculation that the government may tweak the rules on savings accounts could also give the central bank room to cut rates even further. By making those accounts less attractive to investors, they could stop them switching over from government bonds – one of the downsides to pushing interest rates below their current levels.

While Mantega's onslaught of capital controls and higher transaction taxes over the past two years have succeeded in spooking the currency market (as well as keeping many tax lawyers in business), the effects on the real have been variable and generally short-lived.

Reducing the country's interest rate, however, has proved to be the best weapon yet, taking chunks off investors' returns in the bond markets and prompting them to move their money elsewhere.

But every war has its casualties and this one is no exception. For the average wealthy Brazilian, it's those much-loved shopping trips in Miami, where iPads and Louis Vuitton bags will now be far more expensive.

For Brazil's biggest companies with billions of debt in dollars, it means more worrying accounting losses and possible profit declines when they start reporting

their first-quarter results this week.

But perhaps the biggest victim of all will be Brazil's poor, who are set to suffer the most if inflation speeds up as a result of all the rate cuts.

This from Alberto Ramos, an economist at Goldman Sachs:

*The 2013 inflation outlook remains challenging—projected and expected inflation are currently in the 5.0%-5.5% range... While the authorities seem inclined to continue to push rates lower, current and expected inflation are still above the 4.5% target and the real business cycle, while still weak, is expected to recover to trend like rates of growth (perhaps even above trend) during 2H2012, driven by significant fiscal, quasi-fiscal and monetary stimulus.*

### **Related reading:**

Brazil's rate cutter: don't stop me now, beyondbrics

Brazil: currency warrior or manipulator?, beyondbrics

Is Brazil faking the currency war?, beyondbrics

Brazil's currency war: this time it's presidential, beyondbrics

Brazil currency wars: the sequel, beyondbrics

Chart of the week: currency hostilities?, beyondbrics

Tags: Brazil economy, Brazilian real, currency war Posted in Brazil, LatAm | [Permalink](#)

[Back to top](#)

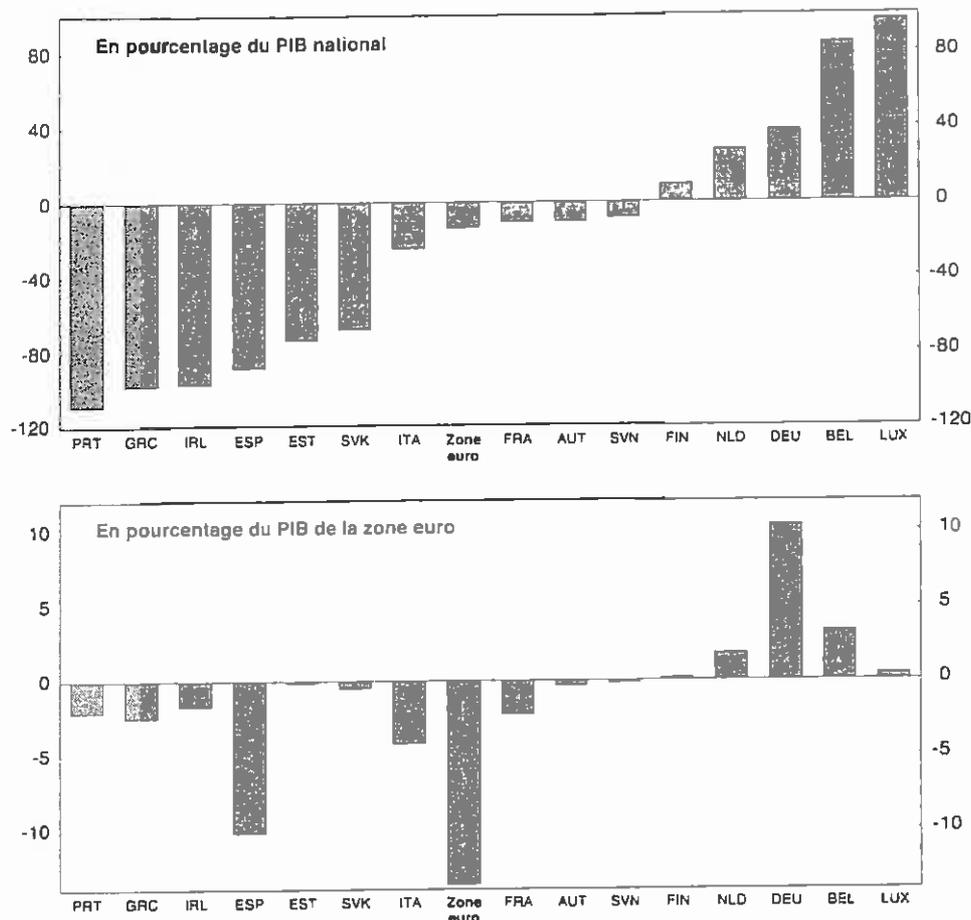
Encadré 3. Principales recommandations concernant les réformes structurelles destinées à doper et à rééquilibrer la croissance

