

## La peur au ventre

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.. La peur au ventre : Perspectives 2007-2008 pour l'économie mondiale. Revue de l'OFCE, Presses de Sciences Po, 2007, pp.9 - 29. hal-01052642v2

HAL Id: hal-01052642

<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-01052642v2>

Submitted on 27 Jul 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.



## LA PEUR AU VENTRE

### Perspectives 2007-2008 pour l'économie mondiale \*

*De toutes les crises susceptibles de menacer l'expansion mondiale, celle des subprimes était la moins attendue. Au beau milieu de la trêve estivale, la révélation de l'implication d'institutions financières de renom dans les crédits immobiliers américains à risque a ricoché sur l'ensemble du système financier, provoquant un durcissement général des conditions de financement sur le marché interbancaire. La prompt intervention des banques centrales a calmé l'affolement, et même si l'eau reste agitée après la tempête de l'été, les autorités monétaires devraient pouvoir ramener le calme.*

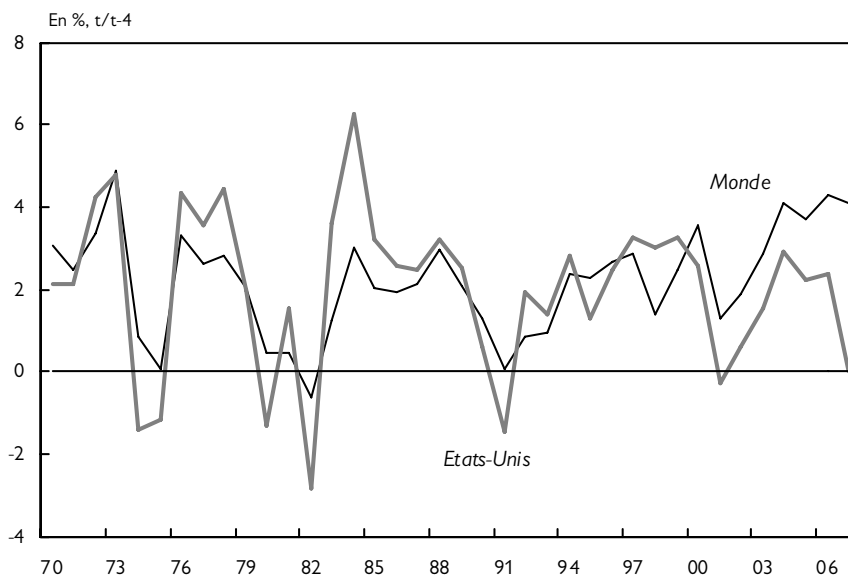
*C'est en tout cas l'hypothèse qui sous-tend la présente prévision : la crise ne devrait pas infléchir significativement le sentier d'expansion de l'économie mondiale. Les années 2007 et 2008 s'annoncent dans la lignée des précédentes, avec des croissances prévues de 4,9 et 4,5 % respectivement, après un sommet à 5,2 % en 2006. Le marché immobilier restera le talon d'Achille de l'économie américaine, mais les enchaînements récessifs initiés par son retournement seront enrayerés par le volontarisme dont la Réserve fédérale est coutumière dans l'adversité.*

*Le ralentissement américain n'aura qu'un effet modéré sur la croissance mondiale, entretenue par un plus grand dynamisme de la demande intérieure dans les zones émergentes et dans la zone euro. Marquée par la singularité de ses performances dans un environnement international pourtant très porteur depuis l'éclatement de la bulle internet, l'économie européenne se distinguera encore en 2007 et en 2008, mais avec cette fois une croissance plus dynamique qu'aux États-Unis.*

\* 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, Frédéric Reynès, Christine Riffart, Danielle Schweisguth. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 15 octobre 2007.

La crise du *subprime* a claqué dans le ciel de la croissance mondiale comme un éclair par une journée chaude d'août. Le 9 août, BNP Paribas annonçait le gel de plusieurs de ses fonds investis dans ces crédits immobiliers à risque, pour cause de liquidité insuffisante. Cette annonce traduisait la contamination de la sphère financière et bancaire par la crise immobilière américaine (voir dans ce dossier « La finance mondiale dans la tourmente »). Alors que la croissance mondiale atteignait un sommet à 5,2 % en 2006, l'année 2007 s'annonçait jusqu'au mois de juin comme excellente. La fin de la déflation au Japon ou le renforcement du cycle d'investissement en Europe confirmaient le découplage de la croissance mondiale. Les zones émergentes — Asie, Amérique latine, pays de l'Europe de l'Est — continuaient à croître plus rapidement que les grandes économies industrielles, masquant l'effet du ralentissement américain sur la croissance mondiale. Ni l'instabilité géopolitique, ni le choc pétrolier et la hausse vertigineuse des matières premières, ni l'accumulation des déséquilibres ne paraissaient à même d'infléchir la trajectoire de l'économie mondiale (graphique 1).

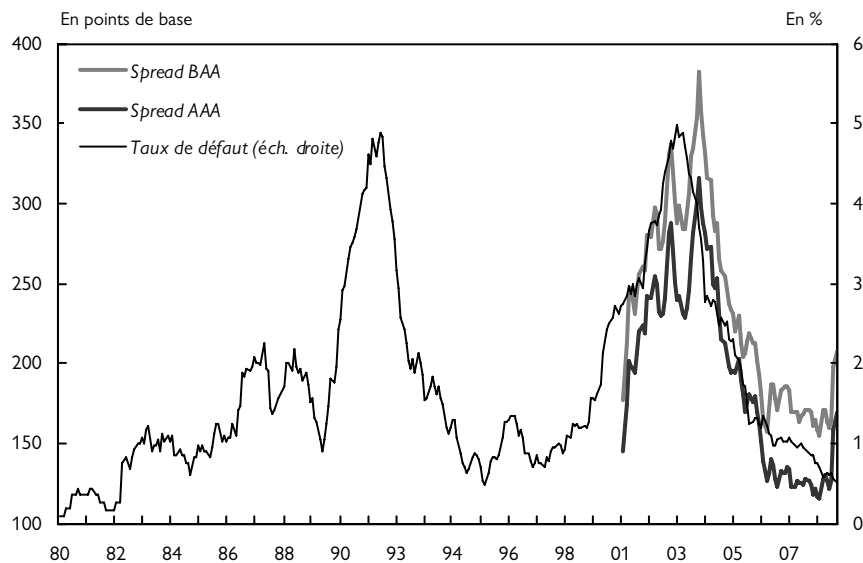
1. Croissance par tête États-Unis et monde



Source : FMI.

L'amplification de la crise du *subprime* et les enchaînements du mois d'août 2007 changent aujourd'hui cette vision. Les asymétries d'information sur les marchés financiers sont à l'origine d'une série d'excès et de spéculations hasardeuses, générant un mouvement de panique qui ressemble de plus en plus à une crise systémique.

