



HAL
open science

Le temps des conséquences

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.. Le temps des conséquences. Revue de l'OFCE, 2009, 109, pp.145 - 170. 10.3917/reof.109.0144 . hal-03473733

HAL Id: hal-03473733

<https://sciencespo.hal.science/hal-03473733v1>

Submitted on 10 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.

Le temps des conséquences*

Perspectives 2009-2010 pour l'économie mondiale

"The era of procrastination, of half-measures, of soothing and baffling expedience of delays is coming to a close. In its place, we are coming to a period of consequences",

Winston Churchill, 1936.

OFCE, Centre de recherche
en économie de Sciences Po
Département analyse
et prévision

Les délais d'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle ont pu créer un temps d'illusion que l'économie mondiale sortirait sans trop de dommages de la crise qui a éclaté à l'été 2007. Et même si l'économie américaine devait pâtir davantage de ses propres excès que ses homologues européennes plus vertueuses, le dynamisme des pays en développement devait profiter à tous en maintenant finalement la trajectoire des économies à l'intérieur de leurs normes historiques.

Le temps des illusions est maintenant révolu, vient celui des conséquences.

Pertes de richesse, montée de l'aversion au risque, dégradation des solvabilités, résurgence des faillites et du chômage, la récession et ses conséquences se sont généralisées à la quasi totalité de la planète.

Le choc est rude, mais on pourrait se dire après tout que la purge en cours, d'autant plus violente qu'elle serait brève, est une étape incontournable pour refonder le sentier de croissance sur des bases assainies. Rien n'est moins sûr. Les contraintes engendrées par les pertes de richesse et la dégradation des bilans ne se lèveront pas instantanément et, malgré les plans de relance, la cure est partie pour durer. C'est ce que suggère l'expérience japonaise des années 1990.

* 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, Mathieu Plane, Christine Riffart, Danielle Schweisguth. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 10 avril 2009.

Depuis l'éclatement de la bulle des *subprime* il y a près de deux ans, la crise s'est propagée à l'ensemble des économies de la planète. Les tendances dépressives se sont d'abord révélées là où la crise a démarré, aux États-Unis, puis ont gagné l'Europe, qui sans avoir été à l'origine des dérives du crédit à risque, s'est trouvée impliquée dans les difficultés bancaires. La crise a franchi une nouvelle étape à la fin de l'année dernière avec, d'un côté l'accélération de la contraction de l'activité là où elle était déjà engagée, et de l'autre sa diffusion à nombre de zones émergentes, comme l'Amérique latine, la Corée du Sud ou les dragons d'Asie du sud-est. Et même s'ils ne sont pas entrés en récession, les poids lourds asiatiques, la Chine et l'Inde, subissent un violent freinage de leur croissance.

Cette crise est inédite dans sa profondeur, dans sa synchronisation et dans son étendue. Elle est sans commune mesure avec le choc engendré par le dégonflement de la bulle des nouvelles technologies en 2001 qui ne présentait pas un caractère systémique et dont les conséquences réelles sont restées limitées. Les rythmes de recul des PIB dans les pays développés apparaissent inégalés depuis la grande dépression des années 1930¹, emportés par la crise du crédit, la montée de l'aversion pour le risque, l'ampleur des effets de richesse négatifs et la généralisation aux zones en développement de ces désordres qui démultiplient les effets initiaux du choc.

De mémoire, les prévisions formulées dans ce contexte sont les plus noires qui aient jamais été faites. Le PIB mondial devrait ainsi se contracter en 2009 de 1,6 %, emmené par la plupart des zones du monde (tableau 1). Les pays développés verront ainsi leur taux de croissance s'effondrer à -3,1 % (soit une contribution de - 1,7 % à la croissance mondiale), tandis que les économies émergentes ralentiront fortement, à + 0,5 %. La Chine et l'Inde resteront épargnées par la récession, mais au regard des performances de ces dix dernières années, une expansion limitée à moins de 5 % constitue une bien piètre performance.

La thèse du découplage, selon laquelle l'émergence d'un plus grand dynamisme interne aux économies en développement devait se substituer au moins partiellement au freinage de l'activité dans les pays développés, s'est éteinte d'elle-même. L'effondrement des prix des produits de base à partir de la mi-2008 a tari une source de revenu majeure pour les pays producteurs. Le retrait des investisseurs internationaux et la chute induite des taux de change assèchent les canaux de financement d'économies dont la dépendance à l'épargne externe est structurelle et alourdissent la charge des agents endettés en devises, privant du même coup ces économies d'une part grandissante de leurs ressources internes. L'effondrement du commerce international, d'une ampleur inégalée depuis cinquante ans, ajoute aux difficultés, en particulier dans les pays qui ont fondé leur développement sur l'exportation de produits manufacturés, comme les pays d'Asie.

1. Eichengreen et O'Rourke, « A Tale of two depressions », VoxEU.org, 6 avril 2009.

Tableau 1 : Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2008	2009	2010
Allemagne	4,4	1,0	-4,4	-0,3
France	3,2	0,7	-2,3	-0,2
Italie	2,8	-1,0	-3,9	-0,4
Espagne	2,1	1,2	-3,0	-0,7
Pays-Bas	1,0	2,0	-2,9	0,0
Belgique	0,6	1,1	-3,0	0,2
Autriche	0,5	1,6	-1,9	0,1
Finlande	0,6	0,9	-2,6	0,4
Portugal	0,4	0,1	-2,6	-0,1
Grèce	0,3	3,2	0,0	0,4
Irlande	0,3	-1,1	-4,0	-0,1
Zone euro	16,4	0,6	-3,3	-0,3
Royaume-Uni	3,4	0,7	-4,2	-0,4
Suède	0,5	1,2	-2,2	1,0
Danemark	0,3	0,5	-1,8	0,7
Union européenne à 16	20,5	0,7	-3,3	-0,2
11 nouveaux pays membres	2,7	4,0	-2,2	0,5
Union européenne à 27	23,3	1,1	-3,2	-0,2
Suisse	0,5	1,9	-1,6	0,6
Norvège	0,4	2,7	-1,0	1,0
Europe	24,1	1,1	-3,1	-0,1
États-Unis	21,8	1,1	-2,8	0,5
Japon	6,7	-0,8	-5,9	0,3
Canada	2,0	0,5	-2,5	0,5
Pays industriels	56,3	0,8	-3,2	0,2
Pays candidats à l'UE ²	1,2	3,2	-2,0	0,5
Russie	3,2	5,6	-3,0	0,0
Autres CEI ³	1,3	5,4	-4,8	-0,9
Chine	11,0	9,1	4,2	7,1
Autres pays d'Asie	13,2	5,0	0,5	3,3
Amérique latine	7,9	2,4	-3,4	0,2
Afrique	3,4	5,4	3,0	3,5
Moyen-Orient	2,5	6,1	3,0	3,0
Monde	100	2,9	-1,6	1,5

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 2009.

De la crise financière à la crise réelle

La crise a changé de nature depuis l'éclatement de la bulle des *subprime* aux États-Unis : parties d'un petit segment du crédit aux États-Unis, celui des prêts hypothécaires à risque auprès de ménages insolubles, les difficultés ont gagné l'ensemble du système financier. Le montant en jeu directement lié aux *subprime* est, selon le FMI, de l'ordre de 500 milliards de dollars. Ce chiffre, en lui-même, est considérable, mais à l'échelle du système financier et des patrimoines du monde, il est négligeable. Rapporté aux 31 000 milliards de perte de capitalisation boursière ou aux 60 000 milliards de patrimoine des ménages américains, il aurait pu être digéré sans dommages.

La crise a pris une telle ampleur parce que les pertes occasionnées par les *subprime*, au lieu d'être diluées et réparties sur de nombreux portefeuilles, ont été concentrées dans les bilans des banques. Attirées par le rendement des produits structurés issus de ces crédits à risque, produits dont elles étaient les concepteurs, les producteurs et les prescripteurs, les banques ont succombé à l'attrait de la titrisation.

Le revers de la médaille est que ces produits ont été l'instrument des institutions bancaires pour échapper aux régulations. En effet, les banques sont contraintes sur la quantité de risque qu'elles peuvent prendre proportionnellement à leurs fonds propres. Mais la titrisation permet de s'affranchir de ces contraintes prudentielles. À la différence des risques sur les prêts classiques (crédits aux entreprises ou aux ménages), inscrits directement au bilan pour leur montant, un risque transformé en titre ne l'est plus qu'à hauteur de l'appréciation qu'en fait le marché sur lequel il est échangé : au lieu d'être inscrit au bilan à 100 %, le prêt va être inscrit à hauteur de la probabilité de défaut déduite du prix du titre en question. Ainsi, un titre ayant une probabilité de défaut faible, de quelques pourcentages, sera inscrit au bilan à hauteur de ces quelques pourcentages, et non pas pour la totalité de sa valeur.

