



**HAL**  
open science

## Retour de flamme

Xavier Timbeau, Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Eric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Veroni, Hervé Péléraux, et al.

► **To cite this version:**

Xavier Timbeau, Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Eric Heyer, et al.. Retour de flamme. Revue de l'OFCE, 2008, 105, pp.91 - 116. 10.3917/reof.105.0117 . hal-03459802

**HAL Id: hal-03459802**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03459802v1>**

Submitted on 1 Dec 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

## RETOUR DE FLAMME

### Perspectives 2008-2009 pour l'économie mondiale \*

Pour la première fois depuis le début des années 2000, l'économie mondiale affronte une crise susceptible d'interrompre la trajectoire de croissance qu'elle a engagée au sortir des turbulences provoquées par l'éclatement de la bulle Internet. Au-delà des pertes colossales que subissent les établissements financiers, c'est le risque systémique qui est pointé. Le choc des subprime est de nature à entraîner les banques dans un scénario de faillites en chaîne ou de dégradation durable de leurs bilans bancaires qui plongerait l'économie mondiale dans une spirale récessive, comme en 1929 ou dans une récession du système bancaire, comme au Japon dans les années 1990. Ce scénario noir a jusqu'à présent pu être évité grâce à une réponse efficace des autorités monétaires. Les injections de liquidités et la prise en pension de titres adossés aux crédits à risque par les banques centrales ont permis d'échapper à une paralysie du marché du crédit. Le sauvetage organisé des banques en difficulté a mis un frein à l'effet domino sur le système bancaire. Conjuguées à une relance budgétaire vigoureuse outre-Atlantique, ces mesures d'urgence devraient endiguer le risque de récession aux États-Unis. C'est en tout cas l'hypothèse qui sous-tend la présente prévision.

Si les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont revues à la baisse (4,1 % en 2008 et 4 % en 2009 après 4,8 % l'an dernier), la crise ne devrait pas infléchir significativement le sentier d'expansion de l'économie mondiale grâce en particulier au découplage de la croissance des pays émergents. Ceux-ci, bénéficiant d'une demande intérieure solide et d'une situation financière assainie, résisteront bien au ralentissement marqué de la première économie mondiale. La zone euro, pénalisée par l'appréciation de l'euro et des effets de richesse négatifs sur les marchés financier et immobilier, préserverait néanmoins un sentier de croissance proche de son potentiel. Elle ne subirait pas de rationnement du crédit, les contraintes prudentielles des banques n'étant pas saturées au niveau macro-économique. De nombreux risques subsistent cependant, au premier rang desquels le spectre de la stagflation. L'envolée du prix des matières premières agricoles et énergétiques, au-delà de la perte immédiate de pouvoir d'achat qu'elle fait subir aux ménages, pourrait dégénérer en spirale inflationniste à l'instar de l'épisode des années 1970. Le risque de change ne saurait non plus être écarté : une chute violente du dollar au-delà des niveaux atteints en avril 2008 aurait un effet déstabilisateur sur l'économie mondiale, du fait de son statut de valeur refuge. Enfin, une dégradation plus importante que prévue du bilan des banques pourrait contraindre celles-ci à restreindre leur distribution de crédit.

\* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend : Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Matthieu Plane, Frédéric Reynès, Christine Riffart, Danielle Schweisguth. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 11 avril 2008.

P our la première fois depuis le début des années 2000, l'économie mondiale affronte une crise susceptible d'interrompre la période de croissance dans laquelle elle est engagée depuis la sortie des turbulences provoquées par l'éclatement de la bulle internet. Les angoisses liées à l'onde de choc de la crise immobilière et financière aux États-Unis ont supplanté les inquiétudes récurrentes générées par l'accumulation des déséquilibres économiques, les tensions géopolitiques ou l'envolée du prix du pétrole et des matières premières. Aux craintes d'une croissance chaotique et difficilement soutenable ont succédé les peurs d'un effondrement du système financier et dans son sillage d'une profonde récession.

La crise que traverse la finance mondiale est largement liée aux déséquilibres qui se sont accumulés. Une hausse des taux d'endettement de tous les agents ne pouvait pas se faire sans excès. La croyance que les rendements du capital pouvaient durablement s'accroître et que les innovations financières augmentaient l'efficacité dans l'allocation de l'épargne est caractéristique des périodes d'euphorie qui alimentent les bulles et qui finissent dans la douleur. La négligence face au dollar, dont la dépréciation induite par le déficit courant américain et la dépendance du financement de l'économie américaine aux pays asiatiques, en sont des éléments plus macroéconomiques. L'épargne abondante des pays asiatiques trouvait dans le système financier américain un moyen sûr de s'employer et de procurer un rendement suffisant. Tout comme la croissance américaine largement dopée par des politiques économiques accommodantes leur fournissait une bonne raison de maintenir leur compétitivité (et donc leur monnaie sous-évaluée par rapport au dollar) pour profiter à plein d'une demande toujours soutenue.

Depuis la crise asiatique de 1997, ce compromis implicite avait réussi à maintenir une croissance sans inflation et il avait permis à l'économie mondiale de passer quelques écueils, dont la bulle Internet. L'environnement international redonnait aux politiques keynésiennes la capacité d'agir sur la conjoncture, en régulant l'inflation et en maximisant la croissance. La mondialisation pouvait poursuivre sa course, apaisant par une croissance forte et régulière les mutations douloureuses dont elle se nourrit.

## Une crise à mille milliards de dollars

La bulle a éclaté là où on ne l'attendait pas. Même si l'on savait que certains ménages américains se retrouvaient placés en position spéculative, à travers des montages financiers hasardeux, personne n'avait envisagé une mise à terre de la finance mondiale. Le FMI (à travers le *Global Financial Stability Report*) évalue à presque 1 000 milliards de dollars la perte des établissements financiers, perte pour une large part due aux simples *subprime* (plus de 50 %). Le FMI intègre dans ce téradollar les pertes potentielles associées à d'autres types d'opérations que les prêts immobiliers à des clients risqués. On retrouve cette évaluation à partir des capitalisations boursières des banques dans le monde. D'après *Thomson Financial*, qui construit un indice global pour les banques, la perte de capitalisation entre le deuxième trimestre 2007 et le premier trimestre 2008 est de 1 143 milliards de dollars, chiffre très proche de celui du FMI (voir dans ce dossier « La finance mondiale discréditée »). Ce chiffre surévalue la perte qui sera encaissée au bout du compte. Les collatéraux associés aux emprunts *subprime* seront un jour réalisés et viendront atténuer le bilan négatif pour les banques. Cependant, quel qu'en soit son montant, la perte ainsi estimée est agrégée. Or elle n'est pas répartie uniformément sur les agents et les banques et des situations très disparates coexistent. Certaines banques sont confrontées à des pertes considérables alors que d'autres peuvent afficher des gains.

Au-delà du montant des pertes, qui invite à prendre la mesure de l'ampleur de la crise globale mais aussi à en relativiser l'importance en comparaison avec d'autres crises auxquelles l'économie mondiale a résisté, c'est le risque systémique qui est pointé. Si aucune réponse à la hauteur de l'événement n'est apportée, le choc est de nature à entraîner les banques dans un scénario de faillites en chaîne ou de dégradation durable de leurs bilans qui plongeront l'économie mondiale dans une spirale récessive, comme en 1929, ou dans une lente récession du système bancaire, comme au Japon dans les années 1990.

## Des réponses vigoureuses à apporter dans une situation d'urgence

En revanche, si une réponse suffisante est apportée, alors la crise actuelle pourra être digérée par l'économie mondiale, permettant d'apurer les excès et de tirer les leçons. La réponse nécessaire comporte de nombreux volets. Le premier concerne le secteur bancaire. Il s'agit d'une part de mettre fin à la défiance sur le marché

## ■ Département analyse et prévision

interbancaire, en fournissant les liquidités nécessaires à son fonctionnement quotidien et en poussant chacun à révéler sa situation pour mettre fin à l'insuffisance de l'information et de sa communication sur les pertes et les bilans. Il faut d'autre part dégager au moins temporairement les établissements bancaires du risque de marché pour éviter qu'ils ne vendent aujourd'hui des actifs dont la dépréciation n'est que conjoncturelle. Pour éviter des faillites bancaires, il faut organiser la reprise des banques en danger ou les nationaliser si personne n'est preneur. De la nationalisation temporaire de *Northern Rock* aux prises en pension d'actifs bancaires peu liquides, les leçons de la crise de 1929 et de la crise japonaise ont été tirées. Les banques sont un maillon trop important pour ne pas être sauvegardées à tout prix.