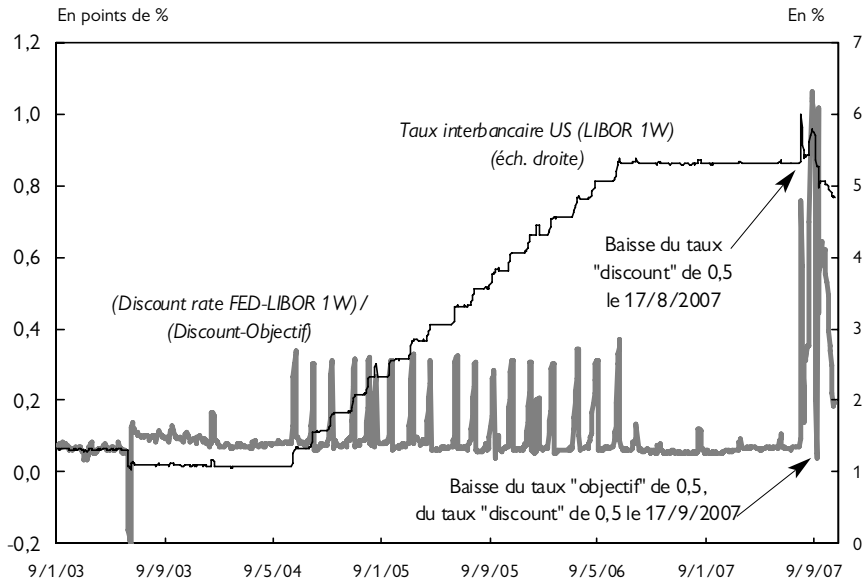
## 2. Spreads sur obligations privées, économie mondiale



Source: Moody's.

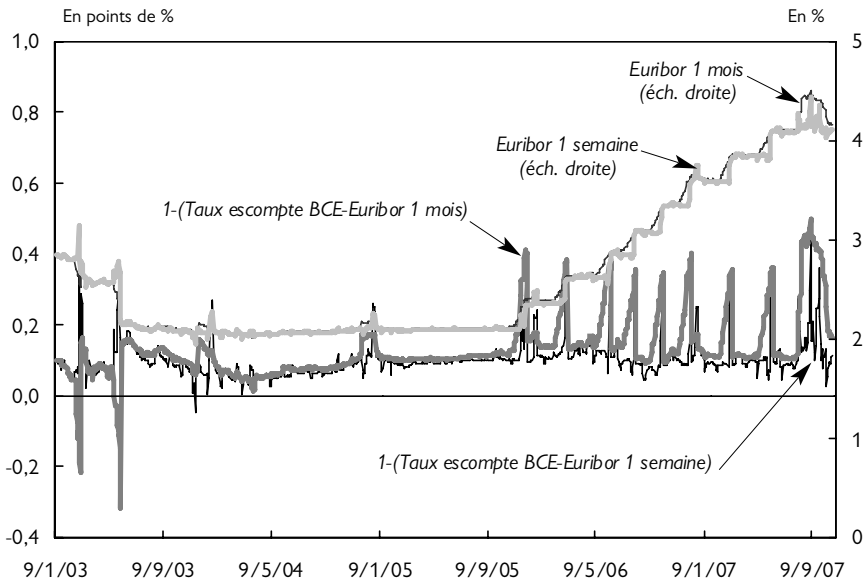
Partout les conditions de financement se sont durcies. Sur le marché interbancaire, les banques des pays développés font face à des taux majorés de 50 points de base malgré les injections massives de liquidités conduites par les banques centrales. Les *spreads* de taux pour le financement obligataire des entreprises privées, quelles que soient leurs notations ont augmenté brusquement au mois d'août (graphique 2). Ces hausses de taux ne sont qu'une facette du choc que subit le système financier. La défiance envers tout agent qui souhaite se financer à court terme et les rumeurs incessantes sur les difficultés de telle institution bancaire ou de tel fond rendent ce financement parfois impossible. À un prix plus élevé s'ajoute un rationnement quantitatif qui peut compromettre la viabilité d'agents qui n'ont rien à voir avec le *subprime*. La persistance de ce stress pourrait conduire à des défauts. Ces défauts amplifieraient la défiance et les rumeurs et augmenteraient les risques portés par les survivants. Le château de cartes pourrait alors s'écrouler et ceci d'autant plus vite que le village global est devenu petit et que les liens tissés sont étroits.

3. Indicateur de stress du marché interbancaire américain



Sources : Réserve Fédérale, Datastream, calculs OFCE.

4. Indicateur de stress du marché interbancaire européen



Sources : Banque centrale européenne (BCE), Datastream, calculs OFCE.

## Qui sème le vent récolte la tempête

Le feu est parti là où on l'attendait le moins, c'est-à-dire d'un petit segment du crédit immobilier aux États-Unis, le *subprime*, dont l'enjeu n'était *a priori* pas planétaire mais tout au plus national. Pourtant, la défaillance de quelques emprunteurs à risque aux États-Unis, incapables d'honorer les échéances de leur crédit immobilier, a fait l'effet d'une bombe sur les marchés financiers, rappelant que la titrisation permet de mutualiser le risque mais conduit à une certaine opacité. Situation paralysante pour tous les acteurs, chacun se demandant si le terrain du voisin est ou non miné, mais aussi embarrassante pour les observateurs s'interrogeant sur la profondeur de la crise.

Le point de départ de cette crise a été largement analysé (voir « La fin de l'*American Dream* », *Revue de l'OFCE*, n° 101, avril 2007) : des ménages américains peu solvables ont compté sur la hausse à venir des marchés immobiliers pour extraire des liquidités par les mécanismes de recharge hypothécaire, ou pour renégocier un emprunt qui arrive dans sa phase de *reset*. Spéculant sur la hausse des prix de l'immobilier, séduits par un montage financier auquel ils ne comprenaient pas grand-chose, ils comptaient bien liquider à terme une situation nette redevenue positive.

Derrière ces spéculateurs mal informés, d'autres, plus riches, engageaient les sommes correspondantes dans des fonds aux rendements extraordinaires et étaient les créanciers des premiers sans vraiment le savoir. Après une demi-décennie de croissance rapide des prix de l'immobilier, stimulée en partie par des taux d'intérêt bas, la fable semblait vraisemblable. D'un côté des ménages vivaient mieux, de l'autre des capitaux avaient une rentabilité exceptionnelle. Et plus les prix montaient, plus la fable se renforçait, plus les candidats à la loterie étaient nombreux. L'histoire a pris fin avec la remontée des taux d'intérêt, avec les premières difficultés face à des montages particulièrement audacieux. La chute a été terrible : ventes forcées, dans l'urgence, chute des prix entraînant d'autres ménages dans le *maelström*, assèchement des liquidités pour les fonds qui finançaient le *subprime*, et donc hausse des primes ou fin des renégociations avantageuses. L'addition a été d'autant plus salée qu'elle a été présentée à tous en même temps.

Si la hausse des taux d'intérêt a été le déclencheur de cette crise, c'est la mise en position de spéculateurs de nombreux individus disposant d'une information très parcellaire sur les risques pris qui en est la cause profonde. Il est souhaitable que la politique monétaire ait un impact sur l'activité économique. Il est dommageable qu'elle se double de bulles spéculatives ; il est terrible que celles-ci soient le fait d'acteurs inconscients.