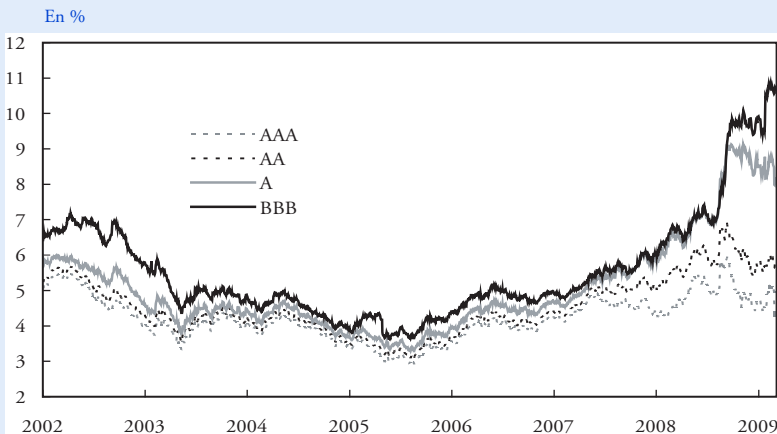
En tant que tel, ce mécanisme permettait de s'affranchir des règles prudentielles. Il est devenu destructeur avec l'instauration d'un climat d'euphorie engendré par la bulle immobilière, qui a poussé de manière évidente à la sous-évaluation des risques pris. Une fois le point de non-retour dépassé, l'éclatement de la crise a conduit à la paralysie du marché interbancaire, miné par la défiance des intervenants les uns vis-à-vis des autres, chacun ignorant jusqu'où l'autre était impliqué. L'annonce de faillites retentissantes a obligé les États à mettre en place des plans de sauvetage du système financier, menacé d'effondrement. Même si les tensions sur le marché interbancaire se sont atténuées à partir du mois d'octobre 2008, les banques ont resserré les conditions de crédits aux ménages et aux entreprises.

En effet, malgré les plans de sauvetage, la situation du système financier, et en particulier des banques, reste très fragile. Les pertes de fonds propres ont été considérables, résultant d'abord des *subprime*, puis de la chute des bourses – la capitalisation boursière ayant été réduite de 50 % depuis juillet 2007 – et enfin des défauts de paiement qui augmentent du fait d'une croissance en berne et de la multiplication des faillites d'entreprises et de l'insolvabilité d'un plus grand nombre

de ménages. Dans ces conditions, la capacité du système financier à abonder l'économie se trouve diminuée. Les recapitalisations ont simplement permis d'éviter l'effondrement du système mais ne fournissent en aucune façon les nouvelles ressources nécessaires au financement de l'économie. Ensuite, par un mouvement de balancier, les établissements financiers deviendraient beaucoup moins enclins que par le passé à prendre des risques, d'autant que leur situation financière les forcera à une longue convalescence. Les pertes accumulées devront être absorbées et pendant ce laps de temps, les banques, tout en ne coupant pas complètement les vannes du crédit, seront plus sélectives, privilégiant une rentabilité sécurisée à un risque même mesuré. D'ailleurs, la nature pro-cyclique des exigences réglementaires amplifie cette tendance. Pour satisfaire les ratios prudentiels, les banques doivent effectivement soit lever de nouveaux fonds propres – ce qui est devenu presque impossible en dehors des recapitalisations publiques – soit réduire le risque de leur portefeuille d'actifs.

Par ailleurs, indépendamment de ces effets liés aux conditions d'offre des banques, la crise financière réduit également la solvabilité et la richesse des emprunteurs. La baisse cumulée des bourses et de l'immobilier, ainsi que les perspectives de moindre croissance, réduisent la richesse des emprunteurs non financiers – ménages et entreprises – et donc leur capacité à lever des fonds auprès du système bancaire comme auprès des marchés boursiers et obligataires. Sans connaître de situation de rationnement, les débiteurs subissent une augmentation de leur prime de financement externe. Ainsi, les taux obligataires privés restent élevés, en dépit des baisses des taux directeurs des banques centrales. Seules les entreprises les mieux notées jouissent d'une amélioration de leurs conditions de financement et bénéficient de taux comparables à ceux d'avant la crise (graphique 1).

Graphique 1 : Taux sur les obligations privées européennes selon leur notation par l'agence *Moody's*



Source : Datastream.

La donne a par contre radicalement changé pour les autres. Les entreprises moins bien notées (par exemple BBB par *Moody's*) sont ainsi contraintes d'émettre des obligations à des taux supérieurs à 10 % alors même que le taux de la Banque centrale européenne est passé de 4,25 en octobre 2008 à 1,25 % en avril 2009.

Pour échapper à cette pénalité imposée par les marchés, les grandes entreprises se tournent de plus en plus vers leurs banques, évinçant par un mécanisme de vases communicants les petites et moyennes entreprises, qui étaient déjà exclues des financements de marché. Cet effet de structure propre au mécanisme d'accélérateur financier s'observe dans la zone euro. L'ensemble des nouveaux crédits accordés aux sociétés non-financières (SNF) progresse – montrant bien au passage que le spectre d'un *credit crunch* souvent agité n'est pas à l'ordre du jour – mais profite uniquement aux grandes entreprises, c'est-à-dire celles dont on peut estimer qu'elles demandent les montants les plus élevés (supérieurs à 1 million d'euros). Les PME, quant à elles, ont vu leurs financements se tarir. Le flux de nouveaux crédits inférieurs à un million d'euros a été réduit de 12,6 % entre février 2008 et février 2009. De leur côté, sous l'effet de la situation économique et d'un marché immobilier en repli, les crédits accordés aux ménages ont également nettement ralenti (graphiques 2).

L'entrée dans un tel processus est éminemment dangereuse car elle crée les conditions d'enclenchement d'une spirale récessive. La matérialisation du risque de crédit, au travers de faillites ou de défauts de paiement des emprunteurs, justifie après coup l'aversion pour le risque... et l'encouragement. Le processus devient ainsi autoentretenu : face à la montée des risques, les banques optent pour les signatures jugées solides, les États ou les grandes entreprises, quitte à renoncer à une grande part – voire à la totalité en achetant des bons du Trésor américain – de leur rémunération, évinçant les petites et moyennes entreprises. Les défauts de paiement et les faillites de PME, privées de financements, s'étendent justifiant et renforçant le bien fondé de la pusillanimité des banques.

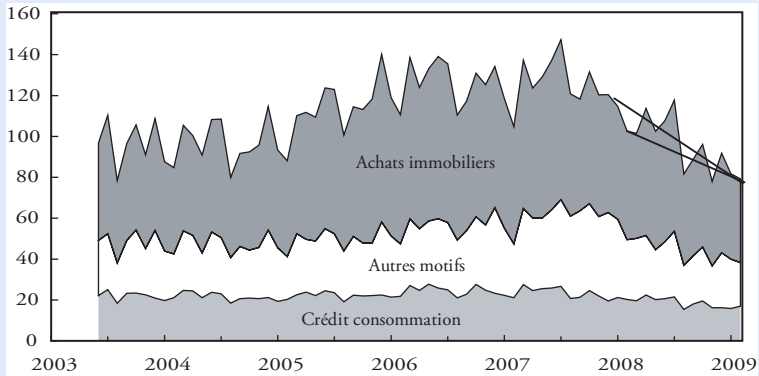
L'accélération des faillites est un phénomène récent. Compte tenu du délai de publication des procédures de redressement et de liquidation, l'ampleur du phénomène est mal connue. Quelques indicateurs dérivés laissent toutefois supposer une recrudescence des défaillances dans la seconde moitié de 2008, tout au moins en France : selon le bilan annuel de l'institut Altares ², la hausse des défaillances s'est fortement accélérée depuis juillet 2008, passant d'un rythme de 5 % sur les six premiers mois de l'année, à 15 % dans la seconde moitié. Au total, sur l'ensemble de l'année 2008, l'augmentation de 10,3 % des défaillances, généralisées à l'ensemble des secteurs, est la plus forte enregistrée depuis 1991. Les interventions du fonds de garantie des salaires (AGS ³), ont augmenté de 4,5 % en 2008, avec une accélération en fin d'année. Les procédures de sauvegarde quant à elles sont en hausse de 8 % sur 12 mois au troisième trimestre 2008.

2. Altares, « Les défaillances et sauvegardes d'entreprises en France », bilan 2008.

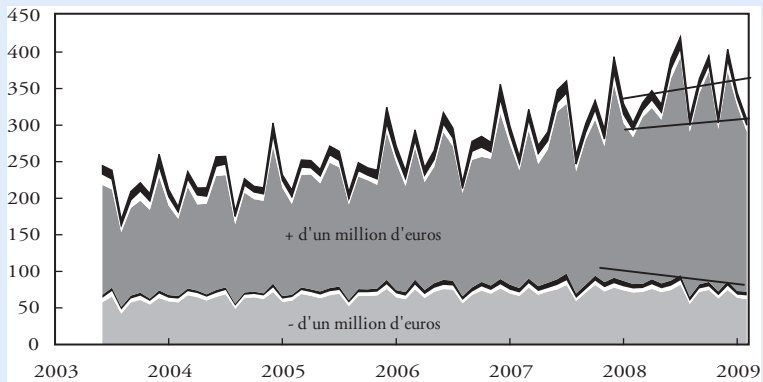
3. Association pour la Gestion du régime de garantie des créances des Salariés, *Bulletin statistique trimestriel*, n°4, janvier 2009.