Le risque à procéder de la sorte est connu, c'est celui du « *moral hazard* », c'est-à-dire de l'incitation à abuser d'une assurance, qui plus est gratuite, contre les contingences les plus défavorables. Les actionnaires de *Bear Stearns* ont perdu bien moins qu'ils n'auraient dû, profitant de l'externalité négative qu'aurait fait peser une faillite de leur banque sur le système financier américain. Mais ce danger sera plus insidieux, puisque c'est dans le comportement de chacun des acteurs que s'immiscera l'idée d'une impunité en dernier ressort. Et c'est là que pourront naître les prochaines bulles et les prochaines crises. La régulation du secteur financier, par des lois et des règlements institués par des autorités attentives, est susceptible d'empêcher les abus. Mais les possibilités de régulation sont battues en brèche par la globalisation, et les bonnes résolutions ne tiennent jamais bien longtemps lorsqu'il s'agit d'éviter la récession et de promouvoir une croissance durable. Malgré tout, l'urgence est d'appliquer le remède et non pas de se préoccuper de ses effets secondaires. Face à la gravité de la crise en cours, il est trop tard pour s'émouvoir des incitations des uns ou des autres.

À plus long terme, la régulation de l'activité des intermédiaires financiers peut théoriquement construire des gardes fous aux spéculations et prévenir ainsi la formation des bulles. Mais l'histoire de la finance des derniers siècles ne justifie pas beaucoup l'espoir d'une régulation. Vouloir simplement limiter les effets catastrophiques de l'explosion des bulles spéculatives est déjà un objectif ambitieux.

Sauver les banques ne suffira pas. Le second volet est macroéconomique : il faut soutenir l'économie mondiale et retrouver rapidement le fil de la croissance. C'est à la fois nécessaire pour le secteur financier, dont la valeur des actifs dépend de la stabilité de la croissance. C'est également nécessaire parce que le choc initial touche durement la première économie du monde, par le biais de la consommation et de l'investissement en logement des ménages. Le secteur financier, comme les ménages, ont des comportements pro-cycliques et c'est un argument suffisant pour justifier une relance économique. Celle-ci suppose une réponse budgétaire et monétaire vigoureuse. Les États-Unis, parce qu'ils

ont fait leur cette stratégie depuis longtemps, n'ont pas hésité à s'engager dans cette voie. La réussite de cette impulsion de politique économique suppose cependant la conjonction de plusieurs facteurs qui ne sont pas encore réunis. La relance américaine serait bien plus efficace si elle était accompagnée d'une relance budgétaire européenne. Les appels du FMI dans ce sens resteront lettre morte, l'Europe n'étant pas en mesure de prendre de telles décisions et de les mettre en œuvre. L'éclatement de la bulle Internet l'a illustré et le retard accumulé par la zone euro depuis 2000 en découle en partie.

Mais c'est sur le plan des changes que la partie est la plus risquée. La soutenabilité du déficit des États-Unis repose sur la croissance de l'économie américaine et sur sa capacité à recycler l'épargne en excès dans le monde. La crise des *subprime* et ses conséquences menacent ces deux piliers. La pression sur le dollar va croître et le rendra très sensible aux signes ou aux actions de soutien. Une baisse des taux européens à court terme en serait un élément (voir dans ce dossier la partie « Politiques monétaires : le grand écart »), mais les autorités chinoises détiennent aussi quelques unes des clefs de la stabilité du dollar. La politique monétaire en Europe ou en Asie doit être menée avec le risque dollar en tête. Sinon, la politique économique américaine risque la paralysie et les enchaînements pour l'économie mondiale seraient incalculables.

## Le spectre de la stagflation

Les hausses des prix des matières premières et des produits pétroliers ajoutent au risque financier celui de l'inflation. Paradoxalement au moment où s'annonce un ralentissement de l'économie mondiale et donc d'une moindre demande de produits pétroliers, de matières premières ou de produits agricoles, cette hausse des prix rappelle la stagflation des années 1970. Le contexte n'est plus tout à fait le même et la flexibilité des changes est mieux assumée aujourd'hui qu'elle ne l'était à l'époque. Mais les pertes de pouvoir d'achat se sont accumulées depuis 2000 et la légitimité de ceux qui réclament compensation est grande. Les émeutes de la faim dans les pays les plus pauvres nous rappellent que la mondialisation met au même niveau tous les consommateurs sur tous les marchés et que la frénésie de consommation des uns signifie la hausse des prix pour tous. Lorsqu'elle « fabriquait » du pouvoir d'achat, la mondialisation paraissait vertueuse. La hausse des prix des produits de première nécessité accentue les inégalités de façon vertigineuse et efface les dernières années de lutte contre la pauvreté en quelques semaines.

Dans les pays développés, la perte de pouvoir d'achat n'affame pas. Mais elle effraye les banquiers centraux qui craignent que des hausses

## ■ Département analyse et prévision

de salaires ne soient une facilité temporaire pour calmer les revendications légitimes. Les hausses de salaires seraient vouées à être compensées par des hausses de prix qui viendraient annuler ce qui a été donné, enclenchant une spirale inflationniste. La référence aux années 1970 est cependant trompeuse. L'ouverture des marchés a augmenté la pression concurrentielle. Quand les entreprises d'un pays augmentent leurs prix pour compenser des hausses de salaires trop généreuses, la sanction en termes d'activité est rapide. Pour s'alimenter, l'inflation devrait se développer à une échelle tellement large qu'elle en devient improbable.

La crainte d'une spirale inflationniste, au moment où émergent des revendications salariales qui ne se sont pas encore concrétisées en hausses de salaire paraît pour le moins prématurée. Elle néglige également un autre point. Comme l'indique la rentabilité du capital dans les pays où on peut la calculer finement (États-Unis, France, Royaume-Uni) ou selon la part des salaires dans la valeur ajoutée dans les autres (l'Allemagne), il existe une marge importante d'augmentation des salaires (graphique 1). Au lieu d'induire des hausses de prix, la hausse des salaires réels conduirait à une baisse de la rentabilité du capital. Elle serait ainsi en ligne avec l'amélioration des marchés du travail dans les grands pays européens. Le retour brutal à la réalité des acteurs de la finance et la disparition d'actifs dont le rendement élevé servait de modèle illusoire aux autres ouvrent la voie à un rééquilibrage du partage

### 1. Rentabilité réelle du capital



Sources : Comptes de patrimoine INSEE, NIPA et flow of funds USA, calculs OFCE.

des fruits de la croissance. Les actifs dont le rendement était artificiellement élevé ne peuvent plus servir de référence pour exiger un rendement équivalent sur tous les autres actifs. La rentabilité élevée du capital au niveau macroéconomique pouvait découler de ce mécanisme qui peut s'inverser.

## Un scénario sans catastrophe

La crise financière et bancaire va transformer le monde. Entre un coup d'arrêt à la croissance, l'amorçage de nouvelles bulles ou la régulation enfin efficace de la finance globalisée, les scénarios sont divers. Nous développons un de ces scénarios, dans lequel la crise des *subprime* et ses conséquences financières et bancaires ont un impact centré sur les États-Unis. La politique de relance des États-Unis permet d'éviter la récession et le dollar ne se déprécie pas davantage, assurant la reprise. L'économie européenne subit le contre coup du ralentissement américain, mais sa sphère réelle n'est pas touchée par les conséquences de la crise financière. Le secteur financier européen n'est pas épargné, des effets de richesse jouant en partie mais sans freiner lourdement le lent processus de reprise engagé depuis 2000. Les pays émergents conservent un taux de croissance soutenu malgré le ralentissement de la demande en provenance des États-Unis. Comme pour l'Europe, les liens avec les États-Unis ne sont pas prépondérants, ce qui permet de maintenir le socle de la croissance. Les acquis des années passées, à la fois grâce à la lutte contre l'inflation ou à l'accumulation d'excédents courants, protègent des turbulences financières et procurent des leviers de croissance.

Au total, par rapport à notre scénario de la prévision de l'automne 2007, l'économie mondiale perd plus d'un demi-point de croissance (tableau 1).