L'affaire des *subprimes* n'est pas terminée. On va sans doute découvrir d'autres ménages pris au piège. Leur fortune passée va brusquement se muer en une infortune sans fond. D'autres investisseurs vont découvrir la nature exacte de leurs engagements et des risques qu'ils ont pris. Mais les pertes encaissées par les uns ou les autres ne devraient pas excéder un montant que l'économie mondiale doit pouvoir absorber sans grande difficulté. Les estimations les mieux « informées »<sup>1</sup> tablent entre 100 et 200 milliards de dollars. Au-delà du désastre pour quelques individus, cela signifie un impact à peine notable sur l'économie américaine et très faible sur l'économie mondiale.

Or le mouvement de panique qui s'en suit est d'une tout autre ampleur. Si le stress financier provoqué par la défiance généralisée, le rationnement quantitatif du financement à court terme ou la hausse des taux de court terme persiste, c'est en milliers de milliards de dollars que les conséquences se chiffreront. La forte imbrication de la finance à l'échelle mondiale, produit de la globalisation ainsi que des innovations financières, est un formidable accélérateur de la croissance mais aussi des crises.

## Incendie circonscrit mais pas encore maîtrisé

Les interventions rapides des banques centrales, par l'injection massive de liquidités, ont évité l'assèchement du marché interbancaire. La baisse des taux directeurs par la Réserve fédérale à la mi-septembre illustre une fois de plus la réactivité des autorités monétaires américaines. L'intervention de la banque centrale américaine a rétabli les taux à très court terme sur le marché interbancaire au niveau d'avant la crise (graphique 3). Si cette intervention n'a pas suffi à rétablir la confiance, elle a permis toutefois de réduire la pression sur le secteur bancaire. À très court terme, les banques peuvent à nouveau se financer à des conditions presque normales, mais les taux à trois mois restent tendus. La Réserve fédérale se substitue au marché interbancaire en fournissant des liquidités aux institutions financières qui n'en trouvent pas. La BCE a seulement interrompu son cycle de hausse des taux et prend le risque de retarder la normalisation en ne suivant pas la Réserve fédérale dans la baisse des taux directeurs. La pression sur les banques européennes est donc forte (graphique 4), bien que d'abondantes liquidités, à un taux proche des taux directeurs, soient injectées par la BCE. Cela suffira-t-il à empêcher la mise en difficulté d'établissements financiers

1. Par exemple, Ben Bernanke avait fin juillet évalué les pertes potentielles entre 50 et 100 milliards de dollars. Le FMI dans des déclarations au cours du mois de septembre 2007 a porté l'évaluation à 170 milliards. Ces estimations portent sur l'impact direct des pertes portées par les banques émettrices de prêts. Elles n'incluent pas les pertes indirectes auprès des investisseurs institutionnels ou privés qui ont pris des risques à travers des *hedge funds* ou des produits dérivés.

de la zone euro au-delà de ce que doit coûter l'apurement de la crise du *subprime*?

## La croissance malgré tout

Les conséquences de la crise de défiance seront réelles. Elles seront d'autant plus importantes que la confiance sera rétablie tardivement. Les politiques économiques, et principalement les politiques monétaires, joueront un rôle décisif dans une sortie honorable de cet épisode. Nous avons choisi d'être confiants dans la capacité des autorités mondiales à éteindre l'incendie et éviter le pire. Dès lors, la croissance prévaudra, quelle que soit la peur que l'on garde après un avertissement presque sans frais.

Les années 2007 et 2008 s'annoncent de la même veine que les précédentes quoiqu'en léger ralentissement, avec une croissance prévues à 4,9 et 4,5 % respectivement pour l'économie mondiale (tableau 1). La recomposition du paysage de la croissance fera toujours la part belle aux économies en développement qui dans leur ensemble croîtront de plus de 7 % chacune des deux années, Chine en tête avec des rythmes supérieurs à 10 %. En face, les vieilles économies industrielles font pâle figure, notamment les États-Unis, qui, très affectés par la crise immobilière, descendront sous les 2 % de croissance en 2007 et en 2008, tandis que la zone euro s'en sortirait mieux qu'à l'accoutumée, avec 2,6 et 2,5 % respectivement.

## Coup de froid sur l'économie américaine

Aux États-Unis, la croissance est entrée dans une phase de repli depuis le printemps 2006. Depuis 2004, la hausse des taux d'intérêt sur fond d'endettement élevé des ménages a fait plonger le marché de l'immobilier. Les ventes de logements chutent dans le neuf et l'ancien et les prix baissent sensiblement dans certains États. L'investissement en logements a déjà diminué de 4,6 % en 2006 et l'ajustement devrait être nettement plus violent en 2007 avec un repli de 16,1 % selon nos prévisions. Les stocks de logements invendus continuent d'augmenter et les délais de vente s'allongent. Dans ces conditions, les mises en chantier et les permis de construire replongent depuis le printemps, et l'activité dans la construction pourrait connaître une chute encore plus marquée au troisième trimestre avant de se stabiliser.

Si jusqu'à cet été, l'économie américaine a fait montre d'une bonne résistance à la crise immobilière, les limites apparaissent actuellement de plus en plus ouvertement. Suite à la crise qui agite les marchés finan-



## ■ Département analyse et prévision

ciers depuis août, la Réserve fédérale a amorcé une nouvelle phase de détente monétaire le 18 septembre dernier. Le taux objectif des *Fed Funds* a baissé de 50 points de base à 4,75 %. Ce soutien à l'économie devrait se poursuivre les prochains mois : les taux descendraient à 3,25 % au deuxième trimestre 2008. Ce faisant, la Réserve fédérale prévient une correction excessive et un enchaînement dépressif cumulatif qui conduiraient l'ensemble de l'économie vers la récession, mais n'évite pas la propagation à l'ensemble des agents. Le surendettement des ménages demeure et les baisses de prix des logements dans de nombreux États ne permettent plus de faire jouer les refinancements pour rembourser.

Le ralentissement de la consommation des ménages devrait se poursuivre sous l'effet principalement des contraintes financières des ménages endettés, de la baisse des prix immobiliers et d'un accès beaucoup plus strict au crédit. La hausse du taux d'épargne depuis la mi-2006 en est l'illustration et cette tendance devrait s'accroître dans les prochains trimestres. Sans entrer dans un scénario dépressif où la baisse des prix de l'immobilier continuerait et mettrait des millions de ménages en défaut, l'assainissement financier des ménages pèsera en 2008 sur la consommation, via la hausse du taux d'épargne. Après 3,1 % en 2006, la consommation privée ne progresserait que de 2,6 % en 2007 et de 1,2 % en 2008. La demande intérieure serait également affectée par la baisse de l'investissement à partir de la fin 2007, alors qu'on observe déjà un fort ralentissement des commandes de biens d'équipement. Le commerce extérieur devrait fournir un soutien opportun à la croissance en 2008 (0,7 point de contribution). La baisse du dollar face aux autres monnaies devrait consolider les gains de parts de marchés des producteurs américains et stimuler les exportations, face à une demande adressée moindre qu'en 2007. Les importations devraient freiner sensiblement du fait de la situation conjoncturelle. La croissance devrait connaître un tassement plus marqué dans le courant du deuxième semestre 2007. Après 2,9 % en 2006, elle atteindrait 1,9 % en 2007 et 1,8 % en 2008.

