Lettre de l'OFCE 299

Centre de recherche en économie de Sciences Po

Mardi 22 avril 2008

Page **6** : MENACES SUR LA CROISSANCE
Perspectives 2008-2009 pour l'économie française

RETOUR DE FLAMME

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

Pour la première fois depuis le début des années 2000, l'économie mondiale affronte une crise susceptible d'infléchir sa trajectoire de croissance. Les angoisses liées à l'onde de choc de la crise immobilière et financière aux États-Unis ont supplanté les inquiétudes nourries par l'accumulation des déséquilibres économiques, les tensions géopolitiques ou l'envolée du prix du pétrole et des matières premières.

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

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

I Une crise à mille milliards de dollars

La bulle a éclaté là où on ne l'attendait pas. Même s'il apparaissait qu'aux États-Unis, des ménages peu fortunés se trouvaient placés en position spéculative, personne n'avait envisagé une mise à terre de la finance mondiale. Le FMI évalue à presque 1 000 milliards de dollars la perte des établissements financiers, dont plus de 50 % dus aux seuls *subprime*. Cette estimation est conforme à l'évolution des capitalisations boursières des banques dans le monde. D'après l'indice construit par *Thomson Financial*, la perte de capitalisation entre le deuxième trimestre 2007 et le premier trimestre 2008 est de 1 143 milliards de dollars, chiffre très proche de celui du FMI.

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

II À situation d'urgence, réponses vigoureuses

En revanche, si une réponse appropriée est apportée, alors la crise actuelle pourra être digérée par l'économie mondiale. La réponse nécessaire comporte de nombreux volets. Le premier concerne le secteur bancaire. Il s'agit d'une part de mettre fin à la défiance sur le marché interbancaire, en fournissant les liquidités nécessaires à son fonctionnement quotidien et en poussant chacun à révéler sa situation pour mettre fin à l'absence d'informations partagées et fiables sur les pertes et les bilans. Il faut d'autre part dégager, au moins temporairement, les établissements bancaires du risque de marché pour éviter qu'ils ne vendent aujourd'hui des actifs dont la dépréciation n'est que conjoncturelle. Pour éviter des faillites bancaires, il faut enfin organiser la reprise des banques en danger, comme celle de

* 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 Rifflart, Danielle Schweisguth. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 11 avril 2008.

Observatoire français des conjonctures économiques
69 quai d'Orsay 75340 Paris cedex 07
Tel : 01 44 18 54 00 Fax : 01 45 56 06 15
e-mail : ofce@ofce.sciences-po.fr http://www.ofce.sciences-po.fr

Edité par les Presses de Sciences Po
117 boulevard Saint-Germain 75006 Paris
Abonnements : Tel : 01 45 49 83 64
Fax : 01 45 49 83 34