Graphique 2 : Nouveaux crédits et financement des entreprises en zone euro**2a. Crédits nouveaux aux ménages**

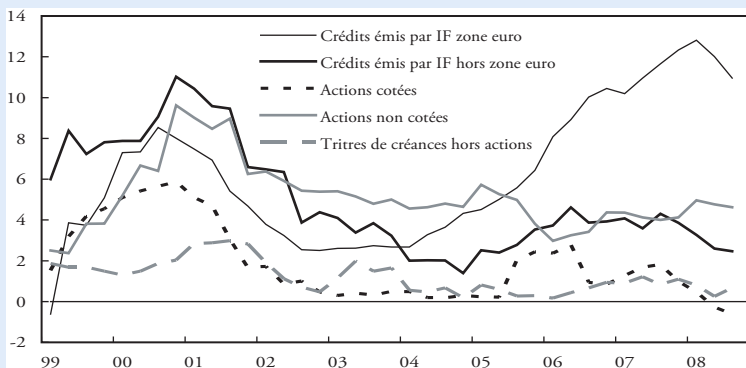
En milliards d'euros par mois

**2b. Crédits nouveaux aux entreprises**

En milliards d'euros par mois

**2c. Flux de financement des SNF de la zone euro**

En %, t/t-4, variation du cumul sur 4 trimestres



Sources : Banque centrale européenne, calculs OFCE.

La situation des ménages est également préoccupante. Face à la montée du chômage, aux pertes de richesse et à un sentiment d'insécurité économique au plus haut, les ménages augmentent leur taux d'épargne. Celui-ci est déjà passé de 0 à 3% en 2008 aux États-Unis et l'on anticipe une hausse de 1,5 point entre 2007 et 2010 en zone euro. Les pertes de richesse se cumulent sur presque tous les segments du patrimoine des ménages : actions, obligations privées, immobilier. Seules les valeurs refuges que sont les obligations publiques et les métaux précieux ont vu leur valorisation augmenter. L'effondrement de la capitalisation boursière est spectaculaire : il représente par exemple 70 % du PIB en France et 60 % aux États-Unis comme au Japon. Aux États-Unis, cette perte de richesse est principalement supportée par les ménages, directement par le biais de la détention d'actions, mais aussi de façon indirecte puisque les ménages sont exposés au travers des fonds de pension, des produits d'assurance-vie et des fonds d'investissement (tableau 2). Les pertes de richesse subies depuis le début de la crise en août 2007 sont du même ordre sur les deux types de support puisqu'elles s'élèvent à 4 355 milliards (30,7 % du PIB) sur les actions détenues et à 4 665 milliards (32,9 % du PIB) sur les parts d'OPCVM et les fonds de pension. Comparativement, les pertes enregistrées par les ménages de la zone euro sont d'une ampleur bien moindre. Les chiffres disponibles uniquement jusqu'au troisième trimestre 2008 font état d'une perte de 1 085 milliards sur les actions (soit environ 12 % du PIB de la zone). À cela s'ajoutent seulement 228 milliards liés à leurs actifs intermédiés (2,5 % du PIB). Certes, les systèmes de retraite accordent une part plus généreuse aux retraites par répartition mais on ne peut cependant pas exclure qu'une partie des pertes aient été pour l'instant absorbées par les sociétés d'assurance et qu'elles seront *in fine* transmises aux ménages. Par ailleurs, les États détiennent également une part de la richesse boursière, qui est variable selon les pays. Les pertes de richesse immobilière sont jusqu'à présent d'une ampleur beaucoup plus limitée (17 % du PIB aux États-Unis) et ont des effets ambigus.

Tableau 2 : Variation de richesse des ménages aux États-Unis et dans la zone euro

	États-Unis (en milliards de dollars)		Zone euro (en milliards d'euros)	
	2007Q2/ 2008Q4	2000Q3/ 2003Q2	2007Q2/ 2008Q3	2000Q3/ 2003Q2
Immobilier	-3620	3800	572 (ZE4)	3808 (ZE4)
Richesse financière	-9127	-2698	-867	-406
<i>dont</i> actions cotées	-4355	-3693	-1085	-1073
<i>dont</i> parts d'OPCVM	-1632	-457	-296	-259
<i>dont</i> assurances et fonds de pension	-3033	-584	68	363
Passif en actions des SNF	-6197	-5123	-2762	-2179

Sources : Banque centrale européenne, Réserve fédérale *Flow of funds*, calculs OFCE.

Théoriquement, la richesse immobilière n'intervient pas dans les choix d'épargne du consommateur. Une hausse du patrimoine immobilier constitue certes une augmentation de la richesse, mais cette appréciation est contrebalancée par le renchérissement du prix du service de logement (le loyer implicite si l'on est propriétaire de son logement, le loyer explicite quand on est locataire) qui contraint à consacrer une part plus importante de son revenu au logement. Si la somme actualisée des loyers diminuée de la dépréciation de l'immobilier est égale au prix de l'actif, les deux éléments s'équilibrent exactement, laissant inchangée la situation du propriétaire.

Dans la pratique, les effets de richesse sont négatifs pour les ménages endettés susceptibles de se trouver en situation de valeur nette négative. Mais ils sont positifs pour les locataires et les nouveaux accédants à la propriété qui enregistrent un regain de pouvoir d'achat dans l'immobilier.

La crise du logement affecte aussi durement le secteur du BTP, avec un effondrement des mises en chantier dans la plupart des pays (-50 % d'une année sur l'autre au début de 2009 au Japon, - 47 % aux États-Unis, - 40 % en Espagne, -15 % en France).

La montée du taux d'épargne, conjuguée à la stagnation – voire à la baisse des revenus en termes réels – bride les dépenses des ménages. La consommation en biens durables et les achats de logement sont particulièrement touchés car ils pâtissent de la raréfaction de l'offre de crédit et, s'agissant d'une demande de remplacement, peuvent matériellement être différés dans le temps. En s'effondrant de 30 % en glissement annuel au début de 2009 dans l'ensemble de l'OCDE, les immatriculations de véhicules neufs sont symptomatiques de ce mécanisme.

Seule lueur d'espoir dans ce sombre tableau de l'économie mondiale, la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières va redonner du pouvoir d'achat aux ménages. On estime respectivement à 1,6 et 0,8 point de revenu disponible brut l'impact de la baisse des prix de l'énergie aux États-Unis et en zone euro. Mais si elle est bienvenue, cette bouffée d'oxygène pour les ménages ne sera pas en mesure de contrebalancer les effets négatifs de la hausse du taux d'épargne et de la baisse conjointe des revenus, de la richesse et des possibilités de financement. En outre, la baisse du prix des matières premières se traduit au niveau mondial par un transfert de richesse des pays producteurs vers les pays consommateurs, atténuant le choc positif de revenu.

Un choc beaucoup plus intense qu'en 2001

La crise actuelle résulte d'un choc initial bien plus violent que celui engendré par le dégonflement de la bulle des nouvelles technologies en 2001. On assiste tout d'abord à un choc plus global : la crise actuelle n'est pas cantonnée à un secteur économique comme c'était le cas lors de la bulle Internet et aucun pays n'est épargné, même parmi les émergents. Ensuite, la crise boursière se double aujourd'hui d'une crise immobilière dans la plupart des pays, les plus touchés étant les États-Unis, le

Royaume-Uni et l'Espagne. Ainsi les effets de richesse se cumulent et la contraction de la demande de crédit touche à la fois les ménages et les entreprises. Mais surtout la crise bancaire actuelle présente un caractère systémique devenu évident depuis la faillite de l'une des toutes premières banques d'affaire qu'était Lehman Brothers. Le choc financier comprend à la fois des pertes de capitalisation boursière colossales et des éléments « hors bilan » issus de la titrisation. Les pertes liées à ces éléments « hors bilan » sont amplifiées par un mouvement de défiance au sein même du système financier, les acteurs n'étant pas capables d'identifier les principales victimes. Le système bancaire avait au contraire très bien absorbé le choc de 2001, car les défauts de paiement des ménages et des entreprises étaient restés modérés. Les faillites de *start-up* qui avaient cru à un nouvel eldorado technologique n'avaient pas suffi à déstabiliser le système bancaire dans un contexte où la croissance mondiale était restée dynamique. La perte de capitalisation boursière en 2001 témoignait de la fin de l'exubérance irrationnelle qui avait porté les PER des NTIC (Nouvelles technologies de l'information et de la communication) à des niveaux stratosphériques. Enfin cette crise de défiance généralisée a conduit au retrait des capitaux des zones considérées comme à risque, conduisant à une crise de change dans tous les pays émergents dont la monnaie flotte librement. Les risques de défauts de paiement sur les dettes libellées en devises viennent en conséquence accroître la pression qui pèse sur les systèmes bancaires des pays développés. On comprend alors que les pertes de capitalisation boursière soient à la fois plus rapides et plus importantes aujourd'hui qu'en l'an 2000 : 12 mois après le choc, la perte de capitalisation boursière mondiale atteignait 44 % du PIB mondial à la fin de 2008, contre 24 % en 2001 (tableau 3). L'amplitude maximale du choc est aujourd'hui de 31 000 milliards de dollars, soit 57 % du PIB mondial. Du pic de 2000 au creux de 2003, le monde n'avait perdu « que » 15 000 milliards de capitalisation boursière, soit 48 % de son PIB. Les pertes de capitalisation boursière sont aujourd'hui