## Les pays émergents tirent la croissance mondiale

La vigueur des économies émergentes (Chine, Inde et Russie en tête) permettra de maintenir la croissance mondiale à un rythme élevé après une année 2006 record. Les contributions à la croissance mondiale calculées en parité de pouvoir d'achat (poids 2005) sont édifiantes. En 2006 la Chine a contribué à elle seule à 1,5 point de croissance alors que les États-Unis et l'Union Européenne apportaient chacun 0,6 point. Ainsi en 2007, la contribution des pays industrialisés ralentirait à 1,2 point, tandis que les pays en développement contribueraient à hauteur de 3,7 points à la croissance mondiale.

## 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		2006	2007	2008
Allemagne	4,0	3,1	2,9	2,5
France	3,0	2,2	1,9	2,6
Italie	2,8	1,9	1,9	1,7
Espagne	1,9	3,9	3,9	2,7
Pays-Bas	0,9	3,0	2,5	2,8
Belgique	0,6	3,0	2,7	2,1
Autriche	0,5	3,1	3,4	2,3
Finlande	0,4	4,9	3,9	2,5
Portugal	0,4	1,3	1,9	2,1
Grèce	0,3	4,3	3,7	3,5
Irlande	0,3	5,7	4,6	4,7
<b>Zone euro</b>	<b>15,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
Royaume-Uni	3,3	2,8	3,0	2,0
Suède	0,5	4,5	3,5	3,2
Danemark	0,3	3,5	2,2	1,9
<b>Union européenne à 15</b>	<b>19,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>
12 nouveaux pays membres	2,4	6,5	6,0	5,4
<b>Union européenne à 27</b>	<b>21,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>
Suisse	0,4	3,2	2,6	2,2
Norvège	0,3	4,6	4,7	3,2
<b>Europe</b>	<b>22,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>
États-Unis	20,0	2,9	1,9	1,8
Japon	6,5	2,2	1,9	1,9
Canada	1,8	2,8	2,4	2,1
<b>Pays industriels</b>	<b>52,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>
Pays candidats à l'UE <sup>2</sup>	1,1	4,8	4,8	4,7
Russie	2,6	6,7	6,8	6,2
Autres CEI <sup>3</sup>	1,2	9,8	8,5	7,4
Chine	14,4	10,8	11,3	10,6
Autres pays d'Asie	14,9	7,4	6,7	6,3
Amérique latine	7,6	5,0	4,4	3,7
Afrique	3,4	5,5	6,2	5,8
Moyen-Orient	2,8	5,7	5,5	5,5
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2005.

2. Croatie et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2007.

## ■ Département analyse et prévision

Le dynamisme des économies asiatiques permettrait ainsi à l'économie mondiale de résister au ralentissement outre-Atlantique. La Chine a enregistré en 2006 sa meilleure performance depuis la crise asiatique, avec 10,8 % de croissance annuelle, et semble bien partie pour battre un nouveau record de croissance en 2007, le glissement annuel du PIB s'établissant à 11,9 % au deuxième trimestre. L'économie chinoise donne des signes de surchauffe avec un emballement des marchés financiers et immobiliers. Cependant l'excès d'offre lié aux surcapacités productives accumulées protège la Chine d'une dérive inflationniste majeure. Soutenue de plus par les jeux olympiques de Pékin en 2008, la croissance chinoise atteindrait 11,3 % en 2007 et 10,6 % en 2008. Le ralentissement de l'économie américaine devrait inciter le gouvernement chinois à accélérer les réformes afin de soutenir la demande intérieure.

L'Inde n'est pas en reste avec une croissance de 9,4 % en 2006 malgré de mauvaises performances dans le secteur agricole, qui compte pour 18,5 % du PIB. En Corée du Sud, le PIB a connu en 2006 son plus fort taux de croissance depuis quatre ans (5 %) grâce au dynamisme de la consommation des ménages. C'est la demande intérieure qui devrait continuer à tirer la croissance en 2007 et en 2008, avec une accélération de l'investissement et une contribution modérée du commerce extérieur. Dans le reste de l'Asie, les moteurs traditionnels que sont les exportations et l'investissement ont été très dynamiques en 2006. La zone devrait certes souffrir du ralentissement de l'économie américaine, mais les marges de manœuvre dégagées par la modération de l'inflation pour la politique monétaire, et par la baisse des déficits publics pour la politique budgétaire, donneraient des moyens suffisants aux gouvernements pour éviter un refroidissement brutal de l'économie.

Au-delà de l'Asie, c'est l'ensemble des pays en développement qui ont connu en 2006 des rythmes de croissance record (5,8 % en excluant l'Asie). Depuis quatre ans, l'Amérique latine a su tirer parti d'un environnement international réel et financier très favorable pour remettre sa croissance en marche, consolider sa base productive et surtout réduire ses déséquilibres internes et externes. Fortement exportatrice de matières premières alimentaires et industrielles, elle a profité de la hausse des cours mondiaux pour améliorer ses termes de l'échange tandis que la vigueur de la demande mondiale, notamment en provenance d'Asie, lui a permis d'engranger des excédents commerciaux sans précédent (plus de 50 milliards de dollars en 2006 sur la région) et stimuler une croissance déjà solidement ancrée sur ses composantes internes. La crise financière de cet été a également frappé les marchés émergents d'Amérique latine. Les Bourses locales ont chuté entre 10 et 20 % en juillet-août avant de rebondir en septembre. Les *spreads* sur les titres de dette souveraine restent à des niveaux histo-

riquement bas malgré la hausse qui a commencé début 2007. L'amélioration des fondamentaux et la moindre vulnérabilité aux chocs externes devraient protéger les pays d'Amérique latine d'un retrait des capitaux au profit de placements plus sûrs. L'économie mexicaine serait la plus touchée par le retournement conjoncturel aux États-Unis, avec une croissance de 2,7 % en 2007 et de 2,5 % en 2008 après 4,8 % en 2006. Dans l'ensemble, la croissance en Amérique latine ralentirait (4,4 % en 2007 et 3,7 % en 2008) après avoir atteint un haut de cycle en 2006 (5 %).