TABLEAU 1 : PRINCIPALES HYPOTHÈSES ET RÉSUMÉ DES PRÉVISIONS

	Trimestres												Années		
	2007				2008				2009						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2007	2008	2009
Prix du pétrole en $ [1]	57,8	68,7	74,9	88,8	96,8	105,0	105,0	105,0	105,0	102,0	103,0	104,0	72,5	103,0	103,5
Matières premières Industrielles en $ [2]	4,1	8,7	– 4,4	– 2,1	12,7	5,0	2,0	0,0	0,0	– 1,0	– 1,0	– 1,0	1,6	4,9	– 0,8
Taux de change [1]															
1 € = … $	1,31	1,35	1,37	1,45	1,50	1,60	1,60	1,60	1,60	1,55	1,55	1,55	1,37	1,57	1,56
1 $ = … yen	119	121	118	113	105	100	100	105	110	110	110	110	118	103	110
1 £ = … €	1,49	1,47	1,47	1,41	1,32	1,28	1,28	1,28	1,28	1,30	1,30	1,30	1,46	1,29	1,30
Taux d'intérêt courts [1]															
États-Unis	5,2	5,2	5,3	4,9	3,2	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	5,1	2,1	1,75
Japon	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8
Zone euro	3,8	4,1	4,5	4,7	4,4	4,3	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,3	4,2	4,0
Royaume-Uni	5,5	5,7	6,3	6,3	5,6	5,5	5,0	4,75	4,5	4,5	4,5	4,5	6,0	5,2	4,5
Taux d'intérêt longs [1]															
États-Unis	4,7	4,8	4,7	4,3	3,7	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,3	4,3	4,6	3,7	4,3
Japon	1,7	1,8	1,7	1,6	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,7	1,5	1,8
Zone euro	4,0	4,3	4,4	4,2	4,0	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,2	3,9	4,0
Royaume-Uni	4,9	5,2	5,2	4,8	4,5	4,5	4,3	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	5,0	4,3	4,1
Prix à la consommation [3]															
États-Unis	2,4	2,6	2,4	4,0	4,1	3,8	3,8	3,0	2,5	2,2	2,2	2,4	2,9	3,7	2,3
Japon	– 0,1	– 0,1	– 0,1	0,5	1,1	1,2	1,2	0,7	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	1,0	0,1
Zone euro	1,9	1,9	1,9	2,9	3,3	3,1	2,9	2,4	2,0	1,9	1,9	2,0	2,1	2,9	2,0
Royaume-Uni	2,9	2,6	2,3	2,2	2,9	3,0	2,9	2,7	2,3	2,2	2,2	2,2	2,5	2,9	2,2
PIB en volume, cvs [2]															
États-Unis	0,2	0,9	1,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	2,2	1,2	1,5
Japon	0,9	– 0,4	0,3	0,9	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	2,0	1,6	1,9
Zone euro	0,7	0,4	0,7	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	2,6	2,0	2,2
Allemagne	0,6	0,2	0,7	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	2,6	1,7	2,2
France	0,6	0,4	0,8	0,4	0,3	0,4	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	1,9	1,9	2,3
Italie	0,3	0,1	0,4	– 0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,5	0,9	1,5
Royaume-Uni	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	3,0	2,0	1,8
Importations de marchandises en volume, cvs [2]															
Monde	0,9	1,7	3,1	1,3	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7	1,7	1,8	1,8	6,7	6,7	6,6
Pays industrialisés	0,9	– 0,3	2,4	0,3	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	3,6	4,0	4,9
PED	0,9	5,6	4,3	3,3	2,4	1,9	1,9	2,1	2,5	2,5	2,5	2,5	13,0	11,6	9,5
Balances courantes en points de PIB, cvs [1]															
États-Unis	– 5,9	– 5,5	– 5,1	– 4,9	– 5,1	– 5,0	– 4,9	– 4,8	– 4,7	– 4,7	– 4,7	– 4,8	– 5,3	– 5,0	– 4,7
Japon	4,6	5,0	4,9	5,0	4,9	4,7	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,9	4,7	4,5
Zone euro													0,1	0,3	0,4

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

3. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. En %.

Sources : Pétrole (*Brent*) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôts au Japon, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire 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. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévision OFCE avril 2008.

Bear Stearns par JP Morgan sous l'égide de la Réserve fédérale, ou les nationaliser si personne n'est preneur, comme Northern Rock au Royaume-Uni.

Le risque à procéder de la sorte est bien connu, c'est celui de déresponsabiliser les acteurs et, partant, de créer les conditions d'apparition des prochaines bulles, alimentées par le sentiment d'impunité individuelle. La régulation du secteur financier est susceptible d'empêcher les abus. Mais la globalisation en réduit la portée opérationnelle et la régulation du système financier restera de l'ordre des bonnes résolutions face à l'attrait d'une croissance soutenue. Pourtant, l'urgence est d'appliquer le remède et non pas de se préoccuper de ses effets secondaires.