L'économie ralentira donc, mais avec des progressions du PIB mondial de 4,1 % en 2008 et 4 % en 2009, contre 4,8 % en 2007, le tassement sera peu marqué. Les États-Unis réaliseront de piètres performances, 1,2 % cette année et 1,5 % l'année prochaine, inférieures, comme en 2007, à celles de la zone euro dont la croissance se maintiendra au-dessus de 2 %. Les zones émergentes perdront un peu de leur dynamisme mais, en général, le ralentissement n'excèdera pas un point de croissance.



## ■ Département analyse et prévision

### 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		2007	2008	2009
Allemagne	4,4	2,6	1,7	2,2
France	3,2	1,9	1,9	2,3
Italie	2,8	1,5	0,8	1,5
Espagne	2,1	3,8	2,4	1,9
Pays-Bas	1,0	3,5	3,0	2,5
Belgique	0,6	2,7	2,0	2,3
Autriche	0,5	3,3	2,1	2,4
Finlande	0,6	4,3	2,9	2,7
Portugal	0,4	1,9	1,7	2,0
Grèce	0,3	4,0	3,5	3,5
Irlande	0,3	4,9	3,8	4,0
<b>Zone euro</b>	<b>16,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
Royaume-Uni	3,4	3,0	2,0	1,8
Suède	0,5	2,8	2,5	2,6
Danemark	0,3	1,8	1,8	1,7
<b>Union européenne à 15</b>	<b>20,6</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
12 nouveaux pays membres	2,7	6,1	5,2	4,9
<b>Union européenne à 27</b>	<b>23,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>
Suisse	0,5	3,1	2,0	1,9
Norvège	0,4	6,0	3,7	2,9
<b>Europe</b>	<b>24,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>
États-Unis	21,8	2,2	1,2	1,5
Japon	6,7	2,0	1,6	1,9
Canada	2,0	2,6	1,4	1,6
<b>Pays industriels</b>	<b>56,3</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
Pays candidats à l'UE <sup>2</sup>	1,2	4,8	4,7	5,0
Russie	3,2	8,1	7,5	6,4
Autres CEI <sup>3</sup>	1,3	8,5	7,4	6,7
Chine	11,0	11,4	10,2	10,0
Autres pays d'Asie	13,2	7,3	6,9	6,8
Amérique latine	7,7	5,0	4,1	3,4
Afrique	3,4	6,2	6,5	6,7
Moyen-Orient	2,8	5,8	6,0	6,2
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2007 estimés par le FMI.

2. Croatie et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2008.

2. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et matières premières

	Trimestres												Années			
	2007				2008				2009				2007	2008	2009	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Taux de change<sup>1</sup></b>																
1 € = ... \$	1,31	1,35	1,37	1,45	1,50	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,55	1,55	1,55	1,37	1,57	1,56
1 \$ = ... yen	119	121	118	113	105	100	100	105	110	110	110	110	110	118	103	110
1 £ = ... euros	1,49	1,47	1,47	1,41	1,32	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28	1,30	1,30	1,30	1,46	1,29	1,30
<b>Taux d'intérêt à court terme<sup>1</sup></b>																
États-Unis	5,2	5,2	5,3	4,9	3,2	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	5,1	2,1	1,75
Japon	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8
Zone euro	3,8	4,1	4,5	4,7	4,4	4,3	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,3	4,2	4,0
Royaume-Uni	5,5	5,7	6,3	6,3	5,6	5,5	5,0	4,75	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	6,0	5,2	4,5
<b>Taux d'intérêt à long terme<sup>1</sup></b>																
États-Unis	4,7	4,8	4,7	4,3	3,7	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,3	4,3	4,3	4,6	3,7	4,3
Japon	1,7	1,8	1,7	1,6	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,5	1,8
Zone euro	4,0	4,3	4,4	4,2	4,0	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,2	3,9	4,0
Royaume-Uni	4,9	5,2	5,2	4,8	4,5	4,5	4,3	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	5,0	4,3	4,1
Prix du pétrole, Brent, en \$ <sup>1</sup>	57,8	68,7	74,9	88,8	96,8	105,0	105,0	105,0	105,0	102,0	103,0	104,0	104,0	72,5	103,0	103,5
Prix du pétrole, Brent, en € <sup>1</sup>	44,1	51,0	54,5	61,2	64,7	65,6	65,6	65,6	65,6	65,6	66,5	67,1	67,1	44,1	51,0	54,5
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	4,1	8,7	-4,4	-2,1	12,7	5,0	2,0	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	1,6	4,9	-0,8

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux courts à 3 mois : certificats de dépôts aux États-Unis. EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Japon et au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE avril 2008.

## Crédit : prudence, mais peu de rationnement

Il a suffi qu'un des rouages du système du crédit aux États-Unis se grippe à l'été 2007 pour que la mécanique du système financier international s'enraye. La crise a rapidement gagné en ampleur, se propageant vers les organismes de prêts hypothécaires, puis les banques internationales et les fonds de placement, impliqués en raison de leurs activités sur les marchés des produits titrisés. Les menaces de faillites bancaires, avérées pour certaines d'entre-elles, et le risque d'un ralentissement brutal de l'économie mondiale ont fait plonger les places financières. Les difficultés des banques et la défiance frappant l'ensemble des marchés font craindre un durcissement, voire un assèchement du financement de l'économie qui porte en germe l'enclenchement d'un processus récessif aux États-Unis et un sérieux coup de frein à l'expansion dans le reste du monde.

Néanmoins le scénario sur lequel est bâtie la présente prévision n'est pas celui d'un approfondissement de la crise qui serait lié à une restriction généralisée du crédit ou à une hausse prohibitive des taux d'intérêt pour les emprunteurs (tableau 2). Dans un univers concurrentiel comme celui de la finance, les banques ont un pouvoir individuel d'augmentation des taux limité. La tentation de récupérer une partie des pertes liées aux *subprime*, en reportant le coût sur les emprunteurs, risquerait de détourner la clientèle vers les établissements non touchés et offrant par conséquent de meilleures conditions de crédit.

L'écart entre les taux interbancaires auxquels se financent les banques privées et les taux directeurs des banques centrales s'est certes accru, mais autour d'une tendance à la baisse de ces derniers, tout au moins aux États-Unis, ce qui a freiné la hausse du coût de financement des établissements et finalement l'impact de la hausse des *spreads* sur le client final. En Europe, les taux directeurs n'ont pas baissé, mais la hausse des *spreads* ne s'est pas traduite par un renchérissement du coût du crédit rédhibitoire pour les emprunteurs.

De même, on n'entrevoit guère l'apparition d'un phénomène de rationnement quantitatif du crédit. Certains établissements, ayant subi de lourdes pertes et par conséquent une amputation de leurs fonds propres, sont sortis des limites imposées par les ratios prudentiels, mais à l'échelle macroéconomique, les contraintes prudentielles ne sont pas saturées. La clientèle des établissements contraints à des ajustements quantitatifs de leur masse de crédits pourra donc se reporter vers les établissements libres d'engagements excessifs. La situation est cependant plus tendue aux États-Unis car le secteur bancaire américain est davantage impliqué sur le marché immobilier local et dans la filière des mécanismes de titrisation, comme le montre l'ampleur des pertes qui demeurent sans commune mesure avec celles des banques européennes. Pour le moment les ménages sont davantage exposés aux

risques de sélection dans la course aux crédits, mais les entreprises pourraient pâtir également de l'ajustement des bilans bancaires en 2008. En Europe, les restrictions de crédit qui sont apparues depuis l'éclatement de la crise des *subprime* ne concernent que les emprunteurs les plus fragiles. Les dossiers solides ne sont pas touchés, et n'ont aucune raison de l'être. Ce qui préserve les flux de financement en direction des entreprises qui, globalement, sont en excellente santé.

## Ralentissement américain ? Dont acte

L'économie américaine devrait connaître un repli nettement plus marqué qu'escompté lors de notre précédente prévision. Encore attendue à 1,8 % pour 2008 en septembre, la croissance devrait finalement tomber à 1,2 % cette année avant de se redresser faiblement à 1,5 % en 2009. La première moitié de 2008 marquera une nouvelle étape de l'infléchissement du rythme de croissance, déjà mis à mal à la fin de 2007. La morosité prédomine tant du côté de l'offre, comme le montrent les enquêtes qualitatives auprès du système productif ou les données quantitatives de production, que du côté de la demande, avec la dégradation du climat de confiance des ménages et des conditions de formation du revenu. Au vu de l'expérience passée, une telle accumulation de mauvaises nouvelles, combinée à l'assèchement du crédit aux ménages et aux entreprises et à la permanence de tensions sur les marchés financiers, fait craindre une entrée en récession. À l'appui de cette thèse, la demande intérieure totale baisserait de 0,2 % au premier trimestre 2008 et de 0,1 % au deuxième, plombée par l'effet négatif de richesse immobilière sur la consommation des ménages, qui perdurerait encore à l'horizon 2009.