Une dynamique similaire s'est enclenchée en Russie où les revenus pétroliers ont permis l'amélioration de l'excédent commercial et la réduction de la dette publique. Cet afflux de devises, accompagné d'une envolée du crédit, a dopé la demande intérieure: la consommation et l'investissement ont bondi respectivement de 11,2 % et de 13,9 %, entraînant une hausse de 30 % des importations. Cependant, la surchauffe guette la Russie qui subit une accélération de l'inflation depuis la fin 2006. La croissance devrait atteindre un pic à 6,8 % en 2007, après 6,7 % en 2006, et ralentir légèrement en 2008 à 6,2 %. L'économie est très dynamique dans la plupart des nouveaux pays membres de l'Union européenne, tirée par des entrées de capitaux exceptionnelles, une expansion du crédit, la baisse du chômage et la progression rapide des salaires. Mais l'inflation accélère depuis le début de l'année, et devrait par exemple atteindre 8 % en Hongrie en 2007. Pour y faire face les banques centrales d'Europe de l'Est ont déjà procédé à des hausses de taux d'intérêt, et devraient poursuivre le resserrement monétaire au cours des prochains trimestres. La croissance ralentirait donc en 2008 à 5,4 %, contre 6 % en 2007 et 6,5 % en 2006, mais resterait dynamique, portée par une demande intérieure toujours en forte expansion et par la bonne santé de l'économie allemande.

Au Japon, le cycle de reprise qui avait débuté en 2002 a pris fin au deuxième trimestre 2007. Le PIB japonais a reculé de 0,4 % en rythme trimestriel, plombé par un fort recul de l'investissement. En même temps, la consommation privée marque le pas, tandis que les exportations ralentissent sous l'effet d'une baisse de la demande en provenance des États-Unis. L'environnement international est devenu incertain, et le Japon traverse de surcroît une crise politique majeure qui s'est soldée le 12 septembre par la démission du Premier ministre Shinzo Abe. Les prix baissent à nouveau depuis février 2007 avec la fin de l'effet de base lié à la hausse des prix du pétrole. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie), négative depuis fin la 1998, s'établit à - 0,2 % en août. Les perspectives de croissance ont été revues à la baisse depuis la dernière prévision et l'on anticipe désormais une croissance de 1,9 % en 2007 et en 2008, après 2,2 % en 2006. Le Japon devrait cependant sortir de la déflation courant 2008, le dynamisme du marché du travail permettant de mettre un terme à la spirale déflationniste.

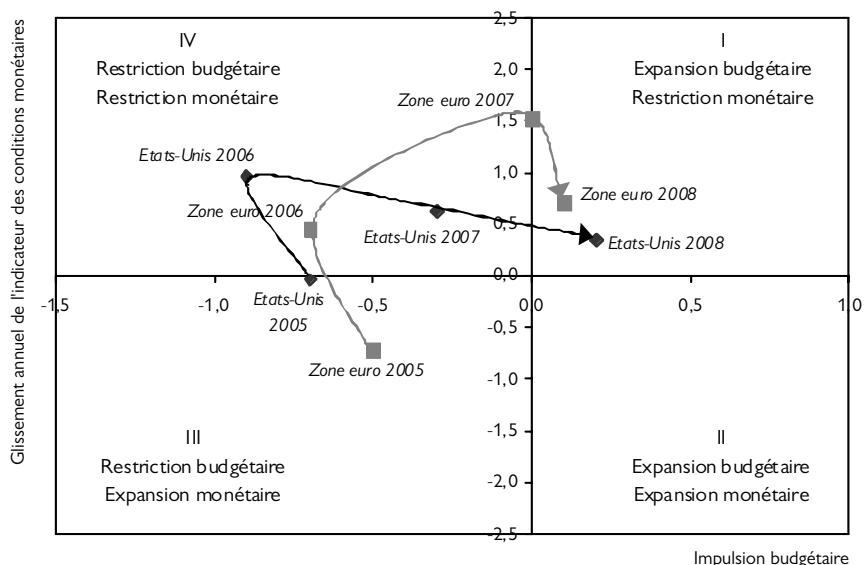
## Singularité européenne

Depuis les turbulences du début de la décennie, la situation conjoncturelle de la zone euro est marquée par la singularité. Singularité de la politique monétaire, bien moins réactive en Europe qu'aux États-Unis, singularité de la politique budgétaire, corsetée ici, volontariste là-bas, singularité de la position européenne vis-à-vis de la dépréciation du dollar quand dans le même temps la Chine a ancré sa monnaie sur la devise américaine, singularité finalement des performances de croissance, la zone euro n'ayant que peu profité d'un environnement international pourtant très porteur.

Cette singularité marquera encore les années 2007 et 2008, mais gardera un tour plus favorable, comme en 2006. Pas du fait d'un relâchement de la discipline monétaire ou budgétaire en Europe (graphique 5), ni d'une prise en charge de la question du taux de change de l'euro, mais d'une croissance interne plus forte de ce côté-ci de l'Atlantique.

Les ferments de la reprise de l'activité en 2006, mettant en jeu les facteurs internes de la croissance, resteront à l'œuvre dans la seconde moitié de 2007 et en 2008 : l'investissement des entreprises resterait dynamique, même si le pic de croissance a été atteint en 2006, et la consommation des ménages profitera toujours du dynamisme du revenu, porté par la hausse des salaires individuels et par les créations

5. Indicateurs de rigueur monétaire et budgétaire



Sources : calculs et prévision OFCE octobre 2007.

d'emplois. Les ménages seront aussi les principaux bénéficiaires de la politique budgétaire, qui prendra un caractère expansionniste pour la première fois depuis 2003.

La poursuite de l'appréciation de l'euro jusqu'à 1,50 dollar à l'horizon 2008 privera toutefois l'Europe de quelques dixièmes de points de croissance, quand dans le même temps le ralentissement américain pèsera sur les débouchés des exportateurs européens. Au total, le PIB de la zone euro ralentirait légèrement par rapport aux 2,9 % de 2006, à 2,6 % en 2007 et à 2,5 % en 2008. C'est dire que la meilleure performance de l'Europe sur les États-Unis proviendra davantage de la médiocrité des seconds que de l'excellence de la première.

## Le soutien des politiques économiques en jeu

Dans ce contexte qui comporte un certain nombre de risques pour l'économie mondiale, le soutien des politiques monétaires et budgétaires pourrait se révéler essentiel. La Réserve fédérale, toujours prompte à réagir, a déjà enclenché un cycle de baisse des taux d'intérêt qui va permettre de détendre les conditions de crédit. Les taux directeurs perdraient 2 points entre août 2007 et la mi-2008. Avec en outre un recul du dollar, les conditions monétaires aux États-Unis s'amélioreraient donc à l'horizon 2008. Du point de vue des finances publiques, après deux années d'effort budgétaire important, le Trésor américain serait en mesure de relâcher la contrainte. Ainsi, l'impulsion pourrait redevenir positive de 0,2 point de PIB en 2008 (tableau 2).

En zone euro, le relâchement de la contrainte budgétaire redonnerait un peu d'air à l'économie. Après plusieurs années de restrictions budgétaires imposées par le Pacte de stabilité, tous les pays, à l'exception, du Portugal devraient afficher en 2007 un déficit inférieur à 3 % du PIB (tableau 3). Le déficit de la zone devrait s'améliorer de 1,4 point de PIB entre 2005 et 2007, passant de - 2,4 à - 1 % du PIB de la zone. L'impulsion serait neutre en 2007 et en 2008, avec des marges de manœuvre pour une relance budgétaire si le besoin s'en faisait sentir. Car il ne faudra pas trop compter sur la BCE pour détendre sa politique monétaire avant la mi-2008. Avec l'effet de base lié aux prix du pétrole, l'inflation pourrait repasser au dessus de la barre des 2 % au quatrième trimestre 2007 et au premier de 2008. Si la crise financière ne s'avère que passagère, la BCE maintiendrait le *statu quo* jusqu'au printemps 2008. Elle pourrait ensuite baisser ses taux au second semestre 2008, motivée par l'envolée de l'euro et par une modération de l'inflation. L'économie européenne pâtirait de la hausse de l'euro face au dollar et aux monnaies asiatiques. Les conditions monétaires se détérioreraient en 2007 avant de se détendre un peu en 2008 grâce à deux baisses des taux d'intérêt.