Sauver les banques ne suffira pas. Le second volet d'une action efficace est macroéconomique : il faut soutenir l'économie mondiale et retrouver rapidement le fil de la croissance. C'est à la fois nécessaire pour le secteur financier, dont la valeur des actifs dépend de la stabilité de la croissance. C'est également nécessaire parce que le choc initial touche durement la première économie du monde, par le biais de la consommation et de l'investissement en logement des ménages. Le secteur financier, comme les ménages, a des comportements pro-cycliques et c'est un argument suffisant pour justifier une relance économique. Celle-ci suppose une réponse budgétaire et monétaire vigoureuse. Les États-Unis, parce qu'ils ont fait leur cette stratégie depuis longtemps, n'ont pas hésité à s'engager dans cette voie. La réussite de cette impulsion de politique économique suppose cependant la conjonction de plusieurs facteurs qui ne sont pas encore réunis. La relance américaine serait bien plus efficace si elle était accompagnée d'une relance budgétaire européenne. Les appels du FMI dans ce sens resteront lettre morte, l'Europe n'étant pas en mesure de prendre de telles décisions.

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

Le spectre de la stagflation

Les hausses des prix des matières premières et des produits pétroliers ajoutent au risque financier celui de l'inflation. Paradoxale au moment où s'annonce un ralentissement de l'économie mondiale, cette hausse des prix rappelle la stagflation des années 1970. Le contexte n'est plus tout à fait le même et la flexibilité des changes est mieux assumée aujourd'hui qu'elle ne l'était à l'époque.

Mais, dans de nombreux pays, les pertes de pouvoir d'achat se sont cumulées depuis 2000 et grande est la légitimité de ceux qui réclament compensation. Les émeutes de la faim dans les pays les plus pauvres nous rappellent que la mondialisation met au même niveau tous les consommateurs sur tous les marchés et que la frénésie de consommation des uns signifie la hausse des prix pour tous. Lorsqu'elle « fabriquait » du pouvoir d'achat, la mondialisation paraissait vertueuse. La hausse des prix des produits de première nécessité accentue les inégalités de façon vertigineuse et efface les dernières années de lutte contre la pauvreté en quelques semaines.

Dans les pays développés, la perte de pouvoir d'achat n'affame pas. Mais elle effraye les banquiers centraux qui craignent que des hausses de salaires ne soient une facilité temporaire pour calmer ces revendications. Les hausses de salaires seraient compensées par des hausses de prix qui viendraient annuler ce qui a été donné, enclenchant une spirale inflationniste. La référence aux années 1970 est cependant partiellement trompeuse. L'ouverture des marchés a accru la pression concurrentielle. Quand les entreprises d'un pays augmentent leurs prix pour compenser des hausses de salaires trop généreuses, la sanction en termes d'activité est plus rapide. Pour s'alimenter, l'inflation devrait se développer à une échelle tellement large qu'elle en devient improbable.

La crainte d'une spirale inflationniste paraît également excessive au vu de la rentabilité du capital qui autorise des hausses de salaires. Au lieu d'induire des hausses de prix, l'accroissement des salaires réels conduirait à une baisse de la rentabilité du capital. Elle serait alors en ligne avec l'amélioration des marchés du travail dans les grands pays européens. Le retour brutal à la réalité des acteurs de la finance et la disparition d'actifs dont le rendement élevé servait de modèle illusoire aux autres, ouvrent la voie à un rééquilibrage du partage des fruits de la croissance.

Un scénario sans catastrophe

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

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

TABLEAU 2 : PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE

Taux de croissance annuels, en %

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

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2007 estimés par le FMI.
2. Croatie et Turquie.
3. Communauté des États indépendants.