Selon nous, les États-Unis devraient néanmoins pouvoir s'extraire de ces tendances récessives spontanées, et échapper au scénario « catastrophe » grâce d'abord à la dynamique du commerce extérieur, soutenu par la baisse du dollar, ensuite au volontarisme de la politique économique. L'activisme des autorités américaines s'est exercé sous tous azimuts ces derniers mois. De l'abaissement des taux directeurs à l'injection de liquidités, du sauvetage de banques d'investissement orchestré par la Réserve fédérale à l'institution d'un plan de relance budgétaire, tout est mis en œuvre pour stabiliser le système bancaire et éviter la récession.

## Découplages

Le reste du monde pourra-t-il échapper aux difficultés qui frappent la première économie de la planète ? On ne tablera bien sûr pas sur le cloisonnement total des économies ; ne serait-ce que par le canal du commerce extérieur, la perte de dynamisme de l'économie américaine déteindra sur ses partenaires. Mais il ne devrait en résulter qu'une inflexion de la croissance et non un basculement à la baisse.

Cette thèse, qui fonde notre scénario de découplage, repose sur la conjonction de plusieurs facteurs. D'abord, les pays émergents ne sont plus aussi dépendants que par le passé du marché américain pour leurs débouchés. En Chine, la part des exportations à destination des États-Unis est de l'ordre de 20 % en 2007, en baisse depuis 2001, alors que l'Europe est devenue son premier client. La tendance est la même pour la plupart des pays émergents qui diversifient leurs exportations à la fois vers l'Europe et vers les autres pays en développement (Moyen-Orient, Afrique, etc.). La Russie est quant à elle quasiment isolée des États-Unis qui représentent seulement 5 % de ses exportations. Par ailleurs, la dégradation de la compétitivité des pays émergents reste limitée, l'appréciation de leur taux de change effectif ayant été bien moindre que celle de leur taux de change avec le dollar qui s'est déprécié contre la plupart des monnaies.

En cette période troublée, les pays émergents ne manquent pas non plus de ressort interne. La hausse du pétrole et des matières premières industrielles et alimentaires est coûteuse pour les pays consommateurs, mais profite aux pays qui en sont producteurs. Cette manne augmente les revenus des pays exportateurs qui pourront rééquilibrer leur croissance en faveur de la demande intérieure face à la faiblesse de leurs débouchés extérieurs. C'est le cas de la Russie par exemple dont les exportations de pétrole représentent 20 % du PIB. Les revenus pétroliers ont permis à l'État russe de redresser très rapidement sa situation financière depuis la crise de 1998. Mais ils ont aussi profité aux ménages qui ont vu leur niveau de vie augmenter, l'indicateur le plus emblématique étant l'explosion des crédits à la consommation de 5 à 150 milliards de dollars entre 2002 et 2007. Au Brésil, les trois premiers produits d'exportation sont le minerai de fer, les huiles brutes de pétrole et le soja, des matières premières dont le prix a presque doublé en un an. Cette bonne dynamique des exportations se reflète dans les prévisions de création d'emplois, l'indice de la production industrielle (+9,7 % en glissement annuel en février) et les ventes au détail (+ 11,8 % en janvier).

Mais la solidité de l'économie mondiale dépend quand même de celle de l'économie américaine. L'hypothèse d'une entrée en récession des États-Unis, si elle se réalisait, pourrait avoir des conséquences, en termes de croissance des autres zones, plus que proportionnelles. Une

amplification de la crise aux États-Unis plus grave qu'escompté, au travers de l'enclenchement d'une crise systémique, qui proviendrait de la remise en cause de la stabilité des systèmes bancaires ou de l'effondrement des marchés financiers, ferait courir le risque d'une restriction généralisée du crédit, précipitant le retournement conjoncturel. C'est dire la responsabilité des autorités américaines vis-à-vis du reste du monde dans leur action pour contrecarrer la récession.

## Croissance mondiale : les facteurs régionaux l'emportent

**Le dynamisme asiatique** tirera à nouveau la croissance mondiale en 2008 et en 2009. En 2007, les économies asiatiques — au premier rang desquelles la Chine — ont encore affiché des performances record, avec une croissance de 9,3 % (11,4 % pour la Chine). Elles ont bénéficié d'exportations extrêmement dynamiques, auxquelles est venu s'ajouter l'essor de la demande intérieure, avec notamment une montée en puissance de l'investissement en Inde et d'importantes hausses de salaires en Chine favorables à la consommation. La zone pâtera du ralentissement de l'économie américaine en 2008 et en 2009, *via* le commerce extérieur. Mais la faible exposition du secteur bancaire aux *subprime* et le haut niveau des réserves de change devraient permettre au secteur financier de limiter l'impact de la crise. La croissance de la zone décollerait donc à l'horizon de notre prévision, en se maintenant à un rythme confortable de 8,4 % en 2008 et de 8,3 % en 2009.

Le **Japon**, dont l'intégration régionale s'affirme, profitera du dynamisme de ses voisins émergents. Certes, après quatre années de croissance au-dessus du potentiel, les nuages se sont accumulés dans le ciel japonais au cours de l'année 2007. Le prix élevé des matières premières a pesé sur les profits des entreprises qui s'efforcent, en retour, de geler la hausse des coûts salariaux. Le pouvoir d'achat des ménages nippons s'est dégradé au cours de l'année passée, pesant sur leur consommation. Et le salut ne saurait venir d'une politique monétaire inopérante ou d'une politique budgétaire contrainte par une dette publique à 180 % du PIB. À l'horizon de la prévision, c'est donc encore le commerce extérieur qui tirera l'économie japonaise, dont l'intégration régionale croissante constituerait un rempart efficace contre le ralentissement américain. Révisée à la baisse, la croissance s'élèverait à 1,6 % en 2008 et à 1,9 % en 2009.

Comme en Asie, la croissance est restée soutenue dans les pays d'**Amérique latine** en 2007. Outre la solidité de la demande interne, les principaux pays de la zone ont largement profité de l'explosion du prix des matières premières, qui a soutenu les recettes d'exportations. Si la

## ■ Département analyse et prévision

croissance de la zone repose désormais sur des fondamentaux solides, qui la mettent à l'abri d'une crise de confiance majeure, des signes de surchauffe apparaissent. En réponse, les banques centrales pourraient être contraintes de resserrer leur politique monétaire si l'inflation continuait à accélérer, amputant alors la croissance à l'horizon de notre prévision. En outre, le commerce extérieur des principaux pays de la zone pâtit du ralentissement américain, quoique modérément en raison d'une forte diversification géographique. La croissance en Amérique latine ralentirait donc, à 4,1 % en 2008 et 3,4 % en 2009 (contre 5 % en 2007).

Comme celle de la plupart des pays émergents, la croissance des pays d'**Europe de l'Est** est restée extrêmement dynamique en 2007. Dans les nouveaux pays membres, la demande intérieure, stimulée par la nette amélioration du marché du travail, a pris le relais du commerce extérieur. La croissance devrait rester solide à l'horizon de notre prévision, mais les déséquilibres macroéconomiques massifs de nombre d'entre eux — à commencer par la Hongrie — en font des économies particulièrement exposées à un risque financier si la crise américaine venait à se propager au système bancaire mondial. Du côté de la CEI, en revanche, la forte hausse du prix des matières premières a tiré la croissance et permis un assainissement extrêmement rapide des fondamentaux. Si la zone commence à présenter des signes de surchauffe, la croissance devrait demeurer vigoureuse, tirée par une demande intérieure en pleine expansion.

## L'Europe plie mais ne rompt pas

En léger recul par rapport à l'année 2006, la croissance de la zone euro en 2007 est néanmoins restée dynamique à 2,6 % et, pour la première fois depuis 2001, supérieure à celle des États-Unis. Les mauvaises nouvelles, déconfiture du système financier mondial, envolée de l'euro et résurgence de tensions inflationnistes, ont cependant terni les performances économiques des pays de la zone en fin d'année 2007 et elles pèseront sur la conjoncture dans les trimestres à venir.