## ■ Département analyse et prévision

### 2. Positions budgétaires aux États-Unis, en Europe et au Japon

<b>Croissance du PIB</b> <i>En %</i>	2005	2006	2007	2008	Moyenne 2005-2008
Zone euro	1,6	2,9	2,6	2,5	2,4
États-Unis	3,1	2,9	1,9	1,8	2,4
Royaume-Uni	1,8	2,8	3,0	2,0	2,4
Japon	1,9	2,2	1,9	1,9	2,0
<b>Solde public</b> <i>En % du PIB</i>					
Zone euro	-2,4	-1,6	-1,0	-0,9	-1,5
États-Unis	-3,6	-2,6	-3,2	-3,6	-3,3
Royaume-Uni	-3,2	-2,6	-2,3	-2,2	-2,6
Japon	-6,4	-2,4	-2,5	-2,6	-3,5
<b>Impulsion budgétaire*</b> <i>En points de PIB</i>					
Zone euro	-0,5	-0,7	0,0	0,1	-0,3
États-Unis	-0,7	-0,9	-0,3	0,2	-0,7
Royaume-Uni	-0,5	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5
Japon	-1,1	-1,2	-1,2	-0,3	-1,0

\* Opposée de la variation du solde structurel primaire. Un chiffre positif indique une politique budgétaire expansionniste.

Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2007.

La réduction des tensions inflationnistes dans les pays développés a permis de mettre un terme au resserrement des politiques monétaires. Dans une économie mondiale toujours abreuvée d'épargne, les taux d'intérêt longs restent bas, et pourraient même diminuer encore si l'inflation reste sous contrôle. Cependant l'inflation accélère dans un certain nombre de pays émergents en forte croissance. C'est le cas pour la Chine et l'Inde, l'Afrique du Sud, la Hongrie et les pays Baltes en Europe de l'Est, ou encore l'Uruguay et le Venezuela en Amérique du Sud pour ne citer que les principaux. Ces pays connaissent en conséquence un resserrement monétaire, mais l'impact sur l'économie réelle est amoindri par la possibilité qu'ont les agents de se financer ailleurs. Dans un monde en excès d'épargne avec une mobilité des capitaux quasi-parfaite (la Chine étant l'exception qui confirme la règle), la tentation est grande d'aller chercher les fonds dans les pays qui proposent des taux d'intérêt défiant toute concurrence (Japon, Suisse en particulier). Le seul inconvénient de cette stratégie est que l'emprunteur encourt alors un risque de change. Tant que la monnaie dans laquelle le capital est placé s'apprécie, il gagne sur les deux tableaux (taux de change et taux d'intérêt) puisque le montant à rembourser s'amenuise avec le temps.

## 3. Politiques budgétaires dans la zone euro

	2006	2007	2008	Moyenne 2006-2008
<b>Croissance du PIB, en %</b>				
Allemagne	3,1	2,9	2,5	<b>3,0</b>
France	2,2	1,9	2,6	<b>2,0</b>
Italie	1,9	1,9	1,7	<b>1,9</b>
Espagne	3,8	3,8	2,7	<b>3,8</b>
Pays-Bas	3,0	2,5	2,8	<b>2,8</b>
Belgique	3,0	2,7	2,1	<b>2,9</b>
Autriche	3,1	3,4	2,3	<b>3,2</b>
Finlande	4,9	3,9	2,5	<b>4,4</b>
Portugal	1,3	1,9	2,1	<b>1,6</b>
Grèce	4,3	3,7	3,5	<b>4,0</b>
Irlande	5,6	4,6	4,7	<b>5,1</b>
Zone euro	2,9	2,6	2,5	<b>2,8</b>
<b>Solde public, en points de PIB</b>				
Allemagne	-1,6	-0,1	0,2	<b>-0,9</b>
France	-2,5	-2,9	-3,1	<b>-2,7</b>
Italie	-4,4	-2,5	-2,5	<b>-3,5</b>
Espagne	1,8	1,8	1,3	<b>1,8</b>
Pays-Bas	0,6	-0,9	0,1	<b>-0,2</b>
Belgique	0,2	0,3	0,5	<b>0,3</b>
Autriche	-1,1	-0,9	-0,7	<b>-1,0</b>
Finlande	3,9	2,8	2,7	<b>3,4</b>
Portugal	-3,9	-3,5	-3,2	<b>-3,7</b>
Grèce	-2,6	-2,5	-2,8	<b>-2,6</b>
Irlande	2,9	0,9	1,0	<b>1,9</b>
Zone euro	-1,6	-1,0	-0,9	<b>-1,3</b>
<b>Impulsion budgétaire*, en points de PIB</b>				
Allemagne	-0,7	-0,6	0,1	<b>-0,7</b>
France	-0,8	0,1	0,3	<b>-0,4</b>
Italie	-1,3	-0,1	-0,1	<b>-0,7</b>
Espagne	-0,1	0,5	0,5	<b>0,2</b>
Pays-Bas	-0,3	1,7	-0,7	<b>0,7</b>
Belgique	0,0	0,3	0,1	<b>0,2</b>
Autriche	0,1	0,5	-0,1	<b>0,3</b>
Finlande	-0,3	1,5	-0,2	<b>0,6</b>
Portugal	-2,2	-0,3	-0,1	<b>-1,2</b>
Grèce	-1,5	-0,2	0,0	<b>-0,8</b>
Irlande	-1,4	1,6	0,0	<b>0,1</b>
Zone euro	-0,7	0,0	0,2	<b>-0,4</b>

\* 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 octobre 2007.