- Lancer un vaste et ambitieux programme de réformes de la réglementation des marchés de produits, des institutions du marché du travail et des systèmes fiscaux pour stimuler la croissance. Ces réformes devraient prévoir en particulier une mise en œuvre effective du Marché unique (voir *l'Étude économique de l'Union européenne*), en plus des mesures prises au niveau national.
- Exposer clairement le programme des réformes, notamment en prenant des engagements crédibles envers des mesures futures destinées à minimiser les incertitudes et à encourager de réels effets sur la demande en termes d'investissement et de hausse de la consommation.
- Entreprendre des réformes tant dans les pays excédentaires que dans les pays déficitaires accusant des déséquilibres excessifs pour renforcer la croissance et les capacités d'ajustement de l'économie, afin de s'attaquer à quelques-unes des causes sous-jacentes des déséquilibres excessifs et faciliter le rééquilibrage. Les réformes structurelles, en particulier sur les marchés du travail, des produits et des services, peuvent stimuler l'investissement, contribuant ainsi à un rééquilibrage de l'activité grâce à une amélioration du potentiel de croissance.
- Dans les pays qui ont accumulé un endettement intérieur et extérieur excessif et ont subi d'importantes pertes de compétitivité, mettre l'accent sur les réformes structurelles visant à accroître la productivité, à réduire le chômage structurel, à faciliter l'ajustement des salaires et des prix et à attirer les capitaux étrangers. Ces réformes pourraient favoriser l'investissement dans les nouvelles activités et dans les secteurs orientés vers l'exportation.
- Dans le cadre de programmes d'ajustement économique, concevoir des réformes ayant pour objet de maximiser les retombées positives sur la demande et prendre en compte les écarts de production importants, les conditions financières restrictives et l'importance des bouleversements économiques actuels.

Un renforcement de la gouvernance budgétaire, financière et structurelle de l'UE est nécessaire pour instaurer une certaine stabilité

22. Les antécédents de la zone euro au cours de la dernière décennie ont mis en exergue la nécessité d'adopter une approche nouvelle et transversale de la gestion économique et financière pour garantir une croissance durable et éviter des déséquilibres excessifs à l'avenir (OCDE, 2010). Ces déséquilibres ont conduit à l'accumulation d'importants actifs et passifs extérieurs nets (graphique 6). Des progrès importants ont été accomplis depuis l'éclatement de la crise pour renforcer les mécanismes de la gestion macroéconomique, financière et budgétaire, tant au niveau de la zone euro qu'au niveau des différents pays (chapitre 1). Ces mesures prises par les pouvoirs publics devraient contribuer à résoudre la crise actuelle, à la fois directement et en améliorant la crédibilité du cadre institutionnel. L'introduction du semestre européen permet de regrouper, au sein d'un cycle annuel, un certain nombre de ces initiatives qui permettent une surveillance de large portée. La mise en œuvre effective des mesures mises en place, notamment en matière de gouvernance économique, de surveillance budgétaire et de réglementation financière, seront essentielles dans les années à venir. D'autres mesures sont également nécessaires, aussi bien du point de vue du cadre institutionnel que des actions destinées à s'attaquer aux défaillances structurelles fondamentales de façon à ce que l'architecture existante – une union monétaire sans union budgétaire – puisse fonctionner. Une telle approche permettrait l'émergence d'une économie de la zone euro plus stable que par le passé. De solides raisons justifient d'œuvrer dans le sens d'un approfondissement plus important de l'intégration économique, financière et budgétaire des pays de la zone euro et notamment d'un renforcement de la gouvernance, mais la réalisation de cet objectif suppose de réfléchir avec soin aux changements fondamentaux à apporter.