La consommation des ménages marquera le pas dans la première moitié de 2008, sous l'effet du regain d'inflation. Mais sous l'hypothèse que le prix du pétrole en euro se stabilise autour de 66 euros le baril et que les tensions sur les prix alimentaires s'atténuent, cette faiblesse ne sera que passagère et la consommation devrait redémarrer dans la seconde moitié de l'année. En France et en Espagne, des mesures fiscales favorables aux ménages apporteraient un soutien supplémentaire à la consommation. Quant aux entreprises, elles bénéficient d'une situation opérationnelle favorable et d'une profitabilité élevée. L'encours de crédit aux entreprises, qui augmentait encore de plus de 14 % en

glissement annuel en janvier 2008, ralentirait mais soutiendrait encore l'investissement productif, tout comme la baisse de la fiscalité des entreprises prévue en 2008 dans plusieurs pays.

L'Europe ne sombrerait donc pas et l'on se gardera d'établir un parallèle entre les situations américaine et européenne. À la différence de l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000, quand les ferments de la crise étaient communs aux deux zones, le choc immobilier actuel n'est propre qu'aux États-Unis. Certes, le resserrement monétaire de la Banque centrale européenne (BCE), entre décembre 2005 et juin 2007, a initié un net ralentissement sur de nombreux marchés immobiliers, mais les banques sont globalement restées prudentes dans leur politique d'octroi de crédits, se risquant rarement à entraîner les ménages les moins solvables dans un jeu spéculatif. De ce fait, si la hausse du taux de défaut sur les crédits au logement apparaît inévitable en Europe, ce mouvement devrait être moindre qu'outre-Atlantique. Et la baisse des prix immobiliers, si elle devait survenir, ne dégraderait pas la situation financière des ménages dont la capacité d'emprunt repose sur le revenu et pas sur des plus-values potentielles.

Au final, malgré un *statu quo* attendu de la politique monétaire, un euro fort (environ 1 euro pour 1,56 dollar en moyenne en 2008 et 2009) et une impulsion budgétaire modérée en 2008 (+ 0,2 point) et neutre en 2009, la zone euro résisterait, du fait de fondamentaux solides. Elle préserverait un sentier de croissance proche de son potentiel, 2,0 % en 2008 et 2,2 % en 2009.

### 1. L'indicateur avancé : stagnation de la zone euro à l'horizon du deuxième trimestre \*

Après le ferme rebond de la croissance en 2006, les chiffres de l'année 2007 sont apparus plus mitigés. De passages à vide comme aux deuxième et quatrième trimestres, en rebond comme au troisième trimestre, la croissance trimestrielle moyenne en 2007 s'est établie à 0,6 %, inférieure de ¼ de point à celle de 2006, témoignant d'une inflexion du sentier d'expansion du PIB, resté toutefois supérieur à sa croissance potentielle.

Les anticipations de l'indicateur pour la première moitié de 2008 suggèrent maintenant un basculement du régime de croissance. Le PIB de la zone ne croîtrait plus que de 0,2 % au premier trimestre, avant de stagner au deuxième. Les prévisions sont pénalisées par la dégradation du climat des affaires dans l'industrie, dont la contribution à l'indicateur est régulièrement négative depuis le début de 2007, bien moins toutefois que lors du ralentissement de 2001. On pourra voir dans cette résistance, alors même que la récession menace outre-Atlantique, l'illustration de la thèse du « découplage » selon laquelle les difficultés de l'économie américaine n'affecteraient que marginalement le reste du monde, toujours tiré par la vigueur des pays émergents.



## ■ Département analyse et prévision

La croissance prévue souffre aussi de la chute de la confiance des ménages au quatrième trimestre 2007. Sa simultanéité avec le regain d'inflation à la fin de 2007 ne laisse guère de doute quant à l'impact dévastateur des hausses de prix alimentaire et énergétique sur le moral du consommateur. Au niveau européen, le recul de la confiance des ménages s'accompagne généralement du ralentissement de la croissance. Il pourrait en aller ainsi actuellement sauf si les ménages abaissent leur taux d'épargne pour préserver la hausse de leurs dépenses, malgré la dégradation du pouvoir d'achat. En l'état actuel de l'information conjoncturelle, seule cette réaction des ménages, non prise en compte dans le calcul de l'indicateur, permettrait de « sauver » la croissance de la première moitié de 2008. Cette hypothèse a été retenue dans le scénario central qui, pour cette raison, s'écarte du schéma pronostiqué par l'indicateur.

### Le taux de croissance PIB observé et estimé

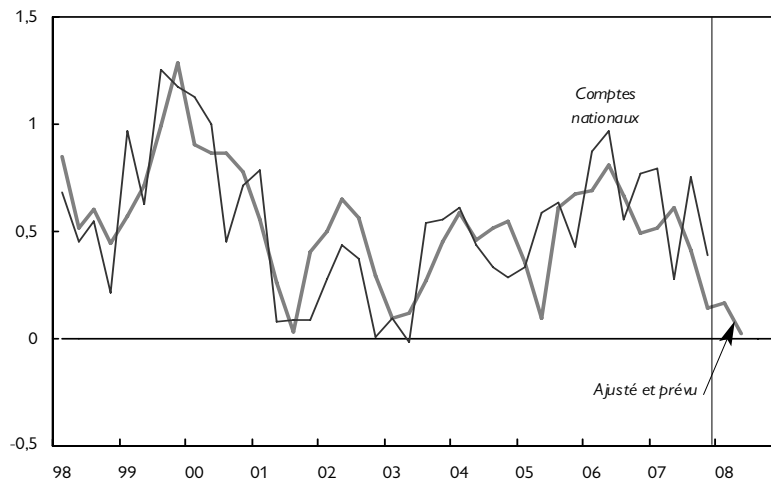
En %, t/t-1

	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4	2007 T1	2007 T2
Eurostat	0,8	0,3	0,8	0,4	—	—
Indicateur	0,5	0,6	0,4	0,1	0,2	0,0

Sources : Eurostat, Commission européenne, calculs et prévisions OFCE.

### Le taux de croissance PIB observé et estimé

En %, t/t-1



Sources : Eurostat, Commission européenne, calculs et prévisions OFCE.

\* Pour une présentation de la méthodologie de l'indicateur, voir Charpin F., « Indicateur à court terme de la zone euro », *Revue de l'OFCE*, n° 83, octobre 2002, pp. 229-242.

## La dynamique solide des pays émergents

Il paraît aujourd'hui plus que probable que les pays émergents résisteront mieux qu'en 2001 au ralentissement de l'économie mondiale. Tout d'abord parce que ce ralentissement serait de moindre ampleur : les États-Unis échapperaient à la récession et l'Europe préserverait une croissance supérieure à 2 % dans notre scénario. Ensuite parce que les causes sont très différentes : l'éclatement de la bulle Internet s'est traduite par un retournement violent du cycle d'investissement au niveau mondial, et en particulier de la demande en semi-conducteurs, tandis que la crise actuelle affecte surtout le secteur financier. Et enfin parce que les pays émergents sont aujourd'hui en bien meilleure position pour résister à un choc externe. En 2001 la crise argentine éclatait et retentissait sur le reste de l'Amérique latine, l'Asie se remettait progressivement de la crise de 1997 et la Russie sortait tout juste de celle de 1998. Depuis 2001, les pays émergents ont dans l'ensemble assaini leurs finances publiques et leurs systèmes bancaires, et accumulé massivement des réserves de change grâce à des excédents courants records (tableau 3).

Le tableau permet d'illustrer le poids des quatre principaux pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine, dits « BRIC ») dans l'économie mondiale. S'ils concentrent à eux-seuls plus de 40 % de la population mondiale, ils ne représentent en 2007 que la moitié du PIB des États-Unis. Cette proportion a cependant doublé depuis 2001 grâce à la forte croissance de leurs économies et à l'appréciation des taux de change.

En termes de contribution à la croissance mondiale, les pays émergents pèsent bien plus que les États-Unis étant donné le dynamisme actuel de leurs économies. Alors que la croissance mondiale s'établissait à 4,8 % en 2007, la contribution des pays émergents

3. Le poids du BRIC dans l'économie mondiale

	Population, en millions	PIB en % du PIB américain (dollars courants)		Part des États-Unis dans les exportations, en %		Réserves de change, en % du total mondial	
		2007	2001	2007	2001	2007	2001
Chine	1 320	13	24	20	21	13	19
Inde	1 130	5	8	21	15	3	5
Brésil	190	5	9	24	15	2,6	3,5
Russie	142	3	9	7	5	2	9
<b>BRIC</b>	<b>2 782</b>	<b>26</b>	<b>50</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>47</b>

Sources : FMI, Datastream, calculs OFCE.

s'élevait à 3,4 points contre seulement 0,5 point pour les États-Unis<sup>1</sup>. L'enjeu du découplage est donc de taille. Si les hypothèses sur lesquelles est construit notre scénario sont vérifiées — stabilisation du prix des matières premières et de l'énergie, bonne résistance des pays européens — les pays émergents conserveraient un sentier de croissance dynamique et contribueraient à hauteur de 3,1 points à la croissance mondiale en 2008, contre seulement 0,25 point pour les États-Unis.