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

Crédit : prudence, mais pas rationnement

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

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

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

De même on n'entrevoie guère l'apparition d'un rationnement quantitatif du crédit. Certains établissements ayant subi de lourdes pertes, et par conséquent une amputation de leurs fonds propres, sont sortis des limites imposées par les contraintes prudentielles, mais à l'échelle macroéconomique, ces dernières ne sont pas saturées. La clientèle des établissements, pour lesquels des ajustements quantitatifs de leur masse de crédits sera nécessaire, pourra ainsi se reporter vers les établissements libres d'engagements excessifs. La situation est plus tendue aux États-Unis car le secteur bancaire américain, davantage impliqué sur le marché de l'immobilier local et la filière de la titrisation, subit des pertes sans commune mesure avec celles des banques européennes. Pour le moment les ménages sont davantage exposés au risque de sélection dans la course au crédit, mais les entreprises pourraient pâtir également de l'ajustement des bilans bancaires en 2008. En Europe, les restrictions de crédit qui sont apparues depuis l'éclatement de la crise des *subprime* ne concernent que les emprunteurs les plus fragiles. Les dossiers solides ne sont pas touchés et n'ont aucune raison de l'être.

Ralentissement américain ? Dont acte

L'économie américaine devrait connaître un repli nettement plus marqué qu'escompté lors de notre précédente prévision. Encore attendue à 1,8 % pour 2008 en septembre, la croissance devrait finalement tomber à 1,2 % cette année avant de se redresser faiblement à 1,5 % en 2009. La première moitié de 2008 marquera une nouvelle étape de l'infléchissement du rythme de croissance, déjà mis à mal à la fin de 2007. La morosité prédomine tant du côté de l'offre, comme on le voit dans les enquêtes qualitatives auprès du système productif ou dans les données quantitatives de production, que du côté de la demande, avec la dégradation du climat de confiance des ménages et des conditions de formation du revenu. Au vu de l'expérience passée, une telle accumulation de mauvaises nouvelles, combinée à la réduction du crédit aux ménages et aux entreprises et à la permanence de tensions sur les marchés financiers, fait craindre

une entrée en récession. Conformément à cette thèse, la demande intérieure totale baisserait de 0,2 % au premier trimestre 2008 et de 0,1 % au deuxième, plombée par l'effet négatif de richesse immobilière sur la consommation des ménages, qui perdurerait encore à l'horizon 2009.

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

Les facteurs régionaux l'emportent

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

Cette thèse, qui fonde notre scénario de découplage, repose sur la conjonction de plusieurs facteurs. D'abord, les pays émergents ne sont plus aussi dépendants que par le passé du marché américain pour asseoir leurs débouchés. En Chine, la part des exportations à destination des États-Unis est de l'ordre de 20 % en 2007, en baisse depuis 2001, alors que l'Europe est devenue son premier client. La tendance est la même pour la plupart des pays émergents qui diversifient leurs débouchés à la fois vers l'Europe et vers les autres pays en développement. La Russie est quant à elle quasiment isolée des États-Unis qui ne représentent que 5 % de ses exportations. Par ailleurs, la dégradation de la compétitivité des pays émergents est restée limitée, l'appréciation de leur taux de change effectif ayant été bien moindre que celle de leur taux de change bilatéral avec le dollar qui s'est déprécié contre la plupart des monnaies. Les pays émergents, zone asiatique, pays de l'Est, Amérique latine, seront donc affectés par le ralentissement américain, mais la diversification géographique de leurs débouchés en modèrera l'impact sur la croissance.

En cette période troublée, les pays émergents ne manquent pas non plus de ressort interne. La hausse du pétrole et des matières premières industrielles et alimentaires est coûteuse pour les pays consommateurs, mais profite en retour aux pays producteurs. Cette manne augmente les revenus des pays exportateurs qui pourront rééquilibrer leur croissance en faveur de la demande intérieure face à la faiblesse de leurs débouchés extérieurs. C'est le cas de la Russie par exemple dont les exportations de pétrole représentent 20 % du PIB. Les revenus pétroliers ont permis à l'État russe de redresser très rapidement sa situation financière depuis la crise de 1998. Mais ils ont aussi profité aux ménages qui ont vu leur niveau de vie augmenter. Au Brésil, les trois premiers pôles d'exportation sont le minerai de fer, les huiles brutes de pétrole et le soja, des matières premières dont le prix a presque doublé en un an et dont les recettes irriguent l'économie nationale.