Tableau 3 : Pertes de capitalisation boursière en comparaison avec la bulle Internet

En milliards de dollars

	États-Unis	UE-27	Reste du monde	Total
Pertes actuelles				
Du point haut au point bas	9 800	9 780	11 500	31 000
<i>% du pib mondial</i>	18,1	17,8	21,2	57,1
en un an (31-10-2007 au 31-10-2008)	6 700	7 800	9 600	24 100
<i>% du pib mondial</i>	12,3	14,3	17,8	44,4
Pertes à la suite de la bulle internet				
Du point haut au point bas	7 200	4 000	4 100	15 300
<i>% du pib mondial</i>	22,6	12,7	12,8	48,1
en un an (12-04-2000 au 12-04-2001)	3 300	1 700	2 700	7 600
<i>% du pib mondial</i>	10,3	5,3	8,4	24,0

Source : Datastream.

beaucoup moins concentrées aux États-Unis que lors de la crise précédente. En outre, la perte de richesse globale des ménages américains atteignait déjà 12 700 milliards de dollars fin 2008, alors qu'entre 2000 et 2003 les effets de richesse positifs liés à l'immobilier étaient supérieurs aux pertes financières (tableau 2).

La crise gagne les pays émergents

Les pays émergents, qui jusqu'au troisième trimestre 2008 ont plutôt bien résisté à la crise financière mondiale, ont vu leurs économies plonger au quatrième trimestre 2008. La croissance moyenne des quatre grands pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) est passée de plus de 5 % en rythme trimestriel annualisé à -0,5 % au quatrième trimestre 2008. La production industrielle s'effondre en Russie et au Brésil (respectivement -13 et -15 % en glissement annuel), les deux pays les plus touchés par la baisse des prix de l'énergie et des matières premières. Outre la perte d'une rente pour les pays producteurs, la crise s'est transmise aux pays en voie de développement par trois canaux : le commerce international, les contraintes de financement et les taux de change.

Premier symptôme de l'atonie de la demande mondiale, les importations de marchandises en volume se sont écroulées au quatrième trimestre 2008. Si la baisse atteint déjà -20 % en rythme trimestriel annualisé dans les pays développés, elle culmine à -40 % pour les pays émergents. Le choc est d'une violence inégalée depuis cinquante ans. Les premiers chiffres disponibles pour le début de l'année 2009 n'incitent pas à l'optimisme, et l'on peut s'attendre au premier trimestre à une baisse d'une ampleur comparable, puis à une stabilisation à des niveaux très bas à l'horizon 2010.

Les pays les plus touchés sont ceux qui ont bâti leur modèle de croissance sur la production de biens manufacturés destinés à l'exportation, principalement les pays d'Asie. Toujours exprimée en rythme trimestriel annualisé, la chute des exportations en volume atteint un niveau record dans les pays d'Asie en développement rapide⁴ avec une baisse de 71 % au quatrième trimestre 2008. La Chine et l'Inde voient leurs exportations diminuer de 48 %, la Corée et le Mexique d'environ 20 % et le reste de l'Amérique latine de 16 %. Les contributions du commerce extérieur au PIB sont très dégradées en Thaïlande, aux Philippines, en Malaisie ainsi qu'à Singapour (entre -4 et -7 points de PIB en un trimestre). La Corée du Sud fait figure d'exception puisque la demande intérieure s'est écroulée plus rapidement que la demande externe : la consommation a baissé de 5 % au quatrième trimestre et l'investissement productif privé de 16 %. Les secteurs de l'automobile, de l'électronique et du transport maritime sont sous pression dans l'ensemble de la zone. La baisse des exportations entraîne des fermetures d'usines, des licenciements massifs et des mises en liquidation judiciaire de nombreuses PME.

4. Hong Kong, Singapour, Indonésie, Taïwan, Philippines, Thaïlande, Malaisie.

Mais le commerce extérieur n'est pas le seul vecteur de transmission de la crise. Le financement de l'économie est mis à rude épreuve par la dégradation du bilan des banques, la hausse des primes de risque sur les marchés émergents et son corollaire, le rapatriement des capitaux étrangers qui a eu lieu à partir de septembre 2008. Les pays d'Amérique latine et d'Europe de l'Est sont les premiers concernés par ces difficultés. Dans ces deux zones où la dépendance à l'épargne externe est structurelle, la croissance passée était facilitée par des entrées massives de capitaux abondants et bon marché. Mais depuis la chute de Lehman Brothers, les contraintes de liquidités associées à une aversion au risque élevée ont obligé les investisseurs à dénouer leurs opérations en cours dans la région. Jusqu'au début 2009, le marché primaire de la dette souveraine est resté fermé à l'ensemble de la zone. Aujourd'hui, les pays les mieux notés ont commencé à y retourner mais les *spreads* restent élevés. Sur le marché des titres privés, les CDS (*Credit Default Swaps*) ont augmenté là aussi depuis le 15 septembre (tableau 4). Dans ce contexte, la distribution de crédit se resserre après plusieurs années de forte croissance.

Mais l'aversion au risque et le retrait des capitaux ont aussi provoqué une dépréciation rapide des devises des pays émergents, mettant en péril les agents endettés en euro et en dollar. Les pays d'Europe de l'Est, dont les secteurs privés sont fortement endettés en euro (pour les nouveaux pays membres de l'UE) ou en dollar (pour la CEI), ont connu les dépréciations les plus importantes. Entre juillet 2008 et février 2009, l'Ukraine et la Pologne ont vu leurs monnaies perdre 43 % de leur valeur face à l'euro. Suivent le forint hongrois, le rouble et la couronne tchèque qui ont chuté respectivement de 29, 24 et 20 %. Mais les capacités d'absorption du choc sont variables selon les pays. Le secteur privé est fortement endetté en devises en Russie, en Bulgarie, en Roumanie et surtout en Ukraine, ces trois derniers souffrant par ailleurs de déficits jumeaux persistants. Ils apparaissent alors comme les plus fragiles. L'Ukraine est au bord de la faillite et a (de même que la Hongrie, la Lettonie et la Biélorussie) d'ores et déjà fait appel à l'aide du FMI, afin de soutenir un système bancaire laminé par l'impact de la crise de change sur les défauts de crédits en devises. À l'inverse, la Pologne et la République tchèque, moins endettés en devises et présentant des déficits courants contenus, ne présentent pour l'instant pas de risques systémiques. La Russie avait profité du haut niveau des matières premières pour assainir ses finances publiques, mais les entreprises et les banques ont massivement fait appel au financement externe, souvent à court terme. La chute du rouble engendre un risque aigu de défaut de paiement des entreprises russes et l'État a déboursé 50 milliards de dollars pour aider les acteurs privés à faire face à leurs échéances de fin d'année (2008). Une monnaie qui se déprécie est aussi un facteur aggravant de l'inflation, et les autorités devront s'y attaquer dans l'élaboration de leur politique monétaire. Le financement de l'économie russe est donc asphyxié en interne comme en externe, et les marges de manoeuvre de relance budgétaire resteront très limitées si les prix du pétrole se maintiennent autour de 50 dollars le baril.

Tableau 4 : Tensions sur les CDS souverains

	Janvier 2007	Pic 2008*	Avril 2009
Ukraine	152	3300	3699
Argentine	200	4570	3530
Venezuela	163	3275	1976
Pakistan	158	5106	1644
Islande	7	1473	875
Indonésie	118	1257	529
Hongrie	21	605	472
Vietnam	65	983	447
Russie	45	1117	431
Roumanie	20	711	424
Bulgarie	19	598	421
Philippines	121	870	330
Corée	18	700	308
Brésil	97	601	292
Pologne	13	288	239
Chine	11	297	148
Italie	8	197	131
Royaume Uni	–	125	105
Espagne	5	130	98
Japon	8	65	84
États-Unis	–	68	53
France	3	65	52
Allemagne	3	52	50

* Moyenne du 23 au 29 octobre 2008

Note : Les CDS sont exprimés en coût annuel d'assurance de la dette souveraine pour garantir un nominal de 10 000.

Source : Datastream.

Une crise synchrone

La conjoncture mondiale est marquée par une série de chocs communs. Le premier est la globalisation financière. Fortement imbriquées et internationalisées, les institutions financières sont un courroie de transmission de la crise. Les pertes liées aux *subprime* ont été subies par toutes les banques du monde. Le choc initial sur leur bilan, le gel des marchés interbancaires ont été des phénomènes globaux. Or, c'est par là que s'est faite la transmission à l'économie non financière. Le deuxième est lié à la globalisation des marchés d'actifs et en particulier des marchés d'actions. La spirale de dégonflement des valeurs boursières s'est déroulée de façon simultanée sur toutes les places boursières, provoquant des pertes de richesses d'une zone à l'autre. Enfin, le mécanisme de désendettement et de gel du crédit ou de

L'investissement a provoqué un retournement simultané des productions de biens durables (financés par le crédit) ou de biens d'équipement (acquis en fonction des perspectives d'activité et de la capacité de financement des entreprises).