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

	T rimestres												Années		
	2006				2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<i>Taux de change</i> <sup>1</sup>															
1 € =...\$	1,20	1,26	1,27	1,29	1,31	1,35	1,37	1,40	1,45	1,50	1,40	1,40	1,26	1,36	1,44
1 \$ =...yen	117	114	116	118	119	121	118	114	112	110	110	110	116	118	111
1 £ =...euros	1,46	1,45	1,47	1,49	1,49	1,47	1,48	1,48	1,48	1,48	1,48	1,48	1,47	1,48	1,48
<i>Taux d'intérêt à court terme</i> <sup>1</sup>															
États-Unis	4,6	5,0	5,25	5,2	5,2	5,2	5,35	4,6	3,75	3,25	3,25	3,25	5,02	5,06	3,38
Japon	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	0,3	0,7	0,9
Zone euro	2,6	2,9	3,2	3,6	3,8	4,0	4,5	4,5	4,2	4,1	4,0	3,8	3,1	4,2	4,0
Royaume-Uni	4,5	4,6	4,9	5,2	5,5	5,7	6,3	6,1	5,6	5,6	5,3	5,3	4,8	5,9	5,5
<i>Taux d'intérêt à long terme</i> <sup>1</sup>															
États-Unis	4,6	5,1	4,9	4,6	4,7	4,8	4,7	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	4,8	4,6	4,4
Japon	1,6	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,9	2,0	2,2	1,7	1,7	2,0
Zone euro	3,5	4,0	3,9	3,8	4,0	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	4,1	4,1	3,8	4,2	4,2
Royaume-Uni	4,2	4,6	4,6	4,6	4,9	5,2	5,2	4,9	4,9	4,9	4,8	4,8	4,5	5,0	4,8
Prix du pétrole, Brent, en \$ <sup>1</sup>	61,8	69,6	69,6	59,7	57,8	68,7	74,9	68,0	64,0	67,0	70,0	67,0	65,2	67,4	67,0
Prix du pétrole, Brent, en € <sup>1</sup>	51,4	55,4	54,6	46,3	44,1	51,0	54,3	48,6	44,1	44,7	50,0	47,9	51,9	49,5	46,7
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	12,3	14,6	3,8	2,2	4,1	8,7	-1,4	-1,0	-0,5	-0,5	0,0	0,5	8,2	2,6	-0,1

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevés 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 octobre 2007.

Cependant, cela accroît la vulnérabilité aux variations du taux de change pour les pays émergents. Comme l'a illustré la crise asiatique en 1997, une attaque spéculative sur la monnaie peut rapidement avoir des conséquences désastreuses sur la sphère réelle lorsqu'elle entraîne la faillite des débiteurs qui ne sont plus capables de faire face à leurs échéances. Ainsi un pays fortement endetté en monnaie étrangère doit-il faire preuve d'une vigilance accrue quant à la gestion de son taux de change. Il sera tenté de limiter l'appréciation rapide de sa monnaie afin d'éviter un retournement brutal des anticipations.

## Et si le dollar dérapait?

L'équilibre de la croissance mondiale repose sur une abondance de liquidités qui permet de financer à bas coût le déficit courant américain. Échaudés par les crises financières de la fin des années 1990, les pays en développement sont contraints de maintenir une épargne élevée afin d'accumuler des réserves de change qui leur permettent de préserver la stabilité de leur taux de change et de se prémunir contre d'éventuelles attaques spéculatives. L'épargne dégagée par les pays asiatiques et les pays producteurs de pétrole finance la croissance américaine et explique le bas niveau des taux longs. Elle a permis aux États-Unis de financer leur déficit en évitant une dépréciation significative du dollar.

Mais le retournement de l'économie américaine pourrait bien sonner le glas de cet équilibre périlleux. Une croissance plus faible aux États-Unis pourrait détériorer la soutenabilité du déficit courant américain, qui atteignait 5,9 % du PIB au deuxième trimestre 2007. La dépréciation en cours du dollar pourrait entraîner un retournement des anticipations des intervenants sur le marché des changes, et enclencher des mécanismes en chaîne conduisant à une glissade incontrôlée de la monnaie américaine. En particulier, les investisseurs détenant des positions ouvertes en yen sous forme de *carry trade* pourraient couper leurs positions afin de se prémunir contre les pertes liées à la dépréciation de la monnaie dans laquelle ils ont investi. Cette fuite soudaine et massive de capitaux précipiterait la chute du dollar. Cette chute pourrait être accentuée par une diversification des réserves de change des pays asiatiques, qui ne verraient plus dans le dollar une monnaie de réserve suffisamment solide.

Un tel décrochage du billet vert aurait des conséquences très dommageables pour l'économie mondiale. Pour les États-Unis, elles se limiteraient à un risque d'inflation importée qui pourrait se traduire par des hausses de taux. Mais pour le reste du monde et l'Europe en particulier, l'appréciation de l'euro accentuerait les pertes de parts de marché à l'exportation. Privée d'un moteur de croissance externe, la reprise en cours en Europe pourrait bien tourner court. D'autant que

## ■ Département analyse et prévision

le vieux continent serait également affecté par la hausse des taux longs, dont les évolutions sont très corrélées aux taux américains. Les marchés immobiliers espagnol et français pourraient se retourner, les marchés boursiers corrigeraient, privés du soutien des *Leveraged Buy-Out* (LBO) et pénalisés par la dégradation des perspectives de profit. La recrudescence des faillites de ménages ou d'entreprises surendettés engendrerait la hausse des primes de risque et l'on pourrait assister à un *credit crunch*. Il faudrait alors beaucoup plus qu'un simple retournement de tendance sur le marché des changes pour rétablir la situation.

Les conséquences sur la croissance de ce scénario « catastrophe » seraient certes négatives, mais celui-ci permettrait au moins la résorption d'une partie des déséquilibres mondiaux. Les marchés immobiliers retrouveraient des niveaux de valorisation plus conformes au pouvoir d'achat des ménages. Le déficit courant américain se résorberait sous la double influence d'une moindre croissance aux États-Unis et d'une compétitivité-prix accrue des exportations américaines. Les excédents commerciaux des pays asiatiques diminueraient, incitant ceux-ci à privilégier une croissance davantage tirée par la demande interne.

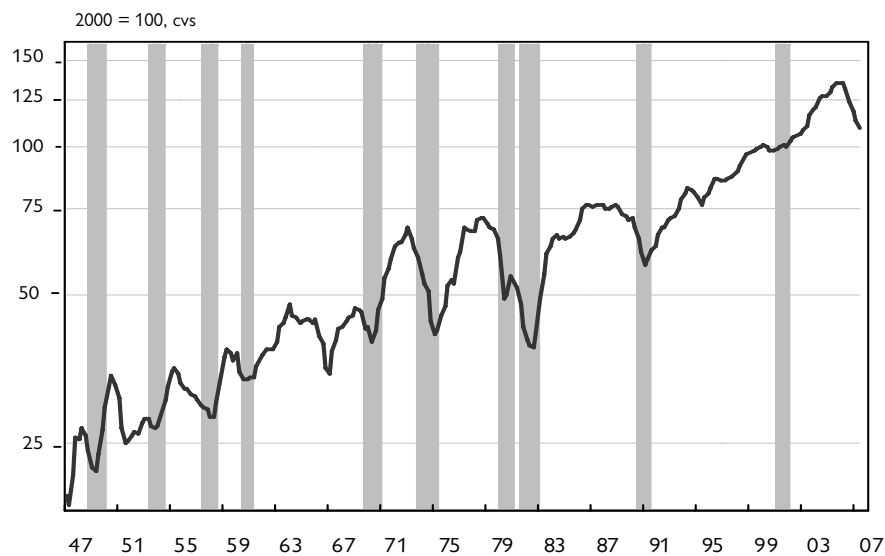
## Et si la crise immobilière annonçait une récession?