Au total, la croissance dans la **zone asiatique** décélérerait à l'horizon de notre prévision, mais en se maintenant à un rythme confortable de 8,4 % en 2008 et de 8,3 % en 2009, la volonté affichée par les autorités de favoriser la demande interne prenant effet rapidement. Le **Japon**, dont l'intégration régionale s'affirme, profitera du dynamisme de ses voisins émergents qui constituera un rempart efficace contre le ralentissement américain. Révisée à la baisse toutefois du fait de la résurgence de ses difficultés internes, la croissance du Japon s'élèverait à 1,6 % en 2008 et à 1,9 % en 2009. En **Amérique latine**, la croissance ralentirait à 4,1 % en 2008 et à 3,4 % en 2009. La zone resterait portée par la solidité de la demande interne et les recettes d'exportations de produits de base, mais des signes de surchauffe inflationniste apparaissent qui pourraient contraindre les banques centrales à resserrer leur politique monétaire. Enfin, comme en Amérique latine, les **pays de l'Est** bénéficient non seulement du dynamisme de leur commerce extérieur, mais aussi de l'expansion de leur demande interne. Même si les déséquilibres macroéconomiques massifs de nombre de nouveaux pays membres les expose à un risque financier en cas de propagation de la crise américaine, la forte hausse du prix des matières premières a permis un assainissement rapide des fondamentaux des pays de la CEI. La croissance à l'Est resterait au minimum de 5 % en 2008 et en 2009, que ce soit dans les nouveaux pays membres, 5,2 % et 4,9 % respectivement, ou dans la CEI, 7,5 % et 6,5 %.

L'Europe plie mais ne rompt pas

Les mauvaises nouvelles, venues à la fois de la déconfiture du système financier mondial, de l'envolée de l'euro et de la résurgence de tensions inflationnistes, ont terni les performances économiques des pays de la zone en fin d'année 2007 et elles pèseront sur la conjoncture dans les trimestres à venir. La consommation des ménages marquera le pas dans la première moitié de 2008, sous l'effet du regain d'inflation. Mais sous l'hypothèse de la stabilisation du prix du pétrole en euros et de l'atténuation des tensions sur les prix alimentaires, la consommation devrait surmonter cette faiblesse passagère. Quant aux entreprises, elles bénéficient d'une bonne situation opérationnelle et d'une profitabilité élevée, favorables à l'investissement. Les allègements de la fiscalité prévus dans plusieurs pays en 2008 constitueront un soutien supplémentaire.

L'Europe ne sombrerait donc pas et l'on se gardera d'établir un parallèle avec la situation américaine. À la différence de l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000, où les ferments de la crise étaient communs aux deux zones, le choc immobilier actuel n'est propre qu'aux États-Unis. Certes, le resserrement monétaire de la BCE entre décembre 2005 et juin 2007 a initié un net ralentissement sur de nombreux marchés immobiliers. Mais les banques sont globalement restées prudentes dans leur politique d'octroi de crédits, se risquant rarement à entraîner les ménages les moins solvables dans un jeu spéculatif. La baisse des prix immobiliers, si elle devait survenir, ne dégraderait pas la situation financière des ménages dont la capacité d'emprunt repose sur le revenu et pas sur des plus-values potentielles.

Au final, malgré un *statu quo* attendu de la politique monétaire, un euro fort et une impulsion budgétaire modérée en 2008 et neutre en 2009, la zone euro résisterait, du fait de fondamentaux solides. Elle préserverait un sentier de croissance proche de son potentiel, 2,0 % en 2008 et 2,2 % en 2009 ■