La crise des *subprime* n'aurait donc qu'un impact limité sur le dynamisme des pays émergents. La transmission de la crise peut se faire principalement par deux canaux : le commerce extérieur et les marchés financiers. Le tableau 3 ci-dessus montre que l'exposition directe du commerce extérieur des pays émergents à la conjoncture américaine est limitée (17 % en moyenne pour les BRIC) et en diminution depuis 2001. La tendance est à la diversification des débouchés commerciaux et à la régionalisation croissante du commerce. Le Mexique est le pays le plus exposé au ralentissement américain de par son taux d'ouverture élevé et l'intensité de ses liens commerciaux avec son voisin. La croissance mexicaine atterrirait à 2,1 % en 2009 alors qu'elle affichait 4,8 % en 2006. La situation serait bien sûr différente dans l'hypothèse d'une moindre résistance des économies développées au marasme financier actuel. L'OCDE capte entre 60 et 70 % des exportations des pays émergents. Si la demande des pays riches devait se tarir du fait de pertes de pouvoir d'achat des salariés ou d'une contraction de l'investissement, les pays émergents n'en sortiraient pas indemnes. Par ailleurs, la chute du dollar nourrit des inquiétudes concernant la perte de compétitivité des pays tiers. Mais le billet vert s'étant déprécié vis-à-vis de la plupart des monnaies, l'impact sur les taux de change effectif reste limité : depuis fin 2006, la hausse s'élève à 1 % pour le yuan chinois, 8 % pour la roupie indienne et 0,3 % pour le rouble. À titre de comparaison, l'euro s'est apprécié de 5 %.

Le deuxième canal est celui des marchés financiers et plus spécifiquement du crédit. On peut identifier deux risques potentiels pour les marchés émergents : un renchérissement du crédit *via* une hausse des *spreads* et/ou un rationnement du crédit lié à la dégradation du bilan des banques. La hausse des *spreads* sur les obligations publiques des pays émergents est restée très modérée comparée à l'épisode de 2001, du fait de l'assainissement de leur situation financière. La baisse des dettes extérieures et publiques, la forte hausse des réserves de change et des excédents commerciaux rendent les pays émergents beaucoup moins vulnérables à d'éventuelles attaques spéculatives sur leurs monnaies et leur donne les moyens de refinancer de façon autonome leurs systèmes bancaires et leurs économies en cas de propagation de la crise. Par ailleurs, l'exposition directe des banques des pays émergents

1. La croissance mondiale et les contributions sont calculées en parité de pouvoir d'achat.

aux crédits titrisés issus des *subprime* est très limitée. En Asie, le secteur bancaire a été réformé en profondeur depuis la crise de 1997 : les banques sont devenues plus prudentes dans l'octroi de crédits et leurs bilans sont sains. Leur bonne rentabilité les a aussi protégées de la recherche de gains supplémentaires au travers des innovations financières. En outre, une part importante du crédit aux entreprises est liée aux investissements directs étrangers (IDE), *via* les prêts des mères à leurs filiales. Ce type de crédit est par nature beaucoup moins sensible à la conjoncture et représente une source de financement plus stable. En Chine comme en Russie, le secteur bancaire, entre les mains de l'État, est très peu exposé aux turpitudes de la finance mondiale. Seules les grandes entreprises d'État ont accès au financement par les banques, alors que les PME sont très largement autofinancées en Chine, et dépendantes de financements étrangers en Russie. Globalement, malgré le retournement brutal des marchés boursiers, le secteur financier des pays émergents n'est pas menacé et l'abondance de liquidités les protège d'un rationnement important du crédit. Seules les PME dans certains pays et les entreprises en difficultés pourraient pâtir d'un durcissement des conditions d'octroi de crédit par des banques devenues plus prudentes. Enfin, la baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale contribue à l'assouplissement des conditions monétaires au niveau mondial, les pays émergents bénéficiant aussi de la fuite vers la qualité dans un contexte d'incertitude sur la capacité de résistance des pays développés.

## 2. La politique budgétaire dans la zone euro

Se pliant sagement aux règles du jeu fixées par le traité de Maastricht, les pays de la zone euro ont majoritairement poursuivi en 2007 le redressement de leurs finances publiques. Après s'être amélioré de 1,7 point de PIB de 2003 à 2006, le déficit agrégé de la zone euro s'est encore réduit de 0,8 point en 2007. Sur les quatre dernières années la politique budgétaire a fourni une impulsion négative à la croissance d'un demi-point de PIB par an dans la zone euro, y compris en 2007 malgré le ralentissement de la croissance.

Ce comportement n'a pas été commun à tous les pays en 2007. Si la France, la Grèce et l'Irlande ont dégradé leurs finances publiques, ce n'est qu'en France que cette politique contra-cyclique était justifiée *a posteriori* du fait de la perte de vigueur de la croissance. Seul le Portugal présente un déficit de 3 % en 2007, mais la France et la Grèce s'approchent dangereusement du plafond du Pacte de stabilité et croissance. Parmi les grands pays, l'Allemagne, l'Espagne et les Pays-Bas affichent des excédents budgétaires. L'Italie a su s'affranchir de la procédure de déficit excessif en ramenant son déficit en deçà de 3 %. Mais ces résultats ont eu un coût en termes de croissance, moins visible en Allemagne où la progression du PIB fut soutenue en dépit d'une impulsion fortement négative, très marqué en Italie où la forte restriction budgétaire a relégué le pays en lanterne rouge de la croissance de la zone.

## ■ Département analyse et prévision

L'accentuation du ralentissement en 2008 serait limitée par une politique budgétaire faiblement contra-cyclique, le soutien à la croissance étant plus décidé dans les grands pays de la zone, à l'exception des Pays-Bas. Ces derniers, comme la Belgique, le Portugal et la Grèce, pratiqueraient une restriction budgétaire, mais l'orientation budgétaire de la quasi-totalité des pays membres de la zone euro deviendrait neutre dès 2009.

L'orientation de la politique budgétaire en France en 2007 s'est écartée de celle des autres grands pays. À la suite de la dégradation du déficit entre 2001 et 2003 (2,6 points de PIB), les comptes publics français se sont améliorés de 1,7 point entre 2003 et 2006, grâce à un effort budgétaire principalement dû à la hausse de 1,2 point de PIB des prélèvements obligatoires, résultat dû exclusivement au dynamisme des assiettes fiscales. En 2007, ce dynamisme n'a pas été suffisant pour compenser les mesures votées par le gouvernement Villepin (0,7 point de PIB) et le paquet fiscal voté cet été. Ce qui a creusé le déficit au-delà de ce qui était prévu.

Après une forte dégradation des finances publiques en 2001 et 2002 due à la mise en place du premier volet de la réforme fiscale, l'Allemagne avait déjà réussi à réduire son déficit de 2,4 point de PIB de 2003 à 2006, grâce à une forte maîtrise des dépenses qui a compensé la perte continue de recettes. La spectaculaire amélioration du solde public s'est poursuivie en 2007, se montant à 1,8 point de PIB, et se soldant par un excédent de 0,2 % en 2007 (contre 1,5 % prévu par le gouvernement). Elle résulte de l'impact de la conjoncture pour 0,7 point, mais aussi d'une amélioration du solde structurel de 0,9 point liée à la hausse de la TVA qui a compensé la baisse de cotisations. La maîtrise des dépenses a pu se poursuivre grâce au ralentissement des prestations chômage due à l'embellie sur le marché du travail.