Tableau 5 : Conjoncture dans les pays développés

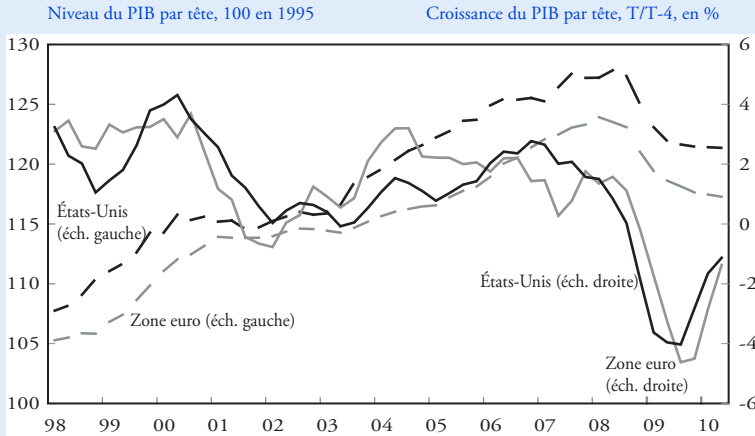
Glissement annuel, en %				
Variation janvier 2008/janvier 2009	Production industrielle	Immatriculations automobiles	Ventes de détail	Confiance du consommateur
États-Unis	-10,0%	-37,6%	-11,6%	-4,0%
Royaume Uni	-9,2%	-21,5%	3,6%	-8,1%
Japon	-28,8%	-29,2%	-2,4%	-7,5%
UE27	-7,3%	-17,6%	-0,5%	-6,5%

Source : Statistiques nationales.

Or, de l'automobile aux machines-outils, la production de ces biens est largement mondialisée (tableau 5). Ainsi, par le biais de la sphère financière et des marchés d'actifs, la crise bancaire et financière s'est traduite par une récession presque simultanée dans toutes les zones du monde (graphique 3).

La synchronicité des conjonctures contribue à leur brutalité. Un même choc, lorsqu'il se produit dans un seul pays, en économie ouverte, a un effet inférieur à celui qui surviendrait à grande échelle, c'est-à-dire dans une grande économie fermée, en l'occurrence ici l'économie mondiale. La dilution d'un choc « isolé » par les liens existants (principalement le canal du commerce international), fait qu'au lieu d'être intégralement absorbé par un pays, il est en partie distribué aux partenaires commerciaux. Lorsque le choc est simultané, les canaux de transmission jouent, mais dans les deux sens, renforçant alors l'impact sur chaque pays, comme s'il était en économie fermée. On estime généralement que le ratio entre un choc isolé et un choc simultané est de 1 à 3 (voir encadré).

Cela peut expliquer en partie la difficulté d'anticiper le déroulement de la conjoncture et le fait que les indicateurs habituels semblent sous-estimer systématiquement la réduction de l'activité. Calibré sur des chocs principalement isolés, ils ne peuvent prendre correctement en compte un choc simultané. C'est également la logique pour des plans de relance concertés, dont les effets sont supérieurs lorsqu'ils sont simultanés (et du même ordre de grandeur) plutôt qu'isolés.

Graphique 3 : Croissances comparées de la zone euro et des États-Unis

Sources : Eurostat, BEA, Prévision OFCE avril 2009.

Encadré : Effet multiplicateur

L'économie mondiale a été frappée par des chocs déflationnistes majeurs. Invalidant l'hypothèse du découplage, ces chocs se sont rapidement transmis des économies déjà touchées à celles qui paraissaient plus robustes. La contagion s'exerce par plusieurs canaux : les flux commerciaux bilatéraux, les flux d'investissements directs, les flux de crédit bancaire, les flux d'investissement de portefeuille et la compétition commerciale sur les marchés tiers. Le caractère commun de nombreux chocs et leurs externalités négatives amplifient la crise et permettent d'apparenter l'économie mondiale à une grande économie fermée, au sein de laquelle aucune zone n'est épargnée. L'intérêt d'une relance budgétaire à l'échelle mondiale est renforcé, dans un contexte où le potentiel d'une relance monétaire est épuisé et où sa capacité à restaurer la confiance s'est emoussée. Face à un choc de demande affectant une grande économie fermée, l'effet multiplicateur d'une relance budgétaire est plus important qu'en économie ouverte.

Le multiplicateur budgétaire mesure l'impact sur l'activité ΔY d'une variation de la dépense (ΔG) ou des recettes (ΔT) des administrations publiques.

Le multiplicateur budgétaire en économie ouverte est égal à ;

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - c(1 - t) + \mu} \Delta G = k_1 \Delta G$$

où $c(1-t)$ est la propension à consommer le revenu disponible (hors impôts, tY) et μ est le taux de pénétration des importations.

Le multiplicateur budgétaire en économie fermée est égal à :

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - c(1 - t)} \Delta G = k_2 \Delta G$$

L'effet expansionniste d'une politique budgétaire de relance sera d'autant plus fort :

- que l'économie est relativement fermée : plus μ est petit plus k_1 est grand
- que les taux d'intérêt sont peu sensibles aux évolutions du solde public
- que l'investissement et la consommation sont peu sensibles au niveau des taux d'intérêt
- que les flux de capitaux et le taux de change réagissent peu aux variations de taux d'intérêt.

En effet, l'impact favorable d'une politique budgétaire expansionniste sur la demande intérieure peut être contrebalancé par ses effets sur les variables financières. Toutes choses égales par ailleurs, la dégradation du solde public à la suite d'une politique expansionniste peut se traduire par une tension à la hausse sur les taux d'intérêt. Cette hausse tend à freiner l'investissement productif et résidentiel (effet d'éviction par le taux d'intérêt à la fois à cause de la hausse même des taux et à cause de l'éviction des besoins de financement des entreprises par les besoins du gouvernement sur le marché des capitaux et des crédits), mais elle peut aussi attirer les capitaux étrangers. Cet afflux exerce à son tour deux effets contraires : d'un côté, il stimule la demande intérieure (ces capitaux financent l'investissement intérieur) ; de l'autre, il pousse à la hausse le taux de change national, ce qui réduit la compétitivité-prix du pays et donc freine ses exportations (c'est l'effet d'éviction par le taux de change).

L'impact d'une relance budgétaire sur l'activité n'est pas indépendant de la variable budgétaire utilisée. Une relance par la dépense courante ou par l'investissement public se révèle être plus efficace qu'une relance par la baisse de la fiscalité. Selon le théorème de Haavelmo, le multiplicateur fiscal est en effet inférieur au multiplicateur budgétaire.

Le multiplicateur fiscal en économie fermée est égal à :

$$\Delta Y = -\frac{c}{1 - c(1 - t)} \Delta T = k_3 \Delta T$$

Si on joue sur les impôts, leur baisse initiale est pour partie épargnée par les agents privés ($|k_3| < |k_2|$ car $c < 1$). Elle ne soutient donc pas la demande intérieure dans les mêmes proportions qu'une hausse de même ampleur des dépenses publiques.

Plusieurs modèles ont estimé la taille du multiplicateur budgétaire. Wallis¹ (2004) compare pour la zone euro l'impact d'une relance budgétaire estimé à l'aide des modèles MULTIMOD (modèle du FMI) et AWM élaboré à la BCE (tableau).

1. Wallis K. F., 2004 : « Comparing empirical models of the euro economy », *Economic Modelling*, vol. 21, n° 5, septembre, pp. 735-758.

La principale différence entre ces modèles keynésiens porte sur la fonction de consommation. Bien que les effets d'une hausse des dépenses publiques sur la consommation et l'investissement soient très contrastés d'un modèle à l'autre, la hausse des dépenses publiques produit toujours un effet expansionniste et peut donc être utilisée pour contrer un choc négatif de demande agrégée. Enfin, avec un modèle de la zone euro de type *dynamic stochastic general equilibrium* (DSGE), dénommé QUEST III (modèle de la Commission européenne), Ratto, Roeger et In't Veld (2008) ² estiment un multiplicateur la première année de 0,56 contre une échelle de 0,85 à 0,95 dans le modèle traditionnel QUEST II pour les grands pays européens.

Impact la première année d'une hausse de 1 % du PIB de la consommation publique durant 1 an

	AWM	MULTIMOD III	MULTIMOD IIIB
PIB	1,35	1,48	1,14
Consommation	0,72	0,60	0,19
Investissement	0,54	0,01	0,01
Solde extérieur	-0,91	-0,13	-0,07

Source : Voir note 1 de l'encadré.