Au vu de la conjonction des reculs de l'investissement en logement et des récessions survenues aux États-Unis depuis la Seconde Guerre mondiale, l'éventualité d'un scénario plus noir que celui d'un ralentissement aux États-Unis n'est pas à exclure. Selon le National Bureau of Economic Research, organisme chargé de la datation des cycles aux États-Unis, l'économie américaine a enregistré dix récessions depuis 1945 (graphique 6). Neuf d'entre elles ont été précédées d'une correction de l'immobilier. Au cours de cette même période, seules deux baisses de l'investissement en logement n'ont pas fait plonger l'activité. Si le lien n'est pas systématique, la crise actuelle a significativement accru la probabilité d'une récession qui ne traduirait finalement que le jeu du cycle de l'endettement.

La vigueur de l'expansion dans les pays émergents depuis quelques années a laissé supposer que l'économie américaine n'est plus la source principale de croissance dans le monde. La relative insensibilité de l'économie mondiale aux soubresauts de l'économie américaine sous-tend le scénario de croissance décrit ici. Il suppose que les pôles soient suffisamment autonomes et que la contraction du débouché américain n'affecte que modérément les différentes zones, c'est-à-dire que le commerce intrazone reste dynamique ou que leur croissance repose davantage sur la demande intérieure que sur la demande extérieure. C'est le cas de l'Amérique latine et des pays de l'Est, en particulier de la Russie qui affiche un *boom* de sa demande intérieure,

stimulée par le haut niveau du prix des matières premières. Que les marchés des produits de base viennent à se retourner, sous l'impulsion de la moindre croissance américaine, et le ralentissement des pays de l'Est ou de l'Amérique latine accompagnera probablement celui des États-Unis.

#### 6. FBCF en logements et récessions \* aux États-Unis



La Chine, dont le degré d'exposition à un retournement de conjoncture s'est sensiblement accru depuis dix ans du fait de la montée de son degré d'ouverture, est susceptible aussi de pâtir du ralentissement américain. Mais la croissance chinoise, qui dépend aussi du dynamisme de l'activité dans la zone euro et sur le continent asiatique ainsi que des efforts du gouvernement pour rééquilibrer la croissance dans un sens plus favorable à la demande intérieure, pourra passer au travers de la faiblesse américaine. Une croissance moindre qu'escomptée chez les partenaires commerciaux des chinois hors Asie, ou l'échec de la politique de rééquilibrage, pèseraient sur le dynamisme de l'économie chinoise, et, compte tenu des interdépendances des économies, sur celui de l'ensemble de la zone Asie. Dans ce contexte, le Japon, mais aussi l'Amérique latine qui réalise une bonne part de ses excédents commerciaux avec l'Asie, subiraient à la fois les conséquences du ralentissement américain et de celui de la Chine.

## ■ Département analyse et prévision

Le schéma de croissance dans la zone euro pour 2007 et 2008 repose sur le dynamisme de la demande intérieure, entretenu par l'investissement, les hausses de salaires, et l'orientation expansionniste de la politique budgétaire, notamment en France. Mais à supposer que les forces internes de croissance viennent à faiblir, la zone euro subira de plein fouet la contraction des débouchés extérieurs aux États-Unis et la chute du dollar. C'est que pourrait préfigurer le retournement de l'indicateur avancé au deuxième semestre 2007 (encadré).

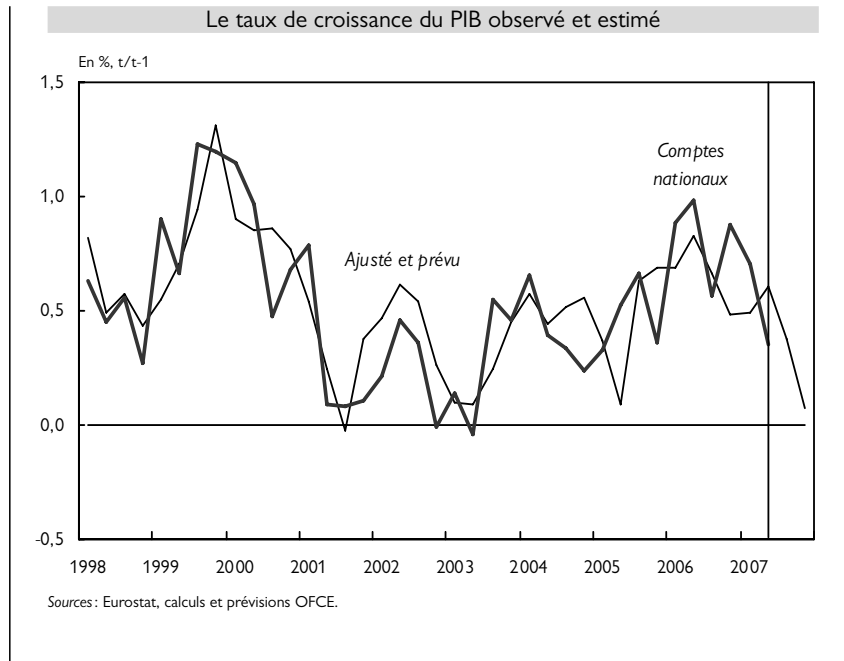
### Retournement de l'indicateur avancé de la zone euro \*

Après une année 2006 qui a vu la croissance nettement accélérer, les chiffres du premier semestre 2007 apparaissent nettement plus contrastés. Le premier trimestre s'est inscrit dans la continuité de l'année précédente, mais les chiffres d'Eurostat pour le deuxième trimestre sont décevants. Et l'indicateur n'est guère optimiste pour la fin de l'année, anticipant des hausses du PIB de 0,4 et 0,1 % au 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestres respectivement (graphique).

Ce retournement en baisse de la croissance, puisque de telles prévisions évoquent bien un retournement, est lié à celui de l'enquête de conjoncture dans l'industrie. Le climat des affaires dans ce secteur a en effet nettement reculé en septembre, et l'extrapolation de ce mouvement à l'horizon de décembre, conduit à anticiper une poursuite de la baisse. Les mauvais résultats de l'enquête peuvent toutefois résulter d'une sur-réaction des chefs d'entreprise à la crise financière de l'été 2007. Auquel cas, la dégradation de l'indice de confiance dans l'industrie en septembre ne serait pas extrapolable pour les mois suivants. La compensation, en octobre, de l'excès de pessimisme des industriels en septembre pourrait réoxygéner la prévision.

Mais les autres composantes de l'indicateur ne laissent pas attendre un fort soutien aux taux de croissance prévus : l'indice de confiance des consommateurs a reculé en août et en septembre, l'enquête dans la construction témoigne d'une dégradation du climat des affaires depuis le quatrième trimestre 2006 qui affecte désormais les prévisions, et les effets retardés de la montée de l'euro face au dollar ainsi que du durcissement de la politique monétaire depuis la fin 2005 joueront pleinement au 2<sup>e</sup> semestre 2007. Seule la baisse du prix du pétrole en 2006 insufflé maintenant un peu d'air à des prévisions qui, si elles se réalisaient, feront rapidement oublier les belles heures de l'année 2006.

\* 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.



Achévé de rédiger le 15 octobre 2007