La forte dégradation des finances publiques depuis 2001 avait valu à l'Italie l'ouverture d'une procédure de déficit excessif après avoir atteint un déficit de 4,2 % en 2005. Depuis, le déficit a été ramené à 1,9 % en 2007 et la procédure a été close. L'impulsion budgétaire négative de 1,5 point de PIB en 2006 et de 1,4 en 2007 a résulté d'une hausse du contrôle structurel des dépenses, mais surtout d'une hausse des recettes de 1 point de PIB, sur les deux ans, venant de la lutte contre l'évasion fiscale. L'objectif de respect du critère du Pacte de stabilité a pu être atteint, tout en utilisant une partie des plus-values fiscales à l'allègement de la fiscalité des entreprises (baisse des charges) et dans une moindre mesure celle des ménages (crédit d'impôt pour les faibles revenus, modification du barème en faveur des tranches les plus faibles)

En 2008 la France poursuivrait son relâchement budgétaire, mais elle ne serait plus seule. Le déficit public atteindrait 3,1 % du PIB, soit une hausse de 0,3 point de PIB du déficit primaire, dont 0,2 point structurel. Le coût du paquet fiscal (0,4 point) ne serait pas entièrement financé par l'ajustement de la dépense publique, car les mesures d'économies seraient compensées par des nouvelles dépenses. L'Allemagne aussi s'autoriserait un retour au déficit (- 0,4 %), dû à la mise en place de la réforme de la fiscalité d'entreprise et à la poursuite des baisses des cotisations. En Italie, le gouvernement sortant a prévu de poursuivre la ligne de conduite passée en allouant les plus-values fiscales à des baisses d'impôt et à des hausses de dépenses. Des nouvelles mesures d'allègement des impôts en faveur des ménages et des entreprises creuseraient le déficit public à 2,4 %.

Politiques budgétaires dans la zone euro

	2007	2008	2009	Moyenne 2007-2009
<b>Croissance du PIB, en %</b>				
Allemagne	2,6	1,7	2,2	2,2
France	1,9	1,8	2,3	2,0
Italie	1,5	0,8	1,5	1,3
Espagne	3,8	2,4	1,9	2,7
Pays-Bas	3,5	3,0	2,5	3,0
Belgique	2,7	2,0	2,3	2,3
Autriche	3,3	2,1	2,4	2,6
Finlande	4,3	2,9	2,7	3,3
Portugal	1,9	1,7	2,0	1,9
Grèce	4,0	3,5	3,5	3,7
Irlande	5,2	4,9	4,8	5,0
Zone euro	2,6	2,0	2,2	2,3
<b>Solde public, en points de PIB</b>				
Allemagne	0,2	-0,4	0,1	0,0
France	-2,7	-3,1	-3,0	-2,9
Italie	-1,9	-2,4	-2,1	-2,1
Espagne	2,2	1,2	0,3	1,2
Pays-Bas	0,6	1,5	1,8	1,3
Belgique	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2
Autriche	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Finlande	0,0	0,0	-0,1	0,0
Portugal	-3,0	-2,7	-2,4	-2,7
Grèce	-2,9	-2,0	-2,0	-2,3
Irlande	1,0	0,2	-0,4	0,3
Zone euro	-0,6	-1,0	-0,8	-0,8
<b>Impulsion budgétaire *, en points de PIB</b>				
Allemagne	-1,1	0,5	-0,1	-0,2
France	0,0	0,2	0,0	0,0
Italie	-1,4	0,6	-0,1	-0,3
Espagne	-0,2	0,6	0,3	0,2
Pays-Bas	0,7	-0,5	0,2	0,1
Belgique	1,0	-0,4	0,2	0,3
Autriche	0,0	0,0	0,0	0,0
Finlande	0,7	-0,4	0,4	0,2
Portugal	-0,7	-0,3	-0,2	-0,4
Grèce	-0,1	-0,6	-0,1	-0,3
Irlande	2,1	0,6	0,5	1,1
Zone euro	-0,5	0,2	0,0	-0,1

\* Opposée de la variation du solde structurel primaire. Un chiffre positif indique une politique budgétaire expansionniste.  
Sources : Comptes nationaux, Programmes de stabilité, calculs et prévision OFCE avril 2008.

## Risques et scénarios alternatifs

### Le retour de l'inflation

Du fait de la flambée du prix des matières premières et alimentaires, on observe une hausse sensible de l'inflation depuis le quatrième trimestre 2007 dans la plupart des pays de l'OCDE. En zone euro, l'indice des prix harmonisé (IPCH), inférieur à 2 % en glissement annuel jusqu'en août 2007, a brusquement accéléré en septembre à 2,1 %, pour finalement atteindre 3,5 % en mars selon Eurostat. Le phénomène est similaire aux États-Unis où l'indice des prix à la consommation, en hausse de 2,5 % sur un an entre janvier et août 2007, s'est accéléré à 4,4 % en janvier et 4,1 % en février 2008.

Ce soudain regain d'inflation soulève la question du risque d'une dérive inflationniste dans les pays de l'OCDE sur lequel nous revenons en détail dans une étude spéciale sur l'inflation : voir dans ce dossier « Inflation : prix au piège ». Ce risque est écarté dans notre scénario central pour plusieurs raisons. D'abord, une partie de cette hausse de l'inflation est imputable à une sorte d'illusion d'optique liée à la méthode de calcul. Un effet dit de « base » répercute en supplément d'inflation la baisse de l'année précédente. Corrigée de cet effet, l'inflation de la zone euro serait légèrement supérieure à 3 %, un niveau comparable au pic de la mi-2001.

En outre, plusieurs éléments suggèrent une accalmie au cours des deux prochaines années concernant l'évolution des prix des matières premières et alimentaires. Avec le ralentissement de l'économie mondiale, ces produits devraient cesser de contribuer à la hausse de l'inflation. En 2008 et 2009, la hausse de la production agricole, amputée les années précédentes par des conditions climatiques défavorables, devrait contenir les prix. Le net ralentissement depuis 2006 du prix des matières premières industrielles ne devrait pas être interrompu par la forte hausse observée au premier trimestre 2008. Le prix du pétrole se stabiliserait après la très forte hausse de 2008 (+ 41,9 %). Une baisse des cours des matières premières est même envisageable car une partie des hausses récentes est imputable à des phénomènes de spéculation qui ne permettent pas d'exclure l'existence d'une bulle sur ces marchés : échaudés par la crise des *subprime*, les investisseurs sont attirés par les valeurs montantes que sont les matières premières, ce qui amplifie leur hausse.

En même temps, un risque haussier ne peut être exclu. La demande des pays émergents continue d'augmenter rapidement sous les effets de facteurs démographiques en Inde et en Afrique et de la hausse du niveau de vie notamment en Chine. La consommation accrue de viande (porc surtout) contribue à augmenter fortement les besoins en céréales,

et cette tendance est amenée à s'amplifier. La Chine et l'Inde misent sur les OGM pour accroître les rendements agricoles, mais la hausse de la production pourrait avoir du mal à suivre l'explosion de la demande, ou le faire avec retard. En Chine, la surface agricole arable diminue de l'ordre de 0,8 % par an à cause de la désertification. La rareté de l'offre (sécheresse en Australie, intempéries en Chine, etc.) a également contribué à l'envolée du cours des matières premières alimentaires. Les stocks de blé, de riz et de maïs sont à leurs plus bas niveaux historiques.

L'apparition d'un effet dit de « second tour » constitue un autre risque d'enclenchement d'une dérive inflationniste. Pour compenser l'érosion de leur pouvoir d'achat due au renchérissement des prix des produits pétroliers et alimentaires, les ménages peuvent réclamer et obtenir des hausses de salaire que les entreprises répercutent dans leur prix de vente afin de préserver leurs marges, enclenchant ainsi une spirale prix-salaire inflationniste. Un tel mécanisme s'est produit à la suite des chocs pétroliers des années 1970. Il ne s'est pas enclenché aujourd'hui comme en témoigne la stabilité de l'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, alcool et tabac). Il est peu probable qu'un effet de second tour se mette en œuvre dans les pays de l'OCDE à en juger par les mécanismes d'indexation estimés pour les États-Unis et la zone euro. Les niveaux d'indexation des salaires sur les prix estimés ne seraient pas unitaires, de sorte que la hausse des prix des matières premières et alimentaires importées se traduirait par une baisse de pouvoir d'achat plutôt qu'une dérive de l'inflation. Les réformes sur le marché du travail dans les années 1980 et 1990, ainsi que la concurrence accrue des pays émergents, expliqueraient pourquoi les travailleurs des pays riches ne parviennent plus à obtenir une parfaite indexation de leur salaire sur les prix comme par le passé.