Plus récemment le FMI a estimé l'impact au niveau mondial des plans de relance à l'aide du modèle GIMF. Les plans de relance, agrégés au niveau mondial, représentent un total de 1,4 point du PIB mondial en 2009 et 1,3 point en 2010. Sous l'hypothèse d'une fixité du taux d'intérêt sur les deux ans, l'impact sur la croissance mondiale serait égal à 1,4 point en 2009 et à 0,7 point en 2010 ³. Cela représente un effet multiplicateur de 1 au niveau mondial, alors que le multiplicateur du plan de relance américain aux États-Unis est de seulement 0,7. Mener une relance au niveau mondial permet donc d'augmenter nettement le multiplicateur budgétaire (de 46 % par rapport au multiplicateur américain).

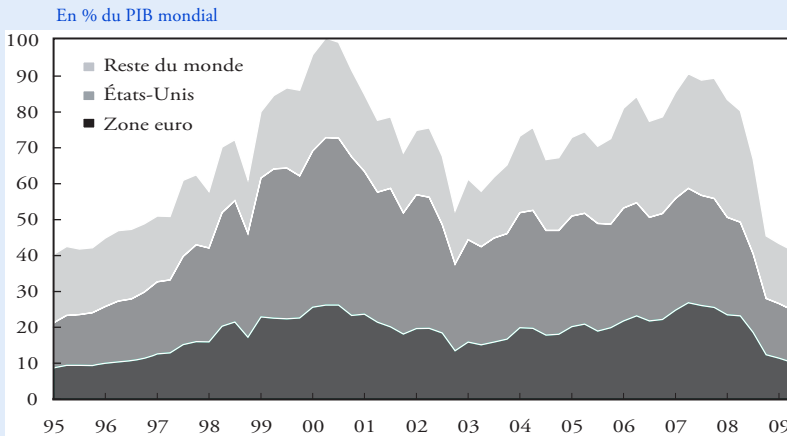
2. Rottom M., W. Roeger et J. In't Veld : « QUEST III : an estimated DSGE model of the euro area with fiscal and monetary policy », European Commission, *Economic Papers* 335.

3. Freedman C., M. Kumhof, D. Laxton et J. Lee «The Case for Global Fiscal Stimulus», IMF Staff Position Note, March 2009.

Une crise longue et dure

La perte de richesse des agents économiques est aujourd'hui considérable. Par rapport à l'année 2007, la capitalisation boursière mondiale s'est effondrée de plus de 24 000 milliards de dollars. C'est de l'ordre de 40 % du PIB mondial qui a été ainsi perdu sur les marchés financiers. Cette perte en moyenne masque des disparités régionales. L'Union européenne perd, pour les entreprises cotées sur ses marchés, plus de 60 % de son PIB, les États-Unis environ 55 % et le reste du monde seulement 25 %. Cette perte de richesse par la capitalisation boursière exprimée en pourcentage du PIB est comparable, quoique deux fois plus rapide que celle des années 2000 à 2003 (graphique 4).

Graphique 4 : Capitalisation boursière



Source : Datastream.

À cette perte de richesse financière s'ajoute aujourd'hui la perte de richesse immobilière. Aux États-Unis, jusqu'au troisième trimestre 2008, les comptes de patrimoines enregistraient une diminution de l'actif immobilier de près de 3 500 milliards de dollars⁵. En zone euro, la situation est plus contrastée, puisqu'en France ou en Espagne les pertes immobilières devraient être importantes alors qu'elles seraient quasi inexistantes en Allemagne. Cette perte de richesse immobilière a des effets ambigus sur les comportements à moyen terme. La variation de richesse immobilière constitue un transfert entre les ménages qui ont acquis un bien immobilier avant 2008 et qui le vendent à d'autres ménages en 2009 ou plus tard. Certains réalisent une moins value, mais c'est un gain pour d'autres. En revanche, cette brutale variation de valeur se traduit par une paralysie du marché de la construction et une chute brutale de l'accès au crédit. Ce dernier élément peut enclencher une remontée du taux d'épargne et avoir ainsi un effet comparable à une perte de richesse⁶.

Enfin, en plus des pertes véhiculées par l'immobilier ou les actions d'entreprises détenues directement par les ménages ou à travers des institutions financières sous forme de produits financiers, les pertes de richesse sont également liées à des actifs n'ayant pas un support action ou immobilier. Ce sont des produits financiers plus sophistiqués découlant de la titrisation et de la structuration ou des produits plus traditionnels comme des obligations émises par des entités privées. À ces éléments peuvent aussi s'ajouter des expositions au risque de change pour les ménages qui

5. Différence entre la valeur à la fin de l'année 2006 et à la fin de l'année 2008 de la valeur inscrite dans les comptes de patrimoine des actifs « real estate » pour les ménages (Balance sheet Table 100, Flow of Funds).

6. Voir sur ce mécanisme E. Heyer et X. Timbeau, « Immobilier et politique monétaire », *Revue de l'OFCE* n° 96, janvier 2006 ou les développements de la partie France, « La mer se retire », de ce dossier.

auraient investi en actifs étrangers. Par le biais de ces produits les ménages sont alors exposés aux risques liés à des défauts sur des crédits immobiliers, des défauts sur des crédits à des entreprises ou des défauts sur des obligations privées. Les défauts sur les *subprime* (en nette hausse) comme sur d'autres crédits aux ménages ou aux entreprises (en hausse plus modérée) impliquent des pertes de valeurs sur les titres qui les représentent. Enfin, les hausses de défaut sur les obligations privées constituent des pertes de valeur. Depuis janvier 2008, le taux de défaut agrégé sur les obligations privées construit par Moody's est passé de 0,5 % à plus de 4 % en janvier 2009.

Il est difficile de construire un indicateur global des pertes non directement liées aux marchés d'actions ou aux marchés immobiliers. Le compte de patrimoine des ménages américains au quatrième trimestre 2008 fait apparaître une perte de plus de 9 000 milliards de dollars par rapport à 2007 sur les produits financiers alors que les entreprises américaines ont une perte à leur passif en actions consolidé de l'ordre de 6 000 milliards de dollars. Le solde, 3 000 milliards de dollars, serait liés aux produits rattachés à du crédit ou à des obligations. Si le reste du monde a eu le même comportement que les ménages américains et les institutions financières auxquelles ils confient leur épargne, alors la perte de richesse engendrée par la chute de capitalisation boursière (non consolidée) est à augmenter de 50 % pour tenir compte des autres produits financiers. La perte de richesse financière serait alors à l'échelle du monde de 60 points de PIB.

La perte de richesse enregistrée à l'échelle mondiale présente donc la caractéristique d'être à la fois plus globale, plus importante et plus rapide que celle de 2000, lors de la bulle Internet.

Cet élément est déterminant pour la construction du scénario de sortie de la récession. Dans l'hypothèse où la richesse perdue se reconstituerait rapidement, cet épisode récessif pourra être effacé rapidement comme l'a été celui de l'éclatement de la bulle Internet. La croissance mondiale pourra alors renouer avec des rythmes de 5 % l'an, justifiant le niveau de capitalisation boursière élevé (de l'ordre de 100 % du PIB mondial) atteint en 2000 ou en 2007. Une forte croissance mondiale et une forte capitalisation boursière sont les deux facettes d'une même perspective : la promesse crédible d'un futur plus prospère.

L'autre hypothèse est celle où la richesse perdue ne se reconstitue pas. La capitalisation boursière s'établirait à 50 % du PIB mondial, niveau du milieu des années 1990 et au creux de 2003, et correspondant à une moindre exubérance des valorisations et à des perspectives de croissance mondiale ou de profit des entreprises plus réduites. Ces perspectives de profits plus réduites pourront découler d'un partage de la valeur ajoutée moins favorable au profit, d'une modération des risques pris dans le financement des projets, d'une meilleure valorisation du risque, d'un moindre recours à l'effet de levier, c'est-à-dire de tous les éléments qui ont pu faire croire pendant quelques années (de 2003 à 2008 ou de 1996 à 2000) que les profits courants des entreprises pouvaient laisser espérer des perspectives aussi porteuses dans l'avenir. Le défaut de régulation financière mondiale, le mouvement de

délocalisation, la croissance des inégalités, la croissance très forte de pays émergents qui rattrapent brusquement la frontière de production sont les ingrédients sur lesquels se sont ancrées les anticipations euphoriques mais illusoire qui ont gonflé artificiellement les valeurs boursières.

Ce dernier scénario est celui que nous considérons comme le plus probable. Il comporte des implications fortes pour les perspectives de croissance à moyen terme. La première est que les niveaux d'endettement (des ménages, des entreprises ou des nations) pouvaient être soutenables avec une croissance forte et qu'une révision à la baisse de la croissance implique une révision du niveau de dette soutenable⁷ et donc une phase de désendettement. Cela jouera négativement sur la croissance jusqu'au moment où la dette sera à nouveau jugée soutenable. La réduction de la dette est dans ce cas internalisée dans la stratégie des agents économiques et ne résulte pas simplement de la décision de leurs crédateurs (souvent les banques).