Graphique 6. Position extérieure nette  
En 2010



Source : FMI, *Statistiques financières internationales* et OCDE, *Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE*.

23. Compte tenu de l'expérience récente du fonctionnement de l'union monétaire, il apparaît clairement que des politiques plus efficaces au niveau national sont nécessaires pour éviter les déséquilibres excessifs. La nouvelle procédure de déséquilibre macroéconomique (PDM), instaurée par le paquet de mesures législatives « six-pack » et la surveillance connexe exercée dans le contexte du semestre européen, ont doté la zone euro d'un nouveau cadre. Cette procédure peut donner lieu à l'application de sanctions financières aux pays qui ne prennent pas les mesures qui s'imposent en cas de déséquilibres excessifs. Cela étant, sachant que la mise en œuvre sera un élément essentiel, il est vital que la Commission et le Conseil s'emploient activement à appliquer ce nouveau cadre. De plus, le meilleur moyen de se garder des déséquilibres consiste à s'attaquer à leurs causes structurelles (chapitre 2) : des réformes importantes ont été engagées dans certains pays, mais il reste encore beaucoup à faire.

24. Des institutions budgétaires fortes sont nécessaires pour soutenir le processus d'assainissement et garantir que la discipline budgétaire insuffisante du passé ne se renouvellera pas. Au niveau de l'UE, le paquet sur la gouvernance économique (« six-pack »), qui comprend six mesures législatives, permet aussi de renforcer le Pacte de stabilité et de croissance, tandis que plusieurs innovations importantes ont été introduites pour la zone euro, notamment le projet de Directive pour une meilleure surveillance des politiques budgétaires, le projet de Directive pour une meilleure

surveillance des États membres rencontrant des difficultés financières (le « two-pack »), et un nouveau Traité entre les pays de la zone euro incluant le « pacte budgétaire » (chapitre 1). Les mesures adoptées en 2011 dans le cadre du « six-pack » visant à renforcer la gouvernance dans la zone euro comprennent un nouveau système de sanctions applicables plus rapidement et plus largement - à activer sur la base des procédures de votes qualifiées, de nouvelles données de référence plus précises pour l'évolution des dépenses et de la dette, des obligations plus strictes en matière de publication d'informations statistiques et le devoir de renforcer les institutions budgétaires nationales, y compris au moyen d'une règle budgétaire pluriannuelle chiffrée. Le nouveau Traité impose une règle d'équilibre structurel du budget qui doit être inscrite dans la constitution ou dans une législation nationale équivalente. En outre, les nouvelles propositions législatives émanant de la Commission (le « two-pack ») nécessiteraient que les prévisions macroéconomiques du budget national soient établies ou approuvées par un organisme jouissant d'une indépendance fonctionnelle vis-à-vis du gouvernement, et qu'un suivi des projets de programmes budgétaires, qui doit être présenté cet automne soit instauré. Les récentes réformes constituent une amélioration considérable par rapport à la structure antérieure du Pacte de stabilité et de croissance. Il convient désormais de parvenir à les mettre efficacement en œuvre.