Mais le regain d'inflation touche également les pays émergents, plus affectés que les pays de l'OCDE par la hausse des prix agricoles du fait de la part importante de la consommation de produits alimentaires dans le budget des ménages. Cela les rend plus vulnérables à la mise en œuvre d'effet de second tour. D'ailleurs, certains pays connaissent des dérives inquiétantes : l'inflation dépasse 20 % en Iran et en Ukraine, atteint 26 % au Venezuela et 16 % au Vietnam. Ce mouvement n'épargne aucune zone puisque, selon les prévisions du FMI, l'inflation est attendue en 2008 autour de 5,5 % en Asie émergente, 6,6 % en Amérique latine, 7,5 % en Afrique, 11,5 % au Moyen-Orient, 6,4 % en Europe de l'Est et 13,1 % dans l'ex-empire soviétique. La hausse des denrées alimentaires se conjugue à une demande intérieure vigoureuse et à des taux d'utilisation des capacités de production élevés dans de nombreux pays. Ainsi les contraintes d'offre pourraient conduire à une accélération des prix d'origine cyclique, contraignant les banques centrales à durcir leurs politiques monétaires dans un contexte inter-



## ■ Département analyse et prévision

national hautement incertain. Les risques seraient alors de deux natures : si la réaction des banques centrales est trop timorée ou si la politique monétaire ne mord pas sur l'économie (comme en Chine), une spirale inflationniste pourrait s'enclencher au travers de la boucle prix-salaire. Si, au contraire, la réaction est trop forte, elle pourrait brider l'investissement et accélérer l'appréciation des monnaies, dégradant la compétitivité, ce qui nuirait au commerce extérieur et pèserait sur les marges des entreprises.

### La chute du dollar

À 1,57 dollar pour 1 euro début avril 2008, le taux de change du dollar a franchi fin février le seuil de 1,5 que l'on croyait pourtant solide. Mais depuis plusieurs années, la devise américaine a perdu son pouvoir d'attraction. Le dollar a baissé de plus de 40 % face à l'euro depuis le début 2002 et le mouvement s'est largement accéléré depuis octobre 2007, au point que le débat sur un dévissage du dollar s'est développé. De 2005 à la mi-2007, le billet vert avait encore bénéficié d'un écart de taux d'intérêt très favorable avec la zone euro (l'écart ayant culminé à 2,25 points en juin 2006 alors que le taux des *feds funds* atteignait 5,25 % et que le taux directeur de la BCE se maintenait à 2 %) mais était plombé par un déficit courant qui continuait de se dégrader pour atteindre des proportions inquiétantes (près de 7 % du PIB).

Notre scénario central retient l'hypothèse que le dollar poursuivra sa baisse jusqu'au deuxième trimestre 2008 à 1,60 dollar pour 1 euro, avant de se stabiliser et de revenir à 1,55 dollar en 2009. En effet, la hausse de l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro devrait s'accroître au deuxième trimestre avec les prochaines baisses des *feds funds* à 1,75 % et le maintien du taux directeur en zone euro. Par la suite, les anticipations de baisses des taux de la BCE et la fin du relâchement monétaire par la Réserve fédérale devraient freiner l'attractivité de l'euro, tandis que la baisse du besoin de financement externe américain réduirait la dépendance aux capitaux étrangers.

Néanmoins, plusieurs inquiétudes pèsent sur le dollar et pourraient conduire à un ajustement plus violent. Sur le plan structurel, la montée de l'endettement externe a conduit à d'importants déséquilibres : en 2006, le déficit courant américain frôlait les 7 % du PIB. Aujourd'hui, malgré une baisse du dollar de 23 % en terme effectif réel, la résorption des déséquilibres se fait difficilement. Le retournement de la croissance a entraîné un net ralentissement des importations en 2007 mais l'ajustement du taux de change n'a réussi qu'à stopper les pertes de parts de marché à l'exportation. Une tendance positive se dessine depuis quelques trimestres mais le mouvement reste encore extrêmement timide. Dans ces conditions, face à un besoin de financement qui reste structurellement élevé et une dette qui a fortement augmenté ces

dernières années, le maintien du dollar ne repose que sur la confiance accordée par les investisseurs.

Or, si le dollar américain reste une monnaie de réserve internationale (64 % des réserves sont en dollars), ses vertus de protection contre le risque de change et de défaut s'effritent sensiblement. Le dollar apparaît de moins en moins comme une valeur refuge et la volonté de diversification des monnaies dans les réserves de change officielles en est la preuve. Par ailleurs, l'assouplissement de la stratégie de change en Chine, en faveur de l'appréciation du yuan, conduit à une politique d'achats officiels de titres américains moins rigoureuse. Après une appréciation de 7 % face au dollar en 2007, concentrée en grande partie au deuxième semestre, les anticipations des marchés misent sur une appréciation du yuan de plus de 10 % en 2008. Or, les achats officiels de titres de la dette publique américaine depuis 2003 ont constitué un soutien opportun au dollar, dans lequel la Chine y a joué un rôle majeur. Au début de l'année 2008, elle détenait plus de 20 % des titres publics détenus par des étrangers, après moins de 25 % pour le Japon dont la part baisse régulièrement depuis 2004.

Dans l'hypothèse où la crise financière s'accroît, et où la crise de confiance s'installe davantage sur les marchés, le risque est alors que la crise de liquidités sur les marchés interbancaires ne dégénère en une véritable crise de défaut, ce qui validerait les craintes des investisseurs. Il suffit pour cela de mauvaises nouvelles concernant les bilans des banques, ou bien d'un ajustement plus récessif de l'économie américaine. Dans cette hypothèse, le dollar pourrait alors s'ajuster violemment à la baisse. Cette situation est déjà celle qu'on a observée fin 2007-début 2008 : baisse accélérée du dollar sur fonds de baisse du taux des *fed funds*, de mauvaises nouvelles sur les marchés financiers, de baisse des achats de titres privés et publics longs par les investisseurs étrangers. Dans le cas d'un scénario de chute du dollar pour des raisons de crise financière, les monnaies asiatiques seraient alors tentées de décrocher encore plus vite du dollar, ce qui amplifierait la chute.

Une baisse violente du dollar aurait certes un effet positif sur la compétitivité des produits américains mais renchérirait fortement le prix des importations, alimentant dès lors le risque inflationniste aux États-Unis. En tout cas, le dollar aurait perdu son statut de monnaie forte, au profit de l'euro. Le sentier de croissance à moyen terme de l'économie américaine devrait s'infléchir. La zone euro pourrait ne pas profiter des largesses qu'offre une monnaie forte mais plutôt pâtir davantage de ses inconvénients. Plus ouverte commercialement que les États-Unis, et plus orthodoxe dans sa gestion macroéconomique, elle serait pénalisée par une perte de compétitivité et pourrait ne pas bénéficier pleinement des avantages d'une monnaie refuge.

## Le *credit crunch*

La relative résistance de la zone euro et surtout des pays émergents et le redémarrage des États-Unis reposent dans notre scénario, comme on l'a souligné précédemment, sur l'absence de restriction de crédit, notamment à l'égard des entreprises. Cette hypothèse est en accord avec les dernières statistiques de crédit distribué aux entreprises. L'encours de dette de ces dernières n'a pas ralenti ces derniers mois, accélérant même dans la zone euro.

Force est de constater toutefois que la crise n'est pas terminée. Les mauvaises nouvelles n'ont pas nécessairement été toutes annoncées et les banques traverseront sans doute une année 2008 délicate. Si leurs bilans venaient à se dégrader rapidement, elles seraient amenées à restreindre leur distribution de crédit. Le ralentissement déjà observé depuis plusieurs trimestres de l'encours de crédit aux ménages, en lien avec le retournement des marchés immobiliers, s'approfondirait. S'y grefferait aussi un moindre financement bancaire des entreprises. Ceci se traduirait rapidement dans les dépenses des agents privés. La confiance des ménages, déjà très faible, chuterait encore, d'autant plus que la crise financière serait relayée par des tensions accrues sur le prix du pétrole et sur les matières premières. Les pertes de pouvoir d'achat et la morosité des ménages incitant peu à la dépense, la demande intérieure pourrait être sérieusement déprimée. Il n'y aurait de surcroît pas grand-chose à espérer de la demande étrangère puisque le choc financier et inflationniste n'épargnerait personne. Avec le plongeon des bourses mondiales et la hausse des primes de risque, c'est toute la chaîne de financement qui serait menacée. Un retournement du cycle de l'investissement productif serait alors inévitable et toute la mécanique s'en trouverait grippée.

*Achévé de rédiger le 15 avril 2008*