La seconde implication est que la perte de richesse aura un impact sur le comportement des ménages. Ceux d'entre eux qui sont concernés vont devoir soit accepter de perdre une richesse dont ils savaient qu'elle était virtuelle, soit reconstituer leur patrimoine par une épargne plus grande. Cela implique une augmentation de l'épargne, et donc une baisse de la consommation à court et à moyen terme. Mais une partie de la richesse perdue peut ne pas être imputée sur le compte des ménages. Pour des raisons contractuelles – dans le cas des placements à capital garanti par exemple – ou parce que les conséquences de la perte de richesse seraient socialement inacceptables (fonds de pension et diminution du niveau de vie de retraités qui n'ont plus la possibilité de reconstituer leur patrimoine), la perte doit être portée par l'intermédiaire financier, contrepartie du contrat explicite ou implicite. Or, ces institutions financières ne possèdent pas aujourd'hui des fonds propres à la hauteur de la garantie qu'ils sont censés fournir. La seule solution est de garantir *via* l'État, et donc la dette publique, ces promesses intenables mais cristallisées dans des institutions financières. La charge en reviendrait alors à l'impôt.

C'est ainsi qu'une fraction non négligeable de la perte de richesse pourrait se transformer en dette publique, en tout cas dans le scénario où la richesse ne se reconstituerait pas seule. Cette dette publique s'ajouterait bien évidemment aux sommes consacrées à la relance, aux effets des stabilisateurs automatiques sur les déficits publics et aux montants apportés en compensation des pertes sur les produits financiers toxiques.

Ce scénario ressemble fortement à celui du Japon des années 1990. Après un choc de richesse négatif (graphique 5), celle-ci ne s'est pas reconstituée ce qui s'est traduit par une décennie perdue⁸ et l'enlisement dans la déflation. La dette publique

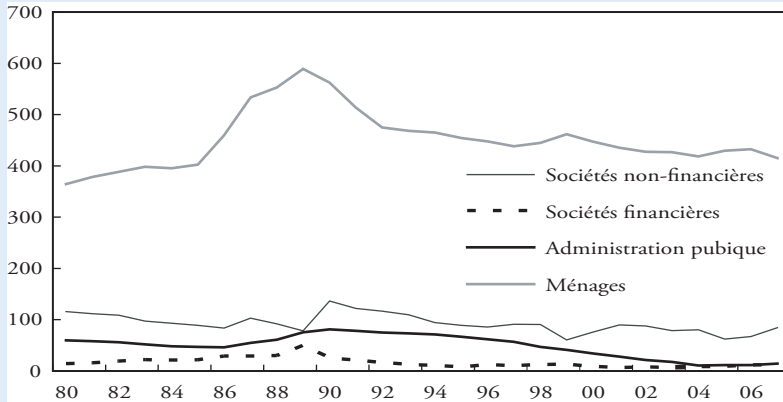
7. Cela dépend en fait de l'écart critique, c'est-à-dire de la différence entre le taux de croissance (du revenu de l'agent économique considéré) et le taux d'intérêt (servi sur la dette de cet agent). On suppose ici que le taux d'intérêt réel ne baisse pas avec la révision à la baisse de la perspective de croissance et que donc l'écart critique se réduit.

8. Voir à ce sujet *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, R. C. Koo, 2008, Wiley&Sons.

financière nette s'est accrue de 70 points de PIB et la croissance moyenne a été autour de 1 % par an.

Graphique 5 : Richesse nette par agent au Japon

En % du PIB



Sources : Annual Report on National Accounts, Cabinet Office, Government of Japan.

L'absorption par les différents pays de ce choc de richesse négatif aurait donc des conséquences durables sur la croissance économique. Il mettrait à mal bien des consensus sociaux et pourrait se traduire par des tensions fortes. Dans certains pays, il pourrait se doubler de conséquences durables sur l'inflation, sur les changes ou sur la capacité à emprunter dans le futur.

Or, en réduisant encore les perspectives de croissance, la phase de digestion de cette richesse perdue renforce le mécanisme de perte de richesse. Et malheureusement, aucun plan de relance ne pourra forcer la trajectoire de croissance mondiale de façon à effacer la richesse perdue.

Plans de relance a minima en Europe

En 2008, l'Europe a basculé dans une récession qui s'annonce comme la plus sévère depuis la crise de 1929. La première cause incriminée est la crise financière qui pousse les agents à se désendetter en restreignant leur consommation et leur investissement. Mais ce choc initial se double d'un choc de simultanéité, puisque toutes les régions du monde, industrialisées et émergentes, sont touchées, conduisant à une contraction du commerce mondial que l'Europe subit, comme les autres, de plein fouet.

L'effondrement du climat des affaires à l'automne 2008, puis les premières données quantitatives publiées en cours de trimestre, ont laissé soupçonner des

mouvements cycliques sans précédent, avec au final un recul du PIB de -1,6 % au quatrième trimestre. La récession se poursuivrait à un rythme conséquent au premier semestre 2009 sous l'effet d'une baisse de l'ensemble des composantes du PIB à l'exception des dépenses publiques. Sur l'ensemble de l'année 2009, la zone euro enregistrerait une contraction de son PIB de -3,3 % et de -0,3 % en 2010, emmenée par le retournement de l'investissement productif et en logements, mais aussi par celui de la consommation des ménages et du commerce extérieur. Le retour à une croissance trimestrielle positive n'est attendu qu'à partir du deuxième trimestre 2010 mais on ne pourra qualifier cette convalescence de reprise après le choc de 2009, l'investissement et la consommation restant contraints par la poursuite du désendettement.

La politique budgétaire a été largement mobilisée pour contrecarrer ces tendances dépressives. Mais l'activité ne répond habituellement qu'avec retard aux stimulations de la politique économique. Une politique de relance ambitieuse ne peut être décidée qu'au vu d'éléments tangibles indiquant une entrée en récession. En l'occurrence, les premiers signaux révélant l'ampleur exceptionnelle de la crise ne sont apparus que fin octobre, avec la publication de l'indicateur de sentiment économique qui avait enregistré, selon les termes mêmes de la Commission européenne⁹, « un recul inégalé sur un mois ». Ces signaux émanant des enquêtes de conjoncture ont été confirmés par les données « dures » telles que l'indice de production industrielle. Le premier chiffre d'un recul d'amplitude de la production industrielle a été publié le 12 novembre 2008 pour septembre par Eurostat, -1,6 % sur un mois, recul confirmé un mois plus tard par celui d'octobre, -1,2 %, publié le 12 décembre. Le plus souvent, les mouvements conjoncturels ne sont annoncés par le système d'information statistique au mieux qu'au moment où ils surviennent, ce qui ôte à la politique budgétaire toute capacité à agir ne serait-ce qu'au départ des mouvements¹⁰.

L'aggravation subite de la situation conjoncturelle à l'automne a conduit les pays de la zone euro à recourir à l'arme budgétaire, l'Allemagne début novembre 2008, la France début décembre. Au début de 2009, les plans initiaux ont été complétés par des mesures supplémentaires (France) ou doublés par un nouveau plan (Allemagne). Le gros de la force de frappe budgétaire européenne a donc été mobilisé à la charnière

9. Selon le communiqué de la Commission publié le 30 octobre 2008, « *The Economic Sentiment Indicator (ESI) recorded its largest month-to-month decline ever to hit its lowest level since 1993* ». La publication du 27 novembre confirmait l'effondrement du sentiment dans la zone euro en ces termes : « *In November, the ESI declined considerably in the EU and the euro area, continuing the sharp fall in sentiment already observed in the October survey. [...] This puts the ESI for the EU at its lowest since January 1985, and that for the euro area at its lowest since August 1993* ». Le retournement des enquêtes de conjoncture ne date pas d'octobre ou de novembre 2008, mais de la mi-2007. Les évolutions depuis le point haut restaient toutefois contenues dans les « normes historiques ». Ce n'est réellement que dans les trois derniers mois de 2008 que l'indicateur est sorti de ces références, suggérant alors la survenue d'un choc conjoncturel inédit.

10. Même s'il n'a que des vertus anticipatrices limitées, le dispositif d'information mensuel est naturellement indispensable pour le pilotage conjoncturel des économies si l'on songe que les seuls comptes trimestriels auraient permis de prendre la mesure de l'ampleur de la récession seulement au moment de leur publication, c'est-à-dire à la mi-février 2009, ce qui aurait retardé l'adoption des plans de relance en Europe d'au moins trois mois.

de 2008/2009. Par comparaison, les premiers plans de relance américain et japonais ont été annoncés respectivement en février et en août 2008.

Pour l'année 2008, les plans de relance déjà mis en œuvre ont concerné les pays les plus touchés par la crise, et ont essentiellement consisté en des mesures de court terme visant à soutenir les agents privés et les secteurs les plus touchés (principalement le logement). Le Royaume-Uni et l'Espagne, comme les États-Unis, ont ainsi mis en œuvre des mesures de soutien aux revenus des ménages, *via* des versements directs, des aides fiscales, et une baisse de la TVA au Royaume-Uni au 1^{er} décembre 2008. L'Espagne et le Royaume-Uni ont également pris des mesures de soutien au secteur du bâtiment, par voie fiscale et *via* la construction de logements sociaux. Outre les mesures de soutien à la consommation, le plan américain comporte également un volet de soutien à l'investissement, visant à soutenir le développement des énergies renouvelables et l'accès aux technologies numériques.