25. En revanche, l'approche de base reste similaire par bien des aspects au régime de gouvernance budgétaire antérieur. Pour mettre en œuvre le Pacte de stabilité et de croissance, le Conseil conserve une marge discrétionnaire pour toutes les décisions, toutefois désormais limitée dans de nombreux cas par le principe du vote à la majorité qualifiée inversée. Si l'expérience de la crise a sans doute accru la détermination à imposer la discipline nécessaire aux autres pays, les difficultés dans lesquelles vont se trouver de nombreux pays dans un futur prévisible vont compliquer le vote par le Conseil des restrictions qui s'imposent. Une fois les positions budgétaires stabilisées et les déficits ramenés en deçà de 3 % du PIB, les engagements relatifs aux Objectifs budgétaires à moyen terme (OMT) et la règle d'équilibre structurel du budget inscrite dans la législation des différents pays constitueront généralement l'astreinte la plus contraignante concernant l'équilibre budgétaire au sein du dispositif d'équilibre budgétaire de l'UE. Aucun progrès ne pourra être accompli sans une mise en œuvre efficace des réformes et sans une adhésion politique forte à ces dernières. Dans les situations d'endettement élevé, les obligations de maintien de positions structurelles proches de l'équilibre découlant des OMT et du nouveau Traité vont sans doute entraîner de larges soldes primaires et une réduction rapide du ratio dette/PIB. À plus long terme, de telles obligations, si elles sont prises au pied de la lettre, pourraient impliquer des niveaux d'endettement très faibles sur la durée. La révision des OMT qui doit être effectuée en 2012 devra opérer un arbitrage délicat entre deux aspirations : garantir un rythme suffisant de réduction de l'endettement d'une part, mais éviter toute réduction excessivement rapide qui manquerait de crédibilité d'autre part.

26. La résolution de la crise a été compliquée inutilement par la médiocrité et l'incohérence de la communication et par la faiblesse des procédures de décision. Depuis le début de la crise, les procédures se sont considérablement améliorées, par exemple grâce à une coopération beaucoup plus régulière et beaucoup plus étroite par l'entremise du Comité économique et financier du Conseil ECOFIN (CEF). L'un des problèmes rencontrés concerne le manque de hiérarchie claire entre un grand nombre d'intervenants : le Président du Conseil européen, le Président de la Commission européenne et le Commissaire spécialisé, le Président de l'Eurogroupe, le pays présidant l'Union européenne ainsi que les chefs d'État et les ministres des Finances des pays de la zone euro. La décision de désigner clairement un chef de la zone euro, qui sera dans un premier temps le Président du Conseil européen, pourrait être utile, même si elle ne résout pas entièrement le problème de la multiplicité des intervenants. Les États de la zone euro se réuniront officiellement au moins deux fois par an. Bien que jouant un rôle essentiel, l'Eurogroupe demeure une instance informelle. Sur le plan du fonctionnement, la désignation d'un chef permanent du CEF basé à Bruxelles améliorera la coordination. Toutefois, cette structure présente toujours des sources potentielles de conflits, de lenteur des décisions et d'incohérence dans la communication.

#### Encadré 4. Principales recommandations concernant la gouvernance économique

- Mettre rapidement en œuvre le paquet de mesures législatives « six pack » qui renforce à la fois les cadres budgétaires de l'UE et les cadres nationaux et s'attaque aux déséquilibres macroéconomiques. Le Conseil ne devrait faire usage de son pouvoir discrétionnaire que lorsque les circonstances l'exigent véritablement. La Commission devrait dispenser ses conseils économiques sous la responsabilité du Commissaire concerné et toute interférence politique devrait être limitée.
- Mettre à profit la réévaluation des OMT en 2012 pour reconsidérer leur rôle à la lumière de la nécessité, beaucoup plus forte que par le passé, de réduire les ratios dette/PIB. La pertinence de l'action publique devrait se mesurer principalement à l'aune des progrès accomplis sur la voie de la réduction du ratio dette/PIB, obtenue en combinant équilibre budgétaire et croissance.
- Établir des plans budgétaires à moyen terme plus crédibles et plus détaillés. Continuer à renforcer les institutions budgétaires nationales, notamment (mais pas exclusivement) grâce à la mise en œuvre de la directive de l'UE. Des conseils budgétaires indépendants devraient être constitués dans tous les pays de la zone euro.

#### La gouvernance financière va jouer un rôle de premier plan dans la prévention des déséquilibres futurs

27. Pendant la phase d'expansion, le système financier de la zone euro a pris des risques excessifs et les banques ont contribué à alimenter de graves déséquilibres au sein de la zone. De profondes réformes de la surveillance financière et du contrôle bancaire ont été entreprises depuis la crise dans un large éventail de domaines de l'action publique. Les politiques micro- et macroprudentielles n'ont pas été efficaces pendant la période qui a précédé la crise, puisqu'elles n'ont pas permis d'atténuer les risques pesant sur la stabilité du système financier dans son ensemble. Le dispositif de surveillance financière a sous-estimé les risques élevés découlant des expositions communes, de l'interconnexion entre les établissements de premier plan et de l'implantation internationale grandissante des entreprises financières. Le renforcement en cours de la surveillance et de la réglementation financière au sein de l'UE, dans le cadre des efforts déployés au niveau international, est donc bienvenu. En ce qui concerne la réglementation, l'Accord Bâle III est actuellement transposé en droit européen grâce à la Directive IV sur les fonds propres réglementaires et à un nouveau règlement (CRD IV/CRR). Du point de vue macroprudentiel, les « coussins de fonds propres contracycliques » – qui seraient calibrés à l'échelon national – sont particulièrement importants pour chaque pays de la zone euro, du fait des risques de déstabilisation des taux d'intérêt réels dans les différents pays au sein de l'union monétaire et de la forte mobilité des capitaux. Cet instrument, fondé sur un seuil chiffré et non sur une capacité discrétionnaire, pourrait augmenter les coûts induits par l'octroi de prêts bancaires excessifs tout en créant, en période favorable, un matelas de fonds propres qui pourrait servir quand les temps sont difficiles. Il a pour grand avantage sa réciprocité internationale, car il s'applique à tous les créanciers potentiels d'une économie et pas seulement aux banques régies par la réglementation nationale. L'interdépendance étroite entre les banques nationales et leur gouvernement constitue un sérieux problème, car elle est source d'incitations médiocres des deux côtés et fait peser des risques en termes de stabilité financière. La réglementation et la surveillance des risques souverains doivent devenir plus vigoureuses afin que les banques soient correctement incitées à gérer et à diversifier leurs propres risques souverains dans une optique de solvabilité et de financement. En particulier, cela pourrait consister à réévaluer, le moment venu et dans un contexte international, la pondération nulle du risque accordée à la dette souveraine, qui n'en reflète pas correctement les caractéristiques et conduit à des détentions de capitaux excessivement faibles, et à s'assurer que les portefeuilles sont correctement diversifiés du point de vue du risque de crédit et des garanties à des fins de financement. Néanmoins, tout traitement alternatif éventuel doit être évalué avec soin et les coûts et avantages en termes de stabilité financière devraient être soupesés et assurer des conditions équitables au sein du Marché unique et dans le monde entier.