Avec un plan de relance de 5,6 % du PIB répartis sur trois ans (2008 à 2010), les États-Unis ont adopté une stratégie budgétaire offensive face à la crise (tableau 6). La stimulation budgétaire au niveau de l'UE 27, bien inférieure, représente 1,4 point de PIB sur la même période, soit quatre fois moins qu'aux États-Unis. La zone euro, qui totalise 73 % du PIB de l'UE 27, contribue à hauteur de ce poids à la relance globale en 2009, mais à près de 90 % en 2010. Au sein de la zone euro, l'Allemagne, l'Espagne, le Luxembourg et la Finlande ont des plans de relance supérieurs à 3 points de PIB en moyenne. À l'inverse, la France, l'Italie et le Portugal apparaissent en retrait. L'Irlande, quant à elle, contribue négativement à la relance européenne en adoptant une politique très pro-cyclique. Pour les pays de l'UE 27 qui ne sont pas dans la zone euro, des contraintes pèsent sur la stabilité de leur monnaie et leur capacité d'endettement. C'est le cas de la Hongrie mais aussi dans une moindre mesure du Royaume-Uni qui pourrait faire les frais d'une relance trop agressive. Le Royaume-Uni, qui présente un plan de relance équivalent à celui de la moyenne européenne (1,4 point de PIB), concentre l'intégralité de son effort en 2009. Le plan japonais représente 2 % du PIB.

En dehors des économies les plus industrialisées, seules les zones ayant des marges de manœuvre budgétaires ont mis en place des plans de relance. Il s'agit pour l'essentiel de l'Asie, où les plans s'échelonnent de 1 à 3 % du PIB, à l'exception notable de la Chine qui a annoncé un plan s'élevant à 16 % du PIB sur plusieurs années (équivalent à 6 % par an). En Europe de l'Est, contrainte budgétairement, l'heure est à la baisse des dépenses budgétaires.

Tableau 6 : Résumé des plans de relance

	En points de PIB	Effet en 2008	Effet en 2009	Effet en 2010	Contribution dans l'UE 27 2009 (en %)	Contribution dans l'UE 27 2010 (en %)
Allemagne	3,0	0,0	1,4	1,6	33	60
Autriche	1,1	0,0	0,9	0,2	2	0
Belgique	1,6	0,0	1,0	0,6	4	4
Espagne	3,5	1,1	1,6	0,8	17	13
Finlande	3,1	0,0	1,5	1,6	2	4
France	0,6	0,0	0,5	0,2	8	4
Irlande	-4,4	-0,7	-1,9	-1,8	-4	-6
Italie	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0
Luxembourg	3,6	0,0	2,7	0,9	1	0
Pays-Bas	1,5	0,0	0,8	0,7	5	8
Portugal	0,8	0,0	0,8	0,0	1	0
Slovaquie	1,1	0,0	0,5	0,6	0	0
Total zone euro	1,6	0,2	0,8	0,6	70	89
Royaume-Uni	1,4	0,2	1,3	-0,1	20	-2
Danemark	2,5	0,0	0,8	1,7	2	6
Suède	2,8	0,0	1,5	1,3	4	6
Hongrie	-4,4	-0,7	-1,9	-1,8	-1	-2
Pologne	1,0	0,0	0,8	0,2	2	2
République tchèque	3,0	0,0	2,0	1,0	2	2
Total UE 27	1,4	0,1	0,8	0,5	100	100
États-Unis	5,6	1,0	2,1	2,4		
Japon	2,0	0,0	1,5	0,5		

Sources : OCDE *Perspectives économiques* mars 2009, calculs OFCE.

L'argument des différences d'impact des stabilisateurs automatiques est souvent avancé pour justifier des plans de relance moins ambitieux. Afin de comparer le volontarisme de chaque pays à relancer son économie, nous avons corrigé cet effet en prenant l'hypothèse que l'élasticité de la variation du solde conjoncturel à la variation de *l'output gap* était de 0,5 dans tous les pays. Pour les pays anglo-saxons, cela revient à supposer qu'une partie des mesures budgétaires discrétionnaires visent à combler le manque d'amortisseurs sociaux. En effet, pour les pays de la zone euro ayant des systèmes sociaux développés, ces mesures ne peuvent être considérées comme de la relance pure car elles sont équivalentes à des mesures non discrétionnaires propres au fonctionnement du système social européen. Finalement, en corrigeant des différences institutionnelles entre pays, l'impulsion budgétaire en 2009 reste quand même près de 3 fois supérieure aux États-Unis

(1,8 point de PIB) par rapport à celle de la zone euro (0,7 point). Elle se situe à un niveau intermédiaire au Royaume-Uni (1,3) et au Japon (1,2) (tableau 7).

En 2010, l'impulsion budgétaire serait pratiquement neutre dans la zone euro et au Royaume-Uni. Si au Royaume-Uni, cette impulsion est cohérente avec le fait que la politique de relance est concentrée sur 2009, dans la zone euro, cela signifie que les plans de relance seraient contrebalancés par des politiques d'austérité. Aux États-Unis, selon les prévisions de déficit public et d'*output gap* en 2010, l'impulsion budgétaire serait de -3 points de PIB alors même que le plan de relance américain devrait soutenir la croissance de 2,4 point de PIB. Pour atteindre leur objectif de réduction de déficit en 2010, les États-Unis vont devoir prendre des mesures budgétaires extrêmement restrictives (plus de 5 points de PIB) qui vont largement dépasser les effets positifs des politiques de relance. Les États-Unis qui ont été les plus incisifs dans la relance mondiale seront sûrement aussi ceux qui appliqueront le plus rapidement et avec le plus d'intensité des politiques d'austérité pour éviter une dérive de leurs finances publiques.

Tableau 7 : Impulsions budgétaires par zone

En point de PIB

	Variation du solde public			Variation de l' <i>output gap</i>			Variation du solde public conjoncturel			Impulsion budgétaire		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Zone euro	-1,2	-3,3	-1,2	-1,3	-5,3	-2,3	-0,6	-2,7	-1,2	0,6	0,7	0,1
Royaume-Uni	-2,8	-4,8	-1,4	-2,1	-7,0	-3,2	-1,0	-3,5	-1,6	1,8	1,3	-0,2
Japon	0,0	-4,8	-0,6	-2,0	-7,1	-0,9	-1,0	-3,6	-0,5	-1,0	1,2	0,1
États-Unis*	-2,0	-4,7	1,7	-1,9	-5,8	-2,5	-0,9	-2,9	-1,3	1,1	1,8	-3,0

Note : Nous décomposons ici la variation du solde public (SP) en une partie conjoncturelle (SPC) et une partie structurelle (SPS). La variation du SPC correspond à la moitié de celle de l'*output gap*. La variation du SPS correspond aux résidus ($\Delta SPS = \Delta SP - \Delta SPC$). L'impulsion budgétaire (IB) correspond aux variations du déficit structurel (IB = $-\Delta SPS$).

* Hors TARP

Sources : Comptabilités nationales, OCDE, calculs et prévision OFCE avril 2009.

Tableau 8 : Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et matières premières

	Trimestres												Années			
	2008				2009				2010				2008	2009	2010	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change ¹																
1 euro =...\$	1,50	1,56	1,50	1,32	1,30	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,47	1,26	1,25
1 \$ =...yen	105,3	104,6	107,6	96,0	93,6	100	100	100	100	100	100	100	100	103,4	98,4	100
1 £ =...euros	1,32	1,26	1,26	1,19	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,26	1,10	1,10
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales ¹																
États-Unis	3,2	2,1	2,0	1,1	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	2,08	0-0,25	0-0,25
Japon	0,5	0,5	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Zone euro	4,0	4,0	4,2	3,4	2,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,9	1,3	1,0
Royaume-Uni	5,3	5,0	5,0	3,3	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	4,7	0,6	0,5
Taux d'intérêt à long terme ¹																
États-Unis	3,6	3,9	3,8	3,2	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	3,6	2,8	2,8
Japon	1,4	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,3	1,3
Zone euro	3,9	4,3	4,3	3,5	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	4,0	3,2	3,2
Royaume-Uni	4,5	4,8	4,7	4,0	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7	3,8	4,5	3,4	3,6
Prix du pétrole, Brent, en \$ ¹	96,8	121,5	114,7	54,8	44,3	50	50	50	50	50	50	50	50	97,2	48,6	50
Prix du pétrole, Brent, en € ¹	64,6	77,8	76,3	41,6	34,0	40	40	40	40	40	40	40	40	65,1	38,5	40
Matières premières industrielles ²	15,2	5,4	-6,6	-30,3	-7,6	0,5	3,1	3,6	1,7	3,4	1,1	0,5		5,4	-29,9	9,6

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 longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'Etat à 10 ans pour la zone euro, obligations d'Etat à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE avril 2009.