28. Le système de surveillance financière de la zone euro fondé sur une supervision et gestion nationale de la crise présente certaines défaillances qui lui sont inhérentes. Cette structure est en effet source de risques inutiles en raison des flux financiers internationaux (OCDE, 2010) et fait obstacle à l'intégration du marché, comme on le voit dans l'*Étude économique de l'Union européenne*. Depuis la crise, la création d'autorités européennes de surveillance et l'obligation de faire suivre chaque grand établissement multinational par un collège de superviseurs locaux, conjuguées à la constitution du Conseil européen du risque systémique (CERS) afin d'assurer une surveillance financière au niveau de l'UE, ont considérablement renforcé le dispositif institutionnel de surveillance financière internationale, même s'il est encore trop tôt pour évaluer l'efficacité de ce nouveau régime du point de vue de la prévention des crises. Cela étant, le cadre de gestion des crises reste néanmoins médiocre. Il est à craindre que certains pays de la zone euro n'aient pas les moyens de faire face à une crise de leurs grands systèmes bancaires nationaux, alors même qu'une résolution vigoureuse de la crise peut être très épineuse, lorsque les intérêts divergent entre les autorités de tutelle nationales des banques du pays d'origine et du pays d'accueil et que la coordination est difficile. L'expérience récente a fait ressortir les conséquences négatives d'opérations de renflouement menées sans coordination et montré qu'il faut tenter d'éviter de telles conséquences dans l'avenir. Par ailleurs, le fait que les systèmes bancaires fonctionnent selon les règles nationales rend la mise en œuvre harmonieuse de la politique monétaire unique plus difficile. Les dispositifs de gestion de la crise financière dans la zone euro devraient être améliorés. On pourrait notamment mettre en place un système commun de gestion et de résolution des crises étayé par un soutien approprié reposant autant que possible sur des financements du secteur privé. Le recours à un instrument permettant de mettre à contribution le secteur privé pourrait aussi atténuer l'impact des défaillances bancaires pour les autorités des pays d'origine comme pour celles des pays d'accueil. Compte tenu du risque d'aléa moral créé par l'existence de financements mutualisés, une telle évolution réclamerait la mise en place d'un système plus intégré et plus efficace, à l'échelon de l'UE, de redressement, d'assainissement et de contrôle des banques. En ce qui concerne les grands établissements internationaux, cela pourrait permettre d'assurer une surveillance plus constante et plus efficace des activités des groupes bancaires et dans les différents pays, même s'il conviendrait d'opérer un arbitrage entre la mise en place d'un tel système et les dispositions à prendre pour s'assurer que l'on dispose d'une connaissance suffisante des conditions locales. Si la priorité de l'heure devrait être l'élimination des faiblesses restantes du système bancaire, il conviendrait aussi d'envisager la conception de dispositifs de contrôle des grands établissements internationaux et une plus forte intégration des mécanismes de gestion de crise, en faisant appel autant que possible aux financements du secteur privé, notamment lors de l'examen, en 2013, des dispositifs de contrôle en place au sein de l'UE.

#### Encadré 5. Principales recommandations concernant la gouvernance financière

- Poursuivre le renforcement en cours des réglementations financières de l'UE, notamment la mise en œuvre de l'Accord Bâle III. Il conviendrait en particulier de prévoir des coussins de fonds propres contracycliques fondés sur la croissance nationale du crédit.
- Les dispositifs de gestion de la crise financière dans la zone euro devraient être améliorés, notamment en ce qui concerne les grands établissements bancaires présents à l'échelle internationale. Dans les années à venir, il faudrait envisager de mettre en place un système de contrôle bancaire plus intégré, associé à un soutien commun reposant autant que possible sur des financements du secteur privé.
- Au fil du temps et dans un cadre international, revoir complètement le traitement du risque souverain par les autorités de contrôle bancaire afin de supprimer la pondération nulle du risque et de garantir une diversification appropriée des portefeuilles des banques. Les réglementations sur la liquidité devraient permettre de s'assurer que les actifs souverains ne sont pas indument privilégiés et que les garanties sont bien diversifiées.

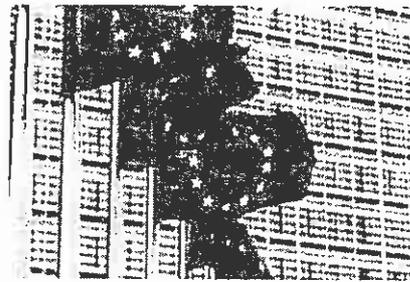


## Bulletin du FMI

CONSULTATION AVEC LA ZONE EURO

### Le FMI engage la zone euro à faire face à la crise de manière plus déterminée et collective

Bulletin du FMI en ligne  
21 juin 2012



Les retombées d'une nouvelle aggravation de la crise dans la zone euro seraient considérables à l'échelle mondiale, et en particulier sur les pays européens voisins. (photo : Newscom)

- Établir un plan concret de parachèvement de l'union monétaire afin de renforcer la confiance
- Opérer des réformes structurelles d'envergure pour accélérer la croissance
- Soutenir la demande à court terme pour atténuer les effets de l'ajustement

Un engagement collectif résolu à établir une «union monétaire robuste et complète» contribuerait à rétablir la foi dans la viabilité de l'union, selon l'évaluation du FMI. Il faut adopter en priorité une démarche crédible qui conduit à une union bancaire et à une intégration budgétaire plus poussée, avec une meilleure gouvernance et un partage accru des risques.

Une union bancaire comprendrait les éléments suivants :

- un dispositif commun de contrôle et de politique macroprudentielle;
- un système de garantie des dépôts ;
- une instance de règlement des faillites bancaires.

«L'évaluation effectuée par le FMI plaide en faveur d'un programme positif à court et à moyen terme», a déclaré Christine Lagarde, Directrice générale du FMI.

«Ces mesures devraient être appuyées par des réformes structurelles d'envergure dans l'ensemble de la zone euro afin d'accélérer la croissance, et il faut continuer de soutenir la demande à court terme pour atténuer les effets de l'ajustement», a-t-elle ajouté lors de la réunion de l'Eurogroupe à Luxembourg le 21 juin.

Cette consultation annuelle avec la zone euro fait partie des entretiens qui se tiennent régulièrement avec les 188 pays membres du FMI et survient à un moment particulièrement difficile pour l'Europe. Dans la zone euro, le FMI, avec la Banque centrale européenne (BCE) et la Commission européenne, fournit une aide financière à la Grèce, à l'Irlande et au Portugal. Récemment, il

lui a été demandé de surveiller l'appui accordé par la zone euro au système financier espagnol.

### **Un engagement collectif déterminé**

Le FMI est conscient de l'importance des mesures qui ont été prises pour contenir la crise, notamment les interventions spéciales de la BCE en liquidités, le renforcement des pare-feu mondial et européen, l'adoption du pacte budgétaire et la volonté affichée par les autorités nationales de rééquilibrer leur budget et d'assurer la viabilité de leur dette.

La faiblesse des taux de croissance et le regain des tensions sur les marchés entravent la réduction de l'endettement, avertit le FMI, qui ajoute que les retombées d'une nouvelle aggravation de la crise seraient considérables à l'échelle mondiale, et en particulier sur les pays européens voisins.

### **Une croissance plus élevée et plus équilibrée**

Selon le FMI, pour se rapprocher d'une union monétaire complète, il faut opérer des réformes structurelles d'envergure dans l'ensemble de la zone euro pour accélérer la croissance. Il s'agit notamment de :

- réformer les **marchés du travail** pour rehausser les taux d'activité;
- renforcer la **compétitivité** dans le secteur des biens échangeables en Europe du Sud;
- accroître l'**investissement** dans les infrastructures et le capital humain pour soutenir la croissance et l'emploi;
- réformer les **marchés de produits** pour «redynamiser le secteur des services et relever la productivité globale» en Europe du Nord.

Il faut s'attaquer aux écarts de compétitivité considérables entre les pays. À cet effet, le FMI préconise de réformer le secteur des services, de réduire les coûts unitaires de main-d'œuvre et de faciliter l'ajustement des prix relatifs entre le Nord et le Sud à l'aide de la politique monétaire.

### **Un soutien à court terme**

Comme il faut du temps pour que les réformes structurelles ravivent la croissance, il faut continuer de soutenir la demande à court terme pour atténuer les effets de l'ajustement. Le FMI souligne que les mesures suivantes devraient être prises à court terme :

- **Rééquilibrer les budgets** «de manière décisive et crédible» là où les pressions du marché sont élevées, mais plus progressivement ailleurs pour soutenir la demande dans la région.

- S'engager à mener une **politique monétaire** plus **accommodante** pendant une période prolongée.
- Recapitaliser les **banques en difficulté** — notamment par voie directe à l'aide des ressources du Fonds européen de stabilité financière et du Mécanisme européen de stabilité — pour s'attaquer aux interactions négatives entre les dettes souveraines et les banques au niveau national.